

2020年浙江华海药业股份有限公司可转换公司债券

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)100328】

评级对象: 2020年浙江华海药业股份有限公司可转换公司债券

华海转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月24日

前次跟踪: —

首次评级: AA/稳定/AA/2020年6月3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	4.50	8.17	9.00	5.24
刚性债务	30.40	31.80	38.07	35.81
所有者权益	48.10	64.78	72.72	74.85
经营性现金净流入量	-0.55	15.75	12.92	1.54
合并口径数据及指标:				
总资产	103.67	107.29	129.91	129.45
总负债	61.61	49.51	62.67	59.67
刚性债务	38.07	35.08	45.52	43.64
所有者权益	42.07	57.79	67.24	69.78
营业收入	50.95	53.88	64.85	14.97
净利润	1.35	6.07	9.95	2.60
经营性现金净流入量	0.68	17.54	15.55	0.65
EBITDA	6.43	13.98	18.24	—
资产负债率[%]	59.42	46.14	48.24	46.09
权益资本与刚性债务比率[%]	110.49	164.73	147.73	159.89
流动比率[%]	109.36	156.89	225.64	237.57
现金比率[%]	19.99	48.23	79.47	67.98
利息保障倍数[倍]	2.12	4.39	9.98	—
净资产收益率[%]	2.91	12.15	15.91	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.79	43.18	49.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.37	17.33	3.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.60	6.22	13.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.38	0.45	—

注:根据华海药业经审计的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2020年浙江华海药业股份有限公司(简称华海药业、发行人、该公司或公司)公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2020年以来华海药业在外部环境、市场竞争、研发能力、融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在缙沙坦事项、海外业务及汇率波动、投融资及债务、营运能力及环保、债转股等方面继续面临压力。

主要优势:

- **医药制造业发展趋势良好。**国内对于药品的刚性需求增加、城镇化进程加快和消费升级等因素均推动医药制造业持续稳定的发展。此外,医保覆盖面扩大、支付水平提升,有利于进一步释放药品需求。
- **产品竞争优势。**华海药业是我国通过美国FDA、欧洲EDQM、澳大利亚TGA等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一,在制剂国际化领域走在前列。此外,公司为国内特色原料药行业的龙头企业,其普利类和沙坦类原料药产品规模全球领先,具有一定产品竞争优势。
- **研发能力较强。**华海药业已建立临海汛桥研发中心、上海研发中心及美国研发中心,研发体系覆盖了从化学合成、中间体、原料药和制剂的完整产业链。
- **融资渠道畅通。**作为上交所上市公司,华海药业可通过增发股票及银行借款、发行债券等多种方式进行融资,融资渠道较为畅通。

主要风险:

- **缙沙坦杂质事件对公司生产经营造成不利影响的**风险。华海药业因缙沙坦杂质事件收到

山德士提起的仲裁结果及美国消费者集体诉讼索赔金额尚存在不确定性。目前，公司已获得欧盟缬沙坦原料药及国内缬沙坦制剂的销售资格，但FDA禁令仍在持续中尚未解禁。本次缬沙坦事件在一定程度上损害了公司的声誉，进而可能对其经营业绩产生不利影响。

- **海外业务风险及汇率波动风险。**华海药业海外市场销售收入占比较高。需关注地区整治、汇率波动、海外疫情等对公司业绩产生的影响。
- **投融资压力。**华海药业在建及拟建项目数量多、投资规模大，且项目建设周期较长，公司面临资本性支出压力及产能释放压力。
- **债务压力。**华海药业因持续的研发支出、在建项目投入等，目前刚性债务规模较大，面临一定的债务压力。
- **营运能力相对较低。**华海药业的存货及应收账款规模较大，营运能力相对较低。
- **环保及安全生产压力大。**近年来，各级主管部门对于环境保护及治理的监管不断趋严，多条法规和政策陆续实施。华海药业主营业务产品的生产过程均涉及化学危险品和三废，持续面临一定的环保及安全生产风险。
- **转股压力。**华海转债已于2021年5月进入转股期，当前转股价格为34.46元/股。公司目前股价低迷，存在较大的债转股压力。

➤ 未来展望

通过对华海药业及其发行的本期公司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；认为本期公司债券还本付息安全性很强，并维持本期公司债券信用等级为AA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年浙江华海药业股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年浙江华海药业股份有限公司可转换公司债券（以下简称“华海转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华海药业提供的经审计的 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，对华海药业的财务状况、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。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“华海转债”，发行规模为 18.43 亿元，期限为 6 年，募集资金主要用于项目建设和补充流动资金，该债券已于 2021 年 5 月 6 日进入转股期，当前转股价远高于股票市价，存在较大的债转股压力。

图表 1. 公司已发行未到期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	起息日期	本息兑付情况
华海转债	18.43	6 年	20201102-20211101,票面利率:0.3%; 20211102-20221101,票面利率:0.5%; 20221102-20231101,票面利率:1.0%; 20231102-20241101,票面利率:1.5%; 20241102-20251101,票面利率:1.8%; 20251102-20261101,票面利率:2.0%	2020-11	尚未到付息日、尚未到期

资料来源：华海药业

“华海转债”的募集金额为 18.43 亿元，拟用于年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目，生物园区制药及研发中心项目和补充流动资金，其中年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目预计完工时间为 2025 年，建成后可进一步提升公司原料药工业化生产水平，并为公司制剂业务提供原料；生物园区制药及研发中心项目为集生物药的研发、生产于一体的生产基地，预计完工时间为 2022 年，建设完成后公司业务将由化学仿制药进一步向高端生物药拓展。截至 2021 年 3 月末，可转债资金累计使用规模为 5.70 亿元，相关项目建设进度慢，回收周期较长，关注项目建设进度及投资回报情况。

图表 2. 截至 2021 年 3 月末，募集资金用途情况（单位：万元）

发行时间	投资总额	拟使用募集资金	已投入	预计完工时间
年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目	79,471.63	69,260.00	4,096.05	2025 年
生物园区制药及研发中心项目	149,422.28	60,000.00	—	2022 年

发行时间	投资总额	拟使用募集资金	已投入	预计完工时间
补充流动资金	55,000.00	52,910.45	52,948.68	—
合计	283,893.91	182,170.45	57,044.73	—

资料来源：华海药业

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

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。近年来，我国医疗体系改革持续推进，多项重磅举措相继出台和实施，进一步深化医疗、医保和医药联动改革，国家支持新药研发、鼓励创新的导向鲜明。受疫情影响，2020 年以来医药制造企业短期承压，逐季环比好转，前三季度营收和利润增速已实现转正，利润端恢复速度高于收入端。从发展趋势来看，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。

A. 行业概况

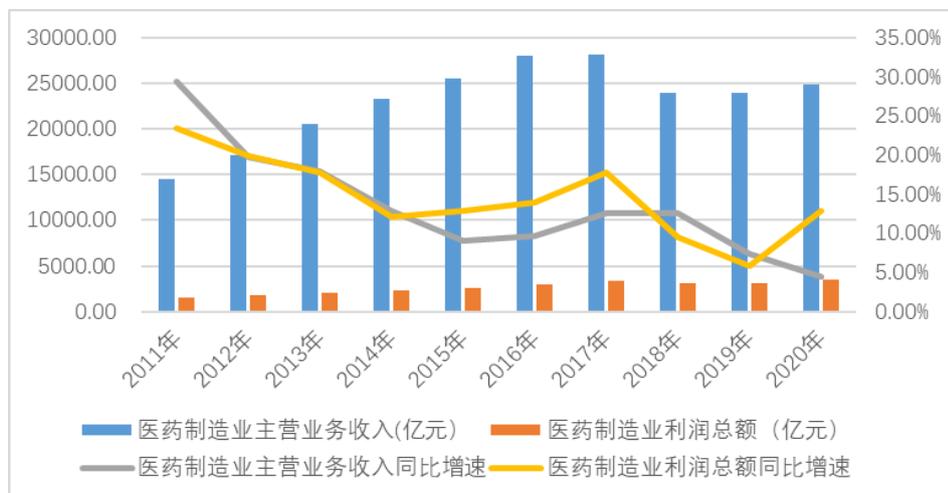
医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发

展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩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 1. 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、

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。

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 2. 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	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

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

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

疫情短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好。国务院、财政部

等部门陆续发布了针对支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策，在税收、资金、人力和社保等方面为企业提供帮助。对医药企业等防控重点企业的资金支持力度较强，所发放贷款资金利率较低，对企业财务成本产生正向影响。同时，本次疫情也反映出我国公共卫生体系治理、传染病防治工作等有待完善，中央全面深化改革委员会第十二次会议提出，将增加政府向医疗卫生领域的投入。长期来看，医药制造企业在日常运营中仍将持续面临诸多压力。政策方面，政府主导的药品降价、国家基本药物目录或医保药物目录调整、药品招标政策变化均会对公司业务开展产生深远影响。受本次疫情影响，部分企业加大了对防疫或治疗药品相关的研发投入，但投资回报存在较大不确定性，新药开发的前期研发以及产品从研制、临床实验报批到投产的周期长、环节多，易受到一些不可预测因素的影响。

B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2020年3月5日，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率。旨在健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续。

2020年7月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》，在加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等6方面提出26条具体措施。通知明确，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制。

2020年8月，国家医保局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》，正式启动今年的国家医保药品目录调整工作。目录调整工作将与疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药都在拟纳入药品目录范围内，在评审程序方面，首次实行企业自主申报，符合条件产品的企业可以按要求提交申报材料，国家医保局将按相关工作程序、工作要求及时对这些材料进行审核，鼓励创新的导向鲜明。

图表 3. 2020 年以来我国医药行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.3.5	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率	健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续
2020.3.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	对药品注册的基本制度、基本原则、基本程序和各方主要责任义务等作出规定	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年	加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改	加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
		重点工作任务的通知》	革、健全药品供应保障体系等 6 方面提出 26 条具体措施	立完善药品信息化追溯机制
2020.8.17	国家医保局	《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》	将与疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药、第二批国家组织药品集中采购中选药品,及临床急需的创新药等纳入申报范围;将风险大于收益的药品、国际上普遍退市的药品、可以被替代的价格高且谈判未成功的独家药品等将被调出目录	有利于疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药,促进药品集中采购,进一步鼓励医药创新;将被专家评估认为风险大于收益的药品,还有目录内的一些“僵尸药”,国际上普遍撤市的药品,以及可以被替代、且价格比较贵但谈判失败的独家产品将被调出目录
2020.10.17	人大	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间,对在中国获得上市许可的新药相关发明专利,国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿。	利好新药研发,鼓励创新
2020.10.19	国家医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革,提高医疗服务透明度,提升医保基金使用效率,	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散，存在低水平竞争。根据国家统计局数据显示，截至 2020 年末，我国医药制造企业共计 7,665 家，较上年末增加 283 家。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度有望不断提高。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）		
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	股东权益/带息债务	经营活动产生的现金流量净额
华东医药	336.83	33.05	242.01	37.28	9.28	34.11
恒瑞医药	277.35	87.93	347.30	11.35	—	34.32
华北制药	114.93	36.42	239.32	70.52	0.55	7.52
海正药业	113.54	43.27	208.60	60.42	1.01	15.90
华润双鹤	85.04	63.01	124.16	24.48	1,412.20	13.60
浙江医药	73.27	41.54	105.00	23.53	8.44	12.57
华海药业	64.85	63.73	129.91	48.24	1.66	15.55

资料来源：各公司定期报告，新世纪评级整理

D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

2. 业务运营

该公司是全球规模居前的普利类、沙坦类原料药供应商，主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售业务。2020 年受益于国家集采的推进、中标产品的增加及欧盟 CEP 证书恢复等，公司国内制剂业务及原料药业务销售规模大幅增加。目前，公司海外销售占比较大，需关注汇率波动、海外疫情等对公司业绩产生的影响。公司在建项目及研发投入规模较大，后续存在一定产能释放压力及投融资压力。

该公司于 2018 年发生缬沙坦杂质事件，该事件对公司 2018 年和 2019 年经营业绩造成一定影响。公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月收到缬沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缬沙坦片国内市场销售资格，但美国 FDA 的禁令暂未解除。目前，对于原料药客户 SANDOZ 提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估，相关诉讼及仲裁周期较长，需关注事件进展及对公司业务经营的影响。

该公司以特色原料药及医药中间体为发展起点，在特色原料药产业化的基础上，利用国际合作平台以及国际主要原研药专利保护集中到期的契机，将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸，形成了中间体、原料药、制剂垂直一体化的完整产业链。公司形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等为主导的产品系列，主要产品有帕罗西汀胶囊、盐酸强力霉素缓释片、氯沙坦钾片、盐酸帕罗西汀片、盐酸多奈哌齐片、左乙拉西坦片、拉莫三嗪缓释片、伏立康唑片等。原料药方面，公司主要产品包括心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等特色原料药。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
原料药及中间体	国外	规模/成本/市场/技术等
制剂（成品药）	国内/国外	规模/成本/市场/技术等

资料来源：华海药业

2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业收入分别为 64.85 亿元和 14.97 亿元，分别同比变化 20.36% 和 -4.69%，其中 2020 年受益于国家集采的推进、中标产品的增加及欧盟 CEP 证书²恢复等，公司国内制剂业务及原料药业务

² 2018 年 7 月，欧盟因缬沙坦杂质事项出具“不符合”报告，要求欧盟国家停止进口公司缬沙坦原料药及中间体。2017 年及 2018 年 1-8 月，公司欧洲市场缬沙坦原料药销售额分别为 2.00

销售规模大幅增加。2021 年第一季度，公司收入规模小幅下降，主要系市场竞争激烈导致的原料药价格下降、海外疫情影响³、美元汇率下降、FDA 禁令持续影响所致。公司的其他业务主要是销售非自产产品取得的贸易收入及对外部企业生产工艺技术开发取得的技术服务收入。公司其他业务经营规模很小，对其营收及毛利总额的影响有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

项目	2018 年度		2019 年度		2020 年		2021 年 第一季度		2020 年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	50.73	100.00	53.61	100.00	64.56	100.00	14.92	100.00	15.64	100.00
制剂产品销售	28.84	56.85	25.84	48.21	30.98	47.99	8.04	53.93	8.62	55.11
原料药及中间体销售	20.10	39.62	24.79	46.25	31.02	48.05	6.38	42.78	6.57	42.00
其他	1.80	3.54	2.97	5.55	2.56	3.96	0.49	3.29	0.45	2.90
主营业务毛利	30.32	100.00	32.45	100.00	41.20	100.00	9.40	100.00	9.40	100.00
制剂产品销售	18.99	62.63	17.00	52.40	22.78	55.29	6.25	66.54	5.73	61.00
原料药及中间体销售	10.93	36.05	13.88	42.79	17.04	41.36	2.97	31.58	3.44	36.56
其他	0.40	1.31	1.56	4.81	1.38	3.34	0.18	1.89	0.23	2.44
毛利率	59.75		60.53		63.82		63.00		60.10	
制剂产品销售	65.84		65.80		73.54		77.72		66.52	
原料药及中间体销售	54.38		56.00		54.95		46.50		52.32	
其他	22.14		52.52		53.86		36.16		50.66	

资料来源：华海药业

原料药及中间体

从业务分类来看，该公司原料药及中间体产品主要包括卡托普利、依那普利、坎地沙坦酯等，以心血管类产品（主要包括：普利类、沙坦类产品）、神经系统类产品系列为主。目前，公司业务已覆盖全球五大洲 100 多个国家，与全球 500 多家制药企业建立了长期合作关系，已形成一定的网络优势和品牌效应。

该公司主要原料药产品为心血管类中的普利类和沙坦类产品，合计占原料药销售收入的 65% 以上，其中普利类和沙坦类在药政市场占有率领先。此外，其他原料药如神经系统类产品近年发展迅速，已成为公司新的增长点。公司原料药及中间体产品 80% 以上均销往海外市场。2020 年及 2021 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为 31.02 亿元和 6.38 亿元，分别同比变动 25.12% 和 -2.88%，其中 2020 年收入增长主要系沙坦类产品恢复欧盟 CEP 证书，精耕重点客户，开辟新兴市场，积极拓展新客户所致。2020 年公

亿元和 1.18 亿元。公司已于 2019 年 12 月收到缬沙坦原料药恢复出口欧盟的资格。

³ 原料药方面，2020 年第一季度，受疫情影响市场供应偏紧，公司当期原料药销售收入大幅增加。2021 年第一季度，公司原料药销售收入恢复到正常水平。国外制剂销售方面，销售量减少主要系受美国 FDA 禁令的持续影响所致。

司氯沙坦钾、厄贝沙坦和缬沙坦实现销售收入同比增长约 139%，亚非拉市场原料药销售实现同比增长约 76%。2021 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入下滑主要系原料药降价、上年同期海外疫情影响客户加大备货带来高基数效应、美元汇率下降等所致。2020 年及 2021 年第一季度，公司原料药及中间体毛利率分别为 54.95% 和 46.50%，毛利率小幅下降。

图表 7. 公司原料药及中间体销售情况（单位：亿元、%）

原料药及中间体	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年第一季度		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	11.76	57.68	14.35	58.85	19.36	58.54	3.63	48.76	3.89	54.86
其中：普利类	3.99	57.82	5.30	64.17	5.76	63.13	1.22	57.31	1.31	65.15
沙坦类	7.77	57.61	9.05	55.74	13.50	56.34	2.41	44.32	2.58	49.65
神经系统类	5.54	45.85	7.48	49.79	7.66	47.28	1.51	45.31	1.72	43.57
抗感染类	0.07	51.81	0.04	50.87	0.10	62.59	0.00	11.96	0.04	48.14
其他	2.72	57.53	2.92	58.01	3.90	51.93	1.23	41.32	0.92	58.20
合计	20.10	54.38	24.79	56.00	31.02	54.95	6.38	46.50	6.57	52.32

资料来源：华海药业

制剂产品

2020 年及 2021 年第一季度，该公司制剂产品销售收入分别为 30.98 亿元和 8.04 亿元，分别同比变化 19.89% 和 -6.65%。2020 年公司制剂业务收入增长主要系国内制剂业务受益于国家集中采购中标规模的扩大，销售收入增长所致。2021 年第一季度，在汇率波动及海外疫情影响下，公司国外制剂规模小幅下滑。2020 年及 2021 年第一季度，公司制剂产品毛利率分别为 73.54% 和 77.72%，由于高毛利的制剂品种占比增加而有所提升。

图表 8. 公司制剂产品销售情况（单位：亿元、%）

成品药	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年第一季度		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	11.12	76.44	11.02	81.64	17.53	80.10	4.47	80.58	4.55	78.89
其中：普利类	2.87	53.93	3.18	72.40	3.73	64.23	0.79	69.22	0.97	64.77
沙坦类	8.25	84.26	7.84	85.38	13.74	84.34	3.64	82.90	3.58	82.69
神经系统类	12.02	71.13	8.34	64.32	9.11	77.03	2.16	80.90	2.55	61.23
抗感染类	1.82	26.41	1.65	41.35	0.13	21.70	0.59	80.67	0.08	3.59
其他	3.88	37.53	4.83	40.54	4.22	40.26	0.82	51.70	1.43	40.24
合计	28.84	65.84	25.84	65.80	30.98	73.54	8.04	77.72	8.62	66.52

资料来源：华海药业

该公司国内制剂产品销售主要包括盐酸帕罗西汀片、氯沙坦钾片等心血管药、抗抑郁药系列，近年依托欧美制剂品质、原料药龙头企业成本优势及带量采购等实现了较快增长。2020 年，公司国内制剂销售收入较上年增长

45.14%至 20.70 亿元，其规模增长主要系随着国家集中采购的推进，公司依托集中采购中标契机，产品市场覆盖率得以快速提升所致。截至 2021 年 3 月末，公司累计有 13 个制剂产品中标国家集中采购名单，该政策执行上要求医疗机构优先使用集中采购中选品种，并确保完成约定采购量。中标价格与原销售价格有一定程度下降，但通过集中采购产品销售量有所增加，同时也相应降低了销售推广费用，对其经营业绩产生了积极的影响。2018-2020 年，相关中标产品销售金额分别为 12.06 亿元、10.89 亿元和 18.41 亿元。公司产品进入集采后，基本都可实现续标，其中厄贝沙坦氢氯噻嗪片及氯沙坦钾片均为 2018 年第一批集采品种中标品种，销售规模于 2020 年大幅增加。

图表 9. 公司集中采购中标产品全年总销售情况（单位：万元）

序号	品种	适用症	首次中标时间	2018 年收入	2019 年收入	2020 年收入
1	厄贝沙坦片	治疗原发性高血压、合并高血压的 2 型糖尿病肾病	2018/11	10,475.10	12,055.57	20,721.45
2	盐酸帕罗西汀片	治疗各种类型的抑郁症、强迫性神经症、伴有或不伴有广场恐怖的惊恐障碍、社交恐怖症/社交焦虑症	2018/11	41,862.71	18,110.05	24,837.80
3	利培酮片	治疗急性和慢性精神分裂症	2018/11	5,758.78	5,056.37	3,587.45
4	福辛普利钠片	适应症为适用于治疗高血压和心力衰竭	2018/11	9,503.01	7,186.72	3,702.25
5	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	治疗高血压和心力衰竭	2018/11	17,043.10	23,318.80	54,672.64
6	赖诺普利片	治疗高血压、充血性心力衰竭和急性心肌梗死	2018/11	367.23	423.83	321.80
7	氯沙坦钾片	治疗原发性高血压和成人慢性心力衰竭	2018/11	29,114.53	33,081.08	54,470.15
8	安立生坦片	治疗肺动脉高压患者，改善运动能力缓解临床恶化	2019/12	—	—	586.21
9	盐酸多奈哌齐片	治疗轻度或中度阿尔兹海默病症状痴呆病症	2019/12	—	168.70	2,810.35
10	奥氮平口崩片	用于治疗精神分裂症、中到重度躁狂发作，还可以用于预防双向情感障碍的复发	2020/08	—	—	98.57
11	盐酸舍曲林	用于治疗抑郁症的相关症状和强迫症	2020/08	6,453.39	3,614.88	9,941.63
12	缬沙坦片	适用于各类轻至中度高血压	2020/08	—	—	2,127.82
13	伏立康唑	能抑制麦角固醇的生物合成，具有抗真菌作用	2021/02	—	5,865.02	6,214.33
合计		—	—	120,577.85	108,881.02	184,092.45

资料来源：华海药业

该公司制剂产品国外销售主要包括自主仿制药业务及原研药代加工业务，产品主要销往美国市场，其中自主仿制药主要产品包括安非他酮缓释片、强力霉素缓释片、拉莫三嗪控释片等；原研代加工药品主要包括苯甲酸利扎曲普坦片等。原研厂家合作方面，公司依托 GMP 认证、较高的 EHS 管理水平和知识产权关注度等优势，积极同原研厂家开展新项目合作机会、承接跨国药企专利即将到期或已到期产品的转移生产工作，目前已和默沙东及

ParPharmaceutical,Inc.等公司达成合作。目前，公司已自主拥有美国 ANDA 文号的产品 67 个，上市产品中 10 多个产品市场占有率名列前茅。公司在美国销售网络已覆盖 95% 以上的仿制药药品采购商，并逐步打开了欧美等其他国际市场。经过多年发展，公司制剂产品海外销售方面积累了大规模生产、销售和物流一体化的管理经验，供应链日趋成熟。2020 年公司国外制剂销售收入为 10.28 亿元，较上年减少 11.22%，主要系受美国 FDA 禁令⁴、海外疫情、美元汇率下降等综合因素影响所致。

规模因素

该公司是国内首家通过美国 FDA 制剂认证的企业，自主拥有 67 个 ANDA 制剂文号（含暂时性批准），同时也是目前国内通过美国 FDA、欧洲 EDQM、澳大利亚 TGA（澳大利亚药品管理局）等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一，现有生产基地均较规范。

图表 10. 公司生产主体情况

产品	生产主体
原料药	华海药业汛桥生产基地、华海药业川南生产基地等
中间体	临海市华南化工有限公司、昌邑华普医药科技有限公司和南通华宇化工科技有限公司等
制剂产品	华海药业制剂生产基地、长兴制药股份有限公司和美国的夏洛特工厂 ⁵ 等

资料来源：华海药业

该公司生产模式以自主生产为主、定制化生产为辅。自主生产方面，以销定产并保留适当安全库存；定制化生产目前占比较小，主要包括委托加工、合同定制化生产、合作研发生产等。跟踪期内，公司国内制剂、原料药销售较好，其产能利用水平有所提升。国外制剂由于持续受 FDA 禁令影响及疫情影响，产销情况略有下滑。目前，公司主要原料药及国内制剂生产基地产能利用情况均处于较高水平。公司为满足不断扩大的业务发展需要及在研新药未来的生产能力，拟通过原料药、制剂药生产线项目的建设提升产品生产能力，满足相关产品的供应。

图表 11. 公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
境内制剂	产能（亿片/年）	120.00	120.00	120.00	30.00
	产量（亿片）	65.05	54.87	89.65	17.24
	产能利用率（%）	54.20	45.72	74.71	57.47
境外制剂	产能（亿片/年）	70.00	70.00	70.00	17.5

⁴ 该公司于 2018 年 9 月收到美国 FDA 进口禁令，但由于 2019 年美国公司仍有部分库存可出售，因此对 2019 年销售收入影响不大。

⁵ 该公司于 2017 年出资 0.14 亿美元（约 9638 万元人民币）完成了对 ParPharmaceutical,Inc. 位于夏洛特市的工厂的收购。夏洛特工厂拥有生产厂房约 54,295 平方英尺、租用仓库约 109,520 平方英尺，拥有制剂生产产能 70 亿片，可生产对乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品，且通过了 FDA、DEA 等的认证，在当地拥有良好的信誉。因夏洛特工厂为 Par 旗下的一个生产基地，因此不进行单独财务核算。

产品		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
	产量（亿片）	28.99	30.08	17.11	3.24
	产能利用率（%）	41.41	42.97	24.44	18.51
原料药	产能（吨）	4,054.60	4,242.10	7,143.00	1,785.75
	产量（吨）	3,312.29	2,735.59	5,355.69	1,095.27
	产能利用率（%）	81.69	64.49	74.98	61.33

资料来源：华海药业

注：境外制剂指夏洛特工厂生产的制剂，主要包括乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品。2020 年度及 2021 年第一季度，原料药产品含中间体。

成本因素

该公司设立采购管理中心统一负责公司及下属分子公司的采购工作。采购内容主要包括外购原料药、原辅料、包装材料；生产设备、配件及辅助材料；分析仪器、实验室耗材和试剂等，其中制剂的活性成分原料大部分由公司自行生产供应。公司大宗或大额物资实行公开招标模式采购，由多家合格供应商提供报价，公司从质量、技术、服务、价格四个维度进行考核后选择。公司对大宗原材料及采购金额较大产品采购货款以银行票据结算为主，承兑一般半年期，支付承兑的期限一般为货到检测合格 30 天内支付；对金额较小的原材料以电汇结算为主，付款期多数为货到化验合格 15 至 30 天内全额电汇支付。公司现有供应商中比较大的有上海延安医药洋浦股份有限公司、泰兴金江化学工业有限公司、金溪斯普瑞药业有限公司、联化科技（德州）有限公司和宁波六顺国际贸易有限公司等，2020 年度公司前五名供应商采购额合计 1.74 亿元，占当期采购总额的 10.75%，前五名供应商采购额中无关联方。

该公司制剂的原材料主要为原料药，原料药的原材料主要为化工原料。2018~2020 年度，公司原材料采购成本分别为 15.07 亿元、12.32 亿元和 16.20 亿元，分别占营业成本的 73.51%、57.93%和 68.88%。采购价格方面，跟踪期内相关化工原料及原料药价格整体呈上涨趋势，对公司成本控制产生了一定压力。

图表 12. 公司主要原材料采购情况

主要原材料		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
钯粉	采购量（吨）	76.52	—	74.16	8.62
	采购单价（元/公斤）	15.65	—	50.55	49.40
乙酸乙酯	采购量（公斤）	8,612.57	6,007.58	10,054.58	1,682.62
	采购单价（万元/公斤）	6.19	5.01	5.14	7.06
2-溴丁酸乙酯	采购量（公斤）	1,168.25	1,409.75	1,569.50	357.00
	采购单价（万元/公斤）	38.77	50.26	44.81	44.57
邻氯苯腈	采购量（吨）	1,670.79	1,779.53	2,239.13	512.31
	采购单价（元/公斤）	28.77	69.61	37.38	23.77
咪唑醛	采购量（吨）	196.29	217.10	314.70	80.75

主要原材料		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
	采购单价（元/公斤）	200.45	226.75	230.43	225.48

注：根据华海药业提供的数据整理

市场因素

该公司已在临海、杭州、上海、欧洲及美国等地区或国家建立了营销中心，形成了特色原料药、国内制剂、国外制剂相结合的营销体系。公司海外销售平台主要包括华海（美国）国际有限公司（以下简称“华海美国”）、普霖强生生物制药股份有限公司（以下简称“普霖强生”）和 Solco Healthcare US,LLC.⁶（以下简称“寿康健康”），其中华海美国负责原料药美国地区的境外销售；普霖强生公司是经营境外仿制药业务的控股型公司；寿科健康公司系于 2012 年 3 月收购的在美国地区从事仿制药销售业务的公司。

该公司原料药的销售市场按照药政法规严格程度大体可以分为药政市场和半药政/非药政市场。药政市场主要包括美国、欧盟、澳大利亚、日本、韩国等。随着全球一体化趋势的加强，半药政/非药政市场国家也在提高药品的准入门槛，药政和半药政/非药政市场的差距逐渐缩小。公司原料药以出口为主，出口销售方式可分为自营出口及通过国内贸易商、中间商销售等，其中自营出口主要系为减少中间环节的费用，提高市场竞争力采取的重要销售方式，近年在原料药销售占比中呈增加趋势；贸易公司/中间商出口销售主要借助于国内的贸易公司和中间商进行的销售，整体销售占比较小。此外，公司部分原料药于境内销售，主要通过直接销售或国内贸易商、中间商销售。

该公司制剂国内销售实施“省区经营管理责任制”、“大流通”、“类事业部合作管理制”多元混合销售模式。公司国外销售可分为自行销售模式、合作销售模式和代理销售模式，其中自行销售模式主要是通过境外子公司寿科健康的销售队伍和分销渠道销往最终客户；合作销售模式主要是与境外公司合作，双方按合同共同分担研发费用和风险、注册制剂产品，所有合作产品的费用和利润由双方共同分担和分享；代理销售主要系销售其他公司的产品。

近年来，随着该公司原料药、中间体及制剂产品市场的逐步打开，相关产品销量有所增加。销售单价方面，原料药产品市场竞争较激烈，其销售价格持续下降；制剂产品由于带量采购原因产品销售价格有所下降。2020 年度，公司前五大客户销售额为 10.16 亿元，占营业收入比重的 15.67%，不存在对少数客户的依赖情况。

图表 13. 公司主要产品销售量明细表

产品			2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
原料药	卡托普利	销量（吨）	100.68	131.74	136.05	41.04
		产销率（%）	59.75	164.13	98.12	80.81

⁶ 2012年3月13日，华海药业孙公司普霖斯通与LegacyPharmaceuticals（卢森堡）国际有限公司签订收购协议，以55.1万美元完成了对寿科健康的收购。

产品		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度		
制剂产品	依那普利	销售均价（万元/吨）	47.76	54.00	49.68	46.08	
		销量（吨）	197.99	137.75	202.20	61.77	
		产销率（%）	92.89	87.51	94.85	132.19	
	坎地沙坦酯	销售均价（万元/吨）	66.32	84.72	81.78	80.51	
		销量（吨）	37.32	52.02	72.12	4.70	
		产销率（%）	90.05	92.56	99.86	24.67	
	盐帕罗西汀片-国内	盐帕罗西汀片-国内	销量（万盒）	865.24	594.26	991.26	183.17
			产销率（%）	113.43	107.66	102.46	88.23
			销售均价（万元/万盒）	48.38	30.47	25.06	25.67
氯沙坦钾片-国内		销量（万盒）	1,214.91	2,229.95	3,168.08	916.04	
		产销率（%）	68.87	110.12	86.68	156.07	
		销售均价（万元/万盒）	23.96	14.83	17.19	18.31	
拉莫三嗪控释片-美国		销量（万盒）	12.68	16.10	8.50	7.18	
		产销率（%）	98.44	97.18	63.98	371.80	
		销售均价（万元/万盒）	210.44	115.30	257.02	80.90	

注：根据华海药业提供的数据整理

技术因素

近年来，该公司坚持创新发展，不断加大研发投入。2018~2020 年度，公司研发投入分别为 5.18 亿元、5.47 亿元和 6.88 亿元，研发投入占营业收入的比例分别为 10.17%、10.16%和 10.61%。截至 2020 年末，公司拥有研发人员 1,263 人，已建立起以美国研发为前沿技术信息平台、以上海研发为仿制创新技术平台、以临海研发为产业化转化平台的立体互动研发体系，形成从实验室研究、到中试放大、再到商业化生产的完整研发体系。

该公司医药研发涵盖化学原料药、化学制剂、生物制剂、创新药等领域，聚焦心血管类、神经系统类、抗肿瘤类、抗感染类、糖尿病类等治疗领域。2020 年度，公司生物要领域共获得 7 个国内 IND 批件、2 个美国 IND 批件，申请 6 件发明专利、新授权 1 件发明专利，有 2 个项目进入 II/III 期临床，新增 3 个早期研发项目。生物类似药项目 HOT-3010 即将进入 III 期临床；眼科项目 HB002.1M 湿性年龄相关性黄斑变性适应症进入 II 期临床、新增糖尿病黄斑水肿适应症的 II 期临床也在准备中；肿瘤项目 HB002.1T 的 Ia 期临床已经完成、Ib 期临床进展顺利；自身免疫项目 HB0017 的 I 期临床试验已经完成，目前正在分析数据；肿瘤项目 HOT-1030 的 I 期临床研究已经完成首例患者的给药；核心品种 HB0025 的美国 I 期临床已经完成首例受试者给药。2021 年生物药板块将继续聚焦于肿瘤、自身免疫和眼科等治疗领域，预计将提交 3-4 个 IND，申请 3-5 件发明专利，并进一步推进各项临床研究。小分子创新药研发方面，主要涉及心脑血管、中枢神经、免疫及肿瘤等领域的药物研发，拥有多个处于不同研发阶段的项目。原料药方面，公司积极推进研发平台项目建设，未来 3-5 年将逐步规划建立多肽、发酵、无菌原料药等生产平台；产品治疗领域涵盖内分泌用药、神经系统类用药、心血管类用药、

抗病毒用药、风湿用药、皮肤用药、妇科用药等。

截至 2020 年末，该公司主要在研项目 13 个⁷，主要涉及糖尿病类、神经系统类、心血管类、抗肿瘤类等多个重要治疗领域。未来，公司将逐步加强创新药物的研发，加快新产品申报和产业化进度，以满足其快速发展的需求。但医药制造业的新产品开发具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点，如果新产品未能研发成功或者最终未能通过注册审批，将对公司前期投入的回收和效益实现产生不利影响。

缙沙坦原料药杂质事件

该公司于 2018 年 7 月和 10 月分别公告了《关于缙沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的公告》和《关于缙沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的进展公告》⁸。公告称：2018 年 6 月 15 日，公司在对缙沙坦原料药生产工艺进行优化评估的过程中，发现并检定其中一未知杂质为亚硝基二甲胺（NDMA），含量微量。根据相关科学文献中基于动物实验的数据显示，NDMA 对人类来说有可能是致癌的，但目前并没有直接证据表明 NDMA 会在人体中引起癌症。虽然各国的注册法规对此生产工艺中产生的 NDMA 杂质的可接受控制限度尚未出台标准，且公司生产标准符合国际注册标准（ICH）的标准，但考虑到该杂质的基因毒性风险，公司作为缙沙坦原料药的主要供应商之一，基于风险防范考虑及对公众健康负责的态度，公司采取了如下措施：1、主动报告中国、美国以及欧盟等药品监管部门；2、主动停止缙沙坦所有原料药和制剂的商业化生产和全球供货；3、主动召回已上市的缙沙坦原料药、中国和美国上市的缙沙坦制剂产品，并督促国内缙沙坦制剂客户尽快完成其相应的缙沙坦制剂产品召回工作；4、与客户协商补偿解决方案；5、主动评估其他沙坦类产品杂质的存在风险（检测结果表明其他沙坦类产品未检出 NDMA 杂质）；6、新工艺开发，以控制在最终产品中 NDMA 杂质的产生。

2018 年 9 月，该公司分别收到 FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告，对公司出口美国市场的原料药业务及制剂业务及欧盟的缙沙坦原料药业务造成一定的影响。2017 年度，FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告所涉及产品的销售总额约为 5.62 亿元，占公司当期总销售额的比例为 11.24%；2018 年 1~8 月，所涉及产品的销售总额约为 4.30 亿元，占公司当期总销售额的比例为 13.04%。

图表 14. 公司受 FDA 及欧盟禁令影响的产品销售情况（单位：亿元）

	2017 年销售收入	2018 年 1-8 月销售收入
川南生产基地出口美国市场的原料药销售额	0.02	0.02
使用川南生产基地原料药生产的出口美国市场的制剂销售额	3.60	3.10

⁷ 详见《浙江华海药业股份有限公司 2020 年年度报告》P26 页主要研发项目基本情况。

⁸ 浙江华海药业股份有限公司临 2018-059 号、临 2018-061 号、临 2018-064 号、临 2018-065 号、临 2018-068 号、临 2018-071 号和临 2018-089 号。

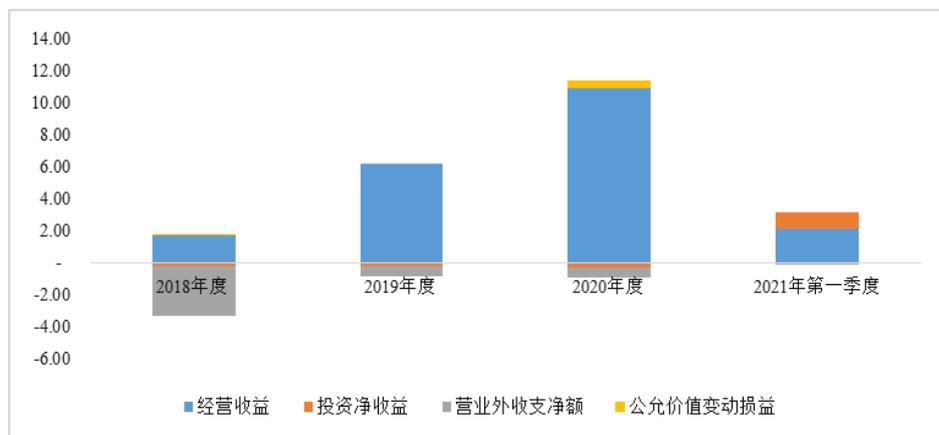
	2017 年销售收入	2018 年 1-8 月销售收入
公司欧洲市场缬沙坦原料药销售额	2.00	1.18
合计	5.62	4.30

资料来源：华海药业

受缬沙坦杂质事件影响，该公司 2018 年度承担了因产品召回、客户补偿、推进缬沙坦杂质事件处置等发生的损失；同时，公司基于谨慎性原则，对于召回产品及库存产品计提跌价准备，对未来可能发生的召回费用、客户补偿进行较为充分、合理的估计并计提，该部分损失对于公司 2018-2019 年度经营业绩产生较大影响。2018 年度，公司列支及计提的与缬沙坦杂质事件相关的直接损失合计 4.14 亿元。2019 年度，系受缬沙坦事件影响，公司暂停了相关产品的生产和销售。公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月收到缬沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缬沙坦片国内市场销售资格。截至 2021 年 3 月末，公司对于缬沙坦事件计提的预计负债余额为 1.46 亿元（可准确估计的损失）。公司正积极配合 FDA 进行整改，但美国 FDA 的禁令暂未解除。本次缬沙坦杂质事件可能在一定程度上损害公司的声誉，进而可能对公司的经营业绩产生不利影响。对于原料药客户 SANDOZ（山德士制药有限公司，以下简称“山德士”）提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估。目前案件尚未开庭，关注案件进展及对公司财务的影响。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据华海药业所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来源于主业盈利，依托较好的垂直一体化竞争优势、研发推动及带量采购销售放量等作用，营业收入保持增长态势。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司营业毛利分别为 30.44 亿元、32.62 亿元、41.33 亿元和 9.42 亿元。随着公司经营范围的扩大，公司规模效应逐步提高，毛利水平有所增长，同期综合毛利率分别为 59.75%、60.54%、63.73% 和 62.93%。

该公司期间费用率较为稳定，2018~2020 年及 2021 年第一季度期间费用

占营业收入的比重分别为 53.09%、46.47%、44.88%和 47.00%。同期，期间费用分别为 27.05 亿元、25.04 亿元、29.10 亿元和 7.03 亿元，公司期间费用以销售费用和管理费用为主，财务费用支出相对较少。由于公司业务拓展力度加大及研发投入增加等原因，公司管理费用规模有所增长。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司管理费用（包含研发费用）分别为 12.37 亿元、13.63 亿元、16.49 亿元和 3.85 亿元，主要为研发费用、人工支出、环保支出及折旧等；同期，销售费用分别为 12.94 亿元、9.61 亿元、9.96 亿元和 2.90 亿元，主要为市场推广费、人工费用等；财务费用分别为 1.74 亿元、1.80 亿元、2.65 亿元和 0.28 亿元，2020 年财务费用由于美元汇率大幅下跌、汇兑损失增加而有所增大。整体而言，公司期间费用规模较大，一定程度上侵蚀了经营业绩。

图表 16. 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	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	50.95	53.88	64.85	14.97	15.71
毛利（亿元）	30.44	32.62	41.33	9.42	9.44
期间费用率（%）	53.09	46.47	44.88	47.00	40.79
其中：财务费用率（%）	3.41	3.35	4.08	1.89	0.34
全年利息支出总额（亿元）	1.40	2.25	1.35	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

2018~2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别取得营业外收入及其他收益合计为 3.26 亿元、2.19 亿元、1.48 亿元和 0.18 亿元，主要为与日常经营活动相关的政府补助等。公司投资收益及公允价值波动损益规模较小，对利润贡献较为有限。同期末，公司净利润分别为 1.35 亿元、6.07 亿元、9.95 亿元和 2.60 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益	-0.16	-0.18	-0.22	1.00
营业外收入及其他收益	3.26	2.19	1.48	0.18
其中：政府补助	3.12	2.07	1.35	—
公允价值变动损益	0.20	—	0.48	—

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将持续加快产业转型升级步伐，推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，不断提升研发创新能力，加速生物药和创新药领域的发展。公司资本性支出计划主要围绕在建项目和研发支出等展开。在建项目方面，目前主要项目包括年产 200 亿片（粒）出口制剂工程、南洋区块厂区工程 16 个原料药项目、制剂抗肿瘤

车间、华海制药项目和华海生物项目、华海南通工程、川南原料药生产基地等项目。其中华海生物项目为本次募投项目生物园区制药及研发中心⁹项目重要子项目，建设完成后可为在研的高端生物药提供生产能力；华海制药项目预计投资规模为 56.78 亿元，系临海国际医药小镇华海制药科技产业园项目一期工程¹⁰重要组成部分，主要建设内容包括研发办公基地、医药生产基地、高层次人才公寓和职工宿舍等，规划建设时间约为 5 年。该规划园区将接轨国际高端医药市场，按照欧美 cGMP 标准，引进国际一流设备，布局高端制剂、创新药、新型抗生素、抗肿瘤、高致敏、原研合作六大板块及相应的配套设施，建成后将承接公司所有制剂药产品的生产。

该公司主要在建项目计划总投资 103.09 亿元，截至 2021 年 3 月末已投入 24.19 亿元。公司在建项目所需资金较大，且部分项目资金来源尚未明确，关注资金支付压力及产能释放压力。

图表 18. 截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目情况(单位：亿元)

项目名称	总投资	预计完工时间	已投资	资金来源
年产 200 亿片（粒）出口制剂工程	10.16	2021 年 12 月	10.90	自筹资金、募集资金
华海南通工程	7.85	2022 年 12 月	2.99	自筹资金
南洋区块厂区工程-年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目	10.00	2022 年 12 月	0.70	自筹资金、募集资金
制剂抗肿瘤车间	2.00	—	1.58	自筹资金
华海制药项目	56.78	2024 年 12 月	3.10	自筹资金
华海生物项目-生物园区制药及研发中心子项目	10.47	2022 年 10 月	3.61	自筹资金、募集资金
F5 高架库项目	4.20	2021 年 9 月	0.52	自筹资金
华南 11、12 车间及桥架改造项目	1.63	2021 年 12 月	0.80	自筹资金
合计	103.09	—	24.19	—

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

注：公司未提供未来投资计划。

管理

该公司股权结构清晰，为公司发展奠定了良好的基础。公司股东大会、董事会、监事会日常运作规范，法人治理机制健全。

该公司为自然人控股的上海证券交易所上市企业，公司实际控制人为陈保华。截至 2021 年 5 月 14 日，陈保华共持有公司股份 3.66 亿股，占公司总股本的 25.14%，其中股票质押数为 0.52 亿股，占其所持股份的 14.14%。公司股权结构清晰稳定，为业务发展奠定了良好基础。公司产权情况详见附录

⁹ 项目总投资金额为 14.94 亿元，功能主要为生物类药品的生产、研发、仓储等，项目建设期为 2 年。该研发、生产基地可为公司生物药研发生产提供支撑。

¹⁰ 临海国际医药小镇华海制药科技产业园项目预计总投资 100 亿元，为满足公司未来业务发展的需要，公司规划在临海国际医药小镇内征用地约 1200 亩，拟建设研发办公基地、高端医药生产基地、华海技术学校、医药文化中心、高层次人才公寓和职工宿舍等项目，项目规划建设周期约为 8 年，共分两期建设。

一。公司关联交易主要体现为与关联方的资金往来，日常经营交易活动规模均较小，对公司业绩影响相对有限。

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，近三年公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常。

未决诉讼方面，受缙沙坦事件影响，该公司及子公司尚存在未决诉讼，由于该诉讼目前均尚未结案，诉讼结果存在不确定性，公司目前无法可靠预计上述未决诉讼对公司的影响。

未决仲裁方面，该公司于 2020 年 5 月 14 日披露了《浙江华海药业股份有限公司关于公司涉及仲裁的公告》，根据公告“山德士及其下属公司因公司供应的缙沙坦原料药的杂质问题，认为公司违反了与其签订的《框架供货协议》项下的义务导致其遭受损失，向位于德国汉堡的中欧仲裁中心提起仲裁，申请公司赔偿因杂质事件所遭受的所有直接和间接损失，包括已发生的以及部分未来可能发生的损失，赔偿总额约 1.15 亿美元（其中主要组成部分为因该产品的销售损失所导致的利润损失约 6,840 万美元）。2017 年及 2018 年 1-6 月，公司分别出售给山德士及其下属公司的缙沙坦原料药合计金额约为 531 万美元和 673 万美元。截至目前，公司与除山德士外的其他大部分客户已达成共识，就其召回产品的相关直接成本进行适当补偿，并签署了相关协议或做了相应的安排。”目前，该仲裁案件尚未开庭，公司已聘请专业律师团队代理应对该仲裁案件，由于涉及国际仲裁，公司聘请的律师认为此案的程序处理可能需耗时二到三年，但也有可能随着仲裁案件的推进耗时有所增减。仲裁结果尚存在不确定性，公司亦无法准确判断对本期利润及期后利润的影响。

图表 19. 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	2021/5/13	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/6/14	不涉及	无	无	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	2021/6/14	无	有	有	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/6/14	无	无	无	无
质量	公司情况说明	—	无	有	有	无

资料来源：根据华海药业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

该公司持有一定货币资金存量，经营获现能力也较好。发行“华海转债”后债务期限结构偏长期，目前财务杠杆处于合理水平。但公司刚性债务占比仍较高，存在一定流动性压力。公司未来仍有一定项目建设及研发投入，有较大的投资性支出需求，资产负债率或将上升。

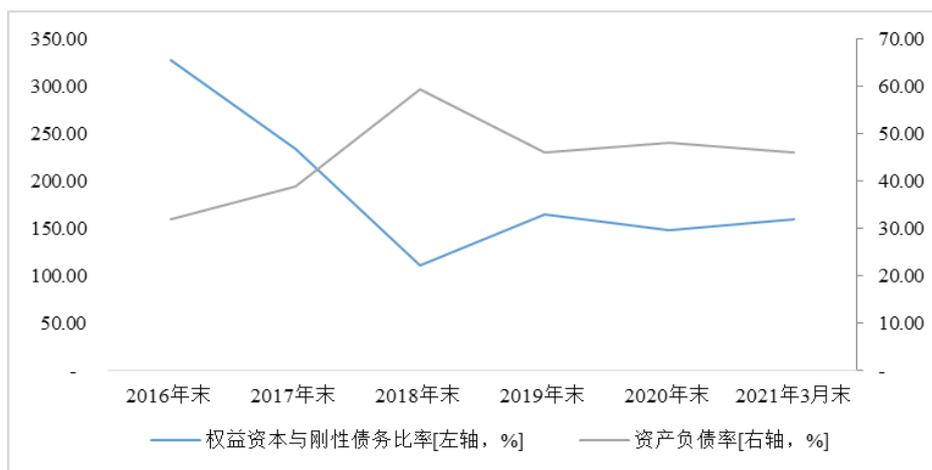
1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。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 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据华海药业所提供数据绘制

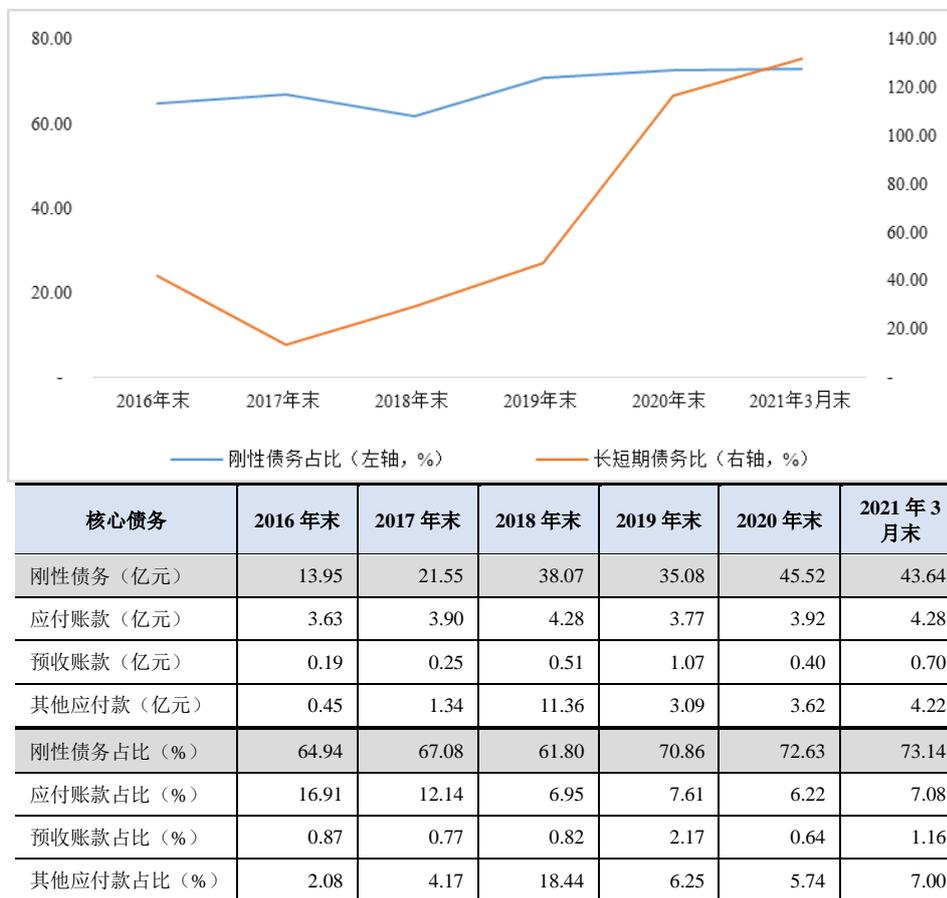
2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 67.24 亿元和 69.78 亿元，分别较上年末增长 16.36% 和 3.78%。2020 年末公司所有者权益大幅增长，主要系有“华海转债”发行溢价及经营积累增加，其他权益工具、盈余公积、未分配利润规模增大所致。同期末，公司未分配利润分别为 31.76 亿元和 34.31 亿元，约占所有者权益的 50%。2020 年公司现金分红 2.91 亿元，占归属于上市公司普通股股东的净利润的 31.29%。公司未分配利润占比较大，且近年进行了多次分红，需关注后续分红对公司权益资本稳定性的影响。

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司负债总额分别为 62.67 亿元和 59.67 亿元，分别较上年末变动 26.58% 和 -4.79%；同期末资产负债率分别为 48.24% 和 46.09%，目前公司负债经营程度处于较合理水平。但公司在建及拟建项目规模

较大，其中临海国际医药小镇华海制药科技产业项目建设周期较长，所需资金较大，预计随着项目的建设，公司资产负债率或将上升。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据华海药业所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务及应付账款、其他应付款构成。截至 2020 年年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务分别为 45.52 亿元和 43.64 亿元，分别占负债总额的 72.63% 和 73.14%，同期末，应付账款余额分别为 3.92 亿元和 4.28 亿元，主要为应付材料款、应付工程款及应付设备款等；其他应付款余额分别为 3.62 亿元和 4.22 亿元，主要是应付的产品及业务推广服务费，押金保证金及应付暂收款等；递延收益为 2.99 亿元和 2.96 亿元，全部为与资产相关的政府补助，主要包括国际医药小镇项目建设补助、生产线技术改造项目等；预计负债为 1.52 亿元和 1.52 亿元，主要系缙沙坦杂质事件发生后，公司计提的召回费用和对客户的补偿等。

(3) 刚性债务

图表 22. 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	8.61	19.33	29.07	23.29	16.30	14.22
其中: 短期借款	4.62	10.60	24.19	14.17	10.05	8.73
一年内到期的长期借款	—	5.00	2.33	7.11	1.24	1.24
应付票据	3.97	3.70	2.34	2.01	5.02	4.25
其他短期刚性债务	0.01	0.03	0.20	—	—	—
中长期刚性债务合计	5.35	2.22	9.00	11.79	29.21	29.43
其中: 长期借款	5.35	2.22	9.00	11.79	13.26	13.28
应付债券	-	-	-	-	15.95	16.15
综合融资成本 (年化, %)	3.56	3.11	3.94	6.79	2.97	—

资料来源: 根据华海药业所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

2020 年末及 2021 年 3 月末, 该公司刚性债务分别为 45.52 亿元和 43.64 亿元, 其中短期刚性债务分别为 16.30 亿元和 14.22 亿元, 自公司发行“华海转债”后债务结构偏长期。公司刚性债务主要由银行借款及应付票据构成。2021 年 3 月末, 公司银行借款为 23.25 亿元, 其中信用借款为 15.41 亿元、抵押借款为 5.17 亿元、抵质押借款为 2.66 亿元。2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司应付票据分别为 5.02 亿元和 4.25 亿元, 均为应付银行承兑汇票。公司发行可转换公司债券后, 综合融资成本有所下降, 目前融资成本约为 3% 左右。

图表 23. 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	8.03	—	—	2.64	16.15
3%~4% (不含 4%)	6.53	—	3.25	—	—
4%~5% (不含 5%)	1.22	2.97	0.04	1.34	3.03
5%~6% (不含 6%)	—	—	—	—	—
6%~7% (不含 7%)	—	—	—	—	—
7% 及以上	—	—	—	—	—
合计	15.78	2.97	3.29	3.98	19.18

资料来源: 华海药业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期 (天)	317.42	347.54	461.64	485.62	439.03	—
营业收入现金率 (%)	95.79	92.63	90.71	104.32	88.96	108.26

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
业务现金收支净额（亿元）	13.28	16.96	13.44	28.97	29.73	3.88
其他因素现金收支净额（亿元）	-8.95	-10.50	-12.76	-11.43	-14.18	-3.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.33	6.46	0.68	17.54	15.55	0.65
EBITDA（亿元）	8.54	11.26	6.43	13.98	18.24	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.68	0.62	0.22	0.38	0.45	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	23.45	19.95	4.60	6.22	13.08	—

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

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461.64天、485.62天和439.03天，营运周期较长，主要系存货周转速度及应收账款周转速度较慢所致。存货周转方面，公司原料药及制剂产品有80%以上销往国外规范药政市场，而规范药政市场对特色原料药、生产工艺、产品检验等方面有较高要求，增加了公司从产品备料到成品发货的周期（一般为6~8月）。公司近年不断通过增加以销定产占总体销售的比例，并根据年度的销售计划及市场情况适时调节原材料库存比例，并引进SAP系统来提升存货管理的能力。公司应收账款周转速度较慢，主要系公司原料药及制剂较大部分为出口业务，账期为1~4个月左右，相对国内原料药业务账期较长。

该公司经营性现金流入以销售商品、提供劳务所得现金为主，另有少量政府补助、日常交易少量往来款项、收到银行承兑汇票保证金及在途货币资金等。经营性现金流出以购买商品、接受劳务支出为主，另有研发费、产品推广服务费等其他经营活动支出项目。2020年及2021年第一季度，公司经营性现金净流量分别为15.55亿元和0.65亿元，分别同比变化-11.32%和-81.79%。2020年以来原材料采购价格上涨、汇率下降、应付票据波动及应付薪酬增加等，致使经营活动现金流净流入规模有所下降。公司产品账款结算较为及时，现金获取能力较强，同期营业收入现金率分别为88.96%和108.26%。

2020年度，该公司EBITDA为18.24亿元，整体利润规模有所增加。同年，EBITDA/刚性债务、EBITDA/全部利息支出分别为0.45倍和13.08倍，对债务的保障倍数有所增加。

（2）投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.13	-4.43	-1.36	0.01	-1.15	0.73
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	-7.32	-7.91	-11.21	-7.90	-12.44	-4.86
其他因素对投资环节现金流量影响	0.38	1.00	0.00	-0.02	0.02	-0.03

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
净额						
投资环节产生的现金流量净额	-7.07	-12.35	-12.57	-7.91	-13.58	-4.16

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

由于该公司近年在建项目投入及投资活动不断增加，致使公司投资性现金流净流出规模持续增大。2020年及2021年第一季度，公司投资性现金流净额分别为-13.58亿元和-4.16亿元，呈大额净流出状态，主要系随着在建项目持续推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
权益类净融资额	2.68	-2.42	-3.08	7.61	-3.96	-0.18
债务类净融资额	1.42	8.05	16.65	-2.51	9.99	-1.42
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.01	-0.07	-0.02	-9.11	-0.06	—
筹资环节产生的现金流量净额	4.09	5.57	13.55	-4.01	5.96	-1.60

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

注：其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要系支付收购子公司少数股东股权的相关款项，2019年规模较大主要系支付普霖强生少数股权及相应利息款9.05亿元所致。

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非公开发行股票的方式满足。2020年及2021年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为5.96亿元和-1.60亿元，其中2020年公司发行“华海转债”募集资金较多，致使筹资活动现金流呈大额净流入状态。未来随着公司在建项目的推进，公司或仍有一定筹资需求。

4. 资产质量

图表 27. 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%）	35.11	40.72	52.12	52.67	65.23	61.11
	52.20	49.26	50.28	49.09	50.21	47.21
其中：货币资金（亿元）	7.92	6.91	9.11	15.04	22.12	17.03
应收款项（亿元）	12.81	16.04	18.94	12.89	16.70	16.51
存货（亿元）	13.30	15.94	21.85	22.17	23.68	24.94
其他应收款（亿元）	0.15	0.09	0.43	0.21	0.40	0.33
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	32.15	41.95	51.55	54.63	64.68	68.34
	47.80	50.74	49.72	50.91	49.79	52.79

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
其中：固定资产（亿元）	18.65	22.33	27.12	28.73	32.09	31.56
在建工程（亿元）	6.96	7.05	8.12	9.30	11.57	15.30
无形资产（亿元）	4.31	5.62	6.18	6.48	8.07	8.01
长期股权投资（亿元）	0.00	3.35	3.68	3.46	4.45	4.19
商誉（亿元）	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.41	0.13	0.19	3.69	5.49	5.96
受限资产账面余额/总资产（%）	0.61	0.16	0.18	3.44	4.22	4.60

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

该公司资产规模呈扩张态势，2020年末及2021年3月末，公司资产总额分别为129.91亿元和129.45亿元，分别同比变化21.08%和-0.35%。公司资产分布较为均衡，同期末，公司流动资产在资产总额中的占比分别为50.21%和47.21%。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至2020年末，公司货币资金为22.12亿元，其中募集账户资金为4.27亿元，受限货币资金为0.14亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等；公司应收账款年末余额为16.70亿元，较上年末增长29.53%，其规模增长主要系销售规模增大所致。公司应收账款账龄集中在一年以内，且应收账款主要是给予例如 Mckesson Financial Center、AmerisourceBergen Health Corp 等国内外大型的医药企业及经销商的账期所致，2020年公司应收账款前五名合计占比45.96%，客户集中度较高。截至2020年末，公司对应收账款计提坏账准备1.17亿元，计提比例为6.27%；存货年末余额为23.68亿元，其中库存商品、原材料、在产品 and 半成品账面余额分别为12.07亿元、5.17亿元、2.96亿元和2.53亿元。存货中原材料主要为基础化工原料，在产品为公司正在生产中的产品，半成品系主要工序基本完成但尚未包装验收入库的产品，库存商品包括验收入成品库的各类原料药、医药中间体及制剂。跟踪期内，公司制剂业务增长较多，公司制剂主要采用自产原料药，由于制剂产品整体生产周期相对较长，导致期末原材料、在产品及自制半成品库存规模有所上升。2020年末公司已计提存货跌价准备0.81亿元。截至2021年3月末，公司流动资产未发生较大变化。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资等构成。截至2020年末，公司固定资产年末余额为32.09亿元，较上年末增长11.67%，主要系年产200亿片（粒）出口制剂工程、川南车间改造项目等在建项目部分转固所致。公司固定资产主要由机器设备和房屋及建筑物构成；在建工程年末余额为11.57亿元，较上年末增长24.48%，主要系在建项目投入增加所致，后续公司仍存在较大规模的投资需求；无形资产余额为8.07亿元，资产主要集中于土地使用权；长期股权投资为4.45亿元，主要系对 Eutilex Co., Ltd 和丹阳海盛股权投资中心（有

限合伙)等公司的投资。其他非流动金融资产为 1.89 亿元,主要包括共同药业(证券代码“300966.SZ”)、盟科医药有限公司等权益工具投资。截至 2021 年 3 月末,公司在建工程随着华海制药、华海生物、华南改造等项目进度推进,较上年末增长 32.19%至 15.30 亿元。公司其他非流动资产科目无较大变化。

截至 2021 年 3 月末,该公司受限资产为 5.96 亿元,其中因抵质押受限的存货和应收账款为 2.66 亿元、因抵押受限的固定资产、在建工程、无形资产为 3.13 亿元。同期末,公司受限资产占资产总额 4.60%。

图表 28. 截至 2021 年 3 月末,公司受限资产情况(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.16	银行冻结存款、银行承兑汇票保证金、信用证保证金
固定资产、在建工程、无形资产	3.13	借款抵押
存货、应收账款	2.66	借款抵押及质押
合计	5.96	—

资料来源:根据华海药业所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 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(%)	231.97	143.64	109.36	156.89	225.64	237.57
速动比率(%)	141.73	84.72	62.29	89.47	141.36	137.19
现金比率(%)	78.53	26.25	19.99	48.23	79.47	67.98

资料来源:根据华海药业所提供数据整理

为满足该公司业务的快速发展和多个研发项目投资及经营需求,公司银行借款有所增加,使得公司流动比率与速动比率产生一定波动。2020 年末及 2021 年 3 月末流动比率分别为 225.64%和 237.57%;同期末速动比率分别为 141.36%和 137.19%。但公司货币资金存量较为充裕,且经营活动现金流情况较好,整体资金流动性较好。

6. 表外事项

截至目前,该公司因缬沙坦杂质事件收到山德士客户的仲裁及美国市场消费者诉讼的损失尚无法准确预估。相关仲裁及诉讼结果尚存在不确定性,公司无法准确判断上述事件可能对公司造成的影响,关注上述事项进展。

截至 2021 年 3 月末,该公司无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料药及制剂等产品的生产及销售业务。2020 年,公司本部营业收入为 45.66 亿元,净利润为 8.07 亿元;经营活动现金流净额

为 12.92 亿元，投资活动现金流净额为-15.13 亿元。截至 20120 年末，本部资产总额为 126.55 亿元，资产负债率为 42.53%；负债总额为 53.82 亿元，其中刚性债务为 38.07 亿元。从资产分布看，公司本部资产集中于非流动资产，2020 年末为 74.93 亿元，主要由长期股权投资及固定资产等构成。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2021 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 75.27 亿元，其中尚未使用的额度为 47.86 亿元，后续仍有一定的融资空间。

图表 30. 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/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	75.27	75.17	23.22	0.85%-4.65%	信用、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	7.00	7.00	4.02	3.60%-3.70%	信用、抵押、质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.50	30.40	6.02	0.85%-0.41%	信用、抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	49.82	49.75	43.24	—	—

资料来源：根据华海药业所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，债券期限为 6 年，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司

债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

跟踪评级结论

该公司主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售。公司是全球规模居前的普利类、沙坦类原料药供应商。2020年，受益于国家集采的推进、公司中标产品的增多及沙坦类产品的欧盟 CEP 证书恢复，公司国内制剂业务及原料药业务销售规模大幅增加。但汇率价格波动、海外疫情对公司业绩产生了一定影响。公司在建项目及研发投入规模较大，后续存在一定产能释放压力及投融资压力。

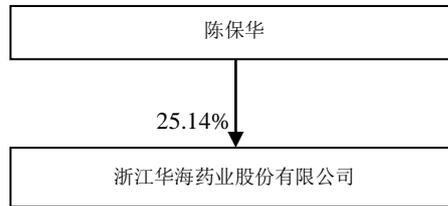
该公司于 2018 年发生缬沙坦杂质事件，该事件对公司 2018 年和 2019 年经营业绩造成一定影响。公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月收到缬沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缬沙坦片国内市场销售资格，但美国 FDA 的禁令暂未解除。目前，对于原料药客户 SANDOZ 提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估，相关诉讼及仲裁周期较长，需关注事件进展及对公司业务经营的影响。

该公司股权结构清晰，为公司发展奠定了良好的基础。公司股东大会、董事会、监事会日常运作规范，法人治理机制健全。

该公司持有一定货币资金存量，经营获现能力也较好。发行“华海转债”后债务期限结构偏长期，目前财务杠杆处于合理水平。但公司刚性债务占比仍较高，存在一定流动性压力。公司未来仍有一定项目建设及研发投入，有较大的投资性支出需求，资产负债率或将上升。

附录一：

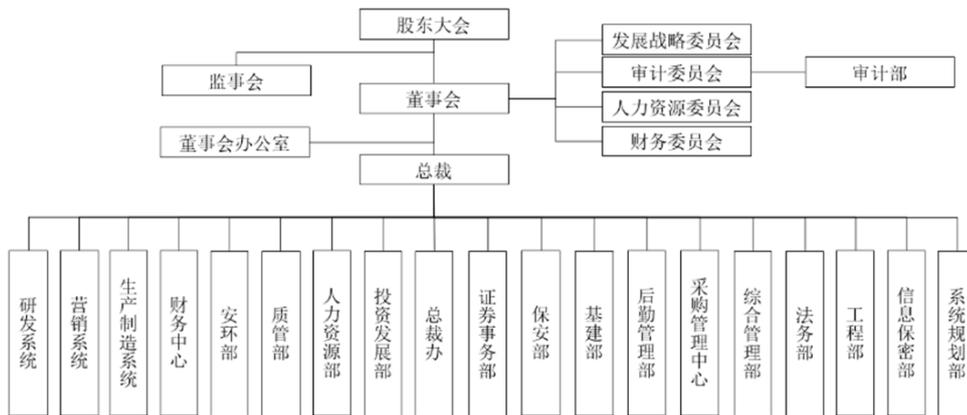
公司与实际控制人关系图



注：根据华海药业提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据华海药业提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）、华海药业的生产制造系统包括原料药生产及制剂生产。

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	EBITDA	
浙江华海药业股份有限公司	华海药业	本部	—	药品生产	38.07	72.72	45.66	8.07	12.92	13.66	
临海市华南化工有限公司	华南化工	子公司	100.00	医药化工	0.54	2.16	3.03	0.39	0.71	0.65	
浙江华海医药销售有限公司	华海医药	子公司	95.00	零售批发	-	3.94	14.04	2.89	1.65	3.87	
华海(美国)国际有限公司	华海美国	子公司	100.00	进出口贸易	2.64	1.95	11.13	0.10	-0.49	0.70	
华海药业南通股份有限公司	华海南通	子公司	100.00	医药化工	-	1.37	0.00	-0.14	-0.09	-0.06	
南通华宇化工科技有限公司	华宇化工	子公司	100.00	医药化工	-	1.36	2.33	0.10	0.57	0.29	
江苏云舒海进出口有限公司	江苏云舒海	子公司	100.00	进出口贸易	0.08	0.07	1.43	0.01	0.12	0.04	
昌邑华普医药科技有限公司	华普科技	子公司	51.00	医药化工	-	1.78	3.25	1.03	0.44	1.43	
长兴制药股份有限公司	长兴制药	子公司	60.49	医药化工	-	2.34	2.13	0.32	0.27	0.50	
浙江华海制药科技有限公司	华海科技	子公司	100.00	医药化工	4.41	2.82	0.00	-0.06	0.15	0.01	
浙江华海投资管理有限公司	华海投资	子公司	100.00	投资管理	-	1.08	-	0.05	-0.02	0.05	
浙江华海生物科技有限公司	华海生物	子公司	100.00	科研开发	-	6.61	0.00	-0.09	0.08	-0.03	

注：根据华海药业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]	103.67	107.29	129.91	129.45
货币资金[亿元]	9.11	15.04	22.12	17.03
刚性债务[亿元]	38.07	35.08	45.52	43.64
所有者权益[亿元]	42.07	57.79	67.24	69.78
营业收入[亿元]	50.95	53.88	64.85	14.97
净利润[亿元]	1.35	6.07	9.95	2.60
EBITDA[亿元]	6.43	13.98	18.24	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.68	17.54	15.55	0.65
投资性现金净流入量[亿元]	-12.57	-7.91	-13.58	-4.16
资产负债率[%]	59.42	46.14	48.24	46.09
权益资本与刚性债务比率[%]	110.49	164.73	147.73	159.89
流动比率[%]	109.36	156.89	225.64	237.57
现金比率[%]	19.99	48.23	79.47	67.98
利息保障倍数[倍]	2.12	4.39	9.98	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	461.64	485.62	439.03	—
毛利率[%]	59.75	60.54	63.73	62.93
营业利润率[%]	9.33	15.30	19.84	22.44
总资产报酬率[%]	3.19	9.34	11.39	—
净资产收益率[%]	2.91	12.15	15.91	—
净资产收益率*[%]	2.40	11.77	15.34	—
营业收入现金率[%]	90.71	104.32	88.96	108.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.79	43.18	49.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.37	17.33	3.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.60	6.22	13.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.38	0.45	—

注：表中数据依据华海药业经审计的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	3	
		盈利能力	2	
		公司治理	3	
	财务风险	财务政策风险	5	
		会计政策与质量	2	
		现金流状况	4	
		负债结构与资产质量	5	
		流动性	3	
		个体风险状况		3
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		3
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	前次评级	2020年6月3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（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
	本次评级	2021年6月24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（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
债项评级	历史首次评级	2020年6月3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（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
	前次评级	2021年6月24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（医药制造）MX-GS002（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、出售或以任何方式外传。