



2021年海南普利制药股份有限公司向不 特定对象发行可转换公司债券2021年跟 踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-21	2020-8-19

债券概况

债券简称：普利转债

债券剩余规模：8.50 亿元

债券到期日期：2027-02-09

偿还方式：每年付息一次，附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对海南普利制药股份有限公司（以下简称“普利制药”或“公司”，股票代码 300630.SZ）及其 2021 年 2 月 9 日发行的可转换债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司药品种类较为丰富，主要药品入选国家医保目录，新上市药品贡献业绩增量；2020 年公司营业收入增长较快，盈利能力仍较强；同时中证鹏元也关注到，随着医保控费政策逐步加码及带量采购的常态化，公司药品价格面临较大的下降压力；公司在注册项目较多，需关注药品研发投入回收风险；应收账款规模较大且增长较快，存在一定的坏账风险；公司有息债务规模增长较快，存在债务偿付压力上升等风险因素。

未来展望

- 公司主要药品入选国家医保目录，营业收入增长较快，业务持续性相对有保障，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	39.88	30.56	17.20	11.09
归母所有者权益	24.13	20.39	11.46	8.83
总债务	10.02	4.76	3.18	0.42
营业收入	2.73	11.89	9.50	6.24
净利润	1.21	4.07	3.01	1.81
经营活动现金流净额	0.11	3.32	2.15	0.95
销售毛利率	81.28%	74.76%	81.61%	83.76%
EBITDA 利润率	--	45.50%	40.93%	36.83%
总资产回报率	--	19.33%	23.87%	21.21%
资产负债率	39.50%	33.27%	33.39%	20.35%
净债务/EBITDA	--	0.09	0.29	-0.53
EBITDA 利息保障倍数	--	36.32	90.89	593.29
总债务/总资本	29.35%	18.94%	21.74%	4.56%
FFO/净债务	--	958.88%	274.24%	154.09%
速动比率	2.42	1.69	1.41	2.25
现金短期债务比	4.19	1.65	0.86	7.06

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

优势

- **公司药品种类较为丰富，主要药品进入国家医保目录，2020年新上市药品贡献业绩增量。**公司主要药品地氯雷他定系列药品、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等进入2019年国家医保目录；2020年公司新上市注射用比伐芦定、注射用尼麦角林、注射用磷酸川芎嗪等心脑血管类药品，公司药品种类较为丰富，心脑血管类药物销售收入同比大幅增长。
- **公司营业收入增长较快，盈利能力仍较强。**2020年公司营收规模和利润规模增长较快，销售毛利率虽有所下滑，但整体盈利能力仍较强。截至2021年5月末，公司已有9个品种通过一致性评价，其中包括公司主要药品注射用阿奇霉素、地氯雷他定分散片及地氯雷他定干混悬剂，为其业绩持续增长奠定一定基础。

关注

- **随着医保控费政策逐步加码及带量采购常态化，药品价格面临较大的下降压力。**2020年公司主要产品销售均价有所下降，未来随着医保控费政策逐步加码，带量采购逐步常态化，公司药品价格面临较大下降压力，对公司经营业绩产生较大不利影响。
- **公司在注册项目较多，需关注药品研发投入回收风险。**2020年公司持续加大研发投入，研发投入同比增幅较大；2020年底公司已注册申报55个项目，仍需关注在研品种未能取得产品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功等风险因素。
- **公司应收账款规模较大且增长较快，存在一定的坏账风险。**2020年公司应收账款规模大幅增至5.98亿元，且账龄有所延长，对公司营运资金占用较大，存在一定的坏账风险。
- **公司有息债务规模增长较快，债务偿付压力上升。**2021年3月底，总债务规模增至10.02亿元，总债务占总负债的比重也有所上升，资产负债率增至39.50%，而经营活动现金流回款相对较慢，公司债务偿付压力上升。

同业比较（单位：亿元）

指标	恒瑞医药	信立泰	灵康药业	仟源医药	昂利康	海辰药业	普利制药
总资产	347.30	69.19	27.16	18.01	19.41	9.07	30.56
营业收入	277.35	27.39	10.01	8.48	12.90	7.06	11.89
净利润	63.09	0.50	1.60	-2.81	1.81	0.55	4.07
销售毛利率	87.93%	69.05%	84.45%	69.17%	75.39%	75.71%	74.76%
资产负债率	11.35%	19.18%	45.52%	51.54%	29.00%	25.10%	33.27%
销售费用率	35.34%	32.83%	62.39%	65.58%	53.57%	54.57%	14.90%
研发支出/营业收入	17.99%	28.21%	2.03%	7.49%	3.40%	7.24%	23.82%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：公开资料

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年2月9日发行6年期8.5亿元可转债，募集资金原计划用于普利国际高端生产线扩建项目。截至2021年6月7日，本期债券募集资金专项账户余额为57,305.31万元。

三、发行主体概况

公司2020年4月非公开定向发行920.31万股；2020年5月进行2019年年度利润分配，以资本公积每10股转增5.32股，增加股本1.51亿股，截至2021年3月末，公司注册资本为4.37亿元，股本为4.37亿股；范敏华、朱小平夫妇仍为公司控股股东和实际控制人，合计持有公司股份比例为40.99%，无股权质押情况。

根据公司公告《关于董事亲属买卖公司可转换债券构成短线交易的致歉公告》，公司董事周茂先生的母亲徐淑如女士于2021年2月9日买入67张“普利转债”并于2021年3月8日将其卖出，该行为构成短线交易，徐淑如女士已致歉并将本次交易的收益上交给公司。

公司主要从事化学制剂的研发、生产与销售，主要药品包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等，涵盖抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等多个领域。2020年公司合并范围新设1家子公司浙江瑞利药业有限公司，并注销1家子公司，截至2020年末，纳入公司合并报表范围的子公司共5家，具体情况如附录四所示。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江瑞利药业有限公司	100%	2,000.00	药品批发；药品零售；药品生产；货物进出口；食品经营	设立

2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
杭州兆利医药科技有限公司	100%	200.00	药品、第一类医疗器械、化工原料、化学试剂等技术开发、技术服务	注销

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

预计2021年新冠疫情影响将进一步降低，医保控费政策继续推进，我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大

受医保控费政策、新冠疫情影响，2020年我国化药制剂销售额下滑，预计2021年我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平。医药行业是高监管行业，受政策的影响相对较大。2020年是“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020年1-9月我国化药制剂业绩下滑。分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖。目前我国新冠疫情虽然有零星爆发，但整体较为可控，2020年底我国新冠病毒疫苗接种工作已开展，未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，2021年化药制剂行业业绩将有所回升；但考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2021年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

表2 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖

指标	2020年1-9月 同比	分季度同比		
		2020年1-3月	2020年4-6月	2020年7-9月
重点城市公立医院化药销售额	-12.35%	下滑超过20%	下滑13%	下滑不足3%

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

随着一致性评价、带量采购、医保药价谈判等政策的推进，预计2021年化药制剂行业业绩分化进一步加大。受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2020年1-6月创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较低的辅助用药，在疫情冲击下呈现断崖式下降，预计未来市场规模将继续下滑。

表3 创新药医保放量、集采品种销售规模下降、辅助用药规模萎缩

品种类型	2019年1-6月 销售金额占比	2020年1-6月 销售金额占比	2020年1-6月 销售额同比增长
国家谈判品种	2.8%	4.8%	47.11%
集采执行品种	3.9%	3.4%	-24.70%
国家重点监控品种	4.0%	1.5%	-67.10%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

一致性评价政策方面，2020年一致性评价过评数量大幅增长，未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升。2020年一致性评价进入收获期，累计有861个品规的药品通过一致性评价（含视同通过），同比增长114%；其中过评的注射剂有73个品种，同比增长563.64%。但受疫情影响，一致性评价工作进展放缓，2020年一致性评价申报数量有所下滑，2020年全年累计有908个受理号申报一致性评价获受理，同比下降16%。未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，经营规模

小且没有优势品种的药企中长期仍将面临较大生存压力。

带量采购政策方面，2020年全国及地方带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。2020年1月、2020年8月、2021年1月第二、三、四批全国集采启动，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至45种。据国家医保局测算，“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采等第三批集采品种，年药品费用从659亿元下降到120亿元。在国家集采基础上，国家医保局积极指导和推动各地按照国家集采的基本原则和主要政策，探索其它药品的集中带量采购；2020年12月，陕西牵头的11省药品省际联盟带量采购启动，是目前范围上仅次于国家集采的采购项目。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。

表4 全国带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业利润将继续承压

项目	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采	“4+7”扩围集采	“4+7”集采
启动时间	2021年1月	2020年8月	2020年1月	2019年9月	2018年11月
全面落地执行时间	-	2020年11月	2020年4月	2019年12月	2019年4月
采购品种	45个品种	55个品种	32个品种	25个品种	25个品种
集采范围	全国	全国	全国	25省	4+7城市
拟中选企业（家）	118	125	77	45	19
启动时间	2021年1月	2020年8月	2020年1月	2019年9月	2018年11月
采购量	首年约定采购量计算基数（亿片/粒/袋/支）	68	200	124	70
	采购规则	首年约定采购量计算基数40%-80%份额	首年约定采购量计算基数50%-80%份额	首年约定采购量计算基数50%-80%份额	首年约定采购量计算基数50%-70%份额
采购周期	1-3年	1-3年	1-3年	1-2年	1年

注：“4+7”扩围集采范围25省，不包含4+7城市。

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

医保药价谈判方面，2020年我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2020年12月国家医保局正式发布今年医保谈判的结果，119种（目录外96种，目录内23种）药品谈判成功，谈判药品平均降幅50.64%。2020年医保目录动态调整进一步为临床价值较高的创新药企业提供了较好的发展机遇。一方面，2020年谈判成功的国产创新药同比大幅增加（谈判新增的66个化药中，44种为2019-2020年新获批的化药，其中国产创新药多达29种）。另一方面，2020年国家医保药品目录谈判工作由原来政府主导，改为企业自主申报，更多创新药可第一时间进入医保谈判环节。此外，此次医保目录调整首次尝试对目录内药品进行降价谈判，预计未来还会继续对目录内药品进行降价谈判。2016年至今，国家已经组织了5次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

表5 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

项目	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家拟谈判品种数	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	119	97	17	36	3
平均降幅	50.64%	新增：60.7% 续约：26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

五、经营与竞争

2020年，受益于公司心脑血管类药物的销量增长，公司营业收入同比增长25.10%。分产品来看，2020年心脑血管类药物收入同比大幅增长215.26%，主要系新上市的心脑血管类药品贡献销量。2020年公司抗过敏药物和抗生素类药物收入规模均有所下滑，主要是受疫情影响。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为74.95%，同比下降6.76个百分点，主要系抗过敏和抗生素类药品等销售毛利率下滑所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
心血管类药物	33,858.54	90.13%	10,739.97	84.65%
抗过敏药物	21,962.23	84.96%	31,588.68	89.76%
抗生素类药物	23,133.05	60.42%	27,221.40	78.42%
消化类药物	11,960.94	76.78%	4,683.71	62.76%
非甾体抗炎类药物	11,506.02	86.03%	8,547.43	86.02%
皮肤病类药物	4,662.82	49.27%	2,369.79	54.70%
其他药物	11,776.74	38.65%	9,858.55	73.62%
合计	118,860.34	74.95%	95,009.52	81.71%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

2020 年公司不同种类药品产销量分化较大，主要销售区域仍以华东地区为主，海外药品销售明显提速；未来随着一致性评价过评品种数量的增加，带量采购常态化，公司药品销售单价存在一定的下降压力

公司销售药品主要为处方药，涵盖抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等领域。截至2020年底，公司已取得专利技术54余项，其中发明专利51项，拥有125个生产批准文号，其中包括101个制剂药品生产批准文号（境内化学药批文54个，欧美等境外制剂生产批件47个），16个原料药生产批准文号，3个药用辅料生产批准文号。截至2020年末公司主要药品中有13个品种（甲类品种2个，乙类品种11个）被纳入2019年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录。

从主要药品产销量来看，公司不同种类药品的产销量分化较大。2020年公司新上市部分心脑血管类药品，使得 2020年公司心脑血管类药物收入大幅增长。公司抗过敏类药物2020年销售收入受疫情影响

同比下降30.47%。公司抗生素类药品主要为注射用阿奇霉素和盐酸左氧氟沙星胶囊，2021年左氧氟沙星片在国家第四次集采中中标，中标价为13.88元/盒（中标规格：250mg）。2020年公司重点开发院外连锁及第三终端的市场，马来酸曲美布汀片和双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等消化类及非甾体抗炎类药物销量均有所增长。

产销率方面，由于生产按市场销售计划及期末库存备货生产，2020年公司主要药品产销率基本维持在较高水平。主要药品单价方面，2020年受集采影响，公司主要产品销售均价有所下降。公司目前有9个品种通过一致性评价、4个品种中标国家集采，未来随着一致性评价过评品种数量的增加，带量采购常态化，公司药品销售单价存在一定的下降压力。

表7 公司主要药品销量及产销率情况（单位：万粒/片/支/kg）

项目	2020年	2019年	
医药工业	销售量	76,748.39	58,181.3
	生产量	76,307.89	61,246.12
	库存量	3,622.2	4,683.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从药品销售区域来看，公司销售仍以华东、华南和华中为主，其中华东区域仍是公司最主要的销售区域，2020年销售占比达48.21%，受疫情影响，西南、华北和东北等区域销售占比有所下降。2020年公司国外销售占比大幅提升，主要系2020年公司国际新药品注册批准并上市销售所致。

表8 公司药品销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
华东	57,296.73	48.21%	38,286.91	40.30%
华南	13,135.74	11.05%	13,811.03	14.54%
华中	15,748.06	13.25%	10,852.78	11.42%
西南	7,551.22	6.35%	6,932.06	7.30%
华北	4,049.92	3.41%	9,313.42	9.80%
东北	2,366.63	1.99%	3,885.12	4.09%
西北	2,290.54	1.93%	3,289.04	3.46%
国外	16,421.50	13.82%	8,639.15	9.09%
合计	118,860.34	100.00%	95,009.52	100.00%

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

2020年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重为29.72%，前五大客户销售占比有所提高。2020年公司继续加大大型医药流通企业的销售占比。结算方式方面，公司一般采取款到发货的结算方式，对于部分业务规模较大、商业信誉良好、财务状况佳的医药商业公司给予6个月-1年账期；对于海外供应商，公司一般给予3个月的账期。

表9 公司 2019-2020 年销售前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	采购金额	占比
2020 年	客户一	10,203.37	8.58%
	客户二	9,466.73	7.96%
	客户三	8,384.41	7.05%
	客户四	4,470.77	3.76%
	客户五	2,818.93	2.37%
	合计	35,344.22	29.72%
2019 年	客户一	6,938.61	7.30%
	客户二	6,839.36	7.20%
	客户三	4,960.58	5.22%
	客户四	4,336.31	4.56%
	客户五	3,899.92	4.10%
	合计	26,974.77	28.39%

资料来源：公司提供

随着公司在建项目逐步完工并投产，公司整体产能有所扩大；公司采购供应商集中度有所下降，但仍处于较高水平

公司主要采用“以销定产”的生产模式，以市场需求为导向，根据订货合同和预计销售情况，结合库存情况编制生产计划。公司在海南、浙江建有生产基地和GMP车间，主要的生产基地在海南。公司生产线均已通过国内药品新版GMP认证，原料药、冻干粉针剂生产线已通过美国FDA、欧盟EMA及WHO相关生产质量规范（cGMP、GMP）审计，小容量注射液生产线已通过美国FDA、欧盟EMA的GMP审计，口服固体制剂生产线已通过欧盟EMA的GMP审计。2020年1月公司海南针剂二车间符合美国FDA的cGMP要求；2020年10月公司海南针剂三车间补充申请获得美国FDA批准，有利于公司持续扩大生产供货能力，满足市场需求。

截至2021年3月末，公司主要在建生产线项目为年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目、欧美标准注射剂生产线建设项目，普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目和普利国际高端生产线扩建项目。其中年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目于2020年3月末已完工并投产，目前该生产线已完成产品试剂，并申报国家药品监督管理局审批，待取得生产批件后商业化生产，因此2020年暂未实现效益。欧美标准注射剂生产线建设及扩建项目包括2017年IPO募投的欧美标准注射剂生产线建设项目和欧美标准注射剂生产线扩建项目，其中2017年IPO募投的欧美标准注射剂生产线建设项目已于2019年3月完工并投产，2020年实现效益1.22亿元；欧美标准注射剂生产线扩建项目目前尚未完成建设。普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目目前正在建设中，预计2024年4月份完工。本期募投项目普利国际高端生产线扩建项目已经动工。在建生产线项目完工后预计能有效提升公司现存产能。截至2021年3月末公司在建项目总投资合计24.76亿元，已投资18.38亿元，尚需投资8.14亿元，主要系本期募投项目的投资需求。

表10 截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目	55,191.00	64,671.83
年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目	36,958.94	40,428.40
欧美标准注射剂生产线建设及扩建项目	31,800.00	34,452.26
冻干水针、预充针项目	12,000.00	13,310.97
合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	11,608.25	12,277.70
普利国际高端生产线扩建项目（本期募投项目）	100,076.02	18,666.64
合计	247,634.21	183,807.80

注：普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目、年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目、欧美标准注射剂生产线建设及扩建项目等项目虽已投资额超过总投资额，但项目还没达到生产商业批标准，如果要生产线技术改造，还需继续投入资金

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要药品为化学制剂药品，其营业成本主要由原材料、直接人工和制造费用构成，其中占比最大的是原材料，成本占比比较稳定。公司原材料采购实行“以产定购”原则，采购部根据生产计划、库存情况及原材料市场情况，制定采购计划，通过询价方式采购相应的产品，经质检验收合格后入库管理。公司生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装材料等，其中原料主要包括克拉霉素原料药、马来酸曲美布汀原料药、阿奇霉素原料药、氯雷他定原料等。辅料及其他材料主要包括对照品、色谱耗材、杂质、试剂等辅助材。

从主要原材料采购来看，由于公司实行“以销定产”和“以产定购”原则，公司主要药品原料采购量与销量变动相当。2020年公司重点开发院外连锁及第三终端的市场，带动公司老牌药品马来酸曲美布汀销量快速增长。

表11 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	21,527.32	72.30%	12,696.63	72.65%
直接人工	1,920.49	6.45%	1,214.61	6.95%
制造费用	6,098.88	20.48%	3,462.22	19.81%
其他	228.31	0.77%	102.97	0.59%
合计	29,775.00	100.00%	17,476.43	100.00%

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

从公司前五大供应商来看，公司前五大供应商变动较大，2020年第一大供应商销售占比降至18.86%，公司对单一供应商依赖度有所下降；2020年公司从供应商集中度来看，公司2020年前五大供应商占采购总额比例为52.12%，采购集中度有所下降。

表12 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占比
2020年	供应商一	8,365.61	18.86%
	供应商二	5,785.46	13.04%
	供应商三	5,380.39	12.13%
	供应商四	1,803.95	4.07%
	供应商五	1,781.38	4.02%
	合计	23,116.78	52.12%
2019年	供应商一	9,120.05	35.22%
	供应商二	3,118.41	12.04%
	供应商三	1,789.26	6.91%
	供应商四	1,661.81	6.42%
	供应商五	698.81	2.70%
	合计	16,388.34	63.30%

资料来源：公司提供

2020年公司持续加大研发投入，通过一致性评价品种较多，公司在注册项目较多，需关注药品研发投入回收风险

公司继续加大研发投入，2020年公司研发投入金额为2.83亿元，研发投入占营业收入比重达23.82%，与同行业可比公司相比，公司研发投入占营业收入比重较高，研发投入力度较大。研发人员方面，公司研发人员数量由2019年的258人增长至2020年的322人，2020年研发人员的同比新增24.81%，高于公司整体员工的平均增速。截至2020年末，公司已注册申报55个项目，其中14个药品在国内的注册受理评审中。截至2021年5月末，公司通过一致性评价品种有9个，分别为注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦、左乙拉西坦注射液、注射用比伐芦定、地氯雷他定片、左氧氟沙星片、地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂和盐酸二甲双胍缓释片，其中有4个品种在国家集采中中标，具体情况见下表。公司一致性评价的开展有所加速，公司目前在国家集采中中标的药品非公司主要药品，对公司整体营收和利润影响有限。

表13 公司药品在国家集采中中标情况

纳入国家集采的药品名称	地氯雷他定片	左乙拉西坦注射液	注射用比伐芦定	左氧氟沙星片
中标规格	5mg*24片/盒	500mg: 5ml*10支/盒	250mg	250mg
中标价格	11.33元/盒	658.88元/盒	548.88元/盒	13.88元/盒

资料来源：公司提供

整体来看，公司在注册项目仍较多，为中长期持续发展提供支持，但需关注如果在研品种未能取得药品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的药品布局规划和未来发展产生不利影响。

表14 2019-2020 年公司研发投入情况（单位：人，万元）

项目名称	2020 年	2019 年
研发人员数量	322	258
研发人员数量占比	37.97%	36.44%
研发投入金额	28,315.19	20,437.04
研发投入占营业收入比例	23.82%	21.51%

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

表15 同行业可比公司研发投入情况（单位：亿元）

项目	研发投入		研发投入占营业收入比重	
	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年
恒瑞医药	49.89	38.96	17.99%	16.73%
信立泰	7.73	7.76	28.21%	17.38%
灵康药业	0.20	0.38	2.03%	2.33%
仟源医药	0.63	0.56	7.49%	4.94%
昂立康	0.44	0.37	3.40%	2.67%
海辰药业	0.52	0.60	7.24%	6.48%
普利制药	2.83	2.04	23.82%	21.51%

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司纳入合并报表范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，其中应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱

2020年公司总资产规模快速增长，资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。

公司货币资金增长较快，2020年3月末，公司货币资金增至8.57亿元，主要系发行本期可转债成功所致。公司应收账款对象主要包括大型国有及区域医药流通企业，由于公司持续加大一些大型医药流通企业的销售占比，致使客户的回款周期上升，应收账款快速增长，截至2020年末，公司对应收账款计提坏账0.32亿元，计提比例为5.10%，前五大应收对象合计欠款占比为38.85%，集中度有所下降；账龄1年以内的应收账款占比为98.95%。随着公司业务规模的扩张以及公司药品集采中标，公司采购的原材料

及在药品和库存商品均有所提升，截至2020年末，公司尚未计提存货跌价准备，随着带量采购等国家医改政策的推进，公司通过一致性评价的药品如果在国家集采流标，可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。

固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，2020年增长较快，主要系当年度在建工程转入所致。公司在建工程主要系在原料药、制剂的生产线及厂房，近年公司逐步扩产能，公司在建工程规模大且增长较快，2020年公司在建工程同比大幅增长96.48%，主要系“普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目”等在建项目持续投入所致，随着公司在建项目的持续推进，公司产能规模有望继续提升。

整体来看，随着公司经营规模的不断扩大，整体资产规模持续增长，其中应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	85,742.51	21.50%	35,665.73	11.67%	19,897.54	11.57%
应收账款	59,225.96	14.85%	59,832.35	19.58%	33,098.75	19.24%
存货	11,418.81	2.86%	9,408.94	3.08%	6,971.53	4.05%
流动资产合计	170,749.19	42.82%	123,278.47	40.34%	67,799.03	39.41%
固定资产	52,452.29	13.15%	53,660.49	17.56%	37,687.68	21.91%
在建工程	149,400.27	37.46%	102,261.40	33.46%	52,047.45	30.25%
无形资产	11,468.08	2.88%	9,425.06	3.08%	8,366.62	4.86%
非流动资产合计	228,037.65	57.18%	182,321.46	59.66%	104,231.66	60.59%
资产总计	398,786.84	100.00%	305,599.93	100.00%	172,030.69	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

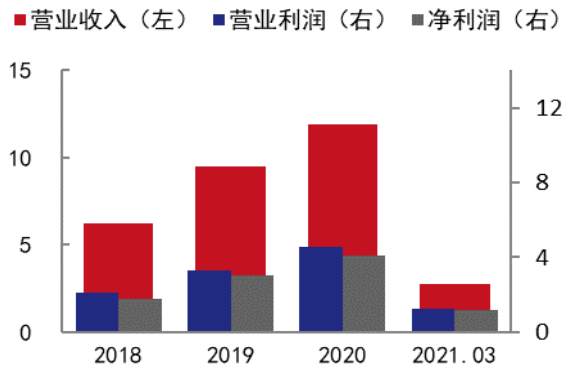
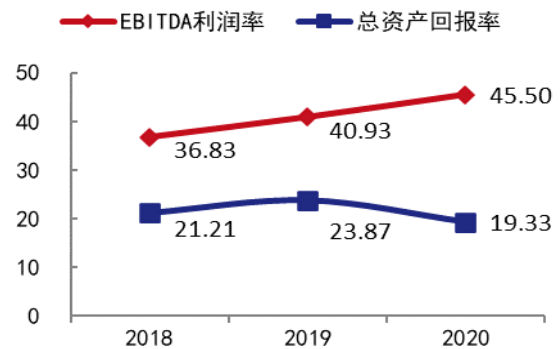
盈利能力

公司营收规模和利润规模增长较快，销售毛利率有所下滑，盈利能力仍较强

公司营业收入主要来源于心脑血管类、抗过敏及抗生素类药物，2020年公司营业收入同比增长25.10%，其中心脑血管类药物收入同比大幅增长215.26%，而抗过敏类药物和抗生素类药物受疫情影响，收入规模均有所下滑。2020年受公司抗生素类和抗过敏类等药物毛利率下滑较大的影响，公司整体销售毛利率同比下滑6.85个百分点，但整体销售毛利率仍较高。

期间费用方面，2020年公司管理费用和研发费用小幅变动；受疫情影响，2020年公司销售推广活动有所减少，销售费用同比下降11.38%；整体来看，2020年公司期间费用率为37.02%，同比下降9.71个百分点。2020年受益于营业利润的较快增长，公司EBITDA利润率持续上升；受固定资产投资规模较大的影响，公司总资产回报率有所下降。

整体来看，公司营收规模和利润规模保持较快增长，销售毛利率有所下降，但盈利能力仍较强。

图1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图2 公司盈利能力指标情况（单位：%）


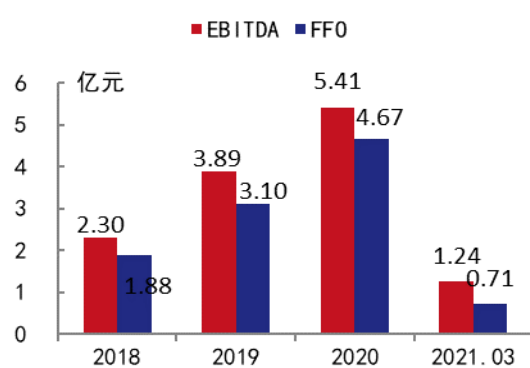
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，整体资金压力可控

受益于业务规模的扩张，公司经营活动现金流净额表现较好，同比增长54.19%，公司经营活动现金生成能力也进一步增强，2020年公司FFO为4.67亿元，同比增长50.65%。2020年公司固定资产投资规模较大，投资活动现金大幅净流出。公司筹资活动现金流同比大幅净流入，主要系公司2020年定向增发募集股票，募集资金5.52亿元所致；2021年2月公司发行本期可转债，募集资金8.50亿元。截至2020年末，公司主要在建项目合计尚需投资8.15亿元，考虑到公司账面现金类资产和现金生成能力尚可，此外公司固定资产均尚未用于抵押借款，公司整体资金压力可控。

图3 公司现金流结构

图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年公司总债务规模持续增长，债务偿付压力有所上升

公司所有者权益主要为利润留存及股本溢价带来的资本公积，资本结构较为稳定。受益于公司业务规模扩张及定向增发股票，2020年公司未分配利润和资本公积均有较大幅度增长，同时因业务扩张而增

加的固定资产投资，使得公司债务规模也有所提升，2020年公司产权比率与上年持平，2021年一季度受新增发行本期可转债影响，公司产权比率有所上升，整体来看，净资产对负债总额的保障程度仍较好。

图5 公司资本结构

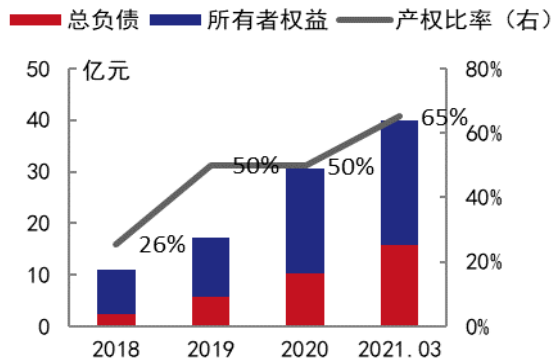
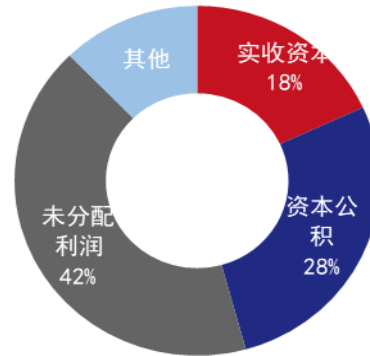


图6 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司非流动负债占比逐年在提升，2021年3月末公司非流动负债占负债总额的比重为58.13%。公司短期借款主要为信用借款，近年短期借款规模持续下降。应付票据为公司与上游结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票。应付账款主要为应付货款、工程及设备款，较上年同期增长124.80%，主要系公司药品集采中标，备货增加以及公司基建工程的工程及设备款大幅增加所致。其他应付款主要为股权激励回购义务及押金保证金，2020年大幅增长，主要系当年新增股权激励回购义务0.46亿元。

长期借款主要为抵押及保证、抵押和信用借款，随着公司在建项目的持续投入，长期借款呈增长趋势。应付债券为本期可转债，2021年2月公司发行本期可转债（债券简称：“普利转债”），发行规模8.50亿元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,402.19	7.87%	16,977.35	16.70%	25,058.93	43.63%
应付票据	9,661.00	6.13%	9,561.00	9.40%	0.00	0.00%
应付账款	26,818.57	17.03%	18,437.06	18.13%	8,201.60	14.28%
其他应付款	7,754.83	4.92%	7,898.04	7.77%	1,053.47	1.83%
流动负债合计	65,953.71	41.87%	67,455.85	66.34%	43,285.02	75.36%
长期借款	16,009.55	10.16%	19,480.75	19.16%	4,944.74	8.61%
应付债券	60,849.14	38.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	91,548.66	58.13%	34,228.96	33.66%	14,151.53	24.64%
负债合计	157,502.37	100.00%	101,684.80	100.00%	57,436.54	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司总债务规模持续增长，2021年3月底，受新发行本期可转债影响，公司总债务规模增至10.02亿元，总债务占总负债的比重也有所上升；公司短期债务占比持续下降，债务期限结构有所改善。

图7 公司债务占负债比重

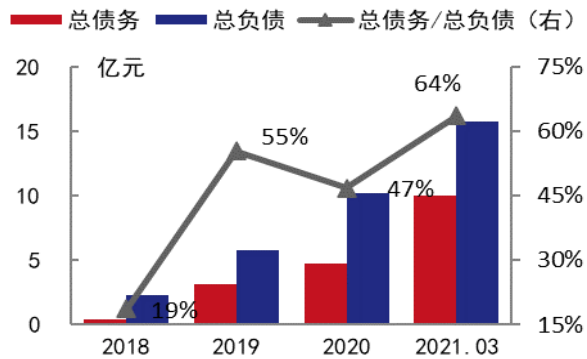
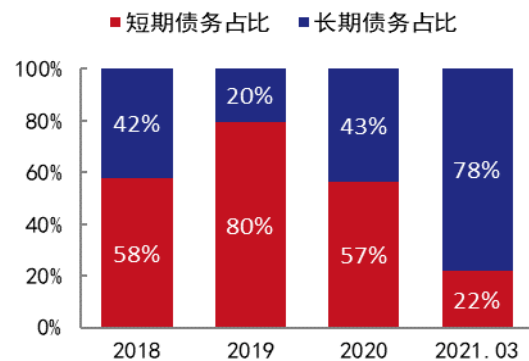


图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

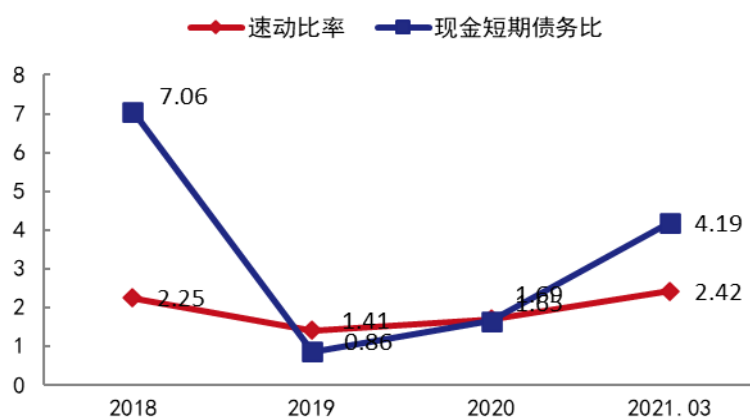
受公司发行本期可转债，2021年3月底公司资产负债率增至39.50%；受债务规模的上升，利息支出增加，EBITDA利息保障倍数有所下降，但盈利对债务利息偿付的保障程度仍较高；总资本对总债务的保障仍较强。整体来看，公司总债务持续增长，考虑到公司经营活动现金流回款相对较慢，公司债务偿付压力有所上升。

表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	39.50%	33.27%	33.39%
净债务/EBITDA	--	0.09	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	36.32	90.89
总债务/总资本	29.35%	18.94%	21.74%
FFO/净债务	--	958.88%	274.24%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

自2019年以来，公司短期债务占比在逐年下降，现金短期债务比逐年上升，短期偿付能力增强，速动比率稳定上升，考虑到公司账面资金较为充裕，公司短期偿债压力可控。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司可抵押资产主要为固定资产和在建工程等，控股股东持有的尚未质押的公司股份亦可为公司融资提供一定支持，整体来看，公司融资弹性尚可。

图 9 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

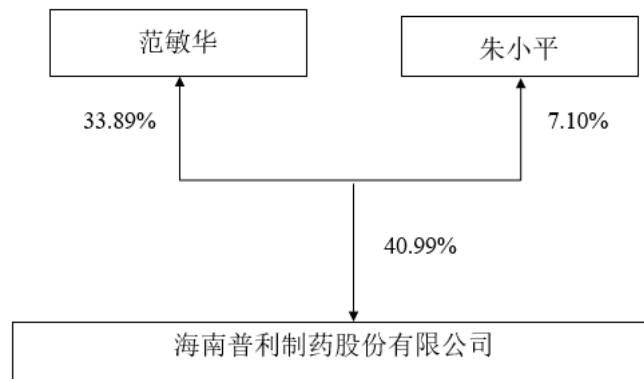
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	8.57	3.57	1.99	1.66
应收账款	5.92	5.98	3.31	1.37
流动资产合计	17.07	12.33	6.78	4.39
固定资产	5.25	5.37	3.77	2.34
在建工程	14.94	10.23	5.20	3.83
非流动资产合计	22.80	18.23	10.42	6.70
资产总计	39.88	30.56	17.20	11.09
短期借款	1.24	1.70	2.51	0.22
应付账款	2.68	1.84	0.82	0.57
一年内到期的非流动负债	0.01	0.04	0.03	0.03
流动负债合计	6.60	6.75	4.33	1.64
长期借款	1.60	1.95	0.49	0.00
应付债券	6.08	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.20	0.12	0.15	0.18
非流动负债合计	9.15	3.42	1.42	0.62
负债合计	15.75	10.17	5.74	2.26
总债务	10.02	4.76	3.18	0.42
归属于母公司的所有者权益	24.13	20.39	11.46	8.83
营业收入	2.73	11.89	9.50	6.24
净利润	1.21	4.07	3.01	1.81
经营活动产生的现金流量净额	0.11	3.32	2.15	0.95
投资活动产生的现金流量净额	-2.69	-8.34	-4.02	-1.68
筹资活动产生的现金流量净额	7.59	6.66	2.34	-0.02
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	81.28%	74.76%	81.61%	83.76%
EBITDA 利润率	-	45.50%	40.93%	36.83%
总资产回报率	-	19.33%	23.87%	21.21%
产权比率	65.28%	49.87%	50.12%	25.55%
资产负债率	39.50%	33.27%	33.39%	20.35%
净债务/EBITDA	-	0.09	0.29	-0.53
EBITDA 利息保障倍数	-	36.32	90.89	593.29
总债务/总资本	29.35%	18.94%	21.74%	4.56%
FFO/净债务	-	958.88%	274.24%	-154.09%
速动比率	2.42	1.69	1.41	2.25

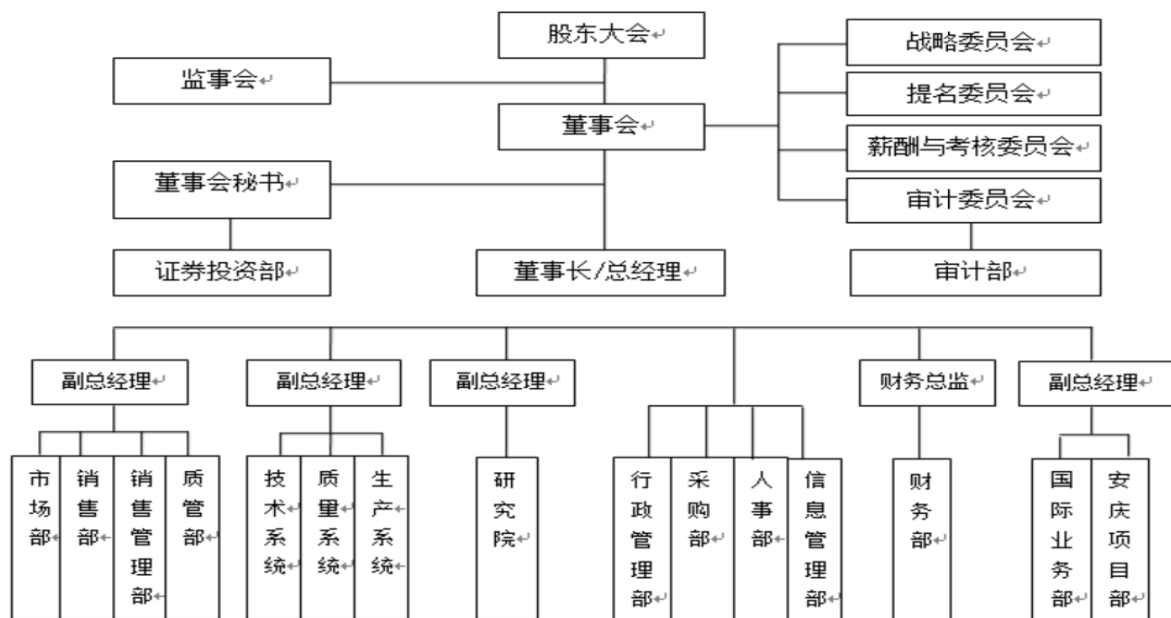
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年底纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江普利药业有限公司	12,100.00	100.00%	制药业
杭州赛利药物研究所有限公司	200.00	100.00%	服务业
安徽普利药业有限公司	15,000.00	100.00%	制药业
海南兆利医药科技有限公司	200.00	100.00%	服务业
浙江瑞利药业有限公司	2,000.00	100.00%	服务业

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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