

广东溢多利生物科技股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券

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(2021)100336】

评级对象: 广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券

溢利转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA-/稳定/AA-/2021 年 6 月 22 日

前次跟踪: AA-/稳定/AA-/2020 年 6 月 24 日

首次评级: AA-/稳定/AA-/2018 年 4 月 26 日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 7.15 | 0.66 | 0.77 | 0.76 |
| 刚性债务 | 9.65 | 5.72 | 3.20 | 3.83 |
| 所有者权益 | 18.10 | 20.78 | 25.38 | 25.73 |
| 经营性现金净流入量 | 0.96 | -2.55 | -0.69 | -0.58 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 48.01 | 45.18 | 46.72 | 46.81 |
| 总负债 | 23.94 | 17.89 | 14.09 | 13.70 |
| 刚性债务 | 19.00 | 12.03 | 8.79 | 9.01 |
| 所有者权益 | 24.07 | 27.29 | 32.63 | 33.10 |
| 营业收入 | 17.68 | 20.48 | 19.15 | 3.97 |
| 净利润 | 1.51 | 1.70 | 2.02 | 0.35 |
| 经营性现金净流入量 | 2.04 | 4.42 | 4.04 | 0.61 |
| EBITDA | 3.93 | 4.16 | 4.35 | — |
| 资产负债率[%] | 49.87 | 39.60 | 30.16 | 29.28 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 126.64 | 226.84 | 371.06 | 367.49 |
| 流动比率[%] | 179.33 | 183.11 | 181.92 | 198.56 |
| 现金比率[%] | 66.58 | 21.87 | 28.09 | 28.17 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.93 | 3.60 | 5.98 | — |
| 净资产收益率[%] | 6.70 | 6.64 | 6.75 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 14.38 | 34.58 | 35.73 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 2.69 | -1.14 | 5.77 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 4.42 | 5.77 | 9.35 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.26 | 0.27 | 0.42 | — |

注: 根据溢多利经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李一 liyi@shxsj.com
王科柯 wkk@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)对广东溢多利生物科技股份有限公司(简称溢多利、发行人、该公司或公司)及其发行的 2018 年公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了跟踪期内溢多利在细分行业外部环境、产业技术创新、政策利好等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在下游需求、项目投资、存货跌价及内部管理方面继续面临压力。

主要优势:

- **生物医药板块外部环境良好。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,甾体药物市场需求将有所增加,将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定发展。
- **产业技术领先优势。**溢多利较为重视技术创新及改进,生物酶制剂技术指标在国内相对领先。植物甾醇提取技术相比传统甾体激素生产工艺,在资源、成本以及环保方面均具备优势。
- **替抗饲料添加剂政策利好。**跟踪期内,受商品饲料禁止添加促生长类抗生素政策全面实施影响,近年来溢多利替代抗生素的饲料添加剂产品销售规模持续增长。

主要风险:

- **医药行业政策风险。**医药产品关系到使用者的生命安全,因此受监管程度较高。跟踪期内,我国医疗体制改革继续推进,一系列新政先后实施,市场竞争更为激烈。
- **下游养殖行业疫病风险。**疫病是畜禽养殖行业经营过程中面临的主要风险之一。由于“H7N9 病毒”、“猪蓝耳病毒”等疫情时有发生,非洲猪瘟等疫情的影响仍未完全消除,对溢多利开展的饲用酶制剂和功能性饲料添加剂业务均会产生不同程度的影响。

- **项目投资风险。**跟踪期内，溢多利在各项业务的产能建设方面均有所投入，受宏观经济环境变化、产业政策变动、行业竞争加剧等因素影响，公司投资项目能否如期完工并实现预计收益均存在不确定性。
- **存货跌价风险。**跟踪期内，溢多利存货仍维持较大规模，主要是甾体激素原料药产品生产周期较长，导致半成品、产成品库存量规模较大，公司持续面临一定的存货跌价风险。
- **内部管理风险。**溢多利通过外延式并购和内生式增长相结合的方式，推进公司经营规模扩大和发展战略的实施。但多元化发展对公司经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。

➤ 未来展望

通过对溢多利及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁻主体信用等级，评级展望为稳定，认为本次债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 AA⁻信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广东溢多利生物科技股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券（以下简称“溢利转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据溢多利提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对溢多利的财务状况、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。

2018 年 11 月 2 日，经中国证券监督管理委员会的《关于核准广东溢多利生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2018]1625 号）核准，该公司公开发行可转换公司债券 6.65 亿元，期限为 6 年，扣除承销及保荐费及其他费用共计人民币 0.20 亿元后，净募集资金共计人民币 6.45 元。上述资金已于 2018 年 12 月 29 日到位，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）验证并出具瑞华验字[2019]40020001 号验证报告。公司存续期内债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司已发行债券概况（截至 2021 年 6 月 15 日）

| 债项名称 | 当前金额 (亿元) | 期限 (年) | 票面利率 (%) | 转股期间 | 本息兑付情况 |
|------|--------------|-----------|-------------|-----------------------|--------|
| 溢利转债 | 0.54 | 6 | 1.00 | 2019-06-26~2024-12-20 | 正常付息 |

资料来源：溢多利

本次债券募集资金主要用于该公司年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目、年产 20,000 吨生物酶制剂项目、年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目，以及收购长沙世唯科技有限公司（以下简称“世唯科技”）51% 股权项目。其中，世唯科技收购于 2018 年 12 月 27 日完成股权变更登记手续；主要募投项目尚处于建设期内，截至 2020 年末已累计投入 3.91 亿元。

为实现自身战略发展规划，该公司在生物医药、生物酶制剂及其他功能性饲料添加剂等业务方面有多个投资项目，上述产业受国家政策大力支持，市场需求大，但同时受宏观经济环境变化、产业政策变动、行业竞争加剧等因素影响，相关募投建设项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

图表 2. 本次募集资金用途及使用情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目实施主体 | 项目总投资 | 拟投入募集资金金额 | 截至 2020 年末已投入金额 | 项目达到预定可使用状态日期 |
|-----------------------|--------|-------|-----------|-----------------|---------------|
| 年产 20,000 吨生物酶制剂项目 | 湖南格瑞 | 2.50 | 2.06 | 0.37 | 2022-12-31 |
| 年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目 | 湖南康捷 | 2.50 | 1.79 | 1.40 | 2020-12-31 |
| 年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目 | 科益新 | 2.00 | 1.74 | 2.14 | 2021-10-31 |
| 收购长沙世唯科技有限公司 51% 股权项目 | 溢多利 | 0.86 | 0.86 | 0.86 | 已完成股权收购 |

资料来源：溢多利

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和

不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

近年来，该公司借助资本市场平台，相继并购了多家企业，拓宽了公司酶制剂的应用领域。同时将医用酶制剂直接延伸至下游制药行业，用于生产甾体激素中间体及原料药，打通甾体激素产业链。目前，公司主要在生物医药和生物农牧领域从事生物酶制剂、甾体激素原料药和功能性饲料添加剂等

产品的研发、生产、销售和服务，并向客户提供生物技术解决方案。

A. 生物医药行业

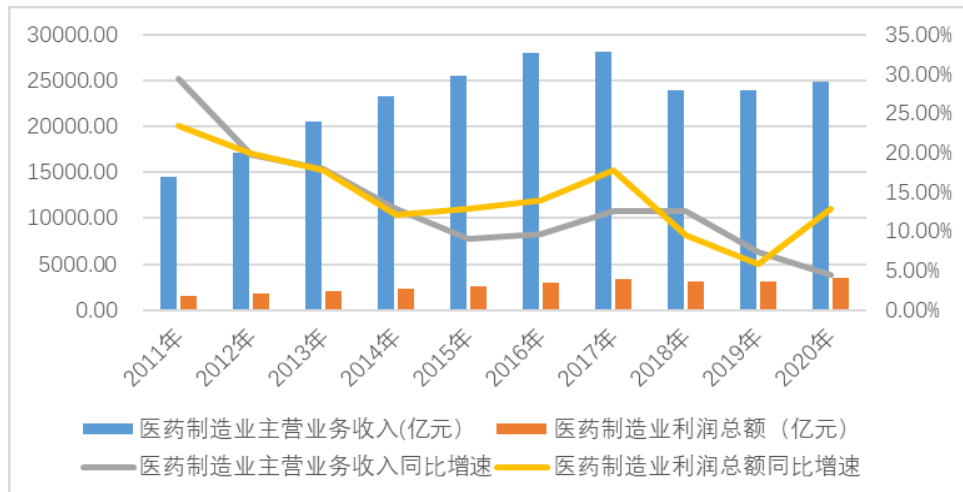
医药制造行业是国家重要产业之一，与国计民生息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素保证了我国医药制造行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景保持良好。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，近年来市场需求和销售规模持续扩大，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定发展。

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，2011~2019 年，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 23,908.60 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,119.50 亿元，总体呈现出良好的运营趋势。近年来，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维持低位，利润增速有所放缓。

2020 年，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 24,857.30 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年同期下降 2.9 个百分点；实现利润总额 3,506.70 亿元，同比增长 12.8%，增速较上年同期上升 6.9 个百分点。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，医药制造企业经营情况短期承压，随着“六稳”、“六保”任务不断落实落细，企业复工复产水平稳步提升，经营情况逐季环比改善，于当年 6 月实现利润总额增速转正，于当年 8 月实现营业收入增速转正，利润端恢复速度高于收入端，企业盈利实现了快速企稳、持续向好。

图表 3. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况¹



资料来源：Wind、国家统计局

根据国家统计局于 2021 年 5 月公布的《第七次全国人口普查公报》，截至 2020 年末，大陆地区 60 岁及以上的老年人口总量为 2.64 亿人，已占到总人口的 18.7%。从人口结构看，近十年间已跨过了第一个快速人口老龄化期，很快还需应对一个更快速的人口老龄化期。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《2020 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 13.61 亿人，同比增加 693 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.44 亿人，同比增长 1,498 万人。全年资助 8,990 万人参加基本医疗保险，医疗救助 7,300 万人次。截至 2020 年末，全国共有医疗卫生机构 102.3 万个，其中医院 3.5 万个；基层医疗卫生机构 97.1 万个。

图表 4. 2016 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 我国人口数 (亿人) | 13.83 | 13.90 | 13.95 | 14.00 | 14.12 |
| 60 岁以上人口占比 (%) | 16.70 | 17.30 | 17.90 | 18.13 | 18.70 |
| 城镇基本医疗保险参保人数 (亿人) | 7.44 | 11.77 | 13.45 | 13.54 | 13.61 |
| 城镇基本医疗保险支出 (万亿元) | 1.08 | 1.44 | 1.78 | 2.09 | 2.09 |
| 城镇居民人均可支配收入 (万元) | 3.36 | 3.64 | 3.93 | 4.24 | 4.38 |
| 医疗卫生机构总诊疗人次数 (亿人次) | 79.30 | 81.80 | 84.20 | 87.40 | — |
| 卫生费用 (万亿元) | 4.63 | 5.26 | 5.91 | 6.58 | — |

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。

数据来源：Wind、新世纪评级整理

该公司甾体激素原料药业务的主要产品是甾体药物中间体和原料药，甾体药物是指分子结构中含有甾体结构的激素类药物，主要分为皮质激素类药物和性激素类药物，此外还包括麻醉类药物及治疗心脑血管疾病的药物。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，对机体有着重要的调节作用，具有较强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的作用，能够改善蛋白质代谢、恢复和增强体力、利尿降压，并能广泛用于治疗风湿性关节炎、湿疹等皮肤病以及前列腺炎、爱迪森氏等内分泌疾病，还可用于避孕、安胎、手术麻醉等方面。目前我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右，皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位，已逐步成为了世界甾体药物中间体和原料药生产中心。2019 年 7 月，国家药品监督管理局发布了《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》，持续推进药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材关联审评工作，公众用药的安全性和有效性得到进一步保障。由于评审成本较高，结合环保收紧提升行业壁垒及带量采购等因素，行业集中度将进一步提升。

2020 年 1 月以来，新型冠状病毒肺炎疫情在全球各国迅速蔓延。该公司生产的醋酸泼尼松、泼尼松龙、氢化可的松、倍他米松等呼吸和免疫系统用药原料药可用于生产治疗新型冠状病毒肺炎的糖皮质激素。自疫情发生后，国家卫生健康委员会与国家中医药管理局联合发布了多版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》，其中均提到，针对重型、危重型病例的治疗，可酌情短期使用糖皮质激素。

双烯和雄烯二酮是甾体药物的两大核心原料，我国传统的甾体药物生产主要以薯蓣皂素的化学降解制取双烯技术为主。为应对国内双烯价格居高不下的局面，国内已经逐步建立以植物甾醇为起始原料生产雄烯二酮的工业体系，以取代以稀缺的薯蓣皂素为起始原料生产双烯的工业体系。随着生物技术在甾体激素原料生产环节的引入，生产工艺得到优化，与传统工艺相比，植物甾醇来源广泛，且工艺过程对环境污染小，减轻了行业的资源浪费问题，消除了环保压力，从而节约了生产成本，促进了行业的可持续性发展。目前，国内雄烯二酮、雄二烯二酮及 9-羟基雄烯二酮等甾体药物原料的主要供应商为新合新、赛托生物和保定北瑞等。未来，率先利用新技术进行规模化生产、产品质量好、管理水平较高的企业，将有望通过新增产能、调整产品布局及兼并重组等方式，进一步提高其市场占有率。

B. 生物农牧行业

酶制剂是生物工程的重要组成部分，近年来其应用领域不断扩大，应用技术水平持续提高，行业保持了稳定高速发展。目前，“无抗饲料”一般以酶制剂、植物提取物、酸化剂、微生态制剂等作为抗生素的替代物以达到传统饲料的生长水平，功能性饲料添加剂市场空间有望被打开。

生物酶制剂是一种催化率高、专一性强、作用条件温和、可生物降解以及副产物极少的绿色催化剂。酶制剂工业作为生物工程的重要组成部分，已广泛应用于饲料、食品、能源、制药、纺织、造纸、环保、酿造、淀粉糖、洗涤剂及保健品等多个领域，且应用领域仍在不断扩大，应用技术水平持续提高。随着生物燃料、环保产业、动物饲料、生物工业、制药领域等下游产业对酶的需求快速增长，行业增速保持稳定高速发展。

由中国发酵产业协会制定的《中国生物发酵产业“十三五”发展规划》明确提出：到 2020 年，生物发酵产业力争实现总产量达 3,800 万吨，年均增长率达 8% 左右，总产值达 4,500 亿元以上；推动企业兼并、重组，实现资源向优势企业集中，形成一批具有国际竞争力的大企业、大集团，到 2020 年，培育 10 家以上总资产超过 100 亿元的骨干企业；研究开发投入占销售收入的比重明显提高，形成一批具有自主知识产权、年销售额超过 10 亿元的生物技术产品。因此，酶制剂工业作为发酵产业中的代表产业，其市场需求量仍将保持稳定、高速、持续增长的态势。

该公司是我国生物酶制剂行业首家上市企业，是我国饲用酶制剂市场最主要的供应商。从产品下游来看，根据农业部发布的数据显示，2020 年全国工业饲料总产量 25,276.1 万吨，同比增长 10.4%。其中配合饲料产量 23,070.5 万吨，同比增长 9.8%，总产量保持世界第一。2020 年，受生猪生产持续恢复、家禽存栏高位、牛羊产品产销两旺等因素拉动，全国工业饲料产量实现较快增长，高质量发展取得新成效。整体而言，虽然受供需缺口较大影响，饲用酶制剂未来发展态势仍将保持总产量（绝对值）的持续增长，但同比增速会随着下游养殖业的周期性波动而发生波动。

畜牧养殖业是农业农村经济发展的支柱产业，对保障国家畜产品供给、增加农牧民收入、改善居民生活水平发挥重要作用。同时，随着居民对生态环境的要求不断提高，畜牧养殖发展也面临着转型升级的压力，特别是 2018 年发生的非洲猪瘟，给养殖业带来了严峻考验，生物安全水平带来养殖成本上升，一些散养的养殖户逐步退出，养殖行业集中度进一步提升。饲用抗生素添加剂由于具有抗菌和促生长的功效，自 20 世纪 70 年代开始广泛的应用于我国畜牧养殖业中，为畜禽产品产量的增长做出了巨大的贡献。然而抗生素的滥用也带来了耐药性增强、药残以及环境污染等一系列的问题。因此限抗、禁抗成为了养殖业绿色发展，保障食品安全的必然选择。

功能性饲料添加剂是一种具有动物保健功能的饲料添加剂，具有改善机体亚健康、提高免疫力和抗应激能力、降低发病率等作用，可作为抗生素的替代品、生长调节剂和免疫调节剂。根据中国兽药协会数据，从 2009~2017 年，我国动物保健市场规模从 250.5 亿元增长至 484 亿元，年均复合增长率约 9%，成为继美国之后的第二大动物保健品消费国。2018~2019 年，由于生猪市场的需求降低，动物保健行业的销售规模有一定程度下滑，经济效益也有较为明显的下降。2018 年我国兽药行业的销售收入降至 458.97 亿元，2019

年降至 440.95 亿元。饲料添加剂的需求越来越集中，从而加速行业的整合，产品同质化严重的中小企业逐渐退出，行业内拥有核心技术和具备完善新型添加剂产品线的企业发展空间将进一步扩大，行业集中度有望加速提升。目前，“无抗饲料”一般以酶制剂、植物提取物、酸化剂、微生态制剂等作为抗生素的替代物以达到传统饲料的生长水平，在“替抗”需求下，功能性饲料添加剂市场空间有望被打开。

随着畜牧业供给侧结构性改革不断深化，及政府在推进构建现代化畜禽养殖体系、动物防疫体系过程中持续加强兽用化药的质量安全监管，规模养殖企业的生产管理意识将会进一步加强，投入水平将会更高，将为兽用化药的稳健发展创造有利条件。2019 年 12 月，国家农业农村部发布第 246 号公告，对废止的药物饲料添加剂以及修订后的兽药产品质量标准修订和批准文号等作出详细说明。新修订的兽药产品质量标准保留了 15 个兽药产品，其中仅 2 个为中药类兽药产品，该公司的博落回散产品为 2 个中药类兽药产品中的一种。博落回散成为促生长类药物饲料添加剂被禁用后依旧可以在饲料和养殖过程中长期添加使用的中药类兽药。

2019 年 7 月，国家农业农村部公告第 194 号明确要求“自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外所有促生长类药物饲料添加剂品种；改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式，不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料”，这标志着我国进入饲料无抗时代，饲料添加剂市场迎来新增饲用替抗产品市场机遇。

根据全国畜牧总站、中国饲料工业协会统计数据显示，2020 年我国饲料添加剂产量约为 1,390.8 万吨，同比增长 16.0%；饲料添加剂产品总产值 932.9 亿元、营业收入 857.7 亿元，同比分别增长 11.2%、12.4%。其中，直接制备饲料添加剂产量 1296.4 万吨，同比增长 14.7%；生产混合型饲料添加剂产量 94.4 万吨，同比增长 36.8%。氨基酸、维生素和矿物元素产量分别为 369.7 万吨、160.3 万吨、692.6 万吨，同比分别增长 12.0%、26.0%、17.3%。酶制剂和微生物制剂等新型饲料添加剂产量保持较快增长，同比分别增长 15.1%、22.7%。随着饲料禁抗政策的落地和养殖产业链减抗措施的持续收紧，饲用替抗产品总体需求和市场空间将逐步打开，该公司以替抗饲料添加剂为主打的功能性饲料添加剂产品获得了良好的市场发展机遇。

2. 业务运营

该公司是我国最早生产饲用酶制剂的企业之一，通过并购实现了业务领域的拓展和延伸。近年公司营收主要来自甾体激素原料药和生物酶制剂的销售，在细分市场具备一定的竞争优势；得益于国家出台的禁抗要求，公司功能性饲料添加剂产品销售规模持续扩大，成为其新的利润增长点。整体而言，凭借积累的竞争实力和有利的外部环境，公司总体保持了良好的经营趋势。

该公司是专业生物技术企业，目前主要在生物医药和生物农牧领域从事生物酶制剂、甾体激素原料药和功能性饲料添加剂等产品的研发、生产、销售和服务，并向客户提供整体生物技术解决方案。公司借助资本市场平台优势，相继并购了多家企业²，实现了业务领域的拓展和延伸。公司产品主要为皮质激素原料药、性激素原料药、饲料用酶、能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶、环保用酶和功能性饲料添加剂产品等。2018~2020 年度，公司分别实现营业收入 17.68 亿元、20.48 亿元和 19.15 亿元，整体保持了较为良好的经营趋势。

该公司营业收入主要来自甾体激素原料药和生物酶制剂的销售，在细分市场具备一定的竞争优势，得益于国家出台的禁抗要求，近年来功能性饲料添加剂产品销售规模快速扩大，成为其新的利润增长点。2020 年度，公司甾体激素原料药产品销售收入占营业收入总额的 56.78%，销售毛利润占毛利润总额的 45.96%；生物酶制剂产品销售收入占营业收入总额的 29.02%，销售毛利润占毛利润总额的 34.94%；功能性饲料添加剂产品营业收入占营业收入总额的 10.33%，销售毛利润占销售毛利润总额的 17.02%。

图表 5. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 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 |
|----------|---------------------|--------|--------------|
| 甾体激素原料药 | 欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内 | 纵向一体化 | 规模/技术/政策等 |
| 生物酶制剂 | 欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内 | 横向规模化 | 规模/技术/成本/管理等 |
| 功能性饲料添加剂 | 欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内 | 横向规模化 | 规模/技术/成本/管理等 |

资料来源：溢多利

2020 年度，该公司实现营业收入 19.15 亿元，同比减少 6.51%。从各业务板块看，饲用酶制剂销量增长，订单相对饱和，主要是下游客户提前备货、玉米涨价增加杂粮酶制剂需求、生猪存栏复苏的原因；其他工业酶制剂受客户开工不足影响，销售稍有下降。甾体激素原料药方面，当期销售规模有所下滑，主要是子公司新合新调整氢化可的松路线，销量减少，以及原料药行业整体低迷的影响。功能性饲料添加剂方面，公司功能性饲料添加剂主要由饲用替抗产品组成，自商品饲料禁止添加促生长类抗生素（中药类除外）政策施行以来，公司饲用替抗产品收入显著增长。

² 2014 年，溢多利通过横向收购鸿鹰生物，拓宽了酶制剂产品的应用领域。2015 年，公司先后收购新合新和利华制药，进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链，产品类别横跨生物制造业和医药制造业，由酶制剂产品拓宽到酶制剂与医药中间体、原料药并重的业务体系。2016 年，子公司新合新通过收购龙腾生物，对其上游供应商实施闭环整合，旨在降低采购成本。其中，鸿鹰生物 2014~2016 年度累计实现净利润已完成业绩承诺，而新合新 2017 年度实现净利润 9,596.86 万元，略低于业绩承诺；利华制药 2016~2018 年度均未达成业绩承诺，按照约定相关业绩承诺对象刘喜荣先生支付了补偿款，其补偿义务已履行完毕。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年 第一季度 |
|-------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入合计 | | 17.68 | 20.48 | 19.15 | 3.97 |
| 其中：核心业务营业收入 | 金额 | 16.13 | 20.21 | 19.03 | 3.77 |
| | 占比 | 91.22 | 98.69 | 99.37 | 94.94 |
| 其中：（1）生物酶制剂 | 金额 | 5.07 | 5.10 | 5.56 | 1.55 |
| | 占比 | 28.67 | 24.89 | 29.02 | 39.05 |
| （2）甾体激素原料药 | 金额 | 11.06 | 12.07 | 10.87 | 1.62 |
| | 占比 | 62.55 | 58.93 | 56.78 | 40.87 |
| （3）功能性饲料添加剂 | 金额 | 0.30 | 1.15 | 1.98 | 0.56 |
| | 占比 | 1.71 | 5.59 | 10.33 | 14.15 |
| （4）其他 | 金额 | 1.25 | 2.17 | 0.74 | 0.24 |
| | 占比 | 7.07 | 10.59 | 3.87 | 5.92 |

资料来源：溢多利

A. 生物酶制剂业务

该公司是国内首家生物酶制剂专业生产企业，自成立以来一直从事生物酶制剂的研发、生产、销售和服务。公司已成为中国饲用酶制剂市场最主要的供应商之一，并且已从饲料用酶，拓展到能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶和环保用酶等类别，应用领域较为广泛。公司该业务板块的经营主体为公司本部、子公司湖南鸿鹰生物科技有限公司（以下简称“鸿鹰生物”）及湖南新鸿鹰生物工程有限公司（以下简称“新鸿鹰生物”）等，2018~2020年，公司生物酶制剂业务分别实现销售收入 5.07 亿元、5.10 亿元和 5.56 亿元，经营规模平稳增长，其中 2020 年业务增量主要来自于饲用酶制剂和生物能源用酶，随着禽畜存栏规模的上升，饲用酶市场需求有望持续扩大。

饲料用酶制剂是该公司的传统业务，目前产品包括复合酶系列、单体酶系列，主要产品有溢多酶 8/9/A/C/P/NS/L 系列、麦酶宝系列、植酸酶迈特系列、植酸酶溢多磷系列、植酸酶威特磷系列以及木聚糖酶、脂肪酶、葡萄糖氧化酶、 β -甘露聚糖酶、蛋白酶、纤维素酶、淀粉酶、 α -半乳糖苷酶、果胶酶、糖化酶等。该业务具有较明显的销售周期波动性，每年的一季度为行业淡季，三、四季度为行业旺季。另外，由于国内的养殖行业仍以中小养殖户为主体，对养殖形势缺乏计划性，在养殖行情好的时候增加存栏，在养殖行情差的时候减少存栏，从而加大养殖行业的年度波动现象。

工业用酶制剂的客户群体主要是食品、纺织、造纸、饲料等生产企业；微生态的客户群体主要是养殖、种植、环境保护、食品及保健品等领域。通

过引进国外先进设备、优良菌株以及新型酶制剂开发，中国取得了酶制剂工业的快速发展。目前，该公司主要开展的业务为能源用酶、食品用酶、造纸用酶和环保用酶等。进入 21 世纪以来，虽然生物酶制剂企业之间仍存在通过降低价格进行竞争的情形，但随着市场规模继续扩大，竞争手段多元化，大部分产品价格和利润率已相对稳定。从细分领域来看，能源和纺织用酶销量略有下滑；而食品用酶销量提升明显，公司以高转化率高纯度糖化酶为代表的食品用酶制剂产品领先于同行产品标准，为国内外市场所广泛认可，公司市场份额不断增长。

在采购方面，该公司原材料采购由采购部门负责。采购部门根据生产部门提供的采购物资申购单，结合原材料市场行情、供应商情况与公司库存，组织协调采购工作。通过招标采购、询价对比采购等多种途径，确定公司原料采购价格。通过保持几家供应商之间的竞争，一方面促使供应商提高产品质量，另一方面保证了公司原材料价格和供应的稳定。公司酶制剂板块主要原材料为玉米淀粉、甲醇、葡萄糖浆、硅藻土和珍珠岩等。

图表 7. 公司生物酶制剂业务主要原材料采购价格变化情况

| 产品名称 | 2018 年度 | | | 2019 年度 | | | 2020 年度 | | |
|------|--------------|-----------|------------------|--------------|-----------|------------------|--------------|-----------|------------------|
| | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) |
| 玉米淀粉 | 2.18 | 18,647.22 | 4,055.90 | 2.20 | 13,749.24 | 3,021.01 | 2.44 | 14,549.98 | 3,549.35 |
| 甲醇 | 2.70 | 10,375.28 | 2,802.14 | 2.04 | 9,237.74 | 1,886.91 | 1.66 | 12,567.14 | 2,088.53 |
| 葡萄糖浆 | 2.33 | 2,291.62 | 534.57 | 2.34 | 3,507.26 | 819.98 | 2.26 | 1,590.68 | 359.48 |
| 硅藻土 | 2.34 | 1,150.68 | 269.58 | 2.41 | 1,248.84 | 300.97 | 2.30 | 1,174.42 | 269.55 |
| 珍珠岩 | 1.34 | 1,834.00 | 245.07 | 1.42 | 1,897.72 | 269.45 | 1.37 | 1,089.53 | 149.44 |

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在生产方面，该公司采取以市场为导向的“以销定产”模式，具体根据市场需求和公司产品安全库存制定生产计划，以降低产成品库存，提高公司营运效率。客户根据生产需要向公司确认订单，公司在月末或年末未执行订单数量较少，生物酶制剂产品交货期一般为 7~15 天。

在销售方面，该公司生物酶制剂产品销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。公司销售体系由农牧营销中心、海外营销中心和工业酶营销中心组成，专门负责国内及国际市场的开拓与产品销售。三大销售中心在销售方面的分工为：农牧营销中心大客户事业部负责国内饲料行业排名前 35 位的企业，直销事业部负责除国内饲料行业排名前 35 位之外的其他企业，海外营销中心负责国外的生物酶制剂应用企业，工业酶营销中心负责国内除饲料用酶以外的其他工业用酶制剂应用领域企业。

近年来，该公司在生物酶制剂菌种开发、应用效果方面持续大额投入。

主要包括生物脱墨酶、生物打浆酶和生物助漂酶的研发及持续改进， α -淀粉酶生产菌的筛选及发酵工艺优化，蛋白酶菌种改造及酶学性能优化等。公司研发领域涵盖工业酶制剂、饲料、食品用酶和饲料添加剂等，有利于保持并提高公司产品竞争力。2018~2020年，公司研发投入分别为0.91亿元、1.12亿元和0.23亿元，占营业收入的比例分别为5.13%、5.45%和6.41%。

图表 8. 公司研发投入情况

| 主营业务 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 |
|-------------|----------|-----------|-----------|
| 研发人员数量（人） | 323 | 394 | 373 |
| 研发人员数量占比 | 12.37% | 19.75% | 13.20% |
| 研发投入金额（万元） | 9,074.92 | 11,164.08 | 12,282.95 |
| 研发投入占营业收入比例 | 5.13% | 5.45% | 6.41% |

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

B. 甾体激素原料药业务

该公司甾体激素原料药业务的经营主体为河南利华制药有限公司（以下简称“利华制药”）、湖南新合新生物医药有限公司（以下简称“新合新”）及其下属子公司等，主要从事该类医药中间体及原料药、制剂的研发、生产与销售业务，根据产品用途可分为皮质激素和性激素两大类。公司对新合新与利华制药经过资源整合，已形成上下较为完整的产业链。2018~2020年，公司甾体激素原料药业务分别实现营业收入11.06亿元、12.07亿元和10.87亿元，其中2020年同比减少9.92%，主要是受生物医药板块子公司新合新调整氢化可的松路线，销量减少，以及原料药行业整体低迷的影响。

该公司下属子公司新合新拥有较为先进的基因工程技术、微生物发酵技术，并应用在医药领域，实现了生物制药技术取代化学合成技术生产医药产品关键中间体的工艺革新。新合新利用基因工程技术，对微生物转化技术所需的菌种进行基因改造，获得高转化率的菌种并用于自身医药产品的进一步使用，将医用酶制剂直接延伸至下游制药行业，用于生产甾体激素中间体及原料药，而利华制药拥有多项原料药产品证书及遍布全球20多个国家的营销网络。近年来，公司进一步整合新合新和利华制药资源，打通甾体激素产业链，向下游制剂领域延伸，丰富公司产品线。同时，公司在湖南省投资的生物医药产业园项目也在按计划如期推进。

细分来看，该公司免疫和呼吸系统用药原料药包括泼尼松龙系列、氢化可的松系列、地塞米松系列、倍他米松系列，主要产品有泼尼松龙、泼尼松、醋酸泼尼松龙、泼尼松龙磷酸钠、氢化可的松、氢化可的松酯化物、醋酸氢化可的松、醋酸可的松、氢化可的松琥珀酸钠、地塞米松、醋酸地塞米松、氟替卡松、倍他米松、醋酸倍他米松、培他米松磷酸钠；生殖保健系统用药原料药包括18-甲基孕激素系列、19-去甲孕激素系列、雌激素系列，主要产品有左炔诺孕酮、孕三烯酮、孕二烯酮、去氧孕烯、米非司酮、雌酚酮、炔

雌醚、雌二醇、雌三醇、乙炔雌二醇；生殖保健系统用药制剂为孕激素系列，主要产品有左炔诺孕酮、米非司酮。

在采购方面，该公司原材料采购由采购部门负责。采购部门根据生产部门提供的采购物资申购单，结合原材料市场行情、供应商情况与公司库存，组织协调采购工作。通过招标采购、询价对比采购等多种途径，确定公司原料采购价格。通过保持几家供应商之间的竞争，一方面促使供应商提高产品质量，另一方面保证了公司原材料价格和供应的稳定。公司甾体激素原料药业务主要原材料为植物甾醇、乙基锂铵物、沃氏、金属锂和四氢呋喃等，其中植物甾醇价格采购单价从 2018 年的 113.14 元/公斤降至 2020 年的 95.6 元/公斤，主要是生产植物甾醇的上游产品 DD 油供应相对充裕，且植物甾醇的提取率有所提高，导致其市场价格有所下降。

图表 9. 公司甾体激素原料药业务主要原材料采购价格变化情况

| 产品名称 | 2018 年度 | | | 2019 年度 | | | 2020 年度 | | |
|-------|--------------|-----------|------------------|--------------|-----------|------------------|--------------|-----------|------------------|
| | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) | 单价 (元/公斤) | 数量 (吨) | 成交 金额 (万元) |
| 植物甾醇 | 113.14 | 2,869.51 | 32,465.28 | 101.17 | 1,323.14 | 13,386.61 | 95.69 | 1,896.00 | 18,143.30 |
| 乙基锂铵物 | 3,854.57 | 12.70 | 4,895.30 | 6,194.69 | 0.70 | 433.63 | 6,194.69 | 8.57 | 5,311.20 |
| 沃氏 | 1,242.11 | 20.08 | 2,494.15 | 1,215.88 | 36.32 | 4,416.06 | 1,206.73 | 5.00 | 603.36 |
| 金属锂 | 760.64 | 18.09 | 1,376.13 | 577.73 | 23.19 | 1,339.76 | 429.86 | 22.61 | 971.86 |
| 四氢呋喃 | 12.15 | 827.46 | 1,004.96 | 10.73 | 923.40 | 990.60 | 11.41 | 911.89 | 1,040.87 |

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在生产方面，该公司采取以市场为导向的“以销定产”模式，具体根据市场需求和公司产品安全库存制定生产计划，以降低产成品库存，提高公司营运效率。客户根据生产需要向公司确认订单，公司在月末或年末未执行订单数量较少，呼吸和免疫系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药产品交货期一般为 30~90 天。

在销售方面，子公司新合新和利华制药的甾体激素药物国内销售均采用直销模式，国外销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。销售体系由国内贸易部和国际贸易部组成，国内贸易部负责直接与国内甾体药物生产厂家建立业务联系，产品直接销售给各原料药及制剂生产厂家；外销由国际贸易部负责，外销分两种模式，一是通过外贸公司间接出口，二是自营出口，直接同国外采购方签订采购合同。利华制药于 2018 年 4 月收到美国 FDA 的进口警示，其生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至利华制药再次申请美国 FDA 检查并符合 GMP 要求，目前仍尚未恢复，但 2016 及 2017 年美国市场原料药销售规模不大，预计其他市场受到的影响相对有限。

在研发方面，该公司甾体激素原料药业务的研发主要围绕丰富原料药品种，以及降低成本，减少三废的技术改进。目前主要在研项目包括黄体酮原料药、糠酸莫米松中间体、甲基泼尼松原料药、依托孕烯中间体和利奈孕醇中间体等，如果研发顺利进展，有利于填补公司的产品空白，增加产品储备。公司在行业内率先采用植物甾醇作为起始原料，采用国际先进的 MYCOBACTERIUM（分支杆菌）菌种进行培养，诱变，通过优化菌种和发酵工艺技术和分支杆菌生长过程中产生的多种酶，将植物甾醇转化为甾体激素关键中间体 9-OH-AD 和 Sitolalone 等，然后进一步合成皮质激素类和雌激素、孕激素等性激素类甾体激素产品。该技术所需主要原料植物甾醇取之于油脂工业的副产物，资源来源简单，目前中国已经形成年产上万吨的植物甾醇提取工业，比起国内以黄姜为原料的传统甾体激素生产工艺具有资源、成本以及环保方面的优势。

C. 功能性饲料添加剂业务

近年来，该公司功能性饲料添加剂业务销售规模增长较快，已成为公司主营业务收入的重要来源之一。其经营主体为世唯科技及其下属子公司，主要产品为替抗饲料添加剂（含博落回散、酸化剂、葡萄糖氧化酶及其复合产品）、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂和维生素等。2018-2020 年，公司功能性饲料添加剂业务分别实现销售收入 0.30 亿元、1.15 亿元和 1.98 亿元，年复合增长率为 156.77%；毛利率分别为 40.24%、53.98%和 63.54%，盈利水平持续提升，主要是由于功能性饲料添加剂量产以后规模效应显现，成本端持续下降所致。其中，2020 年公司功能性饲料添加剂单位成本 1.39 万元/吨，同比下降 43.4%。

该公司博落回提取物（兽药原料药）和博落回散（兽药制剂）、博普总碱（兽药原料药）和博普总碱散（兽药制剂）均获得国家新兽药证书。博落回散作为天然植物提取物制剂，具有整肠、抗炎、促生长等功效，能有效提高饲养动物的生产性能，而且该产品毒性低、无耐药性、无休药期，可有效替代抗生素在饲料中添加使用，是我国首个二类中兽药制剂，并被批准为第一个中兽药类饲料添加剂。博普总碱及其制剂博普总碱散作为中兽药在畜禽饲料中添加使用同样具有较高的开发价值，在替代抗生素抗炎方面具有较好的功效，且安全可靠。把博普总碱开发成消炎、抗应激、促生长的兽用天然药物，可减少抗生素和化学药物在食品动物中的使用，符合我国绿色养殖的发展方向。

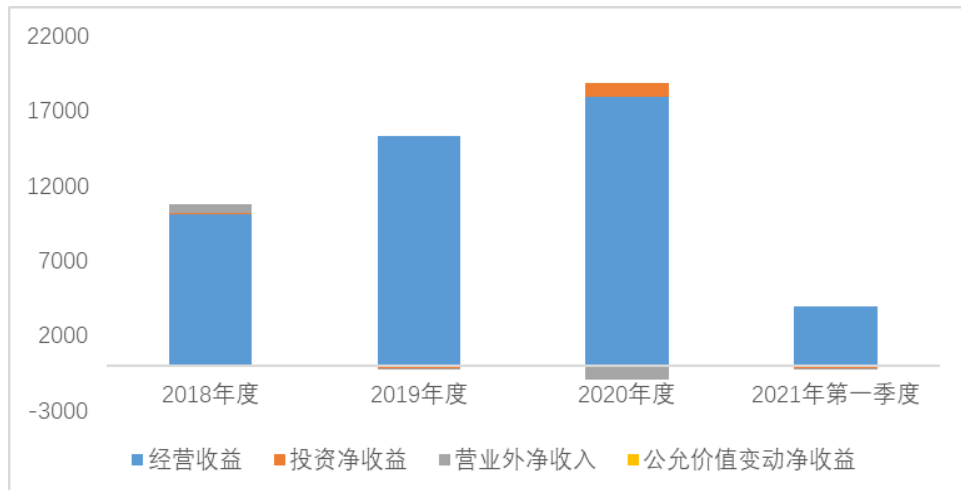
国家农业农村部于 2019 年 7 月发布《中华人民共和国农业农村部公告第 194 号》药物饲料添加剂退出方案，规定自 2020 年 7 月 1 日起饲料中退出所有促生长类药物添加剂品种，只保留抗球虫抗生素和两种中兽药药物添加剂（博落回散和山花黄芩提取物散），饲料企业全面停止促生长类药物饲料添加剂的使用。公司提前布局，对现有生物酶制剂产品葡萄糖氧化酶、复合酶，植物提取物产品博落回散，酸化剂产品三丁酸甘油酯进行了多批次的替抗效

果试验，已形成了有效的替抗饲料添加剂解决方案。

此外，为进一步完善战略布局，持续提高饲用抗生素替代产品市场竞争力，经与世唯科技少数股东（曾建国、曾建忠、曾建湘、曾建明等 4 名自然人）进行协商，该公司于 2021 年协议³收购其持有的 29% 股权。根据北京华亚正信资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（华亚正信评报字（2021）A02-0009 号），经双方协商，目标公司整体作价 2.75 亿元，本次收购 29% 股权对应的交易总价为人民币 7,975 万元。世唯科技已于 2021 年 6 月 11 日完成股权变更手续并取得浏阳市市场监督管理局颁发的营业执照，公司持有世唯科技的股权比例将由 51% 变为 80%。

（2）盈利性

图表 10. 公司盈利来源结构（单位：万元）



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利仍主要来源于主营业务，政府补助对利润形成一定补充。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司实现的营业毛利分别为 6.62 亿元、7.25 亿元、7.38 亿元和 1.69 亿元。从外部环境来看，饲用酶制剂订单相对饱和，主要是下游客户提前备货、玉米涨价增加杂粮酶制剂需求、生猪存栏复苏的原因；甾体激素药物市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期平稳发展；同时，得益于国家出台的禁抗要求，近年来功能性饲料添加剂产品销售规模快速扩大，成为其新的利润增长点。

图表 11. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年 第一季度 |
|------------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 17.68 | 20.48 | 19.15 | 3.97 |

³ 交易双方于 2021 年 4 月 27 日签署了《关于收购长沙世唯科技有限公司 29% 股权之股权转让协议》，详见上市公司公告 2021-60。

| | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------|
| 毛利（亿元） | 6.62 | 7.25 | 7.38 | 1.69 |
| 期间费用率（%） | 28.03 | 26.14 | 26.62 | 31.99 |
| 其中：财务费用率（%） | 4.31 | 3.20 | 3.03 | 2.16 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 0.89 | 0.72 | 0.47 | — |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 0.07 | 0.04 | — | — |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

从费用支出情况来看，近年来随着经营规模的扩大，该公司期间费用亦持续增长，但整体费用率控制情况较好。2020年度，公司期间费用合计5.10亿元，期间费用率为26.62%，较上年同期上升0.48个百分点。近年来，由于并购事项使得合并范围扩大，公司员工数量有所增长，员工单位成本和薪酬费用总额呈逐年上升趋势。同时，由于公司业务拓展力度加大及持续较大的研发投入等原因，销售费用和管理费用支出规模相对较大。公司发行的“溢利转债”融资成本较低，且使用部分闲置资金偿还了短期借款，使得当期财务费用有所减少，财务费用率从上年的3.20%降至3.03%。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析

| 影响公司盈利的其他因素 | 2018年度 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年 第一季度 |
|-------------------------|----------|----------|----------|---------------|
| 投资净收益（万元） | 96.46 | -156.93 | 943.25 | -148.47 |
| 营业外收入 ⁴ （万元） | 2,037.09 | 192.69 | 247.48 | 6.11 |
| 其中：业绩补偿（万元） | 615.98 | — | — | — |
| 政府补助（万元） | 5,241.65 | 4,087.43 | 5,236.45 | 353.68 |
| 非流动资产处置收益（万元） | 1,862.90 | 12.96 | 1.29 | -7.91 |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

近年来，非经营性损益对该公司利润亦提供较大贡献。2018~2020年，公司收到政府补助分别为5,241.65万元、4,087.43万元和5,236.45万元，主要是产业发展基金、技术改造补助、出口企业发展补助资金和科技进步奖等构成。此外，公司于2017年和2018年分别收到业绩补偿1,212.26万元和615.98万元，主要是根据公司与刘喜荣签订的合作协议，刘喜荣对利华制药在盈利承诺期内的承诺净利润未实现情况进行补偿所致。

⁴ 2017年4月28日，财政部以财会[2017]13号发布了《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自2017年5月28日起实施。2017年5月10日，财政部以财会[2017]15号发布了《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》，自2017年6月12日起实施。本公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之前，公司将取得的政府补助计入营业外收入。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之后，对2017年1月1日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收入。为保持数据的可比性，在影响公司盈利的其他关键因素分析中，将公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

2020年，该公司实现净利润2.02亿元，同比增长18.71%，主要是受商品饲料2020年7月1日起禁止添加促生长类抗生素政策影响，公司替代抗生素饲料添加剂产品业绩取得大幅增长；公司农牧板块加大市场推广力度，推动新产品销售，同时老产品成本有所下降，盈利能力有所增长；以及当期融资借款利息减少，财务费用亦有所下降。

(3) 运营规划/经营战略

该公司发展战略是：坚持以生物工程为主体，以客户价值为导向，立足生物医药和生物农牧，致力成为全球生物酶制剂标杆企业，全球甾体激素原料药核心企业和中国功能性饲料添加剂领军企业，同时携手行业客户不断创新现代生物技术解决方案，积极提升人类美好生活品质。

该公司发展规划是：1) 巩固生物酶制剂国内龙头地位，打造成为全球生物酶制剂标杆企业；2) 夯实生物医药板块，打造全球甾体激素原料药核心企业；3) 把握新增替抗饲料添加剂市场机遇，打造成为中国功能性饲料添加剂领军企业。

在生产方面，该公司主要在建项目为内蒙年产20,000吨生物酶制剂项目三期、格瑞生物年产20,000吨生物酶制剂项目、康捷生物年产15,000吨食品级生物酶制剂项目等。截至2020年末，公司重大在建项目、拟建项目的预计投资总额为16.58亿元，已投资金额为9.15亿元。公司后续仍有一定规模的资本性支出计划，且主要通过自有资金满足投资需求，将面临一定的融资压力，同时新建产能能否消化存在不确定性。

管理

跟踪期内，该公司重点推进了分子公司与集团层面协同整合及自身完善，当期发生的关联交易事项对公司业务运营影响较为有限。

跟踪期内，该公司继续按照相关法律法规的要求，对其内部控制体系进行改进和优化，重点推进了分子公司与集团层面协同整合及自身完善。

截至2021年6月17日最新相关公告，金大地投资共持有该公司股份1.52亿股，占公司总股本的30.97%；金大地投资已累计质押其持有的公司股份0.33亿股，占其持有公司股份的21.94%，占公司股份总数的6.80%。

跟踪期内，该公司未发生与日常经营相关的关联交易。但为了降低融资成本，公司存在多笔关联担保情况，包括控股股东金大地投资、实际控制人陈少美先生及个别小股东为公司借款提供担保，以及公司为子公司融资提供担保等。整体而言，关联交易事项对公司业务运营影响较为有限。

截至查询日，该公司的控股股东、母公司及其核心子公司、存在担保等重大风险敞口的非核心子公司均不存在欠贷欠息等不良行为记录，亦不涉及

诉讼事件，同时各类债券还本付息情况正常。

图表 13. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 控股股东 | 母公司 | 核心子公司 | 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 | 2021/6/15 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2021/6/15 | 不涉及 | 不涉及 | 不涉及 | 不涉及 |
| 重大诉讼 | 最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明 | 2021/6/15 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |
| 工商 | 国家企业信用信息公示系统 | 2021/6/15 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |
| 质量 | 公开信息 | 2021/6/15 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |
| 安全 | 公开信息 | 2021/6/15 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |

资料来源：根据溢多利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。

财务

跟踪期内，随着各项业务持续发展和项目建设推进，该公司面临的营运资金压力有所增加。得益于“溢利转债”部分转股，负债水平呈现下降趋势，目前处于较低水平。但公司应收账款和存货在流动资产中占比高，整体资产变现能力较弱，面临一定的应收账款回笼风险和存货跌价风险。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

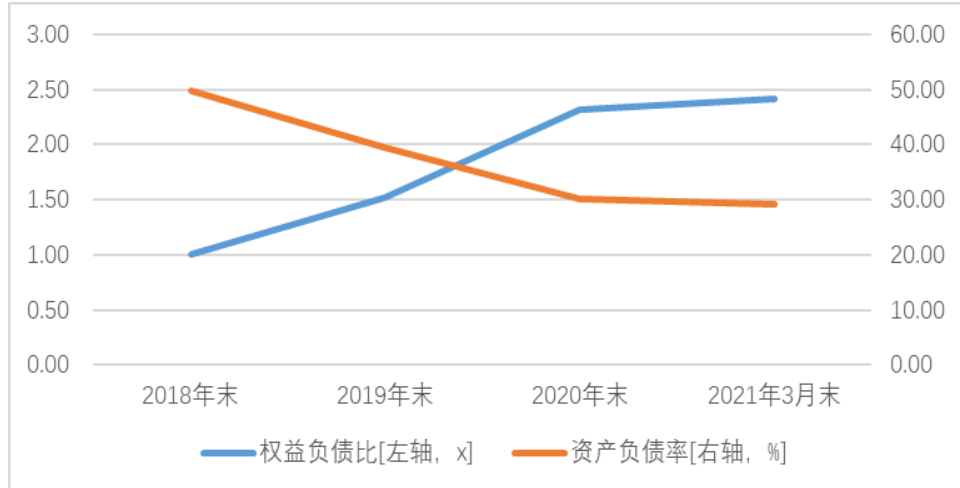
1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 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；致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2019 年至 2020 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。公司按照财务部颁布的《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财务报表。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

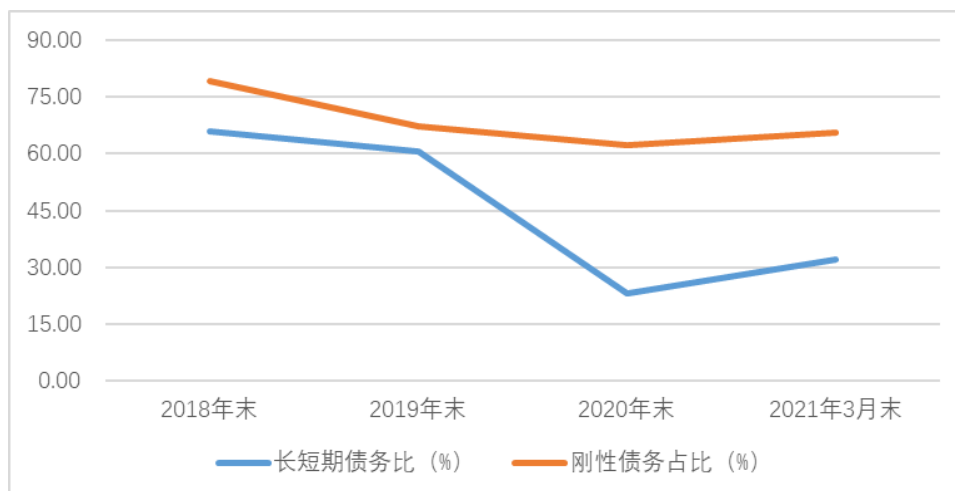
近年来，借助资本市场平台优势，该公司相继并购了多家企业。随着并购标的纳入合并范围，公司经营规模整体有所扩大；同时为了扩大产能，优化生产工艺，改善生产环境，提高生产自动化程度，公司持续对生产设备等非流动资产进行投入，从而带来了营运资金需求的增加。公司通过调整资金配置，提升资金使用效率，负债总额得到较有效控制，同时依托主业相对较好的盈利，公司近年末的盈余公积金及未分配利润均呈逐年增长趋势。

此外，2020年10月12日经中国证券监督管理委员会的《关于同意广东溢多利生物科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2020]2498号）核准，公司向特定对象发行股票普通股1,015.23万股，募集资金总额为人民币1.00亿元。扣除承销及保荐费及其他费用共计人民币265.88万元后，募集资金净额为9,734.12万元。上述资金已于2020年10月23日到位，业经致同会计师事务所（特殊普通合伙）验证并出具致同验字（2020）第442ZC00391号验证报告。

2018~2020年末，该公司负债总额分别为23.94亿元、17.89亿元和14.09亿元；资产负债率分别为49.87%、39.60%和30.16%。其中，2018年末公司财务杠杆相对较高，主要是当期发行了6.65亿元的“溢利转债”所致；2019年以来，公司减少了有息债务规模，同时“溢利转债”持续转股，使得财务杠杆大幅下降。截至2021年3月末，公司负债总额为13.70亿元，较上年末减少2.75%，资产负债率降至29.28%。根据运营规划，后续仍有一定规模的资本支出需求，公司拟将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆水平或将有所回升。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元) | 7.55 | 11.67 | 18.99 | 12.03 | 8.79 | 9.01 |
| 应付账款 (亿元) | 1.58 | 1.96 | 1.41 | 2.89 | 2.54 | 2.32 |
| 预收账款 (亿元) | 0.05 | 0.09 | 0.12 | 0.07 | 0.05 | 0.07 |
| 其他应付款 (亿元) | 0.81 | 1.54 | 1.00 | 0.60 | 0.58 | 0.44 |
| 刚性债务占比 (%) | 65.38 | 66.49 | 79.30 | 67.23 | 62.40 | 65.73 |
| 应付账款占比 (%) | 13.66 | 11.15 | 5.88 | 16.14 | 18.02 | 16.93 |
| 预收账款占比 (%) | 0.41 | 0.52 | 0.51 | 0.37 | 0.33 | 0.54 |
| 其他应付款占比 (%) | 7.00 | 8.76 | 4.17 | 3.38 | 4.13 | 3.20 |

资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款等构成。近年来，刚性债务在负债总额中的比重较高，占负债总额的比例均在 60% 以上。截至 2020 年末，公司刚性债务合计 8.79 亿元，占当期负债总额的比例为 62.40%。同期末，公司应付账款余额 2.54 亿元，较上年末减少 12.07%，主要由工程及设备款和应付货款构成；其他应付款 0.58 亿元，较上年末增长 1.91%，主要是保证金、押金和其他往来款。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

| 刚性债务种类 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期刚性债务合计 | 5.21 | 9.72 | 11.33 | 7.01 | 7.60 | 7.10 |
| 其中：短期借款 | 4.77 | 8.96 | 9.96 | 5.01 | 6.36 | 5.71 |

| 刚性债务种类 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 应付票据 | 0.00 | 0.23 | 0.17 | 1.37 | 1.11 | 1.32 |
| 一年内到期非流动负债 | 0.44 | 0.53 | 1.18 | 0.63 | 0.14 | 0.08 |
| 中长期刚性债务合计 | 2.34 | 1.95 | 7.67 | 5.02 | 1.19 | 1.91 |
| 其中：长期借款 | 2.06 | 1.46 | 1.88 | 1.59 | 0.71 | 1.55 |
| 应付债券 | — | — | 5.39 | 3.27 | 0.48 | 0.36 |
| 其他中长期刚性债务 | 0.29 | 0.49 | 0.41 | 0.16 | — | — |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2020 年末公司短期借款 6.36 亿元，较上年末增加 26.92%，以保证借款和抵押借款为主，主要由控股股东金大地投资、实际控制人陈少美先生及个别小股东提供担保；长期借款 0.71 亿元，主要是抵押保证借款，其中子公司鸿鹰生物借款 0.57 亿元，由公司自有房产作为抵押，并提供最高额连带责任担保。公司应付债券为存续期内的“溢利转债”，2020 年末余额为 0.48 亿元；2021 年第一季度，溢利转债”因转股减少 110 张，当期末应付债券余额降至 0.36 亿元，

根据该公司提供的数据，除“溢利转债”外，截至 2021 年 3 月末公司有息债务融资成本相对集中在 3.50%~5.00%之间，融资成本为较合理水平。

图表 17. 公司 2021 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年（不含 2 年） | 2~3 年（不含 3 年） | 3~5 年（不含 5 年） | 5 年及以上 |
|------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| 3%以内 | — | — | — | 0.36 | — |
| 3%~4%（不含 4%） | 2.37 | — | — | — | — |
| 4%~5%（不含 5%） | 4.66 | — | 0.84 | — | — |
| 5%及以上 | — | — | — | — | — |
| 合计 | 7.03 | — | 0.84 | 0.36 | — |

资料来源：溢多利

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年 第一季度 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业周期（天） | 286.35 | 400.14 | 398.83 | 379.33 | 439.19 | — |
| 营业收入现金率（%） | 93.53 | 90.99 | 96.37 | 85.76 | 94.11 | 101.46 |

| 主要数据及指标 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年 第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 业务现金收支净额（亿元） | 3.79 | 4.38 | 6.57 | 9.52 | 8.48 | 2.47 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -4.23 | -4.42 | -4.53 | -5.10 | -4.44 | -1.86 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | -0.44 | -0.04 | 2.04 | 4.42 | 4.04 | 0.61 |
| EBITDA（亿元） | 2.95 | 2.91 | 3.93 | 4.16 | 4.35 | — |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.44 | 0.30 | 0.26 | 0.27 | 0.42 | — |
| EBITDA/利息支出（倍） | 7.27 | 5.46 | 4.42 | 5.77 | 9.35 | — |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

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。

2018~2020 年度，该公司营业周期分别为 398.83 天、379.33 天和 439.19 天，近年来公司营运周期有所波动。其中，2019 年公司营业周期较上年缩短，主要是子公司新合新及利华制药加大货款催收力度，同时货款回收速度加快所致；2020 年以来，受疫情影响，公司存货储备规模较大，且应收账款账期略有延长，整体营业周期增幅较大。

2018~2020 年及 2021 年第一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.04 亿元、4.42 亿元、4.04 亿元和 0.61 亿元，近两年整体有所改善，主要是公司加强了应收账款追收力度，销售回款大幅增加所致；加上子公司新合新、利华制药信用期应付账款增加和采用银行承兑汇票支付采购款，及子公司新合新抵扣进项税金增加，缴纳增值税税金减少所致。

2018~2020 年度，该公司 EBITDA 分别为 3.93 亿元、4.16 亿元和 4.35 亿元，逐年持续增加，主要是子公司新合新业绩良好使得合并口径利润总额有所增加。其中，2020 年公司融资借款利息下降，及“溢利转债”部分转股，当期利息支出从上年的 0.72 亿元降至 0.47 亿元，因而 EBITDA 对利息支出的保障倍数从上年的 5.77 升至 9.35，保障程度有所上升。

（2）投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年 第一季度 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -0.58 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 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 | -3.38 | -3.49 | -1.34 | -3.88 | -2.83 | -0.79 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -0.79 | 0.09 | -0.14 | -0.78 | -0.28 | 0.00 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -4.75 | -3.35 | -1.48 | -4.66 | -3.11 | -0.79 |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2018~2020年及2021年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.48亿元、-4.66亿元、-3.11亿元和-0.79亿元，呈现持续净流出态势。其中，2019年公司投资活动产生的现金净流出规模较大，主要是上年同期常德分公司和子公司津泰达转让全部资产收回资金影响，此外本期公司支付收购子公司世唯科技股权、子公司新合新小股东的部分股权款和增加子公司项目建设投资使得投资活动现金流出规模较大。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模相对较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年 第一季度 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 权益类净融资额 | 4.51 | -0.70 | -1.00 | -0.88 | 0.23 | -0.07 |
| 债务类净融资额 | 1.34 | 3.69 | 7.31 | -5.97 | -0.28 | 0.09 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 5.85 | 2.99 | 6.31 | -6.84 | -0.05 | 0.02 |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行股票等方式满足。2018~2020年及2021年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为6.31亿元、-6.84亿元、-0.05亿元和0.02亿元。其中，2019年公司筹资环节产生的现金净流出规模较大，主要是当期公司偿还了较多银行借款，及2018年发行的“溢利转债”部分转股所致；2020年及2021年公司经营活动产生的现金净流入规模较大，基本能够满足其投资需求，因此筹资环节产生的现金流量净额较小。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2016年末 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年 3月末 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比） | 13.60 | 17.24 | 25.87 | 20.42 | 20.83 | 20.58 |
| | 42.37% | 44.84% | 53.88% | 45.19% | 44.58% | 43.97% |
| 其中：货币资金（亿元） | 2.29 | 2.14 | 9.38 | 2.17 | 3.03 | 2.88 |
| 应收账款（亿元） | 3.88 | 5.40 | 4.75 | 5.66 | 5.86 | 5.69 |
| 存货（亿元） | 6.08 | 7.79 | 10.04 | 10.74 | 10.50 | 10.31 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比） | 18.50 | 21.21 | 22.14 | 24.76 | 25.89 | 26.23 |
| | 57.63% | 55.16% | 46.12% | 54.81% | 55.42% | 56.03% |
| 其中：固定资产（亿元） | 8.95 | 11.11 | 11.39 | 13.44 | 12.85 | 12.82 |

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 在建工程 (亿元) | 0.68 | 0.69 | 1.93 | 2.13 | 3.24 | 3.53 |
| 无形资产 (亿元) | 2.12 | 3.31 | 3.61 | 3.66 | 3.82 | 3.92 |
| 商誉 (亿元) | 4.95 | 4.85 | 4.77 | 4.77 | 4.77 | 4.77 |
| 期末全部受限资产账面金额 (亿元) | 2.76 | 3.19 | 2.72 | 3.14 | 3.55 | 1.79 |
| 期末抵质押融资余额 (亿元) | 1.60 | 0.55 | 1.30 | 2.31 | 2.87 | 1.14 |
| 受限资产账面余额/总资产 (%) | 8.59 | 8.29 | 5.67 | 6.95 | 7.60 | 3.82 |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也相应有所增加。截至 2020 年末，公司资产总额为 46.72 亿元，较上年末增加 3.41%。其中，非流动资产 25.89 亿元，占比增至 55.42%，主要是项目建设持续投入所致。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。截至 2020 年末，公司货币资金为 3.03 亿元，较上年末增加 39.71%，主要是当期收到非公开发行新股资金所致，期末受限资金 0.50 亿元，主要是开具银行承兑汇票证保证金等；应收账款为 5.86 亿元，较上年末增加 3.52%，随经营规模扩大而有所增长，其中账龄 1 年以内（含 1 年）的应收账款占比 89.62%，欠款余额前五大客户合计 1.41 亿元，占比 21.72%，当期公司发生应收账款坏账损失 0.14 亿元，主要是数家下游厂家破产清算，相关账款预计无法收回所致；存货为 10.50 亿元，较上年末减少 2.25%，其中库存商品、原材料和在产品余额较大，主要受错峰生产措施影响而提前备货所致，当期公司对库存商品新增计提跌价准备 0.12 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司流动资产为 20.58 亿元，较期初减少 1.20%，主要构成未发生较大变化。整体而言，公司应收账款和存货在流动资产中占比高，资产变现能力较弱，需关注应收账款回笼风险和存货跌价风险。

该公司非流动主要集中于固定资产、在建工程和商誉等。截至 2020 年末，公司固定资产为 12.85 亿元，较上年末减少 4.38%，主要是房屋、建筑物和机器设备等，期末余额减少主要是折旧摊销所致；在建工程为 3.24 亿元，较上年末增长 52.48%，主要是年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目建设投资增加所致；商誉资产为 4.77 亿元，较上年末未发生变化，主要是之前年度收购鸿鹰生物、新合新和世唯科技股权所形成，公司已对与商誉相关的各资产组进行了减值测试，按与商誉有关的资产组合来预计未来现金流量现值，根据减值测试的结果，当期末商誉未发生减值。截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产为 26.23 亿元，较期初增加 1.30%，主要构成未发生较大变化。

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 1.79 亿元，主要是子公司新合新、利华制药及鸿鹰生物使用部分房屋及建筑物、土地使用权和生产设备向银行取得担保借款等，此外货币资金中 0.53 亿元为汇票保证金。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 流动比率 (%) | 167.19 | 123.77 | 179.33 | 183.11 | 181.92 | 198.56 |
| 速动比率 (%) | 88.42 | 60.93 | 106.96 | 82.52 | 88.00 | 95.02 |
| 现金比率 (%) | 30.22 | 16.41 | 66.58 | 21.87 | 28.09 | 28.17 |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2018~2020 年末，该公司流动比率分别为 179.33%、183.11% 和 181.92%，速动比率分别为 106.96%、82.52% 和 88.00%，公司短期偿债能力指标维持在一定水平。但公司流动资产相对集中在货币资金、应收账款和存货等，其中存货规模较大，变现能力相对较弱，整体流动性偏弱。

6. 表外事项

截至本评级报告出具日，该公司不存在重大或有事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事饲用酶制剂的生产、研发及销售。截至 2020 年末，公司本部资产总额为 29.95 亿元，所有者权益 25.38 亿元；2020 年度，公司本部实现营业收入 5.42 亿元，净利润 1.05 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信合计人民币 18.21 亿元，其中已使用授信额度合计人民币为 7.87 亿元，利率区间为 3.50%~5.00% 之间。公司获得国家政策性金融机构提供的综合授信总额 2.00 亿元，工农中建交五大商业银行提供的综合授信总额 6.06 亿元，合计占公司合并口径授信总额的 44.26%。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 其中： 贷款授信 | 放贷规模 | 利率区间 | 附加条件/ 增信措施 |
|-------------------|-------|-------------|-------|-------------|---------------|
| 全部 (亿元) | 18.21 | 18.21 | 7.87 | 3.50%-5.00% | 抵押、担保 |
| 其中：国家政策性金融机构 (亿元) | 2.00 | 2.00 | 1.00 | 4.00%-5.00% | 抵押、担保 |
| 工农中建交五大商业银行 (亿元) | 6.06 | 6.06 | 3.50 | 3.50%-5.00% | 抵押、担保 |
| 其中：大型国有金融机构占比 (%) | 44.26 | 44.26 | 57.18 | — | — |

资料来源：根据溢多利所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

该公司拟采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。其中，转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格的确定及其调整方面，本次发行的可转债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该公司股票交易均价（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收盘价按经过相应除权、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和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）或配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。

此外，当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。

本次发行可转换公司债券预案中亦制定了转股价格向下修正条款、转股股数的确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法、赎回条款、回售条款和转股后的股利分配等。

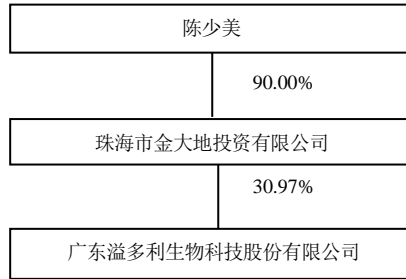
跟踪评级结论

该公司为民营上市公司，产权状况较清晰稳定。跟踪期内，公司营收仍主要来自甾体激素原料药和生物酶制剂的销售，在细分市场具备一定的竞争优势；得益于国家出台的禁抗要求，公司功能性饲料添加剂产品销售规模持续扩大，成为其新的利润增长点。整体而言，凭借积累的竞争实力和有利的外部环境，公司总体保持了良好的经营趋势。

跟踪期内，随着各项业务持续发展和项目建设推进，该公司面临的营运资金压力有所增加。得益于“溢利转债”部分转股，负债水平呈现下降趋势，目前处于较低水平。但公司应收账款和存货在流动资产中占比高，整体资产变现能力较弱，面临一定的应收账款回笼风险和存货跌价风险。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

附录一：

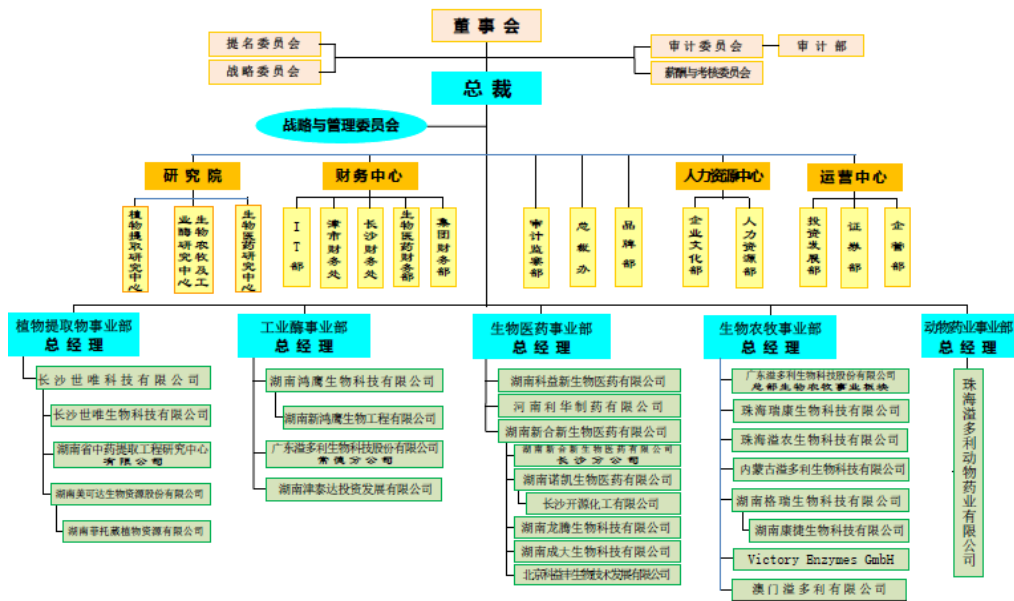
公司与实际控制人关系图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

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 | 2020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 | |
| 珠海市金大地投资有限公司 | 金大地投资 | 控股股东 | — | 投资管理 | 1.78 | 1.69 | 0.01 | -0.03 | 1.21 | |
| 广东溢多利生物科技股份有限公司 | 溢多利 | 本级 | — | 饲料酶制剂生产、销售 | 3.20 | 25.38 | 5.42 | 1.05 | -0.69 | |
| 内蒙古溢多利生物科技有限公司 | 内蒙古溢多利 | 一级子公司 | 100.00 | 工业生产 | — | 1.04 | 1.08 | 0.14 | 0.20 | |
| 湖南鸿鹰生物科技有限公司 | 鸿鹰生物 | 一级子公司 | 90.24 | 酶制剂生产、销售 | 0.92 | 8.99 | 1.44 | -0.01 | 0.17 | |
| 湖南新鸿鹰生物工程有限公司 | 新鸿鹰生物 | 二级子公司 | 90.24 | 酶制剂生产、销售 | — | 9.83 | 2.12 | 0.09 | -0.05 | |
| 湖南新合新生物医药有限公司 | 新合新 | 一级子公司 | 74.81 | 生物医药 | 3.16 | 4.43 | 7.78 | 0.74 | 2.69 | |
| 湖南成大生物技术有限公司 | 湖南成大 | 二级子公司 | 74.81 | 医药 | 0.52 | 1.50 | 2.98 | 0.10 | — | |
| 湖南诺凯生物医药有限公司 | 诺凯生物 | 二级子公司 | 74.81 | 医药 | 0.05 | 0.38 | 0.46 | 0.00 | — | |
| 长沙开源化工有限公司 | 开源化工 | 三级子公司 | 74.81 | 化工 | — | 0.01 | | 0.00 | — | |
| 北京市科益丰生物技术发展有限公司 | 科益丰生物 | 二级子公司 | 74.81 | 医药 | — | 1.13 | 1.35 | -0.01 | — | |
| 长沙世唯科技有限公司 | 世唯科技 | 一级子公司 | 51.00 | 植物提取物销售 | — | 0.39 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | |
| 长沙世唯生物科技有限公司 | 世唯生物 | 一级子公司 | 51.00 | 植物提取物销售 | — | 0.18 | 0.34 | 0.03 | — | |
| 湖南美可达生物资源股份有限公司 | 美可达 | 一级子公司 | 51.00 | 植物提取物销售 | — | 1.57 | 1.20 | 0.34 | — | |
| 湖南菲托葳植物资源有限公司 | 菲托葳 | 一级子公司 | 51.00 | 植物提取物销售 | — | 0.35 | 0.28 | 0.04 | — | |

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 主营业务 | 2020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 | |
| 湖南省中药提取工程研究中心有限公司 | 工程中心 | 一级子公司 | 51.00 | 植物提取物销售 | — | 0.03 | 0.00 | -0.00 | — | |
| 河南利华制药有限公司 | 利华制药 | 一级子公司 | 100.00 | 生物医药 | 0.74 | 3.71 | 4.51 | 0.32 | 0.06 | |
| 珠海瑞康生物科技有限公司 | 瑞康生物 | 一级子公司 | 100.00 | 酶制剂生产、销售 | — | 0.71 | 0.05 | -0.03 | 0.02 | |
| 珠海溢多利动物药业有限公司 | 珠海溢多利 | 一级子公司 | 100.00 | 酶制剂生产、销售 | — | 0.00 | 0.17 | 0.01 | 0.01 | |
| 湖南津泰达投资发展有限公司 | 津泰达投资 | 一级子公司 | 100.00 | 房地产开发、纸制品的生产与销售 | — | -0.00 | — | 0.01 | — | |
| 湖南龙腾生物科技有限公司 | 龙腾生物 | 二级子公司 | 74.81 | 医药 | 0.09 | 0.22 | 0.93 | -0.12 | — | |
| 湖南格瑞生物科技有限公司 | 格瑞生物 | 一级子公司 | 100.00 | 酶制剂生产、销售 | — | 0.48 | 0.01 | -0.01 | 0.04 | |
| 湖南科益新生物医药有限公司 | 科益新生物 | 一级子公司 | 100.00 | 生物医药产品的技术开发、技术转让等 | — | 0.49 | — | — | 1.15 | |
| 湖南康捷生物科技有限公司 | 康捷生物 | 二级子公司 | 100.00 | 酶制剂生产、销售 | — | 0.69 | 0.13 | -0.21 | 0.16 | |

注：根据溢多利 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额[亿元] | 48.01 | 45.18 | 46.72 | 46.81 |
| 货币资金[亿元] | 9.38 | 2.17 | 3.03 | 2.88 |
| 刚性债务[亿元] | 19.00 | 12.03 | 8.79 | 9.01 |
| 所有者权益[亿元] | 24.07 | 27.29 | 32.63 | 33.10 |
| 营业收入[亿元] | 17.68 | 20.48 | 19.15 | 3.97 |
| 净利润[亿元] | 1.51 | 1.70 | 2.02 | 0.35 |
| EBITDA[亿元] | 3.93 | 4.16 | 4.35 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 2.04 | 4.42 | 4.04 | 0.61 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -1.48 | -4.66 | -3.11 | -0.79 |
| 资产负债率[%] | 49.87 | 39.60 | 30.16 | 29.28 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 126.64 | 226.84 | 371.06 | 367.49 |
| 流动比率[%] | 179.33 | 183.11 | 181.92 | 198.56 |
| 现金比率[%] | 66.58 | 21.87 | 28.09 | 28.17 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.93 | 3.60 | 5.98 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 398.83 | 379.33 | 439.19 | — |
| 毛利率[%] | 37.42 | 35.39 | 38.56 | 42.48 |
| 营业利润率[%] | 9.79 | 9.41 | 12.60 | 10.36 |
| 总资产报酬率[%] | 6.03 | 5.57 | 6.06 | — |
| 净资产收益率[%] | 6.70 | 6.64 | 6.75 | — |
| 净资产收益率*[%] | 5.56 | 5.54 | 5.94 | — |
| 营业收入现金率[%] | 96.37 | 85.76 | 94.11 | 101.46 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 14.38 | 34.58 | 35.73 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 2.69 | -1.14 | 5.77 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 4.42 | 5.77 | 9.35 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.26 | 0.27 | 0.42 | — |

注：表中数据依据溢多利经审计的2018~2020年度及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、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/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | | 含义 |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

| | 一级要素 | 二级要素 | 风险程度 |
|--------|------------|-----------|-----------------|
| 个体信用 | 业务风险 | 宏观环境 | 1 |
| | | 行业风险 | 3 |
| | | 市场竞争 | 7 |
| | | 盈利能力 | 7 |
| | | 公司治理 | 3 |
| | 财务风险 | 财务政策风险 | 2 |
| | | 会计政策与质量 | 1 |
| | | 现金流状况 | 2 |
| | | 负债结构与资产质量 | 2 |
| | | 流动性 | 3 |
| | 个体风险状况 | | 4 |
| | 个体调整因素调整方向 | | 不调整 |
| | 调整后个体风险状况 | | 4 |
| 外部支持 | 支持因素调整方向 | | 不调整 |
| 主体信用等级 | | | AA ⁻ |

附录七：
发行人历史评级情况

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间 | 评级结果 | 评级分析师 | 所使用评级方法和模型的名称及版本 | 报告(公告)链接 |
|----------------|--------|------------|---------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2018年4月26日 | AA ⁻ /稳定 | 陈婷婷、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2020年6月24日 | AA ⁻ /稳定 | 李一、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2021年6月22日 | AA ⁻ /稳定 | 李一、王科柯 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | — |
| 债项评级 (溢利转债) | 历史首次评级 | 2018年4月26日 | AA ⁻ | 陈婷婷、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2020年6月24日 | AA ⁻ | 李一、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2021年6月22日 | AA ⁻ | 李一、王科柯 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | — |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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、出售或以其他方式外传。