

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】568号

灵康药业集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“灵康药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月二十三日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与灵康药业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月23日



灵康药业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA-	稳定	AA-	2020/6/23	谢笑也	高君子

主体概况

灵康药业集团股份有限公司（以下简称“灵康药业”或“公司”）主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵萍和陶灵刚。

债券概况

发行金额：不超过 5.25 亿元（含 5.25 亿元）

本期债券期限：6 年

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息

募集资金用途：用于海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）的投资

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模和 市场地位	营业总收入	25.00	9.80
	市场地位	15.00	6.00
盈利能力	利润总额	10.00	1.82
	净资产收益率	10.00	7.93
	毛利率	10.00	10.00
债务负担和 保障程度	经营现金流动负债比	10.00	10.00
	资产负债率	10.00	9.43
	全部债务/EBITDA	10.00	7.52

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA-

5.增信措施

无

6.本期债券信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力；2018 年以来公司主要药品销售均价均有明显提升，带动公司化药处方药业务毛利率上行；2019 年独家剂型产品注射用石杉碱甲销售额增长较快，未来新产品的逐步推广有望为公司带来新的利润增长点；公司经营性净现金流保持净流入且总体增长，收入获取能力较好。同时，新冠肺炎疫情导致公司核心药品因终端需求短期下降而受到一定不利影响，短期业绩承压；在建项目后续投资规模较大，未来存在一定资金支出压力；以销售费用为主的期间费用规模大，对利润空间挤占明显；长期股权投资项目成美国国际医学中心尚未盈利，未来对公司的业务协同效应仍待考量；公司控股股东所持公司股份质押比例较高。

综合分析，公司偿债能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

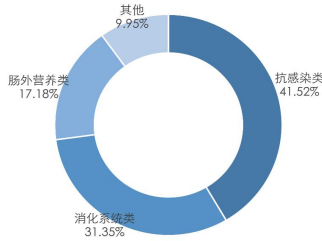
同业对比

项目	灵康药业	重庆华森	富祥药业	特一药业
总资产(亿元)	19.13	16.37	25.96	22.57
营业总收入(亿元)	16.35	8.42	13.54	9.21
利润总额(亿元)	2.23	1.98	3.58	1.97
毛利率(%)	86.35	63.53	43.11	59.34
净资产收益率(%)	15.34	15.85	20.53	14.89
资产负债率(%)	31.34	34.61	41.15	48.91

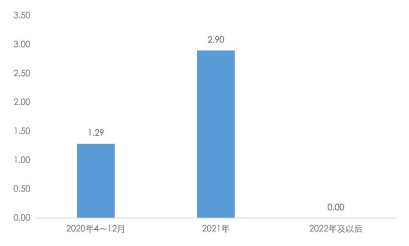
注：以上企业公开级别均为 AA-级，数据来自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2019 年收入构成



2020 年 3 月末债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	16.52	20.68	19.13	20.22
所有者权益 (亿元)	12.99	13.78	13.14	13.80
全部债务 (亿元)	0.70	4.60	3.20	4.19
营业总收入 (亿元)	10.05	16.69	16.35	2.60
利润总额 (亿元)	1.80	2.04	2.23	0.73
经营性净现金流 (亿元)	1.89	1.86	2.36	-0.05
营业利润率 (%)	78.39	86.43	85.12	83.23
资产负债率 (%)	21.34	33.37	31.34	31.75
流动比率 (%)	332.93	262.99	305.98	302.91
全部债务/EBITDA (倍)	0.33	1.90	1.15	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	-	108.82	20.45	-

注：表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力；
- 受两票制实施影响，2018 年以来公司主要药品销售均价均有明显提升，带动公司化药处方药业务毛利率上行；
- 2019 年独家剂型产品注射用石杉碱甲销售额增长较快，未来新产品的逐步推广有望为公司带来新的利润增长点；
- 受益于主营业务的良性发展，公司经营性净现金流保持净流入且总体增长，收入获现能力较好。

关注

- 2020 年一季度，新冠肺炎疫情的负面影响使得医院门诊诊疗人次下降，公司核心药品作为处方注射用药因终端需求短期下降而受到一定不利影响，短期业绩承压；
- 公司在建项目后续投资规模较大，未来存在一定资金支出压力；
- 公司以销售费用为主的期间费用规模大，对利润空间挤占明显；
- 公司长期股权投资项目成美国国际医学中心尚未盈利，未来对公司的业务协同效应仍待考量；
- 公司控股股东所持公司股份质押比例较高。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来公司将继续保持在抗感染、消化系统等细分市场的竞争力，公司新产品数量充足，收入及获利能力有望随着新产品的逐步推广而提升。

评级方法及模型

《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004) 》

历史评级信息 (无)

主体概况

灵康药业主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵萍和陶灵刚。

公司前身为海南灵康制药有限公司（以下简称“海南灵康”），于2003年12月24日成立，初始注册资本为1000万元，首期出资250万元。2012年10月16日，海南灵康整体变更为股份有限公司，并在海南省工商行政管理局变更登记注册，2013年12月18日迁址至西藏山南市，总部位于西藏自治区山南市泽当镇。2015年5月28日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“灵康药业”，股票代码“603669.SH”。截至2020年3月末，公司股本为50960万股（每股面值1元），灵康控股持有公司49.50%的股份，为公司控股股东；陶灵萍通过灵康控股间接持有公司49.50%的股份，并直接持有公司6.75%的股份；陶灵刚直接持有公司3.38%的股份。陶灵萍、陶灵刚系为兄妹，其合计持有公司59.63%的股份，为公司的实际控制人。

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖了抗感染药、消化系统药和肠外营养药等重要领域。截至2020年3月末，公司取得了109个品种共191个药品生产批准文件。公司产品品种丰富，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力。根据米内网数据统计，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在注射剂型市占率为15.69%，排名全国第二；注射用奥美拉唑钠销售额在注射剂型市占率为5.59%，排名全国第四。

截至2020年3月末，公司总资产20.22亿元，所有者权益13.80亿元，资产负债率31.75%。2019年和2020年1~3月，公司实现营业总收入分别为16.35亿元和2.60亿元，利润总额分别为2.23亿元和0.73亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟发行“灵康药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本期债券”或“可转换公司债券”），发行总额不超过5.25亿元（含5.25亿元），期限为自发行之日起六年，按面值发行，每张面值为人民币100元。本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，在符合国家有关规定的前提下，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债券每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。本期债券及未来转换的A股股票将在上海证券交易所上市。

本期债券转股基本条款

转股期限方面，本期债券的换股期为自本期债券发行结束之日起满六个月后第一个交易日起至可转债到期日止。

本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

本期债券转股价格向下修正条款

在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。

赎回条款

1、到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

2、有条件赎回条款

在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

(1) 在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

(2) 当本期债券未转股余额不足 3000 万元时。

回售条款

1、有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2、附加回售条款

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币 5.25 亿元（含 5.25 亿元），扣除发行费用后拟全部用于海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）（以下简称“本项目”）的投资建设，募投项目具体情况如下所示。

图表 1 本期债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目	项目内容	建设周期	项目资金投入总额	募集资金拟投入金额
1	海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）	项目达产后，预计将新增营业收入 21.13 亿	2 年	67000.00	52500.00

资料来源：公司公告，东方金诚整理

根据《灵康药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》披露，本项目预计的财务内部收益率为 27.06%（税后），静态投资回收期（税后）为 5.09 年。海南灵康美安生产基地建设项目总投资额不超过 8 个亿，后续公司将在投资额度内与政府相关部门签订相应的投资合同书，本期募投项目为海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期），拟定投资总额不超过 6.70 亿元，本项目已完成项目备案（海高新函〔2020〕78 号）和环评批复（海环审〔2020〕85 号）。本项目将承担公司高附加值且受集采影响较小的专科类产品的生产，主要产品包括心脑血管类产品、肝病治疗类产品，降压类产品等，同时，也将承担即将获批品种的生产，包括消化类等产品的生产，进一步优化公司的产品结构，提高高附加值产品的收入占比，补充原有注射剂产能。另外，本项目还将承担公司口服固体制剂品种的生产，主要产品包括抗病毒类、妇科类、消化类等，进一步丰富公司的产品管线。

在本次公开发行可转债的募集资金到位之前，公司将根据项目需要以自筹资金进行先期投入，并在募集资金到位之后，依相关法律法规的要求和程序，对先期投入资金予以置换。若本次公开发行可转债募集资金总额扣除发行费用后的募集资金净额少于上述项目募集资金拟投入金额，公司可根据项目的实际需求，按照相关法规规定的程序对上述项目的募集资金投入金额进行适当调整，不足部分由公司自筹解决。

宏观经济和政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0% 左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5% 左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5 月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、

扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

公司收入和毛利润主要来自化药处方药的研发、生产和销售业务，属于医药制造行业。

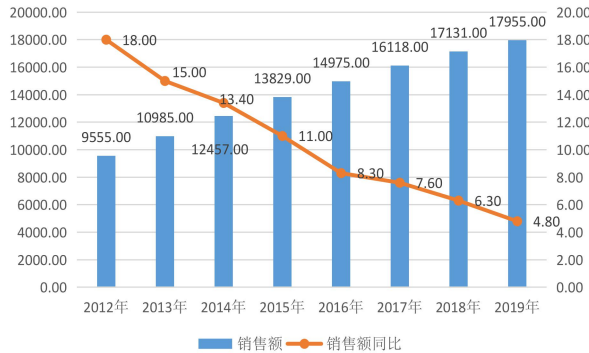
医药制造行业

受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，预计短期内行业需求及盈利将下降，但中长期来看，疫情逐步缓解后延迟的医疗需求将得到释放，行业需求仍将保持增长，盈利有望改善

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长，但增速逐年下降。2019 年我国三大终端六大市场药品销售额同比增长 4.8%，增速同比下降 1.5 个百分点。2020 年新冠肺炎疫情的发生，短期内对控制疫情所需医械产品的实际需求增加，如诊断环节的诊断试剂盒和各类诊断试剂，治疗环节的部分治疗药品、呼吸支持等辅助治疗器械，防护用的医护产品（口罩、防护服）等。此外，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降。整体来看，短期内新冠肺炎疫情对医药制造行业影响存在分化，预计 2020 年上半年行业整体需求将有所下降。但从中长期来看，疫情逐步缓解后延迟的医疗需求将得到释放，行业需求仍将保持增长。

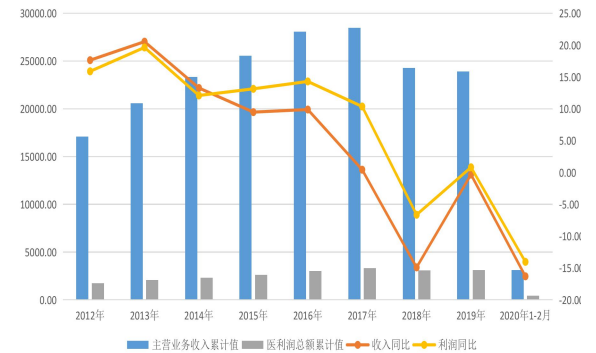
虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费政策的不断推进，药品价格整体有所下降，2018 年以来，医药制造行业营业收入逐年有所下降。根据国家统计局数据，2019 年医药制造企业营业收入同比下降 1.47%、降幅收窄 13.27 个百分点，利润总额同比上升 0.82%。预计未来带量采购扩围，化学制剂药企业将延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制，医药制造行业整体收入和利润增幅将放缓。2020 年 1~2 月，受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造行业收入同比下降 16.30%，利润总额同比下降 14.03%。预计短期内行业收入和利润仍将保持下降趋势，长期来看，二季度以来随着疫情逐步缓解，延迟的医疗需求得到释放，将有助于行业盈利的改善。

图表2 2012年来我国医药终端市场销售情况(亿元、%)



数据来源：米内网，东方金诚整理

图表3 2012年以来我国医药制造行业盈利情况¹



数据来源：Wind，东方金诚整理

在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化进一步加剧，利好药品质量好、研发实力强，具有成本优势的企业

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。

2019年7月，国家卫健委、国家中医药管理局发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，随即部分省市公布区域内重点监控合理用药药品目录，这将极大限制医疗机构和医生对于目录中药品的临床应用范围，辅助用药重点监控目录中药品销量将受较大影响。

2020年4月，国家医保局就《关于建立药品价格和招采信用评价制度指导意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》）征求意见。《意见》要求建立医药企业价格和营销行为守信承诺制度；医药企业价格和营销失信行为主动申报；医药企业价格和营销失信行为信息校验；医药企业价格和营销失信行为信用评价；医药企业价格和营销失信行为分级惩戒；以及医药企业价格和营销失信行为信用修复等6项制度。内容涉及药企承诺不得商业贿赂，并对代理的贿赂行为承担连带责任；医药企业是失信行为主动申报的责任主体，瞒报、漏报按失信处理；医药企业价格和营销失信行为信息校验：建立案件信息共享，定期梳理法院裁判文书，四个信用评价等级，惩戒与集采、挂网、配送以及“欺诈骗保”挂钩等内容。该《意见》涉及内容未来若实施，将有助于目前国内医药企业销售费用畸高的改善，规范医药市场招采秩序。

预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业，但中药注射剂面临医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价政策，对于中药注射剂收入占比较大、药品结构单一的中药企业经营压力将进一步增加。此外，《关于建立药品价格和招采信用评价制度指导意见（征求意见稿）》未来若落实到位，将有望降低行业整体销售费用率，行业发展将向研发能力强的医药企业集中，有助于推动国内医药市场健康发展。

¹ 2017年以来收入数据使用的是国家统计局公布的医药制造企业营业收入来代替主营业务收入。

业务运营

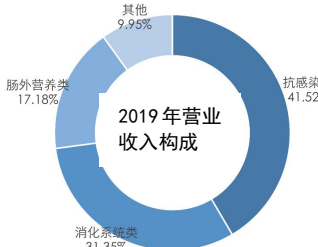
经营概况

公司营业收入和毛利润主要来源于化药处方药的生产和销售业务，近年来营业总收入及毛利润均总体增长，毛利率处于较高水平

公司主营化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药等三大领域。2017年~2019年，公司营业总收入波动增长，其中2018年公司营业收入同比增长66.10%，一方面得益于各省市招标的推进，公司的销量得到了提升，另一方面是国家为减少流通环节，全力推进两票制政策实施，公司产品销售价格明显提升所致。2019年，公司抗感染类、消化系统类和肠外营养类药品收入分别占公司营业收入的41.52%、31.35%和17.18%。近年公司综合毛利率处于较高水平。

2020年1~3月，公司营业收入为2.60亿元，同比下降28.89%，毛利润为2.20亿元，同比下降29.68%，综合毛利率为84.57%。

图表4 公司收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）



类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
抗感染类	3.83	38.13	6.65	39.82	6.79	41.52	1.13	43.47
消化系统类	2.75	27.36	5.69	34.09	5.12	31.35	0.68	26.02
肠外营养类	2.60	25.85	2.80	16.75	2.81	17.18	0.48	18.67
其他	0.87	8.65	1.56	9.34	1.63	9.95	0.31	11.84
合计	10.05	100.00	16.69	100.00	16.35	100.00	2.60	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
抗感染类	2.92	76.08	5.60	84.31	5.52	81.34	0.89	79.26
消化系统类	2.52	91.81	5.40	94.79	4.83	94.31	0.63	92.70
肠外营养类	1.83	70.51	2.22	79.41	2.19	78.15	0.38	79.23
其他	0.77	88.57	1.45	93.28	1.57	96.36	0.29	94.64
合计	8.04	80.02	14.67	87.90	14.12	86.35	2.20	84.57

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖肠外营养药、抗感染药和消化系统药三大领域，目前公司主要生产基地位于海南海口。截至2020年3月末，公司取得了109个品种共191个药品生产批准文件，现阶段主导产品涵盖了肠外营养药、抗感染药、消化系统药等领域，主要为处方药。截至2020年3月末，公司纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录产品共计48个，被列入国家基药目录的品种13个。公司主导产品具体情况如下表所示。

图表 5 公司主导产品具体情况

药品名称	产品系列	适应症状	进入新版医保目录情况	各省招标情况	是否处方药
注射用奥美拉唑钠	消化系统类	主要用于：消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血；应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤；预防类重症疾病等。	医保目录乙类	北京、贵州、海南、河北等 25 个省、自治区和直辖市	是
注射用丙氨酰谷氨酰胺	肠外营养类	用于肠外营养，为接受肠外营养的病人提供谷氨酰胺。	医保目录乙类	安徽、北京、甘肃、广西等 30 个省、自治区和直辖市	是
注射用头孢呋辛钠	抗感染类	主要用于：呼吸道及耳鼻喉感染；泌尿道感染；皮肤及软组织感染；败血症；脑膜炎；淋病；骨及关节感染。	医保目录甲类	安徽、北京、广西、贵州等 26 个省、自治区和直辖市	是
注射用盐酸头孢甲肟	抗感染类	适用于头孢甲肟敏感的链球菌属（肠球菌除外）、肺炎链球菌、消化球菌属、消化链球菌属、大肠杆菌等引起的感染。	未进医保	安徽、北京、广西、贵州等 23 个省、自治区和直辖市	是
注射用盐酸托烷司琼	消化系统类	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐。治疗手术后的恶心、呕吐。	医保目录乙类	安徽、北京、甘肃、广西等 28 个省、自治区和直辖市	是

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力。根据米内网数据统计，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在注射剂型市占率为 15.69%，排名全国第二；注射用奥美拉唑钠销售额在注射剂型市占率为 5.59%，排名全国第四。

图表 6 2019 年公司主要产品市占率及细分领域排名情况 (%)

治疗领域	主导品种	公司的市场份额	公司排名
肠外营养类	注射用丙氨酰谷氨酰胺	15.69	第二
	注射用奥美拉唑钠	5.59	第四
消化系统类	注射用盐酸托烷司琼	5.89	第七
	注射用盐酸头孢甲肟	8.58	第五
抗感染类	注射用头孢孟多酯钠	7.49	第六
	注射用头孢呋辛钠	2.98	第五
其他类	注射用石杉碱甲 ²	100.00	第一
	氟马西尼注射液	24.94	第二
	注射用盐酸纳洛酮	8.03	第七

资料来源：米内网，东方金诚整理

受部分车间改造影响，近年注射用奥美拉唑钠和注射用丙氨酰谷氨酰胺产量有所下降，但受益于中标范围增加，注射用头孢呋辛钠产量逐年增加，2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司产量和产能利用率均处于较低水平

公司消化系统类药品主导产品包括注射用奥美拉唑钠、肠外营养类主导产品包括注射用丙氨酰谷氨酰胺、抗感染类主导产品包括注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟等，主要由子

2 该产品为公司独家剂型。

公司海南灵康制药有限公司（以下简称“灵康制药”）负责生产，截至2020年3月末，公司共计拥有15条生产线，各生产线均已通过GMP认证。

公司主要采用“以销定产”模式，视市场需求制定生产计划，同时保持合理库存以保证供货。近年公司冻干粉生产车间产能利用率保持在60%以上，粉针剂车间产能利用率水平较低，主要由于生产注射用丙氨酰谷氨酰胺前还需生产其中间体，占用了车间产能；头孢粉针剂车间2017年和2018年超负荷生产，产能利用率超过100%，2019年公司投入新的头孢粉针剂车间，产能扩大导致产能利用率有所下降。产量方面，2018年由于公司进行部分车间改造和GMP再认证，导致产能受到相应影响，因此注射用奥美拉唑钠和注射用丙氨酰谷氨酰胺产量有所下降；注射用头孢呋辛钠产量增长较快，主要系注射用头孢呋辛钠继续进入2019年最新版国家医保目录，且在各省的中标情况较好所致。

2020年一季度受新冠肺炎疫情和春节假期影响，公司生产线无法正常开工，因此各产品产量和产能利用率均处于较低水平，二季度随着疫情逐步缓解，公司生产线已恢复正常生产，产量和产能利用率将逐步恢复。

图表7 近年公司主要生产车间药品生产情况³（万瓶、%）

生产车间	主要生产产品	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月	
冻干粉针剂车间	产能	8000.00	8000.00	8000.00	2000.00	
	注射用奥美拉唑钠、 注射用盐酸托烷司琼	产量	5535.01	5054.46	4992.32	853.75
	产能利用率	69.19	63.18	62.40	42.69	
粉针剂车间	产能	3000.00	3000.00	3000.00	750.00	
	注射用丙氨酰谷氨酰胺	产量	1267.20	664.31	691.38	125.97
	产能利用率	42.24	22.14	23.05	16.80	
头孢粉针剂车间	产能	4000.00	4000.00	8000.00	2000.00	
	注射用头孢呋辛钠、 注射用盐酸头孢甲肟	产量	4654.54	4987.78	6375.65	649.31
	产能利用率	116.36	124.69	79.70	32.47	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受两票制实施影响，2018年以来公司主要药品销售均价均有明显提升，带动公司化学处方药业务毛利率上行，2019年独家剂型产品注射用石杉碱甲销售额增长较快，未来新产品的逐步推广有望为公司带来新的利润增长点

受两票制⁴影响，药品流通环节大幅减少，使得医药制造商的药品出厂价由“低开”转“高开”，因此2018年公司主要药品销售均价均有明显提升。注射用奥美拉唑钠为公司药品第一大收入来源，近年公司注射用奥美拉唑钠销量波动下降，一方面因为2018年车间改造，注射用奥美拉唑钠持续断货，导致部分市场缺失，2019年销量下降；另一方面因为注射用奥美拉唑钠虽然进了国家医保目录，但某些省份根据本省情况在奥美拉唑后面加了使用限制的后缀，也导致

³ 其中注射用奥美拉唑钠和注射用盐酸托烷司琼共用冻干粉针剂生产线，注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟共用头孢粉针剂生产线，注射用丙氨酰谷氨酰胺在粉针剂车间生产，此外，公司各生产线还生产其他产品。该表中2017年~2019年产能数据均为对应车间仅生产相应产品时可实现的最大产能，2020年1~3月的产能数据为年度产能换算成季度产能而来。

⁴ “两票制”是指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，以“两票”替代从前常见的多票，减少流通环节，并且每个品种的一级经销商不得超过2个。

注射用奥美拉唑钠销量下降。受车间改造产能变动影响，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售量波动下降；注射用头孢呋辛钠进入了2019年最新版国家医保目录，在各省的中标情况较好，销量和销售额逐年快速增长；注射用盐酸头孢甲肟和注射用盐酸托烷司琼销量小幅波动。

2017年~2019年及2020年1~3月，公司化药处方药业务收入分别为10.05亿元、16.69亿元、16.35亿元和2.60亿元，毛利润分别为8.04亿元、14.67亿元、14.12亿元和2.20亿元；毛利率分别为80.02%、87.90%、86.35%和84.57%，其中2018年毛利率同比增长7.88个百分点，系公司主导产品销售均价提升所致。

除现有已成规模的主导产品外，公司2019年重点推广的产品有注射用石杉碱甲、注射用尼麦角林、注射用盐酸拉贝洛尔和注射用乙酰半胱氨酸4个。其中注射用石杉碱甲为公司独家剂型品种，主要用于增强记忆、改善记忆损伤、保护神经、提高脑力活动率等，该产品2019年实现收入4335.22万元，同比增长97.42%，毛利率为98.58%。根据Alzheimer's Disease International数据，目前国内各类痴呆症患者约为600万，患病人数每20年翻一番，注射用石杉碱甲未来市场空间较大。同期，公司呈交监管部门审批、完成注册或取得生产批文的药(产)品8个，未来新产品的逐步推广有望为公司带来新的利润增长点。

2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，公司核心药品均为处方注射用药，终端需求受到明显影响，短期销量承压。二季度以来随着疫情逐步缓解，延迟的医疗需求将有望得到释放，从中长期来看，将有助于业务获利能力恢复且继续增强。此外公司产品数量充足，医药制造业务收入及获利能力有望随着产品数量的增加和新产品的中标范围的扩大而提升。

图表8 近年公司主要药品销售情况

主要产品	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月	
注射用奥美拉唑钠	销量(万瓶)	3024.47	3423.99	2851.38	368.79
	产销率(%)	85.69	108.73	91.65	66.04
	销售均价(元/瓶)	6.23	11.88	11.86	11.50
	销售额(亿元)	1.89	4.07	3.38	0.42
注射用丙氨酰谷氨酰胺	销量(万瓶)	567.13	387.77	405.43	71.44
	产销率(%)	86.16	132.41	98.73	69.58
	销售均价(元/瓶)	36.37	56.89	58.62	59.76
	销售额(亿元)	2.06	2.21	2.38	0.43
注射用头孢呋辛钠	销量(万瓶)	1122.88	1977.88	2345.34	440.08
	产销率(%)	91.56	107.42	90.41	195.89
	销售均价(元/瓶)	7.31	8.51	8.26	8.27
	销售额(亿元)	0.82	1.68	1.94	0.36
注射用盐酸头孢甲肟	销量(万瓶)	710.58	769.45	767.35	98.59
	产销率(%)	96.80	107.03	76.09	617.01
	销售均价(元/瓶)	14.81	21.20	18.33	16.11
	销售额(亿元)	1.05	1.63	1.41	0.16
注射用盐酸托烷司琼	销量(万瓶)	325.84	296.37	336.90	46.44
	产销率(%)	86.10	108.54	92.88	105.78

销售均价（元/瓶）	17.41	29.46	30.84	27.73
销售额（亿元）	0.57	0.87	1.04	0.13

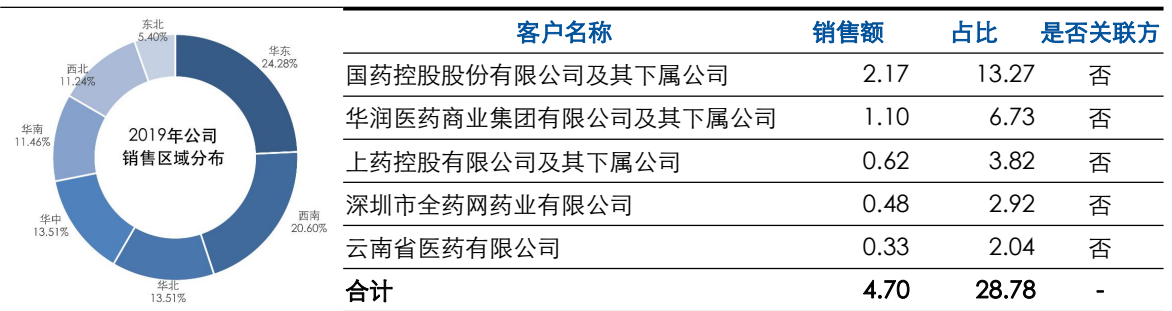
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司利用区域经销商在不同区域、品种方面的销售优势对公司的产品进行市场推广，迅速占领市场，与终端客户建立了长期稳定的合作关系

公司主要采取区域经销商的销售模式，利用经销商在不同区域、品种方面的销售优势对公司的产品进行市场推广，通过这种方式公司可迅速占领市场，也有助于提升市场开发效率以及控制销售人员成本。截至2020年3月末，公司销售网络终端已覆盖逾6500家二级以上医院。

随着国家两票制政策的实施，公司经销商逐渐向各个区域规模大、资金实力强、网络覆盖广的医药商业公司集中，下游客户主要为大型医药流通公司。公司与下游客户保持长期稳定的合作关系，2017年以来前五大客户较为稳定。2017年~2019年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重分别为17.24%、22.84%和28.78%。公司终端客户以医院为主。

图表9 2019年公司前五大客户销售情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与供应商形成长期稳定合作，主要药品生产所需化学原料药采购供应商集中度较高

公司主要药品生产所需原料主要有丙氨酰谷氨酰胺、头孢呋辛钠、头孢唑肟钠等化学原料药。公司原料均为外部采购，所需原材料价格由市场定价，不同品种原材料价格走势不一。公司与供应商长期稳定合作，供应商集中度高，主要为苏州盛达药业有限公司、福安药业集团重庆博圣制药有限公司、深圳信立泰药业股份有限公司和武汉大安制药有限公司。2017年~2019年，公司前五大供应商合计占营业成本的比重分别为45.97%、35.45%和42.08%。

未来发展

公司在建项目未来建成投产后将有助于其业务规模的增加，但当前在建项目后续投资规模仍较大，未来存在一定资金支出压力

截至2020年5月末，公司重点在建项目预计总投资8.50亿元，累计已投入1.18亿元，尚需投入7.32亿元，资金来源主要为自有资金和本期债券募集资金，存在一定资金支出压力。其中美安生产基地建设项目主要建设目的为扩充公司药品生产产能，预计2023年投产；西藏总部大楼建设项目主要用于公司运营及藏药研发，预计2021年完工。未来在建项目的完工投产后，公司生产能力将进一步增加，将有助于业务规模增加。

图表 10 截至 2020 年 5 月末公司重点在建项目情况 (亿元、%)

项目名称	总投资额	2020 年 5 月末 已投资额	2020 年 6~12 月拟投资额	2021 年 拟投资额	2022 年及以 后拟投资额	资金来源	项目 建设期
美安生产基地建设 项目	8.00	0.94	0.36	3.55	3.15	自有资金 +本期债 券募集资 金	2016.12 ~ 2023.12
西藏总部大楼建 设项目	0.50	0.24	0.11	0.13	0.03	自有资金	2018.5 ~ 2021.5
合计	8.50	1.18	0.47	3.67	3.18	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司参股的成美国国际医学中心尚未盈利，未来对公司的业务协同效应仍待考量

2018 年 8 月，公司以 1 亿的现金收购了海南省肿瘤医院成美国国际医学中心有限公司（以下简称“成美国国际医学中心”）25%的股权，成美国国际医学中心主要从事肿瘤防治、肿瘤康复疗养、教学及科研工作、健康体检及承担社区医疗服务，专科医院等业务。成美国国际医学中心有限公司的核心资产系其通过海南成美国国际养老康复中心有限公司间接持有的博鳌超级医院（成美国国际医学中心间接控制博鳌超级医院 49%的股权比例，未满足并表合并要求）。博鳌超级医院已于 2018 年开业并实现收入，该医院所在的乐城国际医疗旅游先行区是中国第一家以国际医疗旅游服务、低碳生态社区和国际组织聚集为主要内容的国家级开发园区，享有医疗器械和药品进口注册审批“先行先试”政策和低关税、允许申报开展干细胞临床研究等优惠政策。截至目前，已有 18 个院士团队入驻博鳌超级医院，博鳌超级医院感染科、肝胆胰外科、耳鼻咽喉科、眼科、皮肤科、肿瘤科、呼吸科等门诊已正常开设。除博鳌超级医院之外，成美国国际医学中心的其他资产基本为海南的土地及房产。截至 2019 年末，成美国国际医学中心注册资本为 2.00 亿元，总资产 6.36 亿元，净资产 0.94 亿元；2019 年未取得收入，净利润-0.42 亿元。成美国国际医学中心尚未盈利，未来对公司的业务协调效应仍待考量。

公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，发展战略围绕主业布局，有利于公司经营状况的平稳运行，公司控股股东所持公司股份质押比例较高

公司建立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等较为完善的法人治理结构，根据公司章程履行各自的职责，作为上市企业，管理层级清晰。公司根据自身实际情况和经营管理需要，设立了 8 个职能部门，明确相关职责权限及各条线业务运作流程。

公司坚持“以高新技术为先导、以具有自主知识产权的医药技术为核心、以生产为基础、以营销网络为支撑”的发展战略，未来公司将继续夯实主业基础，拓展优势互补的品种，丰富公司产品管线；同时继续加大研发投入力度，加快化学药领域布局；通过投资并购等方式，进入其他对现有产品链具有明显互补和差异化的产品或领域，包括但不限于抗肿瘤用药、肝病用药、营养用药、心脑血管用药、消化系统用药等仿制药，或创新药、医疗器械等产品领域；拓

展产业链上游，以现有的博鳌超级医院为支点，打造国内外先进医疗资源的吸收转化平台，拓展医疗服务领域。

截至 2020 年 6 月 10 日，控股股东灵康控股直接持有公司股份 35315.28 万股，占公司总股本的 49.50%；累计质押股份总数为 24708.37 万股，占其所持公司股份总数的 69.97%，占公司总股本的 34.63%，质押融资主要用于日常运营和项目投资。

财务分析

公司提供了 2017 年~2019 年财务报告和 2020 年 1~3 月财务报表。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2017 年~2019 年财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2020 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 9 家直接控股子公司。

资产构成与资产质量

公司资产结构以流动资产为主，流动资产构成中货币资金占比较高，长期股权投资项目产生亏损，存在一定减值风险

2017 年~2019 年末及 2020 年 1~3 月，公司资产总额有所波动，其中流动资产占比分别为 68.55%、64.14%、64.08%和 66.44%，公司资产构成以流动资产为主。

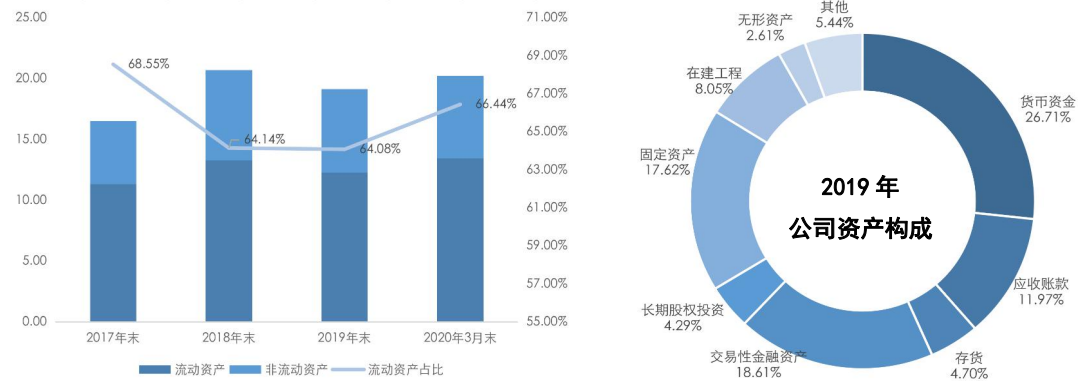
近年公司流动资产有所波动。截至 2019 年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成，合计占流动资产的比重为 96.68%。截至 2019 年末，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，占比分别为 95.50%和 4.49%，其中其他货币资金 0.23 亿元，全部为受限资金，主要用于对银行承兑汇票和银行借款的保证。2019 年末，公司交易性金融资产较 2018 年末增加 3.56 亿元，主要系自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，原计入其他流动资产的理财产品列报至交易性金融资产所致。近年随着收入规模的扩大，应收账款有所增加，应收账款周转率波动下降，分别为 8.46 次、9.30 次和 8.15 次。2019 年末，公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内，占比 97.32%；应收账款坏账准备期末余额为 0.15 亿元，计提比例 6.01%；近年公司存货有所波动，2019 年末存货主要由库存商品、原材料和包装物等构成，账面价值分别为 0.36 亿元、0.32 亿元和 0.13 亿元；存货跌价准备期末余额为 81.67 万元。2017 年~2019 年，公司存货周转率分别为 2.34 次、2.51 次和 2.81 次，周转率逐年有所增加。

近年公司非流动资产逐年增加。截至 2019 年末，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期股权投资和无形资产构成，合计占非流动资产的比重为 90.59%。2017 年~2019 年，公司固定资产期末账面价值逐年增加，主要来自在建工程逐步转固。截至 2019 年末，公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成，占比分别为 74.41%、23.15%和 2.10%。2019 年，公司计提固定资产折旧 0.34 亿元。2019 年末公司在建工程账面价值为 1.54 亿元，主要包含美安生产基地建设项目、西藏总部大楼建设项目等；长期股权投资为 0.82 亿元，全部

为对成美国国际医学中心有限公司的权益投资，成美国国际医学中心 2019 年产生亏损，但公司当年未计提减值准备，未来存在一定减值风险；公司无形资产主要由土地使用权和软件构成，占比分别为 89.95%和 10.05%。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产为 1.41 亿元，占当期总资产的比重为 6.97%。其中受限货币资金 0.23 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和银行借款保证金；固定资产 1.09 亿元，主要用于银行承兑汇票抵押；无形资产 0.09 亿元。

图表 11 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金	3.13	7.11	5.11	5.37
应收账款	1.86	1.72	2.29	2.59
存货	0.92	0.69	0.90	0.91
交易性金融资产	-	-	3.56	4.20
流动资产合计	11.32	13.26	12.26	13.43
长期股权投资	-	0.92	0.82	0.80
固定资产	2.70	2.90	3.37	3.28
在建工程	1.35	2.01	1.54	1.54
无形资产	0.44	0.48	0.50	0.50
非流动资产合计	5.20	7.41	6.87	6.79
资产总额	16.52	20.68	19.13	20.22

数据来源：公司提供，东方金诚整理

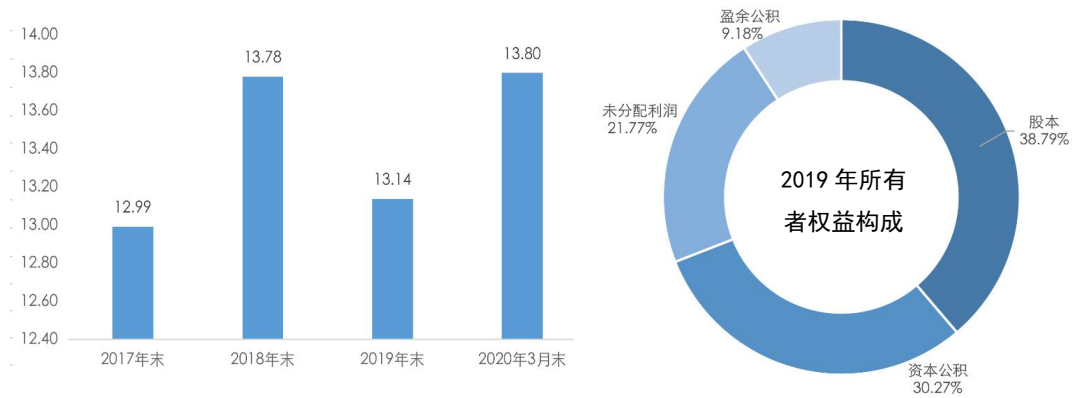
资本结构

受公司股票分红政策影响，近年所有者权益有所波动

受公司股票分红政策影响，2017 年~2019 年末，公司所有者权益有所波动。截至 2019 年末，公司所有者权益主要由股本、资本公积、未分配利润和盈余公积等构成。

2017 年~2019 年末，受益于资本公积转增股本，公司股本逐年增加；资本公积逐年有所减少，主要系公司资本公积转增股本所致；未分配利润有所波动，系公司派发现金红利所致；盈余公积逐年有所增加。

图表 12 公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

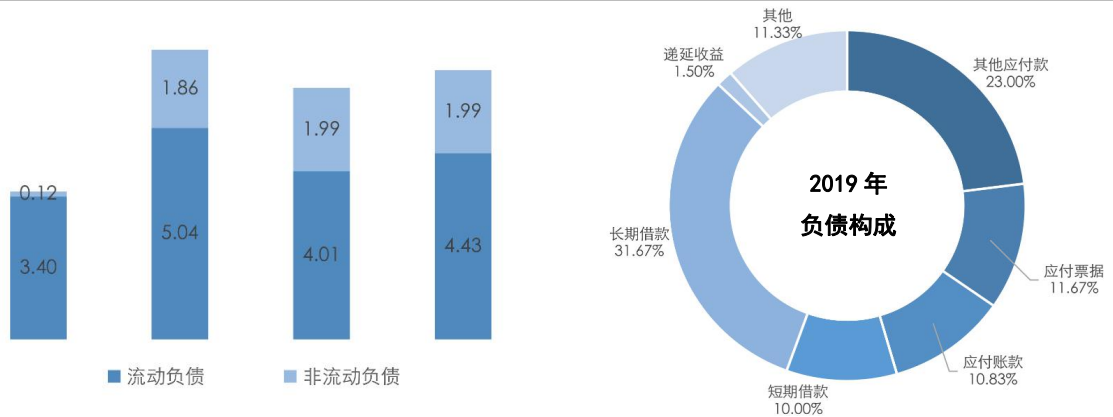
公司负债总额有所波动，负债结构以流动负债为主但占比有所下降，有息债务规模较小

2017年~2019年末及2020年3月末，公司负债总额逐年有所波动，负债结构以流动负债为主，流动负债占比分别为96.50%、73.10%、66.83%和69.08%，整体有所下降。

近年公司流动负债有所波动，截至2019年末，流动负债主要由其他应付款、应付票据、应付账款和短期借款构成，合计占流动负债比重为82.98%。公司其他应付款为1.38亿元，主要为市场营销服务费，账龄均在1年以内；应付票据为0.70亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款主要为应付供应商货款和长期资产购置款；近年短期借款有所波动，2019年末短期借款0.60亿元，全部为保证借款，同比有所下降。2020年3月末，短期借款为1.60亿元。

近年，公司非流动负债有所增加；截至2019年末，公司非流动负债由长期借款和递延收益构成，占比分别为95.53%和4.47%。长期借款有所增长，2019年末和2020年3月末长期借款金额均为1.90亿元，全部为信用借款，主要用于日常经营周转；递延收益主要为与资产相关的政府补助。

图表 13 公司负债情况 (亿元)



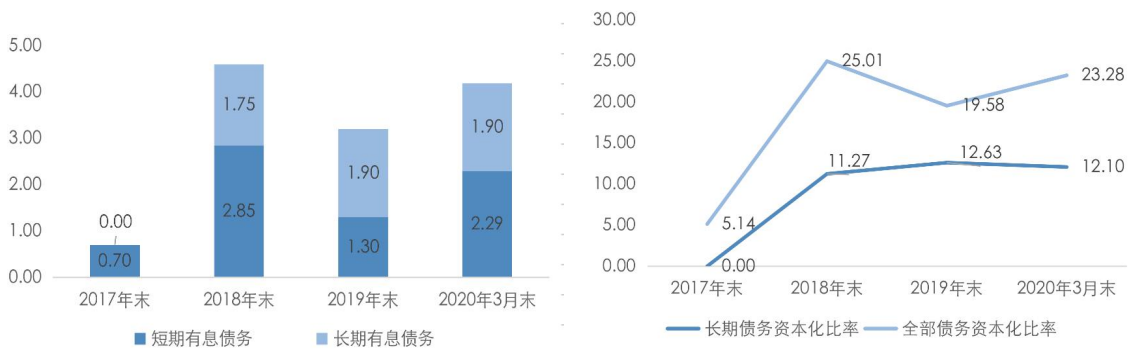
项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其他应付款	1.44	0.69	1.38	1.03
应付票据	0.70	0.65	0.70	0.68
应付账款	0.64	0.77	0.65	0.70
短期借款	-	2.00	0.60	1.60
流动负债合计	3.40	5.04	4.01	4.43
长期借款	-	1.75	1.90	1.90
递延收益	0.12	0.11	0.09	0.09
非流动负债合计	0.12	1.86	1.99	1.99
负债总额	3.52	6.90	6.00	6.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，2017 年~2019 年末，公司全部债务有所波动，其中短期有息债务占比分别为 100.00%、61.92%和 40.59%。截至 2019 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.34%和 19.58%。2020 年 3 月末，公司全部债务为 4.19 亿元，较 2019 年末有所增加，主要系公司业务发展需要增加了短期借款规模所致。总体来看，公司有息债务规模较小，债务负担轻。

从债务期限结构来看，2020 年 4~12 月和 2021 年，公司有息债务到期偿还额分别为 1.29 亿元和 2.90 亿元。

图表 14 公司有息债务情况 (亿元、%)



图表 15 截至 2020 年 3 月末公司债务期限结构情况 (万元)

债务到期时间	短期借款 到期偿还金额	应付票据 到期偿还金额	一年内到期的非 流动负债	长期借款 到期偿还金额	合计
2020 年 4~12 月	6009.67	6846.35	15.20	-	12871.22
2021 年	10000.00	-	-	19000.00	29000.00
合计	16009.67	6846.35	15.20	19000.00	41871.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

公司收入和利润逐年增加，以销售费用为主的期间费用规模大，对利润空间挤占明显，2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，药品销售短期承压，但随着疫情逐步缓解，延迟的医疗需求将得到释放，有助于盈利能力的改善

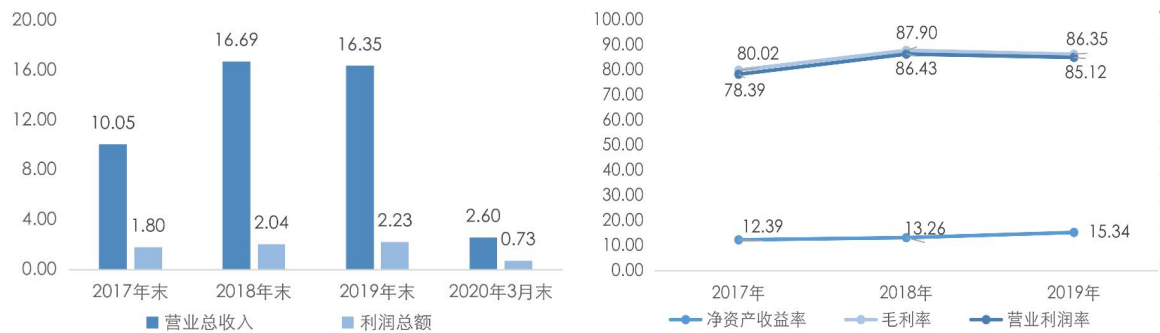
2017 年~2019 年，公司营业收入逐年增加，营业利润率处于较高水平，主营业务获利能力很强。近年来，随着收入规模的扩大，公司利润总额逐年增加，2017 年~2019 年，公司利润总额分别为 1.80 亿元、2.04 亿和 2.23 亿元；同期，投资收益分别为 0.20 亿元、0.14 亿元和 0.08 亿元，主要为理财产品收益；其他收益分别为 0.34 亿元、0.65 亿元和 0.40 亿元，主要为政府发放的产业发展扶持资金等与收益相关的政府补助。2017 年~2019 年，公司非经营性损益占利润总额的比例分别为 25.09%、37.73%和 22.96%，2018 年利润总额中非经营性损益占比大幅提高，系其他收益增加所致。同期，公司总资本收益率随着资产和利润规模的变动有所波动；净资产收益率逐年增加，公司盈利能力整体有所提升。

期间费用方面，公司费用以销售费用为主，期间费用率高企，对利润空间挤占明显。2017 年~2019 年和 2020 年 1~3 月，公司销售费用率分别为 53.61%、72.78%、66.81%和 60.06%。从同行业比较来看，2019 年行业销售费用率约为 50%~60%，公司销售费用率高于同行业上市公司平均水平，主要是因为随着国家两票制政策的实施，公司进一步完善营销策略，加强自主学术推广及销售终端开发的力度。其中 2018 年公司销售费用同比大幅增长，主要系随着国家两票制政策实施，公司优化市场布局，整合营销渠道，加强对重点产品的学术推广及销售终端开发力度所致，2019 年，公司销售费用率较 2018 年下降了 5.97 个百分点，系公司优化销售网络，

减少流通环节，销售环节各项费用减少所致。

2020年1~3月，公司营业收入为2.60亿元，同比下降28.89%，利润总额为0.73亿元，同比增长88.06%，主要系当期销售费用率明显下降所致。受新冠肺炎疫情影响，门诊量大幅下降，药品销售终端需求受到明显影响；此外，物流运输受到一定程度管控，也导致公司业绩短期内将承压。但随着疫情逐步缓解，延迟的医疗需求将得到释放，有助于公司盈利能力的改善。此外公司新产品数量充足，医药制造业务收入及获利能力有望随着产品数量的增加和新产品的中标范围的扩大而提升。

图表 16 公司收入和盈利能力情况 (亿元)



图表 17 2017年~2019年及2020年1~3月公司期间费用情况 (万元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
销售费用	53886.23	121500.48	109235.52	15594.76
管理费用	11462.93	7206.82	7784.92	1522.81
研发费用	-	2429.92	3804.37	446.51
财务费用	-240.39	-40.07	951.39	44.58
期间费用合计	65108.76	131097.15	121776.20	17608.65
期间费用占营业收入比重	64.78	78.53	74.48	67.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

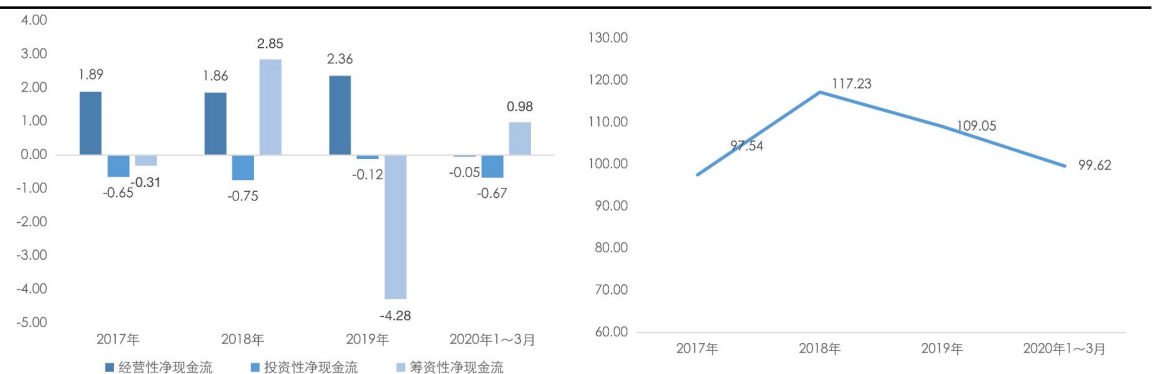
受益于主营业务的良性发展，公司经营性净现金流保持净流入且总体增长，收入获现能力较好，可覆盖投资活动支出，公司在建项目后续投资规模较大，未来对外融资需求将有所增长

2017年~2019年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为10.19亿元、20.28亿元和18.28亿元，主要为公司销售商品、提供劳务收到的现金；同期，经营活动现金流出分别为8.30亿元、18.42亿元和15.93亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；经营活动产生的现金流量保持净流入状态，经营性净现金流波动增长。公司现金收入比均在95%以上，收入获现能力较好。

同期，公司投资活动产生的现金流量净额持续净流出，其中投资活动现金流出主要用于购买理财产品。2017年~2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，主要系公司阶段性增加偿还银行借款所致。虽然近年来公司经营性净现金流略有波动，但对投资活动所需资

金可以实现完全覆盖。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，产品销售回款短期承压，且美安生产基地建设项目等在建项目后续投资规模较大，未来对外融资需求将有所增长。

图表 18 公司现金流和现金收入比情况 (亿元、%)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，流动比率和速动比率虽均有所下降，但仍处于很高水平；公司经营净现金流对流动负债的保障程度有所波动，处于较好水平。截至2020年3月末，公司未受限货币资金期末余额5.14亿元，流动负债4.43亿元，账面资金可覆盖流动负债。

长期偿债能力方面，公司有息债务规模较小，EBITDA对利息支出的覆盖充足，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA指标处于较好水平。

截至2020年3月末，公司已获银行授信总额5.30亿元，尚未使用银行授信1.17亿元。

图表 19 公司偿债能力主要指标 (%、倍)

指标名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	332.93	262.99	305.98	302.91
速动比率	306.01	249.25	283.56	282.31
经营现金流动负债比	55.58	36.85	58.80	-
EBITDA 利息倍数	-	108.82	20.45	-
全部债务/EBITDA	0.33	1.90	1.15	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

灵康药业与同行业AA-发债企业进行对比，在收入规模上处于较高水平，盈利能力处于行业中游水平，债务负担相对较低。

图表 20 同行业主要指标对比

项目	灵康药业	重庆华森	富祥药业	特一药业
总资产（亿元）	19.13	16.37	25.96	22.57
营业总收入（亿元）	16.35	8.42	13.54	9.21
利润总额（亿元）	2.23	1.98	3.58	1.97
毛利率（%）	86.35	63.53	43.11	59.34
净资产收益率（%）	15.34	15.85	20.53	14.89
资产负债率（%）	31.34	34.61	41.15	48.91

注：资料来源于各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 17 日，公司无不良信用记录。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行规模为不超过 5.25 亿元（含 5.25 亿元），扣除发行费用后，拟用于海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）的投资建设。若按 5.25 亿元计算，是公司 2020 年 3 月末负债总额和全部债务的 0.82 倍和 1.25 倍，对公司现有资本结构影响很大。

本期债券在发行后满 6 个月即可转换成公司 A 股股票，若本期债券持有人全部选择转股，则本期债券将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息。若本期债券持有人全部持有到期不转股，则公司对本期债券的还本付息压力较大。

截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.75% 和 23.28%。以公司 2020 年 3 月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 45.82% 和 40.62%。

以公司 2019 年财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.53 倍、3.48 倍、0.45 倍和 0.43 倍。

图表 21 本期债券偿债能力指标

偿债指标	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.41	0.46	0.53
经营活动现金流入量/本期发债额度（倍）	1.94	3.86	3.48
经营活动现金净流量/本期发债额度（倍）	0.36	0.35	0.45
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	0.24	0.21	0.43

资料来源：审计报告，东方金诚整理

抗风险能力及结论

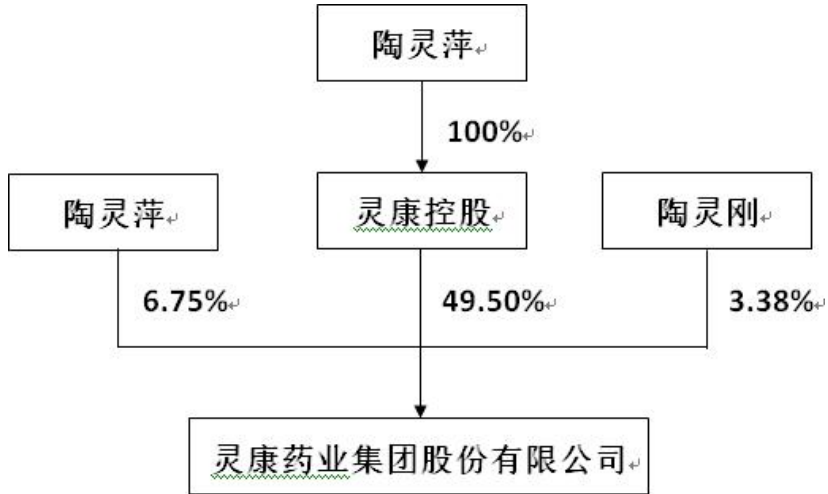
公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力；受两票制实施影响，2018 年以来公司主要药品销

售均价均有明显提升，带动公司化药处方药业务毛利率上行；2019年独家剂型产品注射用石杉碱甲销售额增长较快，未来新产品的逐步推广有望为公司带来新的利润增长点；受益于主营业务的良性发展，公司经营性净现金流保持净流入且总体增长，收入获现能力较好。

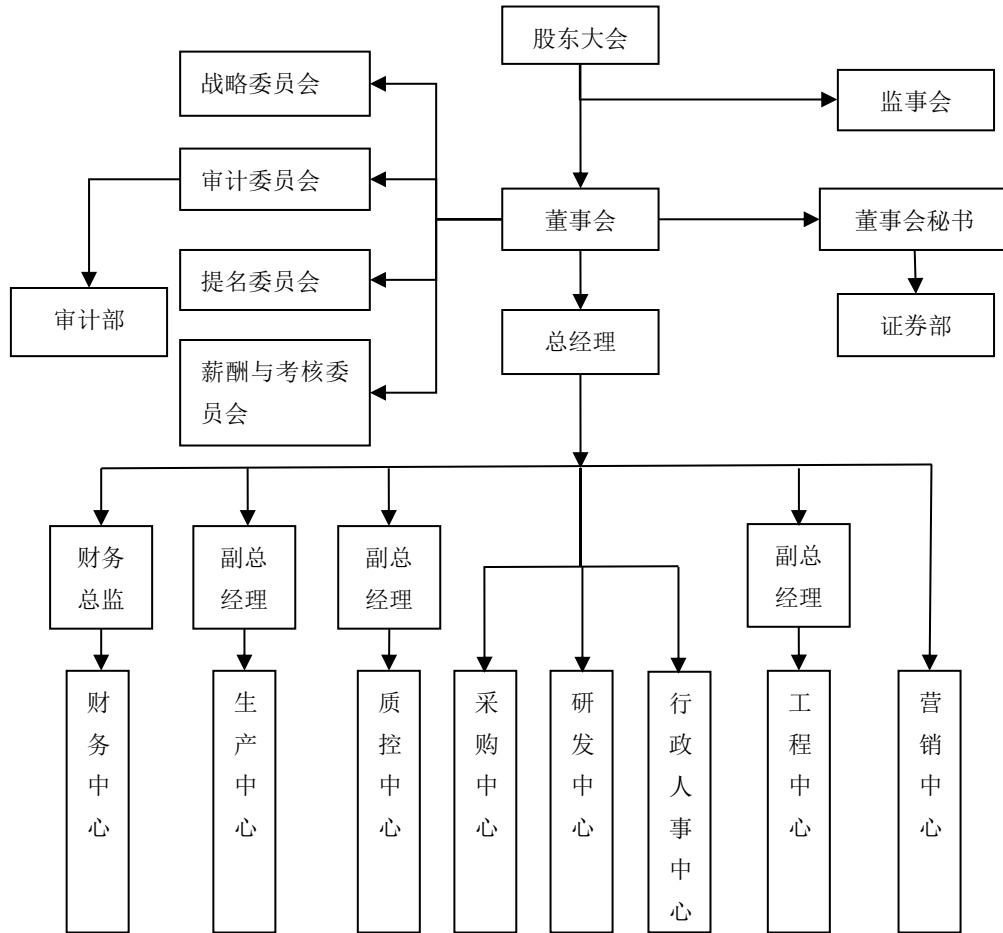
同时，东方金诚关注到，2020年一季度，新冠肺炎疫情疫情的负面影响使得医院门诊诊疗人次下降，公司核心药品作为处方注射用药因终端需求短期下降而受到一定不利影响，短期业绩承压；公司在建项目后续投资规模较大，未来存在一定资金支出压力；公司以销售费用为主的期间费用规模大，对利润空间挤占明显；公司长期股权投资项目成美国国际医学中心尚未盈利，未来对公司的业务协同效应仍待考量；公司控股股东所持公司股份质押比例较高。

综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，评定本期债券的信用等级为AA-。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



附件三：灵康药业主要财务数据和财务指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	16.52	20.68	19.13	20.22
所有者权益 (亿元)	12.99	13.78	13.14	13.80
负债总额 (亿元)	3.52	6.90	6.00	6.42
短期债务 (亿元)	0.70	2.85	1.30	2.29
长期债务 (亿元)	0.00	1.75	1.90	1.90
全部债务 (亿元)	0.70	4.60	3.20	4.19
营业收入 (亿元)	10.05	16.69	16.35	2.60
利润总额 (亿元)	1.80	2.04	2.23	0.73
净利润 (亿元)	1.61	1.83	2.02	0.66
EBITDA (亿元)	2.15	2.41	2.78	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.89	1.86	2.36	-0.05
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.65	-0.75	-0.12	-0.67
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.31	2.85	-4.28	0.98
毛利率 (%)	80.02	87.90	86.35	84.57
营业利润率 (%)	78.39	86.43	85.12	83.23
销售净利率 (%)	16.02	10.94	12.33	25.42
总资本收益率 (%)	11.76	10.06	13.17	-
净资产收益率 (%)	12.39	13.26	15.34	-
总资产收益率 (%)	9.75	8.84	10.54	-
资产负债率 (%)	21.34	33.37	31.34	31.75
长期债务资本化比率 (%)	0.00	11.27	12.63	12.10
全部债务资本化比率 (%)	5.14	25.01	19.58	23.28
货币资金/短期债务 (%)	444.46	250.07	393.68	234.85
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	176.09	24.09	69.98	-
流动比率 (%)	332.93	262.99	305.98	302.91
速动比率 (%)	306.01	249.25	283.56	282.31
经营现金流动负债比 (%)	55.58	36.85	58.80	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	-	108.82	20.45	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.33	1.90	1.15	-
应收账款周转率 (次)	8.46	9.30	8.15	-
销售债权周转率 (次)	7.85	9.12	8.09	-
存货周转率 (次)	2.34	2.51	2.81	-
总资产周转率 (次)	0.67	0.90	0.82	-
现金收入比 (%)	97.54	117.23	109.05	99.62

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“灵康药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”的存续期内密切关注灵康药业集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在灵康药业集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向灵康药业集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，灵康药业集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如灵康药业集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月23日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。