

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】185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根据跟踪评级安排对贵公司及“灵康转债”信用状况进行了跟踪评级。经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“灵康转债”信用等级为 AA-。



东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

程春晓

二〇二一年六月十五日

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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



灵康药业集团股份有限公司主体及 “灵康转债” 2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2021/6/15	AA-	谢笑也	高君子

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
灵康转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

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。

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	8.52
	市场地位	15.00	6.00
盈利能力	利润总额	10.00	1.44
	净资产收益率	10.00	7.53
	毛利率	10.00	10.00
债务负担 和保障程度	经营现金流负债比	10.00	10.00
	资产负债率	10.00	9.01
	全部债务/EBITDA	10.00	7.02

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无调整

4.主体信用等级

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，在细分市场保持一定竞争力；2021年3月末，公司已有55个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有13个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供保障；2020年公司独家剂型注射用石杉碱甲销售额有明显提升，为公司收入和利润形成有益补充。同时，受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2020年公司主导产品销量、产量和产能利用率降幅明显；公司在建项目后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内公司长期股权投资项目成美国国际医学中心继续亏损，存在减值风险；“灵康转债”的发行导致公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。

综合分析，东方金诚维持灵康药业主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“灵康转债”的信用等级为AA-。

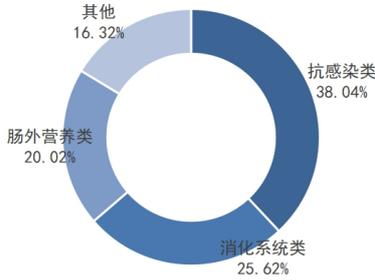
同业比较

项目	灵康药业	重庆华森	普利制药	特一药业
总资产 (亿元)	27.16	16.37	30.56	22.56
营业总收入 (亿元)	10.01	8.42	11.89	6.33
利润总额 (亿元)	1.79	1.98	4.54	0.53
毛利率 (%)	84.45	48.07	74.76	48.30
净资产收益率 (%)	10.82	10.09	19.98	4.06
资产负债率 (%)	45.52	31.35	33.27	52.11

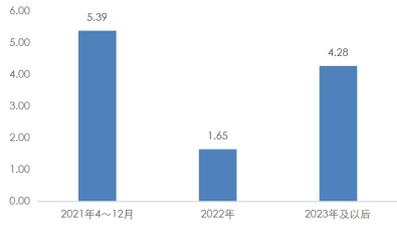
注：以上企业最新主体信用等级均为AA-/稳定，数据来自企业公开披露的2020年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2020年营业总收入构成



2021年3月末债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额 (亿元)	20.68	19.13	27.16	27.51
所有者权益 (亿元)	13.78	13.14	14.80	15.15
全部债务 (亿元)	4.60	3.20	10.87	11.32
营业总收入 (亿元)	16.69	16.35	10.01	2.74
利润总额 (亿元)	2.04	2.23	1.79	0.43
经营性净现金流 (亿元)	1.86	2.36	1.27	0.35
营业利润率 (%)	86.43	85.12	83.12	83.97
资产负债率 (%)	33.37	31.34	45.52	44.92
流动比率 (%)	262.99	305.98	278.69	289.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	108.82	20.64	17.07	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.90	1.15	4.60	-

注：表中数据来源于公司2018年~2020年的审计报告以及2021年1~3月未经审计的财务报表。

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，在细分市场保持一定竞争力；
- 2021年3月末，公司已有55个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有13个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供保障；
- 2020年公司独家剂型注射用石杉碱甲销售额有明显提升，为公司收入和利润形成有益补充。

关注

- 受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2020年公司主导产品销量、产量和产能利用率降幅明显；
- 公司在建项目后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；
- 跟踪期内公司长期股权投资项目成美国国际医学中心继续亏损，存在减值风险；
- “灵康转债”的发行导致公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。

评级展望

公司评级展望为稳定。跟踪期内公司业绩受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情持续控制得力，医疗需求得到释放，盈利能力有望改善。此外，公司新产品数量充足，预计未来公司有望继续保持在抗感染、消化系统等细分市场的竞争力。

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

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2020/6/23	谢笑也、高君子	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004) 》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级 /评级展望
灵康转债	2020/6/23	5.25	2020/12/1~2026/12/1	-	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2020 年灵康药业集团股份有限公司可转换公司债券（以下简称“灵康转债”）的跟踪评级安排，东方金诚基于灵康药业提供的 2020 年度审计报告、2021 年 1~3 月未经审计的财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

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 2021 年 3 月末，公司股本为 71344 万股（每股面值 1 元），灵康控股持有公司 47.61% 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 47.61% 的股份，并直接持有公司 6.75% 的股份；陶灵刚直接持有公司 2.38% 的股份；陶灵萍、陶灵刚系为兄妹，其合计持有公司 56.74% 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 2021 年 3 月末，公司取得了 113 个品种共 200 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 IMS 数据统计，注射用盐酸头孢甲肟销售份额在注射剂型市占率为 28.23%，排名全国第一；注射用奥美拉唑钠销售份额在注射剂型市占率为 6.53%，排名全国第三。

截至 2021 年 3 月末，公司总资产 27.51 亿元，所有者权益 15.15 亿元，资产负债率 44.92%。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司实现业营业总收入分别为 10.01 亿元和 2.74 亿元，利润总额分别为 1.79 亿元和 0.43 亿元。

相关债项本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2020]2640 号文核准，公司于 2020 年 12 月发行 5.25 亿元的 A 股可转换公司债券，债券简称为“灵康转债”，债券代码为“113610”，起息日为 2020 年 12 月 1 日，到期日为 2026 年 12 月 1 日。本次发行的可转债票面利率设定为：第一年 0.40%、第二年 0.70%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.50%、第六年 3.00%；每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。

灵康转债转股期自可转债发行结束之日（2020 年 12 月 7 日，即募集资金划至发行人账户之日）起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转债到期日止。即 2021 年 6 月 7 日至 2026 年 11

月30日止（如遇法定节假日或休息日延至其后的第1个工作日；顺延期间付息款项不另计息）。本次发行的可转债的初始转股价格为8.81元/股，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。2021年5月25日，公司发布《关于“灵康转债”转股价格调整的提示性公告》，“灵康转债”的转股价格于2021年5月31日起由原来的8.81元/股调整为8.61元/股。截至2021年3月末，“灵康转债”尚未到期本金余额为5.25亿元。

“灵康转债”扣除发行费用后实际募集资金净额51778.16万元。截至2021年5月末，公司可转债募集资金已使用2063.64万元，剩余49714.52万元尚未使用，已使用资金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“募投项目”）。截至2021年3月末，公司募投项目已投入资金1.15亿元（含前期投入），土建已完成，目前正在优化内部建设设计方案。

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

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。

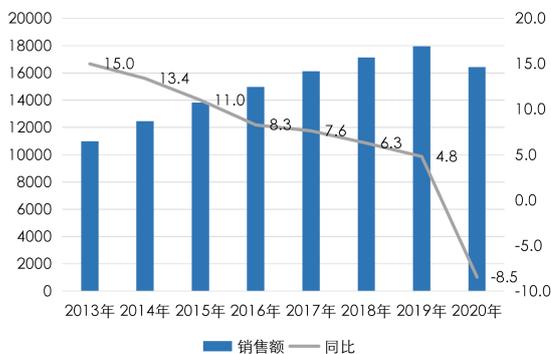
医药制造行业

受新冠肺炎疫情影响，2020年医药制造行业收入增速减缓，中长期来看，随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，行业需求仍将保持增长，但行业企业整体收入和利润增幅将放缓

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。2013~2019年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020年新冠肺炎疫情的发生，短期内对疫情控制实际需求的器械产品需求增加，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，我国三大终端六大市场药品销售额16437亿元，同比下降8.5%。但从中长期来看，随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，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、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速逐年有所下降。根据国家统计局数据，2019年医药制造企业营业收入和利润总额分别同比增长7.40%和5.90%，增速分别同比下降5.00个百分点和3.60个百分点。2020年，由于年初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，医药制造企业短期经营承压，随着疫情得到控制，行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长4.50%，增速进一步缩窄，利润总额同比增长12.80%，利润端同比增速高于收入端，主要系行业企业对带量采购等政策的不利影响正在逐步消化，同时加强对期间费用的控制所致。预计未来带量采购扩围，化学制剂药企业进一步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。

图表1 我国医药终端市场销售情况(亿元、%)



图表2 我国医药制造行业盈利情况¹(亿元、%)



数据来源：米内网，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。

2016年3月，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的通知》，对已

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。

批准上市的仿制药质量和疗效一致性评价工作作出部署，对提升我国仿制药安全性和有效性具有重要意义，同时将进一步促进医药产业升级和结构调整。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。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。

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及销售业务，受新冠肺炎疫情及各省集采价格下跌影响，2020年公司营业总收入及毛利润规模均有明显下降，毛利率水平亦有所降低

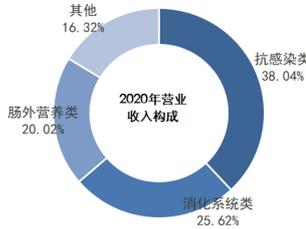
公司主营化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药等三大领域。2020年，公司营业总收入为10.01亿元，同比下降38.78%，主要系公司受疫情影响的同时受到各省集采及全国价格联动的影响所致；毛利润规模亦有明显下降，为8.45亿元，同比下降40.16%。2020年，公司抗感染类、消化系统类和肠外营养类药品收入分别占公司营业收入的38.04%、25.62%和20.02%。2020年公司综合毛利率同比下降1.89个百分点，主要系药品价格下降所致。

2021年1~3月，公司营业收入为2.73亿元，与上年同期基本持平，毛利润为2.33亿元，综合毛利率为85.23%。

图表3 公司收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）

类别	2018年		2019年		2020年		2021年 1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
抗感染类	6.65	39.82	6.79	41.52	3.81	38.04	1.11	40.85
消化系统类	5.69	34.09	5.12	31.35	2.56	25.62	0.65	23.73
肠外营养类	2.80	16.75	2.81	17.18	2.00	20.02	0.57	20.80
其他	1.56	9.34	1.63	9.95	1.63	16.32	0.40	14.62
合计	16.69	100.00	16.35	100.00	10.01²	100.00	2.74	100
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	5.60	84.31	5.52	81.34	2.93	76.98	0.87	78.19
消化系统类	5.40	94.79	4.83	94.31	2.38	92.96	0.60	93.18
肠外营养类	2.22	79.41	2.19	78.15	1.58	78.61	0.47	82.23
其他	1.45	93.28	1.57	96.36	1.56	95.73	0.39	96.25
合计	14.67	87.90	14.12	86.35	8.45	84.46	2.33	85.23

数据来源：公司提供，东方金诚整理



2021年3月末，公司已有55个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有13个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供保障

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2021年3月末，公司取得了113个品种共200个药品生产批准文件，较上年增加了4个品种9个药品生产批准文件，具体产品涉及左卡尼汀注射液（适用于慢性肾衰长期血透病人因继发性肉碱缺乏产生的一系列并发症）、注射用氟氯西林钠（适用于治疗敏感的革兰阳性菌引起的感染）、盐酸氨溴索注射液（适用于伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性肺部疾病）等，跟踪期内公司产品储备进一步丰富。公司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2021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55个，被列入国家基药目录的品种13个，可为公司产品销售提供保障。公司主导产品具体情况如下表所示。

2 合计数据略有差异系四舍五入所致。

图表 4 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
注射用头孢唑肟钠	抗感染类	主要用于：敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症等。	医保目录乙类	北京、广西、河北、河南等 25 个省、自治区和直辖市	是
注射用石杉碱甲	其他	适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。	未进医保	甘肃、广西、贵州、海南等 19 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，在细分市场保持一定竞争力

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 IMS 数据统计，注射用注射用盐酸头孢甲肟销售份额在注射剂型市占率为 28.23%，排名全国第一；注射用奥美拉唑钠销售份额在注射剂型市占率为 6.53%，排名全国第三。

图表 5 2020 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	15.54	4
消化系统类	注射用奥美拉唑钠	6.53	3
	注射用盐酸托烷司琼	7.96	5
抗感染类	注射用盐酸头孢甲肟	28.23	1
	注射用头孢孟多酯钠	8.72	4
	注射用头孢呋辛钠	4.31	8
其他类	注射用石杉碱甲 ³	99.11	1
	氟马西尼注射液	18.57	2
	注射用盐酸纳洛酮	15.27	2

3 该产品为公司独家剂型。

资料来源：IMS 数据，东方金诚整理

受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司主要产品产量和产能利用率同比均有明显下降，随着疫情防控进入常态化，2021 年第一季度主要产品产能利用率整体较 2020 年均有所回升

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 2021 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。受疫情影响，公司生产、销售活动受限，同时公司上下游企业延迟复工复产，货物运输受到一定程度制约，导致公司冻干粉针剂相应品种销量下降，公司根据市场的销量情况来确定产量，销量的下降导致产量相应的下降，致使公司各主要产品产能利用率下降。2020 年公司冻干粉生产车间产能利用率为 31.12%，较上年下降 31.28 个百分点；粉针剂车间产能利用率同比下降 8.27 个百分点，产能利用率进一步下降；头孢粉针剂车间同比下降 40.90 个百分点。产量方面，2020 年受新冠肺炎疫情影响，各主要产品产量均同比明显下降。

2021 年一季度，新冠肺炎疫情已进入常态化，公司各生产线恢复正常生产，主要产品产能利用率整体较 2020 年均有所提高。

图表 6 近年公司主要生产车间药品生产情况⁴（万瓶、%）

生产车间	主要生产产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月	
冻干粉针剂车间	注射用奥美拉唑钠、注射用盐酸托烷司琼、注射用石杉碱甲	产能	8000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量	5054.46	4992.32	2489.52	570.22
		产能利用率	63.18	62.40	31.12	28.51
粉针剂车间	注射用丙氨酰谷氨酰胺	产能	3000.00	3000.00	3000.00	750.00
		产量	664.31	691.38	443.49	160.91
		产能利用率	22.14	23.05	14.78	21.45
头孢粉针剂车间	注射用头孢呋辛钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢唑肟钠	产能	4000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量	4987.78	6375.65	3103.98	1069.66
		产能利用率	124.69	79.70	38.80	53.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受疫情影响及全国药品价格下降的影响，2020 年公司部分药品销量和销售额均有所下降，但随着市场的拓展的深入，跟踪期内独家剂型注射用石杉碱甲销售额有明显提升，为公司收入和利润带来一定补充

受疫情及各省集采导致全国药品价格下降的影响，2020 年公司主要药品中除独家剂型注射用石杉碱甲销量和销售额均有所提升外其他品种均有所下降。其中注射用奥美拉唑钠销量和销售额分别为 1412.86 万瓶和 1.45 亿元，分别同比下降 50.45%和 57.10%；注射用丙氨酰谷氨酰胺销量和销售额分别为 316.88 万瓶和 1.77 亿元，同比分别下降 21.84%和 25.63%；注射用头

4 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。

孢味辛钠销量和销售额分别为 1754.95 万瓶和 1.29 亿元，分别同比下降 25.17%和 33.51%；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。

2020 年，公司化药处方药业务收入为 10.00 亿元，同比下降 38.84%，毛利润为 8.45 亿元，同比下降 40.16%；毛利率为 84.46%，较 2019 年下降 1.89 个百分点。

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，随着市场拓展的深入，该产品 2020 年已成为公司的主导产品之一，实现收入 0.79 亿元，同比增长 83.72%。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。注射用盐酸拉贝洛尔和注射用乙酰半胱氨酸推广时间较晚，尚未形成规模化销售。

新冠肺炎疫情已进入常态化，公司各生产线恢复正常生产，延迟的医疗需求将得到释放，公司主导产品均为注射类处方药，从中长期来看，公司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 7 近年公司主要药品销售情况

主要产品		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
注射用奥美拉唑钠	销量（万瓶）	3423.99	2851.38	1412.86	387.87
	产销率（%）	108.73	91.65	114.23	135.87
	销售均价（元/瓶）	11.88	11.86	10.23	9.80
	销售额（亿元）	4.07	3.38	1.45	0.38
注射用丙氨酰谷氨酰胺	销量（万瓶）	387.77	405.43	316.88	89.34
	产销率（%）	132.41	98.73	96.03	73.70
	销售均价（元/瓶）	56.89	58.62	55.86	55.43
	销售额（亿元）	2.21	2.38	1.77	0.50
注射用头孢唑肟钠	销量（万瓶）	1977.88	2345.34	1754.95	463.54
	产销率（%）	107.42	90.41	108.33	93.83
	销售均价（元/瓶）	8.51	8.26	7.34	7.40
	销售额（亿元）	1.68	1.94	1.29	0.34
注射用盐酸头孢甲肟	销量（万瓶）	769.45	767.35	282.99	84.65
	产销率（%）	107.03	76.09	381.79	84.51
	销售均价（元/瓶）	21.20	18.33	16.72	17.62
	销售额（亿元）	1.63	1.41	0.47	0.15
注射用盐酸托烷司琼	销量（万瓶）	296.37	336.90	214.50	64.26
	产销率（%）	108.54	92.88	94.44	134.66
	销售均价（元/瓶）	29.46	30.84	27.79	27.93
	销售额（亿元）	0.87	1.04	0.60	0.18
注射用头孢唑肟钠	销量（万瓶）	652.25	810.62	658.42	231.60

	产销率 (%)	107.33	96.80	97.08	82.78
	销售均价 (元/瓶)	14.26	14.35	13.42	13.60
	销售额 (亿元)	0.93	1.16	0.88	0.31
注射用石杉碱甲	销量 (万瓶)	17.21	32.66	54.41	11.23
	产销率 (%)	92.40	99.42	81.86	101.47
	销售均价 (元/瓶)	127.63	132.75	145.10	138.74
	销售额 (亿元)	0.22	0.43	0.79	0.16

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并占领市场，跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系，客户集中度有所提升

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 2021 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。2020 年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重为 34.37%，同比提升 5.59 个百分点，跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系。

图表 8 2020 年公司前五大客户销售情况 (亿元、%)

客户名称	销售额	占比	是否关联方
国药控股股份有限公司及其下属公司	1.58	15.78	否
华润医药商业集团有限公司下属公司	0.88	8.81	否
上药控股有限公司及其下属公司	0.40	3.97	否
深圳市全药网药业有限公司	0.32	3.18	否
广西柳州医药股份有限公司	0.26	2.63	否
合计	3.44	34.37	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年公司主要药品生产所需化学原料药采购供应商集中度进一步提升

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等。2020 年，公司前五大供应商合计占营业成本的比重为 63.58%，较上年提升 21.50 个百分点，供应商集中度进一步提升。

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 2021 年 3 月末，公司重点在建项目预计总投资 8.50 亿元，累计已投入 1.56 亿元，尚需投入 5.94 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 9 截至 2021 年 3 月末公司重点在建项目情况（亿元、%）

项目名称	总投资额	2021 年 3 月末 已投资额	2021 年 4~12 月年拟投资额	2022 年 拟投资额	2023 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	1.15	3.49	1.83	1.53	自有资金+募集资金	2016 年 12 月至 2023 年 12 月
西藏总部大楼建设项目	0.50	0.41	0.09	-	-	自有资金	2018 年 5 月 2021 年 12 月
合计	8.50	1.56	3.58	1.83	1.53		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司参股的成美国际医学中心 2020 年延续亏损状态，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际医学中心有限公司（以下简称“成美国际医学中心”）25%的股权，成美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。成美国际医学中心有限公司的核心资产系其通过海南成美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，成美国际医学中心的其他资产基本为海南的土地及房产。截至 2020 年末，成美国际医学中心注册资本为 2.00 亿元，总资产 5.17 亿元，净资产 0.33 亿元；2020 年未取得收入，净利润-0.61 亿元。成美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。

公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理及发展战略等方面未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2020 年财务报告和 2021 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 2020 年财务数据进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2021 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2021 年 3 月末，公司拥有 9 家直接控股子公司，跟踪期内无变化。

资产构成与资产质量

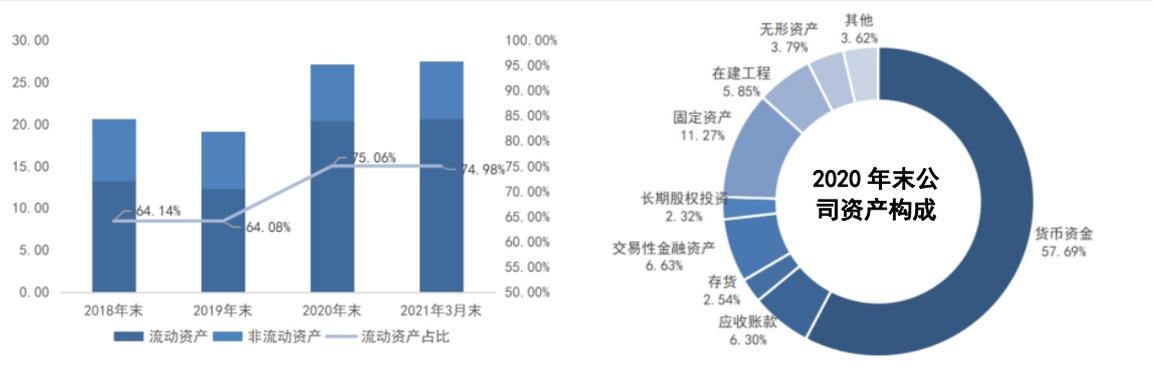
跟踪期内公司资产结构仍以流动资产为主，运营效率有所下降，长期股权投资项目继续亏损，存在一定减值风险

2020年末及2021年3月末，公司资产总额分别为27.16亿元和27.51亿元，其中流动资产占比分别为75.06%和74.98%，公司资产构成仍以流动资产为主。

截至2020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97.48%。截至2020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99.21%和0.79%，其中其他货币资金0.12亿元，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金。2020年末，公司货币资金较2019年末增长206.66%，主要是发行了5.25亿元可转债所致。2020年末和2021年3月末，公司交易性金融资产分别为1.80亿元和7.10亿元，2020年末公司交易性金融资产较2019年末下降49.41%，主要是部分理财产品到期所致；公司应收账款分别为1.71亿元和1.79亿元，2020年末应收账款同比下降25.07%，主要系公司受疫情影响的同时受到各省集采药品价格下降的影响，收入规模下降所致。公司应收账款账龄主要集中在1年以内，占比91.59%；应收账款坏账准备期末余额为0.15亿元，计提比例8.06%；同期末公司存货分别为0.69亿元和0.78亿元，其中2020年末存货同比下降23.10%，主要系公司受疫情影响产量和销量下降，减少备货量所致。2020年，公司应收账款周转率为5.00次，相比上年末下降3.15次；存货周转率为1.96次，较2019年下降0.85次，公司运营效率有所下降。

2020年末和2021年3月末，公司非流动资产分别为6.77亿元和6.88亿元，2020年末，公司非流动资产与2019年末基本持平，主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资构成，占比分别为45.20%、23.52%、15.16%和9.31%，合计占非流动资产比重为93.18%。2020年末和2021年3月末，公司固定资产分别为3.06亿元和3.04亿元，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74.20%、23.19%和2.17%；在建工程分别为1.59亿元和1.71亿元，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。公司无形资产分别为1.03亿元和1.02亿元，2020年末无形资产较2019年末增长103.37%，主要是土地使用权增长所致；长期股权投资分别为0.63亿元和0.62亿元，2020年末，公司长期股权投资较2019年末下降22.82%，主要是成美国际医学中心有限公司亏损净资产下降所致，成美国际医学中心持续亏损，未来仍存在减值风险。截至2021年3月末公司受限资产规模为1.31亿元，占资产总额的比重为4.75%。其中受限货币资金0.24亿元，主要为银行承兑汇票保证金和银行借款保证金；固定资产0.98亿元，主要用于银行承兑汇票抵押；无形资产0.09亿元。

图表 10 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
货币资金	7.11	5.11	15.67	10.48
应收账款	1.72	2.29	1.71	1.79
存货	0.69	0.90	0.69	0.78
交易性金融资产	-	3.56	1.80	7.10
流动资产合计	13.26	12.26	20.39	20.62
长期股权投资	0.92	0.82	0.63	0.62
固定资产	2.90	3.37	3.06	3.04
在建工程	2.01	1.54	1.59	1.71
无形资产	0.48	0.50	1.03	1.02
非流动资产合计	7.41	6.87	6.77	6.88
资产总额	20.68	19.13	27.16	27.51

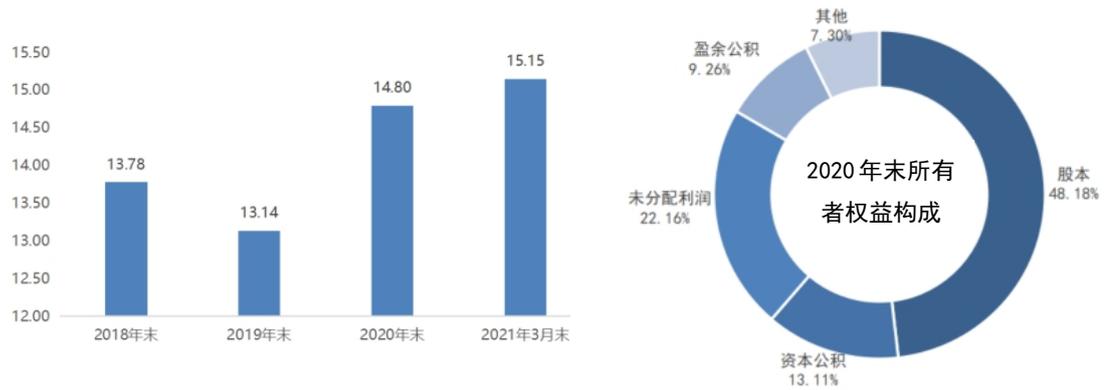
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益有所增加

2020 年末和 2021 年 3 月末，公司所有者权益分别为 14.80 亿元和 15.15 亿元，2020 年末，公司所有者权益较 2019 年末增长 12.64%。截至 2020 年末，公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润、资本公积和盈余公积构成，占比分别为 48.21%、22.14%、13.10%和 9.27%，合计占所有者权益比重为 92.71%。2020 年末，公司实收资本较 2019 年末增长 40.00%，主要是公司于 2020 年 5 月以资本公积转增股本所致；受益于经营积累，跟踪期内公司未分配利润有所增加，2020 年末和 2021 年 3 月末分别为 3.28 亿元和 3.63 亿元；资本公积均为 1.94 亿元，2020 年末，公司资本公积较 2019 年末下降 51.26%，主要是资本公积转增股本所致。

图表 11 公司所有者权益情况（亿元）



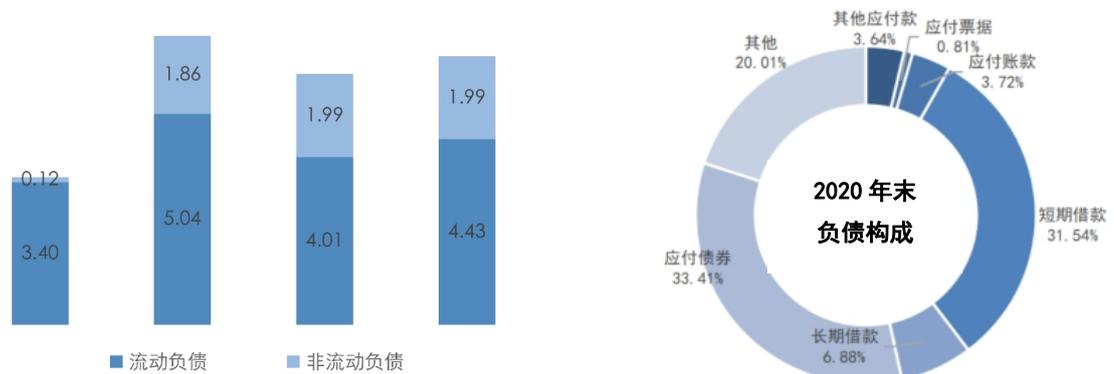
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，“灵康转债”的发行导致公司有息债务规模快速增长，公司债务负担有所加重

2020年末和2021年3月末，公司负债总额分别为12.36亿元和12.36亿元，2020年末，公司负债总额较2019年末增长106.19%，其中流动负债的比重为59.17%，公司负债构成仍以流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款构成，2020年末占比分别为53.28%、26.00%、6.26%和6.16%，合计占流动负债比重为91.69%。2020年末和2021年3月末，公司流动负债分别为7.32亿元和7.13亿元，其中2020年末，公司流动负债较2019年末增长82.57%，主要系短期借款规模大幅增加所致。2020年末和2021年3月末，公司短期借款分别为3.90亿元和3.70亿元，2020年末，公司短期借款较2019年末增长549.11%，主要是用于日常经营周转和支付市场营销费用增加所致；同期末公司一年内到期的非流动负债均1.90亿元，2020年末，公司部分长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债，导致年末一年内到期的非流动负债规模大幅增长。公司应付账款主要为应付供应商货款和长期资产购置款，2020年末和2021年3月末分别为0.46亿元和0.31亿元。2020年末，公司其他应付款较2019年末下降67.40%，主要系市场营销服务费减少所致。

公司非流动负债主要由应付债券和长期借款构成，2020年末和2021年3月末，公司非流动负债分别为5.05亿元和5.22亿元。2020年12月，公司发行了5.25亿元的“灵康转债”导致公司应付债券规模大幅增长。2020年末和2021年3月末，公司长期借款均为0.85亿元，全部为保证借款。2020年末，公司长期借款较2019年末下降55.26%，主要是部分长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债科目所致。

图表 12 公司负债情况 (亿元)



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
其他应付款	0.69	1.38	0.45	0.25
应付票据	0.65	0.70	0.10	0.58
应付账款	0.77	0.65	0.46	0.31
短期借款	2.00	0.60	3.90	3.70
流动负债合计	5.04	4.01	7.32	7.13
长期借款	1.75	1.90	0.85	0.85
应付债券	-	-	4.13	4.28
非流动负债合计	1.86	1.99	5.05	5.22
负债总额	6.90	6.00	12.36	12.36

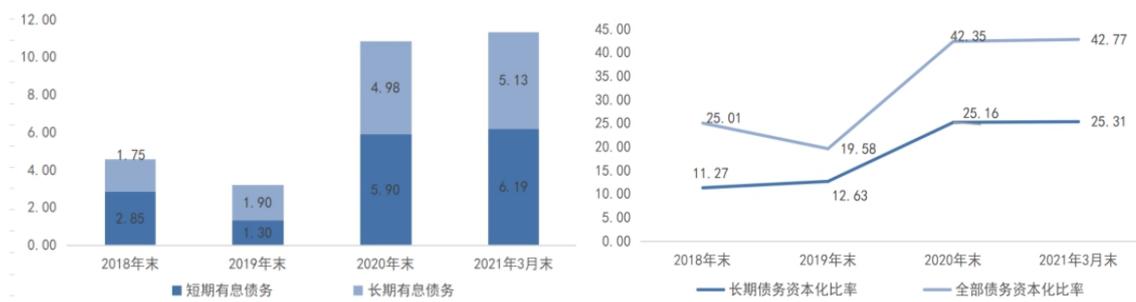
资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务为 10.87 亿元，相比上年末增加 239.97%，主要系公司新增短期借款及 2020 年发行了 5.25 亿元“灵康转债”所致。短期有息债务和长期有息债务占比分别为 54.24%和 45.76%。同期末，公司资产负债率为 45.52%，相比上年末增加 14.18 个百分点；长期债务资本化比率为 25.16%，相比上年末增加 12.53 个百分点；全部债务资本化比率为 42.35%，相比上年末增加 22.77 个百分点。

2021 年 3 月末，公司全部债务为 11.32 亿元，相比上年末增加 4.14%，其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为 54.65%和 45.35%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 44.92%和 42.77%。

从债务期限结构来看，2021 年 4~12 月和 2022 年，公司有息债务到期偿还额分别为 5.39 亿元和 1.65 亿元。

图表 13 公司有息债务情况 (亿元、%)



图表 14 截至 2021 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	应付债券到 期偿还额	合计
2021 年 4~12 月	29040.09	5830.86	19009.28	-	-	53880.23
2022 年	8000.00	-	-	8500.00	-	16500.00
2023 年及以后	-	-	-	-	42843.15	42843.15
合计	37040.09	5830.86	19009.28	8500.00	42843.15	113223.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

受新冠肺炎疫情及药品价格下跌影响，2020 年公司营业收入降幅明显，以销售费用为主的期间费用规模同比有所下降，但对利润空间的挤占仍明显，随着疫情持续控制得力，延迟的医疗需求得到释放，有助于盈利能力的改善

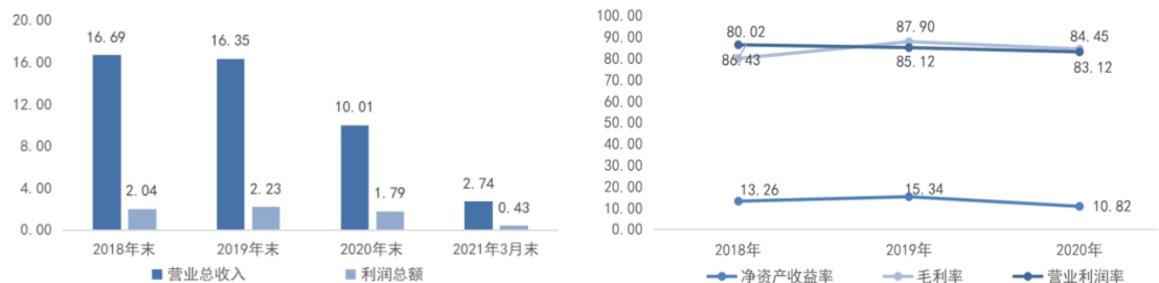
受新冠肺炎疫情及药品价格下跌影响，2020 年，公司营业收入为 10.01 亿元，同比下降 38.78%；同期，营业利润率为 83.12%，相比上年下降 2.00 个百分点；利润总额 1.79 亿元，同比下降 20.49%；其他收益 0.88 亿元，同比增长 122.42%，主要系收到政府发放的产业发展扶持资金等与收益相关的政府补助增加所致。

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。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司销售费用率分别为 62.39%和 60.61%。2020 年，公司销售费用率较 2019 年下降了 4.42 个百分点，主要系受疫情影响市场推广活动减少，同时减少了流通环节，销售环节各项费用减少所致。2020 年，同行业可比公司销售费用率基本低于 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，公司加强了自主学术推广及销售终端开发的力度，同时由于市场竞争加剧公司采取销售网络延伸和下沉的策略，拓展基层用药市场导致业务规模增长，使得销售费用支出规模较大。2020 年，公司总资产收益率为 6.67%，相比上年下降 6.65 个百分点；净资产收益率为 10.82%，相比上年下降 4.72 个百分点。

2021 年 1~3 月，公司营业收入为 2.74 亿元，同比增长 5.38%，利润总额为 0.43 亿元，同比下降 41.10%，主要系收到的政府补助下降所致。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。但随着疫情持续控制得力，延迟的医疗需求得到释放，有助于盈利能力的改善。此外，公司新产品数量充足，预计未来公司有望继续保持在抗感染、消化系统等细分市场的竞争力，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 15 公司收入和盈利能力情况 (亿元)



图表 16 2018 年~2020 年及 2021 年 1~3 月公司期间费用情况 (万元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
销售费用	121500.48	109235.52	62450.95	16603.73
管理费用	7206.82	7784.92	8328.66	1663.43
研发费用	2429.92	3804.37	2036.48	258.37
财务费用	-40.07	951.39	395.63	218.38
期间费用合计	131097.15	121776.20	73211.72	18743.91
期间费用占营业收入比重	78.53	74.48	73.14	68.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

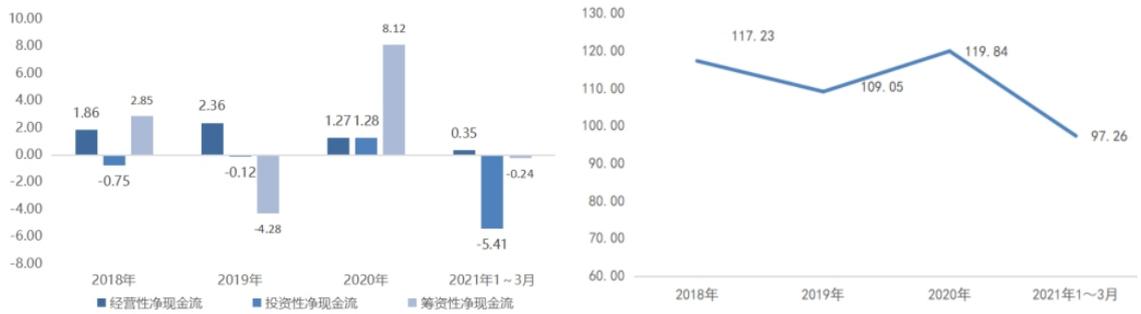
跟踪期内公司经营性现金流有所下降，但仍保持净流入状态，收入获现能力较好，公司在建项目后续投资规模较大，未来对外融资需求将有所增长

受新冠肺炎疫情影响，产品销售回款短期承压，公司经营性现金流有所下降，2020 年经营活动现金流入为 13.01 亿元，相比上年下降 28.86%，主要系公司受疫情影响的同时受到各省集采及全国价格联动的影响，营业收入下降所致；经营活动现金流出为 11.74 亿元，相比上年下降 26.29%；经营活动产生的现金流量净额为 1.27 亿元，相比上年下降 46.18%。2020 年公司现金收入比为 119.84%，同比提升 10.79 个百分点。

2020 年，公司投资活动现金流入为 8.72 亿元，相比上年下降 36.60%；投资活动产生的现金流量净额为 1.28 亿元；筹资活动现金流入为 10.07 亿元，相比上年增加 529.66%，系发行可转债获得的现金流增加所致；筹资活动现金流出为 1.96 亿元，相比上年下降 66.74%；筹资活动产生的现金流量净额为 8.12 亿元，相比上年下降 289.73%。公司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。

2021 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.35 亿元、-5.41 亿元和-0.24 亿元。

图表 17 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，跟踪期内流动比率、速动比率、经营现金流动负债比均有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司未受限货币资金期末余额 10.24 亿元，流动负债 7.13 亿元，账面资金可覆盖流动负债。

长期偿债能力方面，2020 年末，公司全部债务资本化比率分别为 42.35%，较 2019 年末增长 22.78 个百分点；长期债务资本化比率为 25.16%，较 2019 年末增长 12.53 个百分点；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 17.07 倍和 4.60 倍。

截至 2021 年 3 月末，公司已获银行授信总额 9.05 亿元，尚未使用银行授信 1.77 亿元。

图表 18 公司偿债能力主要指标 (%、倍)

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
流动比率	262.99	305.98	278.69	289.11
速动比率	249.25	283.56	269.25	278.14
经营现金流动负债比	36.85	58.80	17.33	-
EBITDA 利息倍数	108.82	20.45	17.07	-
全部债务/EBITDA	1.90	1.15	4.60	-

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、盈利能力上处于行业中上游水平，债务负担中游水平。

图表 19 同行业主要指标对比

项目	灵康药业	重庆华森	普利制药	特一药业
总资产 (亿元)	27.16	16.37	30.56	22.56
营业总收入 (亿元)	10.01	8.42	11.89	6.33
利润总额 (亿元)	1.79	1.98	4.54	0.53
毛利率 (%)	84.45	48.07	74.76	48.30
净资产收益率 (%)	10.82	10.09	19.98	4.06
资产负债率 (%)	45.52	31.35	33.27	52.11

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA-/稳定，数据来自企业公开披露的 2020 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 2021 年 5 月 26 日，公司本部无不良信用记录。

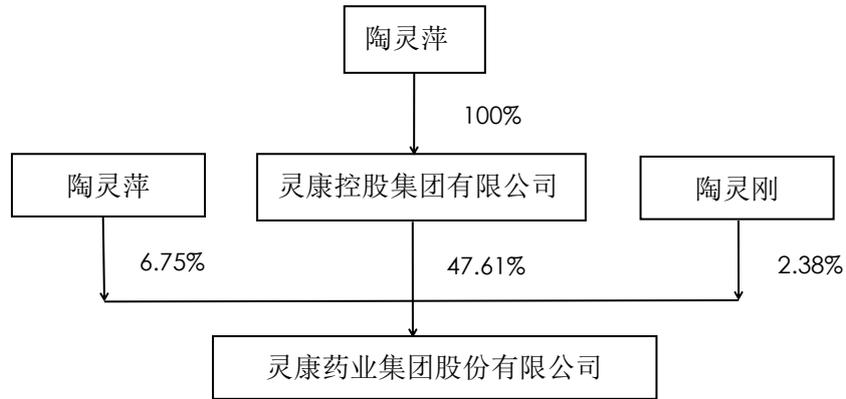
抗风险能力及结论

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，在细分市场保持一定竞争力；2021 年 3 月末，公司已有 55 个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有 13 个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供保障；2020 年公司独家剂型注射用石杉碱甲销售额有明显提升，为公司收入和利润形成有益补充。

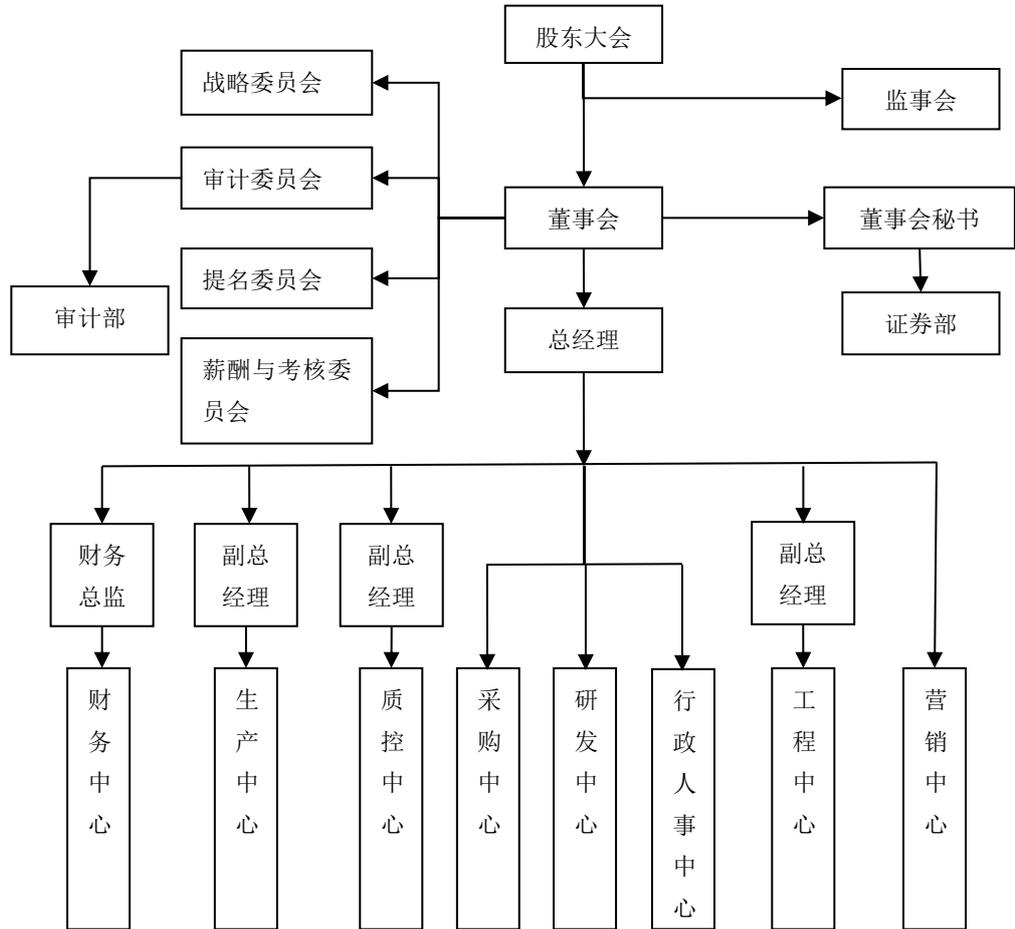
同时，东方金诚关注到，受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2020 年公司主导产品销量、产量和产能利用率降幅明显；公司在建项目后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内公司长期股权投资项目成美国国际医学中心继续亏损，存在减值风险；“灵康转债”的发行导致公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。

综上，东方金诚维持灵康药业主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，并维持“灵康转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	20.68	19.13	27.16	27.51
所有者权益 (亿元)	13.78	13.14	14.80	15.15
负债总额 (亿元)	6.90	6.00	12.36	12.36
短期债务 (亿元)	2.85	1.30	5.90	6.19
长期债务 (亿元)	1.75	1.90	4.98	5.13
全部债务 (亿元)	4.60	3.20	10.87	11.32
营业收入 (亿元)	16.69	16.35	10.01	2.74
利润总额 (亿元)	2.04	2.23	1.79	0.43
净利润 (亿元)	1.83	2.02	1.60	0.35
EBITDA (亿元)	2.41	2.80	2.36	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.86	2.36	1.27	0.35
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.75	-0.12	1.28	-5.41
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.85	-4.28	8.12	-0.24
毛利率 (%)	87.90	86.35	84.45	85.14
营业利润率 (%)	86.43	85.12	83.12	83.97
销售净利率 (%)	10.94	12.49	15.99	12.81
总资本收益率 (%)	10.06	13.33	6.67	-
净资产收益率 (%)	13.26	15.54	10.82	-
总资产收益率 (%)	8.84	10.54	5.89	-
资产负债率 (%)	33.37	31.34	45.52	44.92
长期债务资本化比率 (%)	11.27	12.63	25.16	25.31
全部债务资本化比率 (%)	25.01	19.58	42.35	42.77
货币资金/短期债务 (%)	250.07	393.68	265.73	169.44
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	24.09	69.98	23.42	-
流动比率 (%)	262.99	305.98	278.69	289.11
速动比率 (%)	249.25	283.56	269.25	278.14
经营现金流动负债比 (%)	36.85	58.80	17.33	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	108.82	20.64	17.07	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.90	1.14	4.60	-
应收账款周转率 (次)	9.30	8.15	5.00	-
销售债权周转率 (次)	9.12	8.09	5.00	-
存货周转率 (次)	2.51	2.81	1.96	-
总资产周转率 (次)	0.90	0.82	0.43	-
现金收入比 (%)	117.23	109.05	119.84	97.26

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

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。

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“灵康转债”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
2021年6月15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。