

上海复星医药（集团）股份有限公司
及其发行的 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药
02 与 18 复药 03

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100037】

评级对象: 上海复星医药(集团)股份有限公司
及其发行的 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03

	16 复药 01	17 复药 01	18 复药 01	18 复药 02、18 复药 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA 2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA 2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA 2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA 2020 年 4 月 29 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 8 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 8 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 8 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 8 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA 2015 年 11 月 18 日	AAA/稳定/AAA 2017 年 2 月 15 日	AAA/稳定/AAA 2018 年 8 月 3 日	AAA/稳定/AAA 2018 年 11 月 23 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	6.55	8.50	9.05
刚性债务	81.67	108.34	105.71
所有者权益	214.13	247.29	259.57
经营性现金净流入量	-1.16	-2.30	-1.90
合并口径数据及指标:			
总资产	619.71	705.51	761.20
总负债	322.30	369.59	369.15
刚性债务	206.09	235.92	221.52
所有者权益	297.41	335.93	392.04
营业收入	185.34	249.18	285.85
净利润	35.85	30.20	37.44
经营性现金净流入量	25.80	29.50	32.22
EBITDA	55.85	58.56	69.81
资产负债率[%]	52.01	52.39	48.50
权益资本与刚性债务比率[%]	144.31	142.39	176.98
流动比率[%]	90.70	100.44	117.03
现金比率[%]	48.47	55.10	58.68
利息保障倍数[倍]	7.88	4.81	5.12
净资产收益率[%]	13.04	9.54	10.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.32	17.09	18.23
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.23	-6.63	8.26
EBITDA/利息支出[倍]	9.49	6.25	6.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.26	0.31

注: 根据复星医药经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。

分析师

王云霄 wyx@shxsj.com
韩浩 hh@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对上海复星医药(集团)股份有限公司(简称“复星医药”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 及 18 复药 03 的跟踪评级反映了 2019 年以来复星医药在发展前景、主业竞争力及财务状况等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在药品降价压力及药品质量安全等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业发展前景较好。**近年来,我国医药市场继续扩大,同时政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策,有利于行业的规范及集中度的提高,行业发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药收入保持增长,在部分细分市场保持了较明显的优势地位。同时,公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强,经营环节现金流状况较好,权益资本实力雄厚,财务状况良好。
- **资金成本优势。**复星医药融资渠道畅通且多样,综合融资成本较低为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险:

- **并购资金压力、估值风险及整合风险。**外延式扩张是复星医药实现业务快速发展的重要方式之一。近年来公司海外并购较快,资金压力较大,形成一定的估值风险和较大的整合风险。
- **药品降价压力。**医保控费或将影响医药制造行

业用药结构，药品面临较大降价压力，对业内企业的成本控制提出挑战。

- **新药研发不达预期风险。**药品存在研发周期长、技术风险大等特点，复星医药新药研发存在一定不确定性。
- **药品质量安全风险。**药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，复星医药采取的诸多防范措施可有效降低但不能完全消除药品安全风险。

➤ 未来展望

通过对复星医药及其发行上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性极强，并维持上述公司债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海复星医药（集团）股份有限公司

及其发行的 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）、2017 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）及 2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种二）（分别简称“16 复药 01”、“17 复药 01”、“18 复药 01”、“18 复药 02”及“18 复药 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据复星医药提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对复星医药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司从 2008 年起先后发行了多期短期及超短期融资券、中期票据和公司债，均正常偿付本息。截至 2020 年 4 月 28 日，公司尚未到期余额共计 77.8645 亿元。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	当前余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	备注
16 复药 01	29.945	5	3.35	2016/3/4	2021/3/4	第三年末附回售条款
17 复药 01	10.9195	5	4.50	2017/3/14	2022/3/14	第三年末附回售条款
18 复药 01	13.00	5	5.10	2018/8/13	2023/8/13	第三年末附回售条款
18 复药 02	5.00	4	4.47	2018/11/30	2022/11/30	第二年末附回售条款
18 复药 03	10.00	5	4.68	2018/11/30	2023/11/30	第三年末附回售条款
20 复星医药 SCP001	6.00	0.7397	2.5	2020-02-28	2020-11-27	
20 复星医药 SCP002	3.00	0.2466	2.20	2020-04-08	2020-07-07	

资料来源：Wind（截至 2020 年 4 月 28 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。2020 年新冠肺炎疫情爆发短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好，同时也为药品零售和电商企业带来发展机遇。中长期影响则将取决于疫情结束后医药医疗卫生领域的进一步改革。

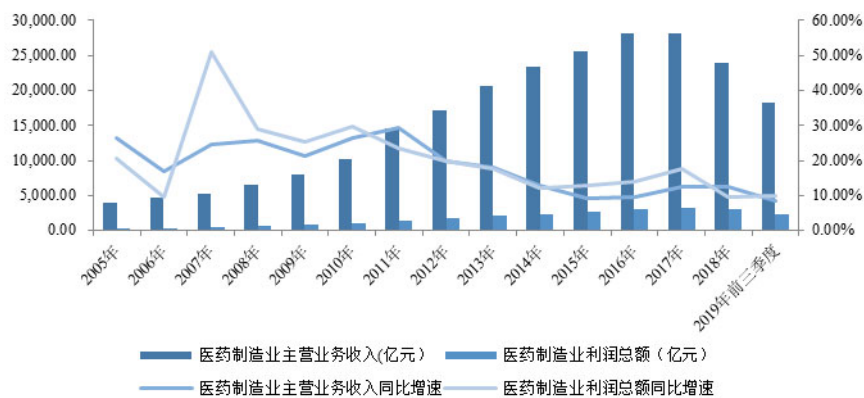
A. 行业概况

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚

性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保护容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。根据国家统计局数据显示，2011~2017年，我国医药制造行业的主营业务收入从14,522.05亿元增至28,185.50亿元，年复合增长率为11.69%；利润总额从1,494.30亿元增至3,314.10亿元，年复合增长率为14.20%，总体呈现出良好的运营趋势。

2018年，我国医药制造行业¹实现主营业务收入23,986.30亿元，同比增长12.60%，较上年同期增速提升0.1个百分点；利润总额3,094.20亿元，同比增长9.50%，下降8.3个百分点。2019年前三季度，我国医药制造行业²规模以上企业实现营业收入18,184.20亿元，同比增长8.40%；利润总额2,390.30亿元，同比增长10.00%。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

图表 2. 我国医药制造行业营业收入及利润总额情况



资料来源：Wind 资讯、国家统计局等

根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院加快发展养老服务业的若干意见》，2020年我国60周岁以上老年人口预计将达到2.43亿，2025年或将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。根据《2018年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数13.45亿人，同比增加1.68亿人，其中参加城乡居民基本医疗保险人数8.97亿人，同比增加0.24亿人。全年资助4,972万人参加基本医疗保险，医疗救助3,825万人次。当年末全国共有医疗卫生机构100.4万个，其中医院3.2万个，全年总诊疗人次84.2亿人次。

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

² 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从2019年起，用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

图表 3. 我国医药制造行业重要影响因素变化情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
我国人口数（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95
60岁以上人口占比（%）	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	4.43	5.54	6.81	8.13	9.31	10.77	14.42	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93
国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20
卫生费用（万亿元）	2.43	2.81	3.17	3.53	4.10	4.63	5.26	—

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。涉及药品生产、流通、使用等方面的相关政策陆续实施：优先评审药品注册政策落实，加快了药品的研发上市进程；仿制药一致性评价政策持续推进，相关配套政策如带量采购政策与各地挂网政策连续出台，有利于仿制药质量整体提升和产业集中度提高；国家医保局正式挂牌成立，集中采购、医保谈判、医保统筹等多项医保政策的实施，将统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”改革；“两票制”在全国范围内全面推开，促进医药流通行业整合加速；分级诊疗、新版国家基药目录、临床路径的逐步推广也正在推动行业变革。

2018年9月19日，国务院发布了《关于完善国家基本药物制度的意见》；10月25日，国家卫健委发布《关于印发国家基本药物目录（2018年版）的通知》，2018版基药目录共调入药品187种，调出22种（其中有17个为化药），目录总品种数量由原来的520种增加到685种，其中西药417种、中成药268种。此次目录调整优化了结构，突出常见病、慢性病以及负担重、危害大疾病和公共卫生等方面的基本用药需求，注重儿童等特殊人群用药。新版目录发布实施后，将能够覆盖临床主要疾病病种，更好适应基本医疗卫生需求，为进一步完善基本药物制度提供基础支撑，高质量满足人民群众疾病防治基本用药需求。

2018年11月15日，上海市阳光采购网公布《4+7城市药品集中采购文件》，明确国家启动组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市，针对31个药品进行带量采购。12月6日发布中选结果，选取品种售价平均降价52%，最高降价96%。国家带量采购政策，通过促进竞争，推动药品降价和仿制药替代；通过设定质量标准和带量采购，推动医药企业结构和产品结构升级，允许通过一致性评价的仿制药与原研药公平竞争，促进一致性评价工作；通过挤掉药品销售费用、改变“带金销售”模式，净化医务人员行医环境，促进合理用药。医药制造企业在这一政策下，必须在确保药品质量的前提下降低制造成本和管理费用。

医药流通方面，新修订的《药品经营质量管理规范》对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛。2017年1月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

图表 4. 我国医药制造行业主要政策情况

领域	时间	政策	内容	作用及影响	
研发端	2015.7	临床数据自查	药品注册申请人需对申报药品自查确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整；并对自查完成后发现的临床试验数据真实性存在问题的相关申请人、组织机构处以一定惩罚。	解决审批药品大量积压阻碍药品审批进度问题，促进真正有临床效果的药品进入市场。	
	2015.12	优先审评审批	对创新药和临床急需药品进行优先审评。	减少了创新药、临床急需药排队时间、提高研发效率、加快新药上市。	
	2016.6	药品上市许可持有人制	生产权和上市权分离（批件持有人和生产企业分离）。	加快药物技术到产品的转化率以及药企GMP生产线的利用率，轻资产研发型企业有望脱颖而出。	
	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	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展等六个方面鼓励药品、医疗器械创新；加强创新权益保护；明确上市许可持有人的责任。	激发医药研发的活力，促进药品医疗器械产业结构调整和科技创新，让更多的新药好药和先进医疗器械上市，满足公众医疗需要。	
生产端	2016.3	仿制药一致性评价	仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用；2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价。	通过一致性评价的品种，将会受到医保支付、医疗机构采购等方面政策支持。	
流通端	2016.5	营改增	医药流通行业属于交通运输业范畴，试用税率从以前的5%调整至11%。	医药流通企业税负加大，医药流通难以进行底价开票、过票等操作。	
	2016.12	两票制	药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票。	减少中间环节加价，有利于降低药价；颠覆药企结算模式，以底价销售给代理商的药企开票或将转为高开模式，税负进一步提高。	
终端	采购	2015.2	集中采购	—	控制药品价格，缓解药品价格虚高问题。
		2018.11	4+7 药品带量采购	根据采购文件，北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市进行国家组织药品集中采购试点。	节省医保基金，在保障药品质量的同时大幅降低药价，促进仿制药替代原研，通过降价和保用量，大幅降低药企销售成本。

领域	时间	政策	内容	作用及影响
支付	2016.11	医保控费	限定药品和服务的支付目录；限制药品和服务的价格；提高个人缴费水平。	药品价格普遍呈下降趋势。
	2015.9	分级诊疗、多点医疗	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊；医师多点执业是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。	合理医疗资源配置，缓解大中型医院诊疗压力，提升整体医疗服务效率。
应用	2017.2	新医保目录	新增加药品 339 个，增幅约 15%；重点突出儿童药、创新药、重大疾病常用药等领域；并提到 45 种拟谈判药品可通过谈判降价后纳入目录。	入选品种有望迎来销量增长。
	2018.10	国家基本药物目录（2018 年版）	新版基药目录由 520 种增至 685 种，更强调了基药临床必需、疗效确切的属性，癌症、儿科、慢性病等病种成为此次目录调整焦点	入选品种有望迎来销量增长。
	2019.11	国家医保药品目录（2019 年版）	最终有 70 个新药“入围”，包括 52 个西药和 18 个中成药	新药平均降价达六成，但入选品种有望迎来销量增长。
其他	2018.5	国家医疗保障局成立	新组建的国家医保局不仅整合财政、人社、卫健、民政及发改等多个部门相关职责，同时还集中了基金支付、药品采购和价格管理三项重要权利。	改变医疗行业监管规则，对医疗和医药市场产生深远变革。

资料来源：新世纪评级整理。

C. 竞争格局/态势

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药

需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

D. 风险关注

产业政策及体制改革风险。医药行业受政策影响深。药品生产和销售须取得食品药品监督管理部门颁发的相关许可，药品质量受严格的法规规范。同时，医药领域面临行业整合和产业升级。药品降价政策措施亦会对医药行业盈利水平和生产成本产生一定影响。

药品质量、环保风险。作为直接关系到生命健康的特殊商品，药品出现质量问题将对制药企业的市场声誉，造成不利影响进而影响到其生产经营。此外，医药生产企业在生产过程中还面临环保风险，或将增加公司的环保费用支出。

研发风险。医药生产企业需要不断研发新药来保持自身的竞争能力。如果新药不能适应不断变化的市场需求、新产品开发失败或难以被市场接受，将加大企业的经营成本，对企业的盈利水平和未来发展产生不利影响。

医疗事故风险。医疗服务行业面临一定的医疗事故风险，手术失误、医生误诊、治疗检测设备事故等都会造成的投诉及纠纷。一旦发生较大的医疗事故，该医疗服务机构将面临相关赔偿和损失的风险，也会对该医疗服务机构的经营业绩、品牌及市场声誉造成不利影响。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续推进“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，药品制造与研发业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务发展良好，主业保持稳步增长。2019年，公司营业收入保持增长，毛利率稳定，同时股权处置收益较大使得投资收益上升，当年净利润较上年同期上升。

2020年新冠肺炎疫情爆发短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，总体而言对该公司业务构成利好。

该公司以药品制造与研发业务为核心，还从事医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务，并通过投资国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。公司采取“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
药品研发制造	国内为主向全球化过渡	横向与纵向兼顾	销售规模/研发/品牌质量

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医疗器械与医学诊断	国内、国外均有	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理
医疗服务	国内为主	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理

资料来源：复星医药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	185.34	249.18	285.85
其中：主营业务收入（亿元）	184.98	248.83	285.42
主营业务收入占比（%）	99.81	99.86	99.85
其中：（1）药品制造与研发	131.95	186.81	217.66
在营业收入中占比（%）	71.2	74.97	76.14
（2）医疗器械与医学诊断	32.14	36.39	37.36
在营业收入中占比（%）	17.34	14.60	13.07
（3）医疗服务	20.88	25.63	30.40
在营业收入中占比（%）	11.27	10.29	10.63
综合毛利率（%）	58.95	58.40	59.62
其中：药品制造与研发（%）	66.42	65.09	65.64
医疗器械与医学诊断（%）	49.25	48.11	52.38
医疗服务（%）	27.87	26.34	25.52

资料来源：复星医药

2019 年，该公司实现营业收入 285.85 亿元，较上年增长 14.72%，公司收入规模扩大主要来源于药品制造与研发业务。从收入结构上来看，药品制造与研发、医疗器械和医学诊断、医疗服务三大业务占比分别为 76.14%、13.07% 和 10.63%。2019 年上述三项业务分别实现收入增长 16.51%、2.66%³ 和 18.61%，均保持高速增长。同期公司综合毛利率为 59.62%，较 2018 年增加了 1.22 个百分点，维持在较高水平。

图表 7. 公司收入增长动因

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	185.34	249.18	285.85
同比增长（%）	26.69	34.45	14.72
内生式增长（%）	20.26	20.43	未披露

资料来源：复星医药

注 1：2017 年内生式增长系剔除 2017 年新并购企业的贡献及 2016 年并购企业的可比因素等影响后的同比增长

注 2：2018 年内生式增长系剔除新并购企业的可比因素等影响后的同比增长

³ 医疗器械与医学诊断同口径增长 28.5%。

A. 药品制造与研发业务

跟踪期内，得益于原有核心制药企业的内生增长及并购整合式发展带来的外延式扩张，该公司药品制造与研发业务保持高速增长。2019年，公司药品制造与研发业务实现收入人民币217.66亿元，较2018年增长16.51%。

该公司目前下辖主要从事药品制造与研发业务的重要控股子公司包括：重庆药友制药有限责任公司⁴（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司⁵（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司⁶（简称“奥鸿药业”）和Gland Pharma Limited⁷（简称“Gland Pharma”），其概况见下表。

图表 8. 公司下属主要制药企业概况（单位：亿元）

公司简称	主要产品/业务	2019年末 净资产	2019年 营业收入	净利润		
				2017年	2018年	2019年
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	32.06	61.44	4.64	7.05	8.06
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	24.26	54.01	3.41	4.52	6.54
奥鸿药业	奥德金、邦亭、长托宁等	22.11	22.08	3.76	2.3	2.30
Gland Pharma	肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等	53.11	25.07	0.63	2.83	5.13
合计		131.54	162.59	9.39	12.44	22.03

注 1：根据复星医药 2017-2019 年度报告整理

注 2：重庆药友营业收入、营业利润及净利润的数据含洞庭药业以及同一控制合并重庆医工院影响

注 3：以上数据含评估增值及评估增值摊销

注 4：Gland Pharma 的 2017 年净利润为自并购日至 2017 年末

规模与销售

该公司药品制造与研发业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2019 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 10。公司在新陈代谢及消化道、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等六大疾病领域均有丰富的产品线，形成了较为完善的布局。

图表 9. 公司药品制造与研发业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2017 年		2018 年		2019 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
新陈代谢及消化道疾病	24.51	79.49	32.21	82.53	38.16	84.36
抗肿瘤	3.23	76.61	5.00	72.65	6.20	68.81
抗感染	22.74	71.85	40.95	73.66	44.49	71.47
中枢神经系统疾病	15.46	92.08	17.74	94.56	21.89	94.92
心血管系统疾病	12.93	79.55	18.52	67.07	22.94	64.06
血液系统疾病	5.86	92.27	7.11	95.27	8.54	94.48

⁴ 重庆药友生产的阿托莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品。

⁵ 江苏万邦为我国最大的胰岛素生产基地，拥有齐全的糖尿病系列产品。

⁶ 奥鸿药业生产的奥德金注射液（小牛血清去蛋白注射液）是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂，其另一产品邦亭（注射用白眉蛇毒血凝酶）是国内血凝酶领域三大止血药品牌之一。

⁷ Gland Pharma 为公司 2017 年并购的印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，拥有符合包括美国及欧洲在内的全球各大法规市场的 GMP 认证的生产线，并具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力，其业务收入主要来自于美国和欧洲。

治疗领域	2017 年		2018 年		2019 年	
	14.27	30.36	13.01	26.83	11.36	26.80
原料药和中间体						
核心产品合计	98.99	73.29	134.54	74.21	153.59	74.78
占比 ⁸	75.02		72.02		70.56	
过亿制剂单品或系列数量	21 个		29 个		35 个	

注 1：根据复星医药 2017-2019 年年报整理

注 2：Gland Pharma 于 2017 年 10 月纳入合并报表范围，2017 年主要治疗领域核心产品相关统计未包含 Gland Pharma 主要品种

2019 年，该公司药品制造与研发业务板块的核心产品销售收入 153.59 亿元，占该板块收入的 74.78%，销售额过亿的制剂单品或系列共 35 个，较上年同比增加 6 个，其中：销售额超过 10 亿的制剂单品或系列共 3 个、销售额在 5 亿到 10 亿之间的制剂单品或系列共 7 个。

2019 年，该公司的非布司他片（优立通）、匹伐他汀钙片（邦之）、依诺肝素钠注射液、达托霉素、富马酸喹硫平片（启维）等核心产品收入继续高速增长，非布司他片（优立通）、匹伐他汀钙片（邦之）和依诺肝素钠注射液的销量增长分别为 105%、113%和 57%。利妥昔单抗注射液（汉利康）作为中国第一例获批上市的生物类似药，2019 年 5 月中旬开始销售并快速得到市场认可，全年销售额约 1.5 亿元。

该公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，已形成与现有产品及拟上市产品相配套的境内外营销网络和营销队伍。截至 2019 年末，公司已经形成了近 5,300 人的国内外营销队伍，其中包括 1,000 余人的药品和医疗器械海外营销队伍。

研发

该公司已形成较强的研发能力，在小分子创新药、生物药、高价值仿制药及细胞治疗领域形成了四大研发平台。在国际化方面，公司是国内较早启动国际化发展战略的医药企业，已通过外延式扩张形成国际化的研发布局，在中国、美国、印度等的布局建立一体化的研发体系。截至 2019 年末，公司研发人员已近 2,200 人，约占公司在职工总数的 7%。

2019 年，该公司大力发展战略性产品，完善“仿创结合”的药品研发体系，研发投入进一步加强，当年公司制药业务的研发投入为人民币 31.31 亿元，较上年增长 39.12%。截至 2019 年末，公司在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目 264 项，其中：小分子创新药 19 项、生物创新药 12 项、生物类似药 21 项、国际标准的仿制药 133 项、一致性评价项目 49 项、中药 2 项、引进项目 28 项（进口创新药 8 项，进口仿制药 20 项）；截至 2019 年末，8 个项目正在申报临床试验、32 个项目正在进行临床试验、38 个项目等待审批上市。2019 年，公司药品制造与研发板块专利申请达 136 项，其中：包括美国专利申请 13 项、日本专利申请 3 项、欧洲专利申请 7 项、PCT 申请 6 项；获得发明专利授权 47 项。

⁸ 指核心产品收入占药品制造与研发业务收入的比例

图表 10. 公司药品制造与研发板块近几年技术研发情况

研发情况	单位	2017 年	2018 年	2019 年
研发投入 ⁹	亿元	12.75	22.50	31.31
研发投入占收入比例 ¹⁰	%	9.66	12.04	14.38
申请专利	项	84	99	136

注 1：根据复星医药 2017-2019 年年报整理

注 2：2017 年申请专利统计口径未包含新并购的 Gland Pharma

品牌与质量

该公司主要品牌包括“汉利康”、“长托宁”、“优立通”、“启程”、“启维”、“邦之”、“优帝尔”等。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进。截至 2019 年末，公司药品制造业务的控股子公司均满足国家新版 GMP 要求。在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时，公司积极推进制药企业国际化，鼓励各子公司参与实施美国、欧盟、WHO 等国际 cGMP 等质量体系认证。截至 2019 年末，公司国内外有十余个原料药通过美国、欧盟、日本等国家卫生部门的 cGMP 认证；Gland Pharma 的 4 个制剂生产场地多条无菌生产线于当年通过美国、欧盟、日本、澳大利亚、巴西等药品 GMP 审计/认证；桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线通过 WHO-PQ 认证；重庆药友 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部和美国 FDA 认证，江苏万邦 1 条冻干无菌生产线通过欧盟 cGMP 认证、1 条口服制剂生产线通过美国 FDA cGMP 认证。

B. 医疗器械与医学诊断业务

2019 年，该公司医疗器械与医学诊断业务实现收入 37.36 亿元，较上年增长 2.66%。同期毛利率为 52.38%，较上年上升 4.27 个百分点。

该公司现有医疗器械业务主要包括外科手术机器人与耗材（代理为主）、医疗美容器械、呼吸医学产品、手术/输血器械与耗材、牙科产品器械及耗材（自主产品和代理业务）。其中：公司代理销售的“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个已经获得美国 FDA、国家食药监总局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市。2019 年，公司代理的“达芬奇手术机器人”装机量和手术量均快速增长，当年装机量 60 台、于中国大陆及香港的手术量超 4 万例。

2019 年，该公司子公司 Sisram Medical Ltd¹¹（简称“复锐医疗科技（Sisram）”）在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，进一步加强新产品尤其是微创医疗美容器械的研发投入，产品线向临床治疗领域拓展；当年，Sisram 的 4 个产品通过欧盟 CE 认证，推出了包括 Soprano Titanium 及 Colibri 在内的两款新产品。根据 Sisram 的本币财务报表，2019 年，Sisram 实

⁹ 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。

¹⁰ 该比例为公司药品制造与研发板块研发费用占药品制造与研发业务收入的比例。

¹¹ 以色列医疗美容器械研发生产企业，公司主要子公司。

现营业收入17,352.00万美元，净利润2,193.50万美元，分别较上年增长12.73%、0.48%。

该公司现有医学诊断业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断及POCT产品，以自主产品为主，其中HPV诊断试剂及结核诊断产品T-SPOT试剂盒在国内具有较大的市场份额，通过完善的营销网络保持其领先的市场地位。2019年，HPV诊断试剂和地中海贫血基因检测试剂营业收入均较2018年快速增长；自主研发的全自动化学发光仪器平台已上市销售，相关配套试剂累积31个项目获得注册批准文号；诊断产品Glycotest（肝癌诊断）已进入产品注册阶段。

C. 医疗服务业务

2019年，该公司医疗服务业务收入30.40亿元，同比增长18.61%；毛利率为25.52%，较上年减少0.82个百分点。

跟踪期内，该公司通过持续推进医疗机构的专科建设布局、内部整合及外延扩张打造区域性医疗中心和大健康产业，持续提升业务规模和盈利能力。公司以珠三角大湾区、长三角、淮海经济区为医疗服务重点区域，形成专科和综合医院相结合的医疗服务战略布局，公司的医疗服务机构主要包括佛山禅城医院、深圳恒生医院、宿迁钟吾医院、温州老年病医院、岳阳广济医院、安徽济民医院、武汉济和医院、珠海禅诚医院、淮安兴淮医院及宿迁市康复医院等，截至2019年末，该等医疗机构核定床位合计4,328张，可为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。2019年，该等医疗机构门急诊人次总量增长13%，出院人次增长超过19%，手术例数增幅14%。

D. 医药分销和零售业务

该公司医药商业涵盖分销和零售。其中，公司医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，国药产投是国药控股的控股股东。

国药控股是我国医药商业龙头企业，经营着国内最大的药品分销网络，也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。截至2019年末，国药控股零售网络覆盖全国30个省、直辖市和自治区，零售药房总数达6,204家，规模继续保持行业领先。近年来，国药控股发展迅速，公司也能从中获得可观的收益。2019年，国药控股实现营业收入4,252.73亿元，同比增长23.44%。

图表 11. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2017年	2018年	2019年
国药产投贡献的投资收益	14.52	15.19	15.20
期内公司收得现金红利	3.87	4.36	4.36
国药控股的主要财务数据			
总资产	1,695.39	2,357.71	2,698.88
股东权益	512.7	682.76	769.39
营业收入	2,777.17	3,445.26	4,252.73

指标	2017年	2018年	2019年
营业利润	119.06	153.97	161.37
净利润	78.68	94.04	106.2
归属于母公司所有者的净利润	52.83	58.36	62.53

资料来源：复星医药 2017-2019 年年报和国药控股 2017-2019 年年报（香港会计准则）

E. 跟踪期内重大事项

出售 HHH 有限合伙权益，即 Healthy Harmony GP 的股份

根据该公司 2019 年 8 月 31 日公告，其控股子公司复星实业（香港）有限公司（简称“复星实业”）拟向 NF Unicorn Acquisition L.P.（简称“NF”）转让所持有的全部 Healthy Harmony Holdings, L.P.¹²（简称“HHH”，其主要资产为“和睦家”医院和诊所）有限合伙权益及 HHH 管理事务合伙人 Healthy Harmony GP, Inc.（简称“Healthy Harmony GP”）的股份（简称“本次转让”）。本次转让对价约 52,315 万美元中，约 42,915 万美元将由 NF 以现金支付、其余 9,400 万美元将用于复星实业认购 NF 控股股东 New Frontier Corporation（系纽约证券交易所上市公司，简称“NFC”）新增发行的 940 万股股份。本次交易已于 2019 年末完成交割，公司流动性得到补充。

子公司复宏汉霖上市

2019 年 9 月，该公司子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（简称“复宏汉霖”）于香港联合交易所有限公司主板上市（股份代码为 HK.2696），其首次公开发行境外上市外资股（H 股）累计募得约 34 亿港元。复宏汉霖自公司分拆并独立上市，有利于复宏汉霖实现进一步发展，拓宽公司融资渠道，并提升公司整体价值。2020 年 3 月 30 日，公司对外公告其董事会同意并提请股东大会批准复宏汉霖于境内首次公开发行人民币普通股（A 股）并在上海证券交易所科创板上市交易。

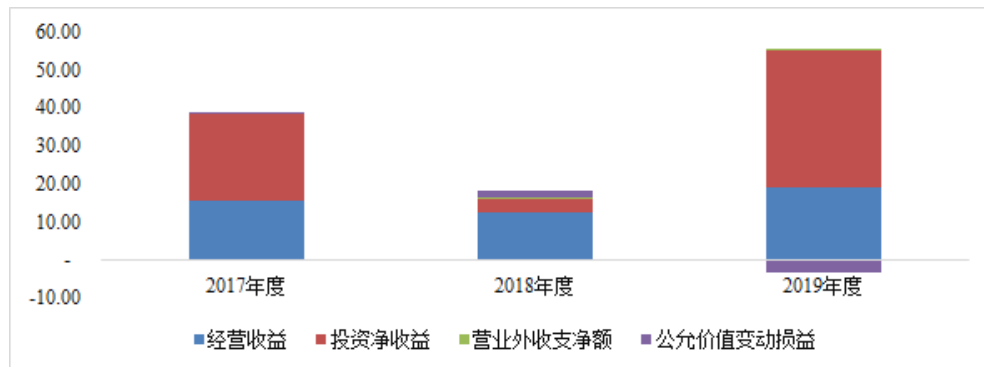
子公司 Gland Pharma 拟境外上市

2019 年 12 月 30 日，该公司 2019 年第三次临时股东大会审议通过了有关分拆 Gland Pharma 及其境外上市方案等相关事项，控股子公司 Gland Pharma 拟于印度国家证券交易所和孟买证券交易所上市。截至 2019 年末，Gland Pharma 境外上市尚待中国证监会、联交所及印度相关监管部门批准。Gland Pharma 境外上市后，预计公司会有一笔大额资金回笼，其整体融资渠道也将进一步拓宽。

¹² 经审计，截至 2018 年 12 月 31 日，HHH 的总资产为人民币 517,246 万元，所有者权益为人民币 333,964 万元，负债总额为人民币 183,282 万元；2018 年度实现收入人民币 205,878 万元，实现净利润人民币-15,405 万元（以上为合并口径）。

(2) 盈利能力。

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：复星医药。

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。跟踪期内，公司营业务收入保持增长，毛利率维持在较高水平，同时投资收益中股权持有收益部分较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。

图表 13. 公司经营收益结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	185.34	249.18	285.85
综合毛利率（%）	58.94	58.40	59.62
毛利（亿元）	109.25	145.53	170.42
期间费用（亿元）	90.95	129.31	153.44
其中：销售费用（亿元）	57.91	84.88	98.47
管理费用（亿元）	17.23	22.39	25.91
财务费用（亿元）	5.55	7.24	8.65
研发费用（亿元）	10.27	14.80	20.41
期间费用率（%）	49.07	51.89	53.68
资产及信用减值损失（亿元）	0.62	1.24	4.87
经营收益（亿元）	15.45	12.69	17.30
全年利息支出总额（亿元）	5.89	9.38	10.94
其中：资本化利息数额（亿元）	0.11	0.08	0.20

资料来源：复星医药

注 1：2017 年管理费用已按 2018 年口径重分类

注 2：经营收益=营业利润-其他经营收益（其他收益、投资收益、资产处置收益）

2019 年，该公司实现营业收入人民币 285.85 亿元，较上年增长 14.72%，收入增长主要由于核心产品的收入增长、药品许可引进和注册以及仿制药一致性评价工作的积极推进及医疗服务业务拓展所致，同期毛利率维持在较高水平。公司期间费用率较高，2019 年公司期间费用率为 53.68%，较上年上升 1.79 个百分点，主要是销售费用和研发费用上升所致。从期间费用的构成来看，销售费用占比最大，2019 年为 98.47 亿元，较上年同期增长 16.01%，主要系公司加大对新产品、新市场的投入力度。公司管理费用主要包括人力成本、折旧与摊销、办公费用等。公司研发费用主要为人力成本、临床试验及技术服务费、科研物耗等，2019 年为 20.41 亿元，较上年增长 37.97%，主要系公司加

大对小分子创新药、生物创新药和生物类似药的研发投入、一致性评价的集中投入，以及增加对创新孵化平台的研发投入所致。公司财务费用占比较小，主要为利息支出。公司期间费用较高，对毛利造成一定吞噬，但由于公司毛利率较高，主营业务盈利能力仍保持较强。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益合计	23.07	18.15	35.65
股权持有收益合计	13.82	13.53	14.55
其中：权益法核算的长期股权投资产生的收益	13.51	13.49	14.31
其中：对国药控股的投资产生的收益	14.52	15.19	15.20
股权处置收益合计	9.24	4.62	21.10
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	3.36	3.51	17.41
处置子公司	0.13	0.44	-0.06
处置可供出售金融资产取得的投资收益	5.68	-	0
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	0.07	0.35	0.11
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	-	0.32	3.64
其他收益及营业外收入	1.54	3.60	3.90
其中：政府补助	1.42	2.76	3.13
公允价值变动损益	0.44	2.04	-3.53

资料来源：复星医药

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2019 年，公司获得投资收益 35.65 亿元，较上年上升 96.40%，系当年股权处置收益较高所致。其中：股权持有收益为 14.55 亿元，主要为国药产投贡献的收益；同期公司股权处置收益为 21.10 亿元，主要系将所持有的 HHH（主要资产为和睦家医院）的股权转让。同期公司公允价值变动损益为-3.53 亿元，主要系将所持有的 HHH 的股权转让以及出售的金融资产对应累计确认的公允价值变动从公允价值变动收益科目转入所致。公司其他收益及营业外收入主要来自于政府补助，2019 年确认政府补助收益 3.13 亿元。

2019 年，该公司实现净利润 37.44 亿元，较上年上升 23.96%，主要系经营收益增长和 HHH 的股权处置收益较大。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续以促进人类健康为使命，秉承“持续创新、乐享健康”的经营理念，以广阔的中国医药市场、欧美主流市场和全球新兴市场仿制药的快速增长为契机，坚持“4IN”（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization）战略，秉承“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，围绕未被满足的医疗需求，不断提升产品力、品牌力，持续提高创新能力、整合能力以及国际化能力，高效运营，以确保本公司的业绩长期增长。公司以创新研发为核心驱动因素，专注投入在疗效确切、

符合现代医学发展导向的领域，坚持提升早期研发和后期产业化开发能力。同时，公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，以实现营销的可持续发展。此外，公司各业务板块均积极整合外部优质资源，丰富产品线、拓展市场空间，并通过对被并购企业的深度整合降低成本、提高效率、产生协同效应，在巩固原有的经营优势的同时，加快公司营业规模的扩大和市场竞争力的提升。

随着该公司内生式增长的不深入，产业整合的稳步推进，2020 年公司预计在产能扩增、厂房搬迁、GMP 建设、医院改扩建等方面的投入约人民币 25 亿元。资金主要来源于自有资金、经营活动产生的现金流以及债权、股权融资所募资金等。

管理

跟踪期内，该公司在法人治理结构方面保持稳定，并持续改善内部管理，以提升运营效率。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定。截至 2019 年末，公司董事会共有 11 名董事组成，其中 4 名独立非执行董事。

跟踪期内，该公司持续深入推进施行“复星医药卓越运营管理(FOPEX)”，通过宣贯公司质量文化、加强公司内部质量审计、实施供应链精益六西格玛改善、推行工艺安全管理、组织新版药品管理法及专业技术培训等措施有效改善企业管理模式、提升运营效率、形成集约高效的生产布局，以实现公司质量管理体系的健康、可持续发展。

该公司关联交易主要涉及商品购销、房产租赁以及股权转让、共同投资等。2019 年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务的金额为 39.57 亿元，占当年度营业收入比例为 13.84%。其中，公司以市场价向联营企业国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）销售医疗产品、原料、试剂 31.34 亿元。同期，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为 4.04 亿元，占当年度营业成本的比例为 3.51%。

截至 2019 年末，该公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）¹³存款余额为 9.80 亿元，应收利息为 13.33 万元，取得复星财务公司短期贷款 0.29 亿元，长期贷款 0.10 亿元，应付利息 5.49 万元。同期末，公司对关联方的应收款项¹⁴余额为 10.94 亿元，其中应收国药控股款项余

¹³ 复星财务公司为复星高科的控股子公司，主营复星高科成员单位的存贷款、财务、融资咨询等。复星财务公司原注册资本为 3.00 亿元，公司出资 2700 万元。2015 年，复星财务公司注册资金从 3 亿元增加至 15 亿元，其中公司认缴的注册资本为 2.73 亿元，增资完成后公司持有复星财务公司股权比例由 9% 上升至 20%。

¹⁴ 包括应收关联方的应收账款、应收票据、其他应收款、应收股利及预付账款等应收款项。

额为 7.07 亿元，对关联方的应付款项¹⁵余额为 0.83 亿元。

图表 15. 公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2017 年	2018 年	2019 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	217,098.14	280,276.61	395,716.16
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	175,674.73	232,813.15	313,423.74
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	11.71%	11.25%	13.84%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	21,272.45	31,551.89	40,475.95
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	16,627.64	19,447.93	26,322.41
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	2.80%	3.04%	3.51%

注：根据复星医药 2017-2019 年年度报告整理

根据公开市场信息、该公司 2017-2019 年审计报告、公司 2020 年 4 月 10 日提供的《企业信用报告》、复星高科 2020 年 4 月 7 日提供的《企业信用报告》以及核心子公司¹⁶提供的《企业信用报告》，公司控股股东、母公司及下属重要子公司无重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 16. 公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	重要子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/4/10	无	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/4/2	无	无	无	未提供
诉讼	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
工商	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
质量	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
安全	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供

资料来源：根据复星医药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。公司子公司众多，非核心子公司无法提供。

财务

跟踪期内，该公司财务杠杆维持在合理水平，经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。但公司扩张较迅速，后续公司也因此面临一定的投资压力。

¹⁵ 包括应付关联方的应付账款、其他应付款、合同负债、租赁负债等应付款项。

¹⁶ 指重庆药友、江苏万邦、奥鸿药业和 Gland Pharma，其中 Gland Pharma 无征信报告。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制。

图表 17. 2019 年公司合并报表范围主要变化（单位：亿元）

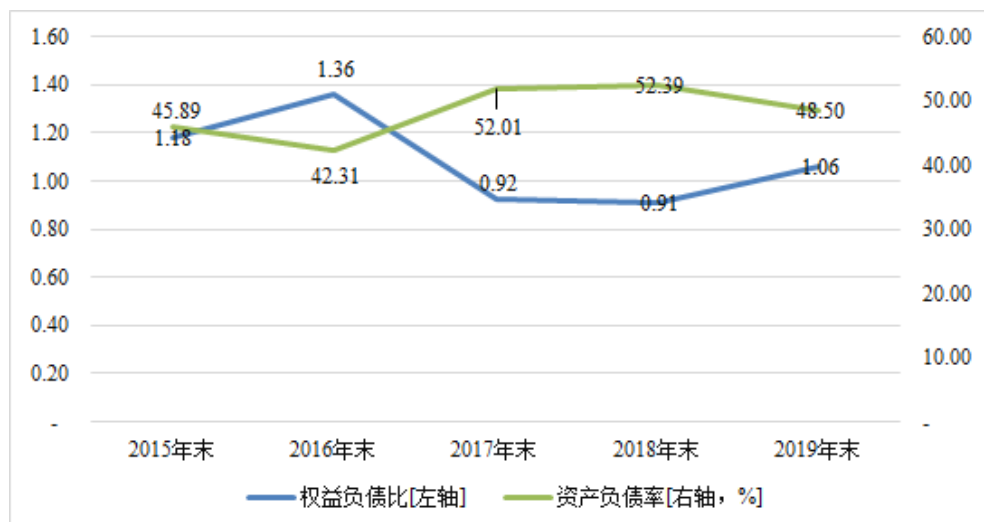
控股子公司名称	标的	取得对价	并购日
Nova Medical Israel Ltd (“Nova”)	Nova 的 60% 股权	0.53	2019 年 1 月 15 日
成都力思特制药股份有限公司 (“成都力思特”)	成都力思特的 75.91% 股权	5.79	2019 年 7 月 15 日
山东百瑞制药有限公司 (“山东百瑞”)	山东百瑞的 100% 股权	1.32	2019 年 11 月 21 日
吉斯凯(苏州)制药有限公司 (“吉斯凯”)	吉斯凯的 100% 股权	0.30	2019 年 11 月 29 日
原控股子公司名称	标的	处置对价	处置日
海南鹏康药业有限公司 (“海南鹏康”)	海南鹏康的 100% 股权	0.05	2019 年 5 月 22 日
北京谦达德喙口腔门诊部有限公司 (“谦达口”)	谦达口的 100% 股权		2019 年 5 月 22 日
海南凯叶医药有限公司 (“海南凯叶”)	海南凯叶的 100% 股权		2019 年 12 月 17 日
成都力思特药物研究有限公司 (“力思特药物研究”)	力思特药物研究的 100% 股权		2019 年 12 月 30 日

资料来源：复星医药

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



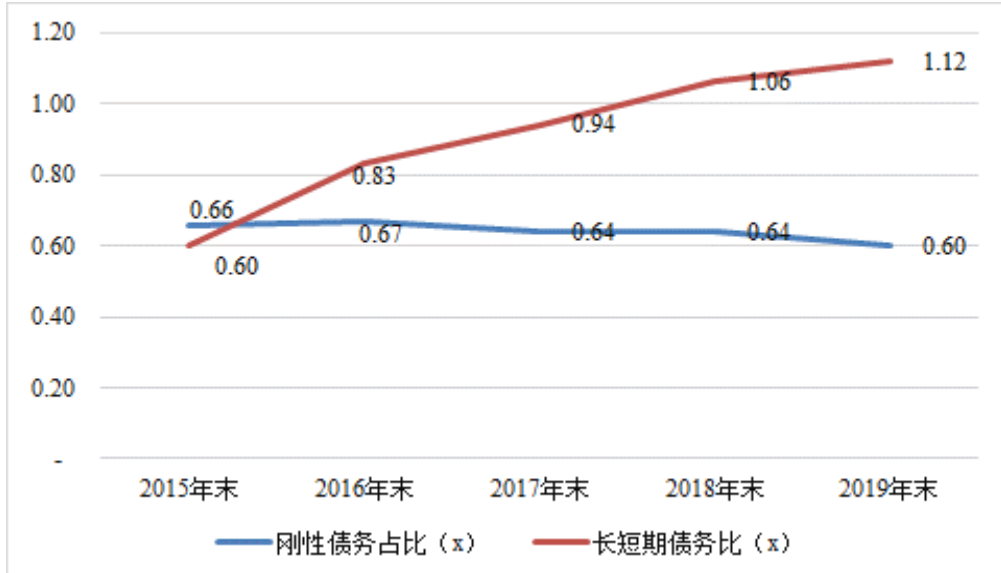
资料来源：复星医药

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 619.71 亿元、705.51 亿元及 761.20 亿元，同期负债总额分别为 322.30 亿元、369.59 亿元和 369.15 亿元。2019 年总资产较上年末增长 7.89%，主要系自身经营积累及子公司复宏汉霖 H 股

上市募集资金所至。得益于公司股票增发¹⁷及近年来良好的经营积累，自身权益资本实力显著增强，公司财务杠杆水平保持在相对合理水平。2017-2019年末公司资产负债率分别为 52.01%、52.39%和 48.50%。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	114.92	123.89	206.09	235.92	221.52
应付账款 (亿元)	9.73	10.25	16.52	21.84	21.53
其他应付款 (亿元)	13.23	14.42	26.97	32.37	39.06
递延所得税负债 (亿元)	18.45	17.86	29.81	29.08	29.94
刚性债务占比 (%)	65.55	66.90	63.95	63.83	60.01
应付账款占比 (%)	5.55	5.53	5.13	5.91	5.83
其他应付款占比 (%)	7.55	7.78	8.37	8.76	10.58
递延所得税负债 (%)	10.52	9.65	9.25	7.87	8.11

资料来源：复星医药

该公司负债以刚性债务为主，且呈上升趋势。除刚性债务外，公司负债主要还包括应付账款、其他应付款、递延所得税负债。应付账款方面，2017-2019 年末，公司应付账款余额分别为 16.52 亿元、21.84 亿元和 21.53 亿元。其中 2018 年末应付账款较 2017 年末增长 32.22%，主要系当年采购增加所致。其他应付款方面，2017-2019 年末，公司的其他应付款余额分别为 24.26 亿元、29.24 亿元和 39.06 亿元。2019 年末其他应付款主要由应付未付费用 24.67 亿元、保证金及押金 5.33 亿元和其他单位往来款 2.63 亿元构成，应付未付费用主要是应付未付的租赁费、项目咨询费、投资项目尽调费、销售费用等。递延所得税负债方面，2017-2019 年末，公司递延所得税负债余

¹⁷ 2018 年 7 月，公司向不少于六名承配人配发及发行共计 6,800 万股新 H 股，募集资金总额港币 25.79 亿元。2019 年 10 月，公司子公司复宏汉霖 H 股上市累计募得约 34 亿港元。

额分别为 29.81 亿元、29.08 亿元和 29.94 亿元。公司递延所得税负债主要为按权益法核算的长期股权投资收益、非同一控制下企业合并产生。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元, %)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	75.73	64.51	107.62	108.73	91.65
其中: 短期借款	54.72	38.26	97.15	56.07	63.58
一年内到期的非流动负债	18.62	18.24	7.63	49.30	25.62
应付短期债券	-	5.00	-	-	-
应付票据	0.75	1.25	1.30	1.49	2.45
其他短期刚性债务	1.63	1.76	1.54	1.87	-
中长期刚性债务合计	39.19	59.38	98.47	127.19	129.87
其中: 长期借款	16.76	21.83	55.80	86.31	72.93
应付债券	18.95	33.88	42.35	40.39	52.84
其他中长期刚性债务	3.47	3.67	0.33	0.49	4.10
刚性债务合计	114.92	123.89	206.09	235.92	221.52
综合融资成本	4.14	4.12	3.57	4.24	4.78
汇兑损失 (负数为收益)	-0.03	-0.30	0.30	-0.96	-0.41

资料来源: 复星医药, 综合融资成本=当年利息支出总额/(期初刚性债务总额+期末刚性债务总额)

2017-2019 年末, 该公司刚性债务余额分别为 206.09 亿元、235.92 亿元和 221.52 亿元。从期限结构来看, 2017-2019 年末短期刚性债务余额为 107.62 亿元、108.73 亿元和 91.65 亿元, 分别占总刚性债务的比例为 52.22%、46.09% 和 41.37%。从借款类型结构看, 公司银行借款以信用借款为主。2019 年末, 公司信用借款占银行借款总额的 97.48%。公司借款包括人民币借款、美元借款和欧元借款, 由于外债外用, 近年来公司的汇兑损益不大, 需关注公司后续汇兑损益变化情况。

图表 21. 公司 2019 年末长短期借款情况 (单位: 亿元)

种类	信用借款	其他借款	合计
短期借款	62.98	0.60	63.58
一年内到期的长期借款	3.93	0.83	4.76
长期借款	70.81	2.12	72.93
合计	137.72	3.56	141.28

资料来源: 复星医药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	145.66	136.35	157.37	156.63	165.29
营业收入现金率（%）	114.55	115.13	107.43	109.01	105.08
业务现金收支净额（亿元）	45.73	58.91	71.33	103.96	120.27
其他因素现金收支净额（亿元）	-29.52	-37.81	-45.53	-74.46	-88.05
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	16.21	21.10	25.80	29.50	32.22
EBITDA（亿元）	44.99	47.99	55.85	58.56	69.81
EBITDA/刚性债务（倍）	0.39	0.40	0.34	0.26	0.31
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.46	9.77	9.49	6.25	6.38

资料来源：复星医药

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。2017-2019 年，公司营业收入现金率分别为 107.43%、109.01%和 105.08%，同期公司经营性现金净流量分别为 25.80 亿元、29.50 亿元和 32.22 亿元。公司经营环节的现金流状况总体较好，公司经营性现金净流量对负债的覆盖程度保持在较好水平，公司 EBITDA 对债务的覆盖程度也较高。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-7.18	-1.52	-87.98	-15.13	35.79
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-12.14	-18.60	-20.70	-31.46	-39.28
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.62	-4.34	3.64	-5.87	1.77
投资环节产生的现金流量净额	-18.70	-24.47	-105.04	-52.45	-1.72

资料来源：复星医药

为实现战略目标，近年来该公司在新增产能、厂房搬迁、CGMP¹⁸建设和医院改扩建等固定资产投资方面以及股权收购等方面的力度较大，对外投资维持在较大规模。2017-2019 年投资环节产生的现金流量净额分别为-105.04 亿元、-52.45 亿元和-1.72 亿元。其中 2017 年投资环节现金流净流出较大，主要系当年收购 Gland Pharma 支付的金额很大。2019 年投资环节现金流净流出大幅收窄，主要系出售 HHH 股权收回现金，以及当年对外投资支付的现金同比减少所致。

¹⁸ 即 Current Good Manufacture Practices，即动态药品生产管理规范或现行药品生产管理规范。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资净额	-6.54	19.22	19.98	38.08	21.67
其中：本部权益类净融资额	0.00	22.75	18.45 ¹⁹	21.92 ²⁰	0.00
债务类净融资净额	15.28	0.80	83.40	14.53	-35.35
其他融资净额	-3.23	-5.56	-4.29	-21.24	-5.68
筹资环节产生的现金流量净额	5.51	14.46	99.09	31.38	-19.36

注 1：资料来源复星医药

注 2：权益类净融资净额=吸收投资收到的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金+利息费用总额

注 3：本部权益类净融资额根据公告整理，只统计了公司本部的权益类融资。

注 4：债务类净融资净额=取得借款收到的现金-偿还债务支付的现金-利息费用总额

注 5：其他融资净额=收到其他与筹资活动有关的现金-支付其他与筹资活动有关的现金

该公司融资渠道较多且较畅通，2017-2019 年公司筹资活动现金流净额分别为 99.09 亿元、31.38 亿元和-19.36 亿元。2017 年公司筹资活动现金净流入增幅很大主要系为收购 Gland Pharma 筹集资金所致。2019 年公司筹资环节现金流转为净流出主要系出售 HHH（主要资产为和睦家医院）股权收回的现金用于偿还带息债务所致。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	83.25	107.64	150.56	180.02	204.03
	21.79	24.59	24.30	25.52	26.80
其中：现金类资产（亿元）	44.39	64.21	78.27	92.59	97.73
应收账款（亿元）	17.36	19.65	32.48	36.24	43.68
存货（亿元）	16.49	16.71	27.51	32.87	39.41
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	298.76	330.03	469.15	525.50	557.16
	78.21	75.41	75.70	74.48	73.20
其中：固定资产（亿元）	47.61	51.40	65.56	70.83	74.10
长期股权投资（亿元）	139.2	161.76	184.51	214.28	209.30
无形资产（亿元）	30.23	30.80	72.48	71.51	79.16
商誉（亿元）	33.03	34.73	84.64	88.54	90.14
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.51	9.72	7.48	7.79	11.50
期末抵质押融资余额（亿元）	5.01	5.46	1.40	3.36	3.56
受限资产账面余额/总资产（%）	1.70	2.22	1.21	1.10	1.51

¹⁹ 根据复星医药《临 2017-066》公告，2017 年公司 H 股配售所得款项净额约为 2,306.65 百万港元，按 1 港元=0.8 人民币折算约净募人民币 18.45 亿元。

²⁰ 据复星医药《临 2018-093》公告，2018 年公司 H 股配售所得款项净额约为 2,579.22 百万港元，按 1 港元=0.85 人民币折算约净募人民币 21.92 亿元。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
境外资产 (亿元)	55.56	65.97	167.06	186.81	192.22
境外资产/总资产 (%)	14.54	15.07	26.96	26.48	25.25

注 1: 资料来源复星医药

注 2: 期末抵质押融资余额根据年报附注整理

2017-2019 年末, 该公司资产总额分别为 619.71 亿元、705.51 亿元和 761.20 亿元, 2017 年末资产大幅增长主要系当年并购 Gland Pharma 所致。公司流动资产规模较小, 2019 年末, 公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 26.80% 和 73.20%。

从流动资产的构成情况看, 该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成, 2019 年末余额分别占总资产的 12.52%、5.74% 和 5.18%。其中, 公司应收账款账龄绝大部分在一年以内, 坏账风险较小, 同期末余额为 43.68 亿元; 存货主要是药品制造与研发业务板块的原材料、产成品、库存商品和在产品, 同期末余额为 39.41 亿元, 其中原材料和产成品账面价值分别为 14.60 亿元和 10.48 亿元, 国家对药品有效期有严格规定, 存货存在一定的减值风险, 2019 年计提存货减值 0.41 亿元, 期末存货减值准备余额为 0.81 亿元; 2019 年末货币资金余额为 95.33 亿元 (其中受限部分金额为 7.05 亿元)。

从非流动资产的构成情况看, 该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成, 2019 年末余额分别占总资产的 27.50%、9.74%、10.40% 和 11.84%。长期股权投资是公司规模最大的资产类别, 2017-2019 年末余额分别为 184.51 亿元、214.28 亿元和 209.30 亿元。截至 2019 年末, 公司长期股权投资主要是对国药产投和天津药业集团有限公司的股权投资, 二者余额分别为 125.17 亿元和 10.01 亿元, 合计占长期股权投资账面价值的 64.59%; 2019 年末长期股权投资较上年末减少主要系处置 HHH 股权所致。公司主要参股企业大多具有一定的竞争力和盈利能力, 公司长期股权投资总体质量较好。公司固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物, 2019 年末成新率为 55.47%。无形资产主要为土地使用权、专利权及专有技术、药证和销售网络等。公司商誉由并购事项形成, 主要为并购 Gland Pharma、奥鸿药业、Alma、恒生医院和苏州二叶等形成, 2019 年末对应商誉余额分别为 39.76 亿元、9.46 亿元、7.76 亿元、6.37 亿元和 5.03 亿元。截至 2019 年末, 商誉累计计提 3.58 亿元。

受限资产和境外资产方面, 该公司受限资产规模较小, 且受限资产以货币资金为主, 对后续债务融资影响较小。近年来, 随着主营业务的海外扩展, 境外资产规模迅速增长。目前公司境外资产主要包括印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业 Sisram、瑞典呼吸器械企业 Breas 及法国药品分销公司 Tridem Pharma。2019 年, 公司境外资产规模占总资产规模的 25.25%。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	76.11	106.49	90.70	100.44	117.03
速动比率 (%)	59.55	87.28	72.48	79.46	92.05
现金比率 (%)	40.89	64.00	48.47	55.10	58.68

资料来源：复星医药

该公司一直保持较好的流动性，2019 年因出售 HHH 股权收回的现金用于偿还带息债务以及子公司复宏汉霖上市，公司资产流动性指标有所提升。2019 年末，公司货币资金余额 95.33 亿元（其中受限部分金额为 7.05 亿元），现金比率为 58.68%，能够对即期债务偿还提供一定支撑。

6. 表外事项

2019 年 10 月，该公司公告其控股子公司苏州二叶制药有限公司（简称“苏州二叶”）生产的 1 批次“注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（规格：2.25g）”产品经辽宁省药品检验检测院抽检抽检不合格。该批次产品共计 165,170 支已全部销售，实现销售收入人民币 176 万元。苏州二叶获悉抽检结果后，已及时通知经销企业及使用单位停止该批次产品的销售和使用，并及时启动了问题批次产品的召回程序。2019 年 10 月末，市场留存的该批次产品共计 52,444 支已被召回；同时，根据对该批次产品已使用地区的监测，未收到相关不良反馈。经苏州二叶对该批次产品的留样检测及苏州市市场监督管理局对该批次产品及相邻批次的留样检测，结果均为合格。公司认为问题批次产品所涉品种“注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（规格：2.25g）”的销售收入占公司整体营业收入比重较小，对公司的正常生产经营未造成实质性影响。问题批次产品事件发生后，公司已要求苏州二叶就产品生产过程进行全面复查并及时完成整改，截至 2019 年 10 月末，苏州二叶已根据苏州市市场监督管理局的要求完成整改。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司建立良好的资金管理制度，通过资金池方式归集控股公司闲置资金，提升存量资金使用效率，同时防范存款管理过程中可能出现的非规范性业务风险；根据集团整体发展战略和经营计划，及时编制资金预算和实施严格的计划管理。

该公司母公司资产主要为货币资金、对子公司（含联营及合营子公司）的股权投资和对子公司的委托贷款。2017-2019 年末，公司母公司口径总资产为 317.83 亿元、382.46 亿元和 405.33 亿元。资产主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2019 年末货币资金余额为 8.50 亿元，占合并口径的 9.49%；其他应收款余额为

42.56 亿元，主要为对外暂付款、应收股权转让款和押金及保证金等。一年内到期的非流动资产余额为 31.18 亿元，为发放给子公司的委托贷款。长期股权投资余额为 263.57 亿元主要为对子公司的投资。其他非流动资产余额为 52.96 亿元，全部为委托贷款。

图表 27. 母公司主要资产（单位：亿元）

	2017 年末	2018 年末	2019 年末
货币资金	6.55	8.50	9.05
其他应收款	35.55	69.15	42.56
一年内到期的非流动资产	13.00	16.25	31.18
长期股权投资	199.17	229.99	263.57
其他非流动资产	59.51	54.65	52.96
总资产	317.83	382.46	405.33

资料来源：复星医药

该公司母公司口径负债以刚性债务为主。2017-2019 年末，公司母公司口径总负债分别为 103.70 亿元、135.17 亿元和 145.77 亿元。2019 年末母公司刚性债务余额为 105.71 亿元，占母公司总负债的 72.52%。

该公司母公司口径盈利来源几乎全部来自投资收益，2017-2019 年，公司母公司口径实现投资收益分别为 19.46 亿元、22.30 亿元和 23.58 亿元。同期净利润分别为 16.95 亿元、20.39 亿元和 20.63 亿元。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星高科资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至 2019 年 9 月末，复星高科未经审计的合并口径资产总额为 3,421.72 亿元，归属于母公司所有者权益为 685.29 亿元，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

2. 金融机构支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2019 年末，公司已获得银行综合授信共计等值人民币 336.18 亿元的授信额度，其中已使用授信额度约人民币 57.73 亿元。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用	未使用
全部（亿元）	336.18	57.73	278.46
其中：国家政策性金融机构（亿元）	49.00	11.67	37.33

机构类别	综合授信	已使用	未使用
工农中建交五大商业银行（亿元）	46.90	18.87	28.03
其中：大型国有金融机构占比（%）	28.53	52.90	23.47

资料来源：复星医药（截至 2019 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03：发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03 均附有发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。其中 16 复药 01、17 复药 01 已到回售期，未形成显著的回售压力。

图表 29. 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03 回售相关信息

债项名称	期限（年）	回售条款	发行利率（%）	当期利率（%）	发行时间	回售时间	发行金额（亿元）	当前余额（亿元）
16 复药 01	5	第三年末附回售条款	3.35	4.5	2016/3/4	2019/3/4	30	29.945
17 复药 01	5	第三年末附回售条款	4.5	3.48	2017/3/14	2020/3/14	12.5	10.9195
18 复药 01	5	第三年末附回售条款	5.1	5.1	2018/8/13	2021/8/13	13	13
18 复药 02	4	第二年末附回售条款	4.47	4.47	2018/11/30	2020/11/30	5	5
18 复药 03	5	第三年末附回售条款	4.68	4.68	2018/11/30	2021/11/30	10	10

资料来源：Wind（截至 2020 年 4 月 28 日）

跟踪评级结论

近年来，该公司凭借“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式的实现快速发展，现已形成了以药品制造与研发业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务整合式发展的产业格局。公司研发能力较强，所生产的药品在新陈代谢及消化道、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等疾病治疗领域具有较强的竞争力；公司间接参股的国药控股是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与公司药品制造业务产生较好的协同效应。此外，公司在医药产业链对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。

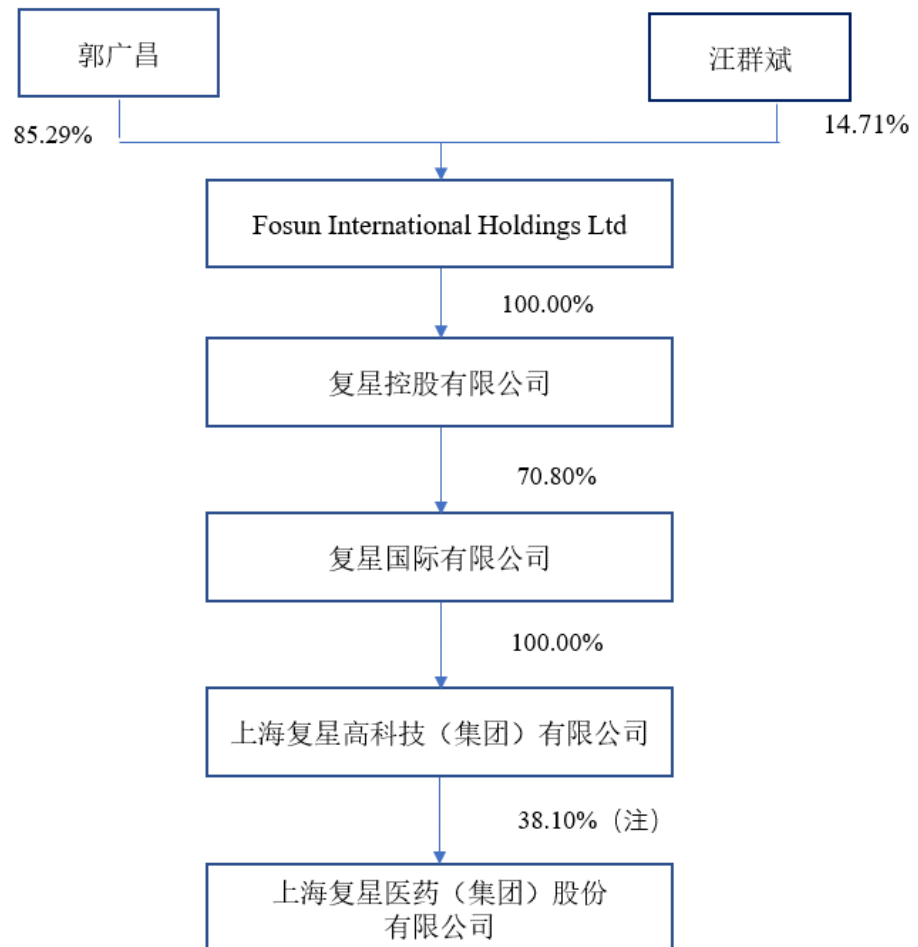
跟踪期内，该公司营业收入保持增长，毛利率维持稳定，同时股权处置收益较大使得投资收益上升，当年净利润较上年同期上升。公司财务杠杆维

持在合理水平，经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。

同时，我们仍将持续关注：（1）医药卫生体制的逐步改革对该公司经营环节的影响；（2）公司在药品质量安全方面的情况；（3）公司对外股权投资及内部各板块资产整合情况；（4）公司主业盈利能力变动情况，以及重大并购重组活动对其经营与财务的影响；（5）公司投融资规模及财务杠杆水平变动情况；（6）公司股权投资质量和投资收益的变动情况；（7）公司资产流动性情况；（8）公司综合融资成本情况；（9）公司融资渠道情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

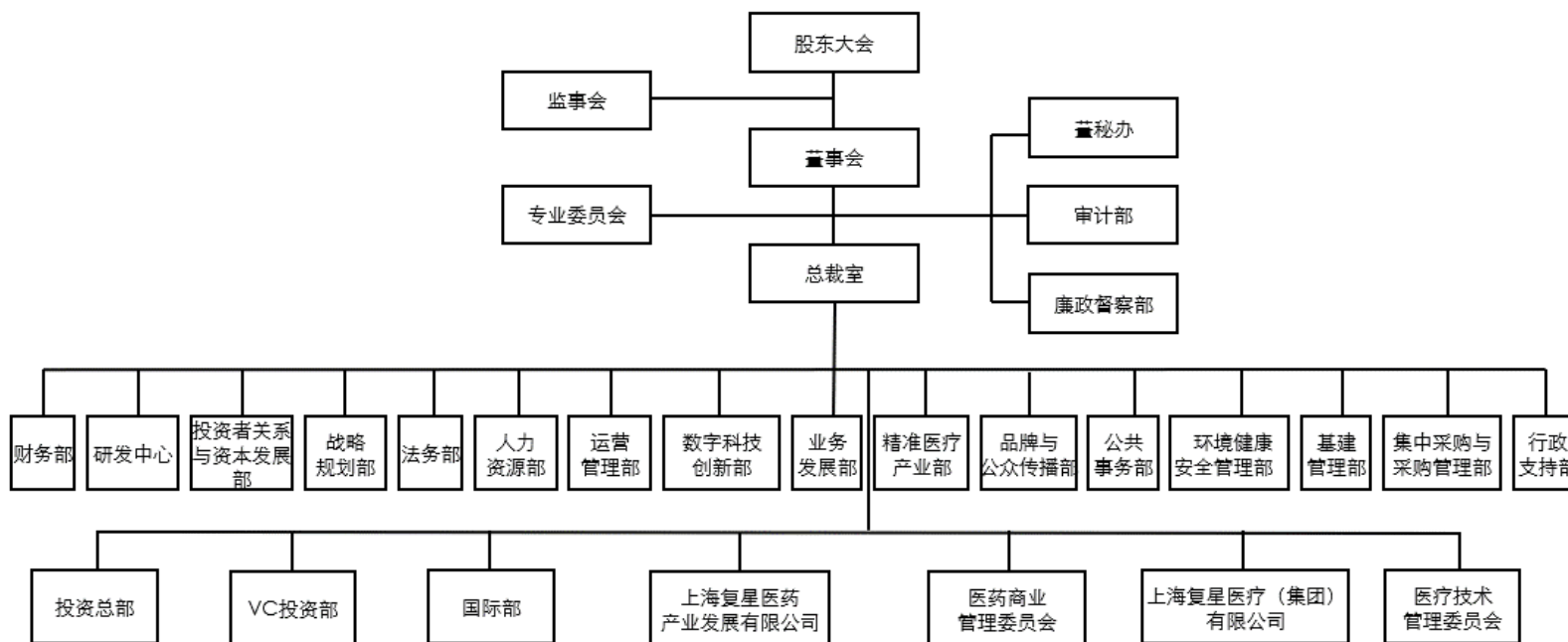


资料来源：复星医药（截至 2019 年末）

注：复星高科对有复星医药的持股比例包含直接持有占复星医药总股本约 36.60%的 A 股股份及通过 HKSCC NOMINEES LIMITED 持有占复星医药总股本约 1.49%的 H 股股份

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至 2019 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019 年 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
上海复星医药 (集团) 股份有限公司	复星医药	本级	—	—	105.71	259.57	0.88	20.63	-1.90	-	
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	重要子公司	51.00	医药制造与研发	-	32.06	61.44	8.06	-	-	
江苏万邦生化医药集团有限责任公司	江苏万邦	重要子公司	100.00	医药制造与研发	-	24.26	54.01	6.54	-	-	
锦州奥鸿药业有限责任公司	奥鸿药业	重要子公司	100.00	医药制造与研发	-	22.11	22.08	2.30	-	-	
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	重要子公司	74.00	医药制造与研发	-	53.11	25.07	5.13	-	-	
上海复宏汉霖生物制药有限公司	复宏汉霖	主要子公司	53.33	医药制造与研发	-	40.00	0.91	-8.75	-	-	联交所上市 股份代号: 2696.HK
Sisram Medical Ltd	Sisram	主要子公司	74.76	医疗器械	-	22.71	11.96	1.51	-	-	联交所上市 股份代号: 01696.HK
佛山市禅城区中心医院有限公司	禅城医院	主要子公司	86.47	医疗服务	-	16.95	16.10	2.16	-	-	
国药产业投资有限公司	国药产投	重要参股公司	49.00	医药流通	-	772.43	4,252.73	106.34	-	-	

注：根据复星医药 2019 年度审计报告附注整理,子公司刚性债务余额、经营环节现金流入量及 EBITDA 未披露。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	619.71	705.51	761.20
货币资金 [亿元]	72.49	85.47	95.33
刚性债务[亿元]	206.09	235.92	221.52
所有者权益 [亿元]	297.41	335.93	392.04
营业收入[亿元]	185.34	249.18	285.85
净利润 [亿元]	35.85	30.20	37.44
EBITDA[亿元]	55.85	58.56	69.81
经营性现金净流入量[亿元]	25.80	29.50	32.22
投资性现金净流入量[亿元]	-105.04	-52.45	-1.72
资产负债率[%]	52.01	52.39	48.50
权益资本与刚性债务比率[%]	144.31	142.39	176.98
流动比率[%]	90.70	100.44	117.03
现金比率[%]	48.47	55.10	58.68
利息保障倍数[倍]	7.88	4.81	5.12
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	157.37	156.63	165.29
毛利率[%]	58.94	58.40	59.62
营业利润率[%]	21.99	14.19	15.72
总资产报酬率[%]	8.77	6.81	7.64
净资产收益率[%]	13.04	9.54	10.28
净资产收益率*[%]	13.15	10.16	11.10
营业收入现金率[%]	107.43	109.01	105.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.32	17.09	18.23
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.23	-6.63	8.26
EBITDA/利息支出[倍]	9.49	6.25	6.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.26	0.31

注：表中数据依据复星医药经审计的2017~2019年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。