



南京药石科技股份有限公司2021年向不 特定对象发行可转换公司债券信用评级报 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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com



南京药石科技股份有限公司 2021年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



AA
稳定
AA

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对南京药石科技股份有限公司（以下简称“药石科技”或“公司”，股票代码：300725.SZ）本次拟公开发行总额不超过 11.50 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到医药研发外包服务行业景气度较好，为行业发展提供良好基础；公司在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势；近年来公司收入水平大幅增长；公司上市后资本实力得到增强。同时中证鹏元也关注到公司对部分客户依赖度较高；募集资金投入未来能否达到预期收益存在一定不确定性；公司收购浙江晖石药业有限公司（以下简称“浙江晖石”）存在商誉减值及关联交易风险；公司存在一定汇率波动、技术人员流失的风险。

债券概况

发行规模：不超过 11.50 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

发行目的：用于收购浙江晖石 46.07%股份、年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目及补充流动性资金

未来展望

- 行业景气度较高，预计公司业务持续性较好，资本实力持续增强。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	2021.6	2020	2019	2018
总资产	32.57	24.25	10.29	7.61
归母所有者权益	22.81	18.95	7.41	6.00
总债务	3.62	2.48	1.55	0.30
营业收入	6.21	10.22	6.62	4.78
净利润	3.86	1.84	1.52	1.34
经营活动现金流净额	1.90	2.72	1.27	1.60
销售毛利率	49.64%	45.79%	51.59%	57.82%
EBITDA 利润率	--	23.98%	28.59%	33.95%
总资产回报率	--	11.88%	19.62%	23.40%
资产负债率	24.21%	21.88%	28.01%	21.21%
净债务/EBITDA	--	-4.52	-0.30	-1.71
EBITDA 利息保障倍数	--	388.77	58.05	161.96
总债务/总资本	12.93%	11.58%	17.33%	4.73%
FFO/净债务	--	-17.15%	267.57%	-50.33%
速动比率	2.13	3.29	1.18	2.39
现金短期债务比	3.70	5.55	1.45	10.61

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 医药研发外包服务行业景气度较好，多种因素叠加为行业发展提供良好基础。不断增长的新药研发成本及不断降低的投资回报率使得药企与医药研发外包服务机构（CRO）的合作逐渐紧密，近年来药物研发支出的增长提升了行业发展的空间；国内多重政策的实施为医药研发外包服务机构的发展提供了良好基础。近年来行业内公司营业收入增长较快，行业景气度较好。
- 公司在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势。公司作为小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，所从事的分子砌块处于药物研发流程的最上游环节。目前公司拥有多个业内权威数据库的使用，通过不断自主研发生产，其拥有的分子砌块数量已超过 13 万个，种类较为丰富；近年来公司研发投入增速较快，技术与研发实力突出。
- 得益于公司向 CDMO 产业链的拓展，公司收入水平大幅增长。得益于公司向 CDMO 产业链的拓展，近三年公司收入复合增长率达 46.20%，随着未来新增产能的释放，CDMO 业务收入规模有望进一步增长。
- 公司上市后资本实力得到增强。公司自 2017 年首次公开发行股票以来，通过 IPO 及向特定对象发行股票获得募集资金净额合计 11.11 亿元，增强了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注

- 公司对部分客户依赖度较高。2018-2020 年公司前两大客户销售额占比均在 30% 以上，客户依赖度较高，若未来公司主要客户发生变化，将对公司生产经营带来一定不利影响。
- 募集资金的投入未来能否达到预期收益存在一定不确定性。本期债券主要拟用于收购浙江晖石的股份及年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目。但近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，结合公司产销率有所波动，未来需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。
- 存在一定关联交易及商誉减值风险。公司本期债券募集资金用途之一用于收购浙江晖石股份涉及关联交易，交易对手方南京药晖生物科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“南京药晖”）同公司存在关联关系，本次交易标的公司全部股东权益价值的评估值为 10.13 亿元，增值率为 195.56%，相较于对应的净资产账面价值增值较高。截至 2021 年 6 月末公司商誉规模占总资产比重的 10.94%，主要系收购浙江晖石产生，如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将会因此产生商誉减值损失，对公司的经营业绩产生不利影响。
- 公司存在一定汇率波动、技术人员流失的风险。公司收入主要来源于海外客户，需关注汇率波动给公司盈利带来的影响。此外，公司所处行业属于知识、技术密集型行业，且近年来行业发展迅速，对专业人才需求较大，若发生人才流失或人才短缺情况，可能给公司经营带来不利影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	药明康德	康龙化成	泰格医药	药石科技	昭衍新药	博腾股份	皓元医药
净资产	327.18	89.34	178.58	18.95	12.24	33.93	5.28
营业收入	165.35	51.34	31.92	10.22	10.76	20.72	6.35
营业收入同比增速	28.46%	36.63%	13.88%	54.36%	68.27%	33.56%	55.29%
销售毛利率	37.99%	37.47%	47.43%	45.79%	51.38%	41.68%	56.67%
资产负债率	29.32%	24.98%	8.45%	21.88%	41.92%	24.54%	38.40%
速动比率	2.57	2.65	10.22	3.29	1.02	1.78	1.38
现金到期债务比	280.02%	350.72%	942.85%	109.41%	13904.17%	96.38%	105.38%

注：以上各指标均为 2020 年数据，且分子砌块领域无较多可比公司，故选取 CRO 行业中部分公司进行比较
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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、发行主体概况

公司原名“南京药石药物研发有限公司”（以下简称“药石有限”），于2006年12月由药本（香港）新药研发有限公司（以下简称“香港药本”）出资设立，设立时注册资本为500万美元，全部由香港药本认缴，后经香港药本多次注资，截至2012年2月，药石有限注册资本及实收资本均为565万美元。

2014年10月公司发生股权转让，香港药本同意将其所持药石有限100%股权分别转让予杨军民（38.90%）、吴耀军（32.35%）、张骥（12.75%）、吴希罕（9.00%）、南京安鈿生物科技合伙企业（有限合伙）（4.50%）及南京诺维科思创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“诺维科思”）（2.50%）；同意药石有限由外商投资企业变更为内资企业。股权转让以后又经历三次增资及股份制改革，截至2015年12月药石有限整体变更为股份公司，以截至2015年10月31日的净资产人民币1.43亿元为基数，按照2.86008769:1的比例折合成股本5,000万元，并且名称变更为现名。

2017年11月，经中国证券监督管理委员会核准，公司向社会公开发行A股1,833.33万股并在深圳证券交易所上市交易，发行价格为11.32元/股，募集资金净额1.83亿元，其中计入股本0.18亿元，计入资本公积1.64亿元，股票简称“药石科技”，股票代码为300725.SZ。经定向增发、股权激励及资本公积转增股本等事项，截至2021年6月末，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，公司控股股东及实际控制人为杨军民，其中杨军民为诺维科思的执行事务合伙人，故杨军民与诺维科思为一致行动人，具体股权结构图见附录二，截至2021年6月末公司前十大股东情况见下表。

表1 截至2021年6月末公司前十大股东情况

序号	股东	股东性质	持股数量 (股)	持股 比例	有无 质押	质押数量 (股)
1	杨军民	境内自然人	41,307,019	20.68%	有	4,550,000
2	南京诺维科思创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	7,803,341	3.91%	无	-
3	北京恒通博远投资管理中心（有限合伙）	境内非国有法人	6,893,307	3.45%	无	-
4	周全	境内自然人	5,849,090	2.93%	无	-
5	吴希罕	境内自然人	3,197,700	1.60%	有	299,000
6	香港中央结算有限公司	境外法人	2,707,721	1.36%	无	-
7	王瑞琦	境内自然人	2,394,730	1.20%	无	-
8	中国银行股份有限公司一博时医疗保健行业混合型证券投资基金	其他	2,262,689	1.13%	无	-
9	中国工商银行股份有限公司中欧医疗健康混合型证券投资基金	其他	1,709,408	0.86%	无	-
10	基本养老保险基金一二零六组合	其他	1,630,733	0.82%	-	-

资料来源：公司2021年半年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事药物研发领域的创新型化学产品的研发及生产。主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；以及药物分子砌块下游关键中间体、原料药等的工艺研究、开发和生产服务。

截至2021年6月末，公司纳入合并范围的子公司共计10家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：南京药石科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过11.50亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券期限为6年，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

付息期限和方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，计息起始日为可转债发行首日；

转股期限：本期债券的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。债券持有人对转股或者不转股有选择权，并于转股的次日成为公司股东；

转股价格的确定：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（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A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

转股价格向下修正条款：在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者。

债券赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在本次发行的可转债转股期内，如果公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

债券回售条款：本期债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债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；

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、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）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调

整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；

本期债券的最后两个计息年度内，可转债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债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，可转债持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，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，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债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。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例由公司股东大会授权公司董事会根据发行时的具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露；

原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本次发行的募集资金总额不超过11.50亿元（含），扣除发行费用后，拟全部用于以下项目：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	收购浙江晖石药业有限公司 46.07%股份	46,068.97	46,000.00
2	年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目	60,000.00	35,000.00
3	补充流动性资金	34,000.00	34,000.00
合计		140,068.97	115,000.00

资料来源：《南京药石科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》

（一）收购浙江晖石药业有限公司 46.07%股份

浙江晖石成立于2009年11月，由宁波联化联合国际贸易有限公司出资设立，成立时名称为浙江新诺华药业有限公司，2014年5月经股权转让，控股股东变更为重庆博腾制药科技股份有限公司（以下简称“博腾股份”），名称变更为浙江博腾药业有限公司。

2018年9月及10月公司与南京药晖共同以现金方式向博腾股份及宁波美诺华药业股份有限公司（以下简称“美诺华”）收购所持有的浙江晖石的股权，截至2018年10月，公司与南京药晖分别持有浙江晖

石37.43%和46.07%的股权。2021年3月公司分别向博腾股份及美诺华收购其剩余持有的浙江晖石13.50%及3.00%的股权，收购完毕后，公司持有浙江晖石53.93%的股权，并将其纳入合并范围。

公司本次收购浙江晖石46.07%股权事项已经公司第二届董事会第三十次会议和2021年第三次临时股东大会审议通过；公司已与交易对方南京药晖签署《股权转让协议》。协议中约定：公司应在协议签署并生效之日后10个工作日内，向南京药晖支付交易对价的50%，应在浙江晖石登记变更日后20个工作日内，向南京药晖付清剩余交易对价。交易对价确认方面，北京中天和资产评估有限公司出具的《南京药石科技股份有限公司拟股权收购涉及的浙江晖石药业有限公司股东全部权益价值项目资产评估报告（中天和[2021]评字第80017号）》（以下简称“评估报告”）中以2020年12月31日为评估基准日对标的股权进行评估，确定评估价格为101,270.49万元，双方在此价格基础上，确认收购对价为46,068.97万元。

根据《南京药石科技股份有限公司关于收购浙江晖石药业有限公司少数股东股权暨关联交易的公告》，本次交易构成关联交易。其中，除公司持有浙江晖石53.93%股权外，南京药晖持有其46.07%少数股权；公司控股股东、实际控制人杨民民系南京鹰盟创新创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鹰盟创新”）合伙人，并持有鹰盟创新33.33%出资份额，鹰盟创新持有南京药晖33.33%出资份额。本次交易的评估价格为101,270.49万元，增值率为195.56%，相较于对应的净资产增值较高，需关注本次交易的估值增值风险。

浙江晖石主要从事原料药、中间体等的CDMO业务，主要包括原料药、关键中间体等的工艺开发、中试、规模化生产等。收购浙江晖石是公司致力于打造“药石研发”+“药石制造”双品牌，持续进行产业链完善的重要组成部分，与公司现有业务具备较强的协同性，有助于公司在药物研发领域的先进优势下，进一步打造高水准的一站式生物医药CDMO服务平台。浙江晖石主要财务数据如下：

表3 浙江晖石主要财务数据情况（单位：万元）

指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
总资产	58,166.35	51,811.23	49,617.51	43,071.89
净资产	35,025.38	34,263.61	31,404.73	17,263.16
营业收入	16,567.55	29,000.63	15,465.58	2,772.61
营业利润	758.55	1,274.57	-1,903.19	-4,938.14
净利润	761.77	1,289.40	-1,888.95	-4,940.81

资料来源：浙江晖石2018-2020年审计报告及公司2021年半年报，中证鹏元整理

（二）年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目

本项目通过改造利用浙江晖石已有车间及公共设施，购置实验室仪器、分析检验仪器、反应釜、离心机等设备，建设具备药物开发能力的工程技术中心，形成年产450吨小分子高端药物及关键中间体的生产能力。本项目实施将进一步提升公司在化学原料药及药物中间体优质产品上的生产能力，增强公司的核心竞争力。

截至目前本项目已完成环评及备案的相关工作，根据公司提供的《年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），本项目建设期为 3 年，项目已于 2021 年 1 月开始建设，2023 年底竣工验收。该项目总投资 6.00 亿元，其中工程建设投资 0.75 亿元、设备投资 4.41 亿元、预备费 0.19 亿元、铺底流动资金 0.66 亿元。本项目拟使用募集资金 3.50 亿元，截至 2021 年 6 月末，项目已投资额 0.18 亿元。

本项目计算期为 11 年，其中建设期 3 年，预计第 2 年投产并达到生产负荷的 30.00%，第 3 年达到生产负荷的 55.00%，第 4 年达到生产负荷的 75.00%，第 5 年完全达产，在项目第 5 年后每年可产生收入 10.08 亿元。本期债券期限为 6 年，依据项目可行性研究报告，该项目在债券存续期间产生的收入可覆盖本期债券本金的偿付，但若未来工程进度慢于预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低或者产能无法完全消化，则募投项目收入存在不达预期的风险。

表 4 年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目收入估算表（单位：亿元）

项目	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10	T+11
营业收入	-	3.02	5.54	7.56	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08
营业成本	0.04	1.91	3.58	4.81	6.21	6.21	6.20	6.06	6.06	6.06	6.06
利润总额	-0.04	0.52	0.87	1.21	1.81	1.81	1.83	1.97	1.97	1.97	1.97
减：所得税	-	0.12	0.22	0.30	0.45	0.45	0.46	0.49	0.49	0.49	0.49
净利润	-0.04	0.40	0.65	0.91	1.36	1.36	1.37	1.48	1.48	1.48	1.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

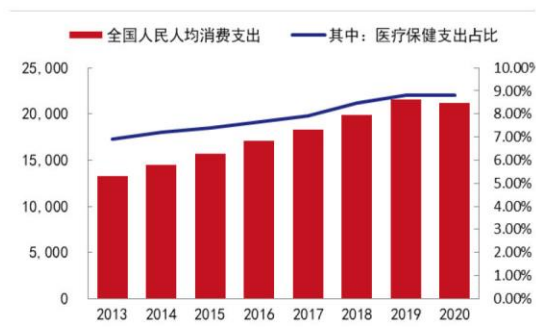
四、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期趋势不变

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升。

根据国家统计局第七次人口普查数据，截至 2020 年底，我国总人口数 14.11 亿人，与 2010 年（第六次全国人口普查数据）的 13.40 亿人相比，增加 7,206 万人，增长 5.38%，年平均增长率为 0.53%，比 2000 年到 2010 年的年平均增长率 0.57% 下降 0.04 个百分点。数据表明，我国人口 10 年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60 岁及以上人口 2.64 亿人，占比 18.70%（其中 65 岁及以上人数 1.91 亿人，占比 13.50%），与 2010 年相比上升 5.44 个百分点。2018-2020 年我国城镇居民人均医疗保健消费支出分别为 1,685 元、1,902.00 元和 1,843 元，2020 年医疗保健支出占消费支出的比重达 8.70%，未来我国人均医疗保健消费支出整体仍将呈增长态势，医疗需求仍有较大空间，长期趋势不变。

图 1 2013-2020 年全国人民人均医疗保健支出情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2010-2020 年我国人口老龄化情况（亿人）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

高效、低成本的研发优势使得药企与CRO合作愈加紧密，不断增加的研发支出提升了CRO行业的发展空间；近年来国内政策频出，从多个角度给国内CRO发展带来了良好机遇，行业整体景气度较好

一款药物从研发到最终上市大致经历药物发现、药学研究、临床前试验、新药临床研究申请、临床试验(I期、II期和III期)、药品审批及批准上市等过程。药物研发本身具有投入规模大、研发失败风险较高、投资回报时间长的特点。根据德勤对12家大型医药企业研究的结果显示，新药的平均研发成本从2010年的11.88亿美元上升至2018年的21.68亿美元¹，但投资回报率已经从2010年的10.1%下降至2018年的1.9%。此外，虽然近年来药品的研发周期略有改善，但从药物研发阶段到批准上市仍然平均需要约14.5年²。不断增长的研发成本及较长的研发周期降低了新药的投资回报率。从新药研发成功后的专利保护期来看，世界主要国家的新药专利保护期一般为20年，新药上市之后实际有效的专利保护期仅剩6-10年，在专利到期后伴随着仿制药的大量出现，药品的价格及市场份额将快速下降，专利悬崖促使药企不断进行新药研发。与医药研发外包服务机构（CRO）的合作既可以缩短研发时间，亦可以降低研发成本，使得药企与CRO公司的合作越来越紧密，CRO也逐步成为产业链中不可或缺的一环。从外部环境来看，2012-2026年全球药企在药物研发支出方面预计从1,286亿美元增长至2,039亿美元，年均复合增长率为3.90%，不断增长的药物研发支出提升了CRO行业发展的空间。

¹ Deloitte, Unlocking R&D productivity, 2018

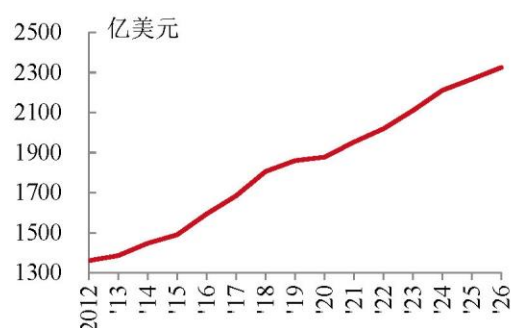
² Deloitte, Balancing the R&D Equation, 2016

图3 近年来新药研发成本不断提升，但新药研发投资回报率在不断降低



资料来源：《Unlocking R&D productivity》，中证鹏元整理

图4 2012-2026年全球药企预计在药物研发支出方面不断提升



资料来源：《World Preview 2020, Outlook to 2026》，中证鹏元整理

近年来国家政策层面对于医药行业的结构不断调整，对CRO行业的发展产生积极推动作用。其中于2017年10月颁布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中明确指出：要“发挥企业的创新主体作用。鼓励药品医疗器械企业增加研发投入，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺”。此外，药品上市许可持有人制度（MAH）于2015年推出，于2019年12月起全面实行。MAH 制度核心是将药品上市许可与药品生产许可分离，允许药品生产企业、研发机构或科研人员成为独立的药品上市许可持有人（药品上市许可证明文件的持有者），有权自行或委托其他药品生产企业生产药品，并对生产、销售的药品质量承担主要法律责任。MAH 实现了所有权和生产的分离，大大的激发了研发人员的积极性，对医药研发外包的积极影响尤为显著。

另一方面，2018年12月第一次“4+7”带量采购实施以来，大幅压缩了国内仿制药的市场空间。近期来看，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；其中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2019年的“4+7城市”扩展至全国，品种由25种增至45种，中选企业由45家增至118家，集采整体呈“品种多、范围广”的趋势。整体来看国家医药政策的加速一方面倒逼国内药企回归研发的本质，不断加速转型创新、加大对创新药研发的投入，另一方面增加了药企的经营压力，控制成本的需求提升。以上政策从多个角度给国内CRO的发展带来了良好机遇。

表5 近年来国家关于鼓励医药服务研发外包及创新药研发的相关政策

日期	文件名称	公布机构	相关内容
2016.6	《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》	国务院办公厅	将药品上市许可与生产许可分离。药品上市许可持有人不具备相应生产资质的，须委托具备资质的药品生产企业生产批准上市的药品；持有人具备相应生产资质的，可以自行生产，也可以委托受托生产企业生产。
2017.10	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国务院办公厅	开展药品专利期限补偿制度试点，且发挥企业的创新主体作用。鼓励药品医疗器械企业增加研发投入，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺。

2019.1	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	国务院办公厅	选择 11 个城市，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点， 实现药价明显降低 ，减轻患者药费负担。
2019.8	《中华人民共和国药品管理法》	国务院	自 2019 年 12 月 1 日起， 全面实施药品上市许可持有人制度 ，药物临床试验机构实施备案管理；取消药品 GMP、GSP 认证，不再受理 GMP、GSP 认证申请，不再发放药品 GMP、GSP 证书。

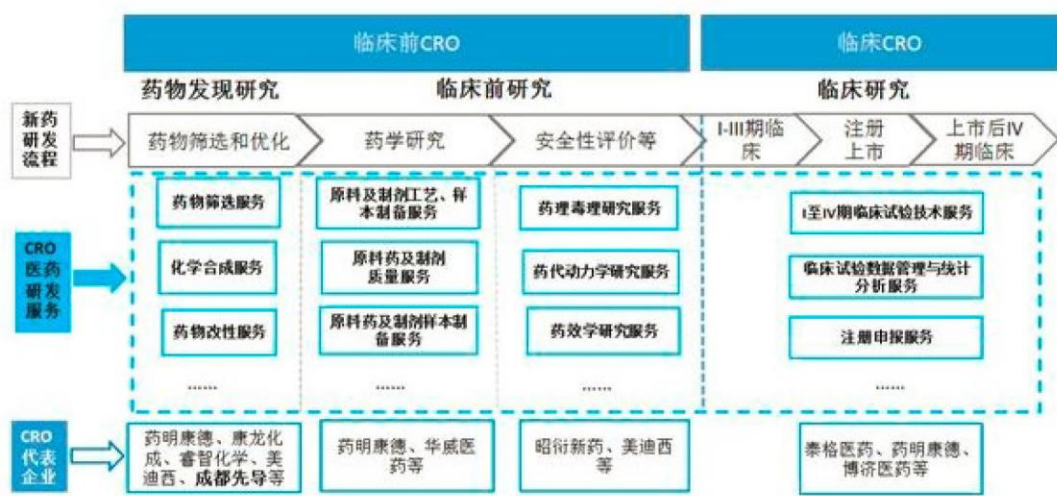
资料来源：公开查询，中证鹏元整理

我国CRO/CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势；CRO/CDMO企业的收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平

根据药物研发的流程及CRO企业所处的阶段，可大致分为临床前CRO及临床CRO。其中临床前CRO按照业务的侧重点又可分为药物筛选和发现、药学研究和安全性评价三种类型；临床CRO主要包括I至IV期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。另一方面，在药物生产环节亦有外包服务即CDMO业务，该业务具有研究和产业相结合的特性，在加快研发进程和降低研发成本的同时，亦降低商业化生产成本、保障药企供应链的稳定。

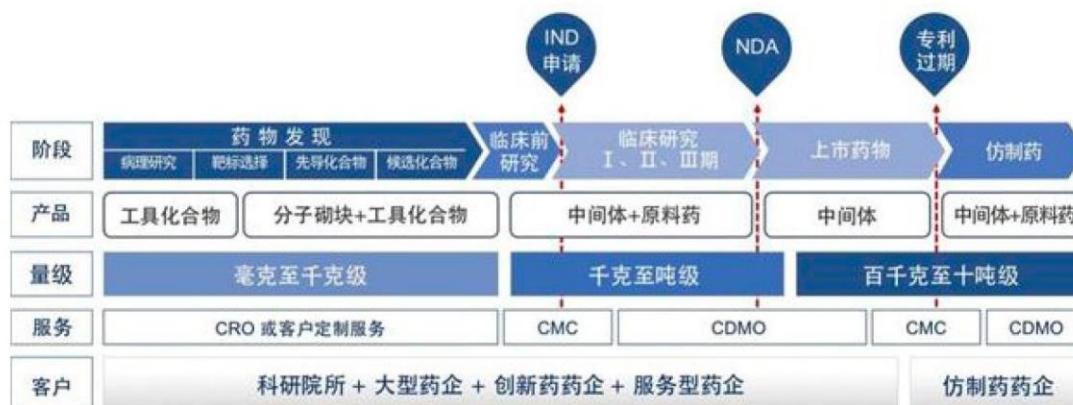
目前国内的CRO企业的主营业务大多覆盖药物研发流程的一个或若干个环节。其中药明康德所覆盖的环节较为全面，可为客户提供从药物发现、临床前开发阶段和临床发展过程的综合服务。临床前CRO具有代表性的公司有康龙化成，主营业务涉及药物研发临床前的全流程，并逐步扩展到临床CRO业务。国内临床CRO的代表企业为泰格医药，主营业务包含临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务等。其他公司如昭衍新药侧重于临床前研究的安全性评价环节，药石科技主要提供药物发现研究阶段的分子砌块及后续的批量生产，成都先导的核心技术为早期药物发现领域中的DNA编码化合物库（DEL）技术与FBDD/SBDD 技术，博腾股份主要提供化学原料药及化学制剂的CDMO业务。由此可见，我国CRO及CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势。

图 5 CRO 渗透到新药研发的各个环节



资料来源：《成都先导药物开发股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

图 6 CDMO 在药物研发及生产阶段可提供的产品、量级及主要客户



资料来源：《上海皓元医药股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

下表列示了部分CRO/CDMO企业的部分财务指标，所选企业的业务涵盖了创新药研发及生产的各个环节。从选取的企业来看，由于业务布局所处药物研发及生产中的环节不同，不同CRO/CDMO公司的营业收入有较大差异；表中企业的2020年营业收入从十亿元左右到百亿元不等，营业收入增速的平均值为39.19%，发展较为迅速；销售毛利率接近40%或40%以上，表现较好。偿债指标方面，表中企业的资产负债率较低，基本处在30%以下，其中昭衍新药资产负债率相对较高，主要系存在较大规模的合同负债；速动比率均在1以上、现金到期债务比除博腾股份外均在1以上，整体表现较好。整体来看，CRO/CDMO企业收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平。

表6 国内 CRO/CDMO 企业部分财务指标（单位：亿元）

企业名称	2020 年营业收入	同比增速	销售毛利率	资产负债率	速动比率	现金到期债务比	净资产
药明康德	165.35	28.46%	37.99%	29.32%	2.57	280.02%	327.18
康龙化成	51.34	36.63%	37.47%	24.98%	2.65	350.72%	89.34
泰格医药	31.92	13.88%	47.43%	8.45%	10.22	942.85%	178.58
药石科技	10.22	54.36%	45.79%	21.88%	3.29	109.41%	18.95
昭衍新药	10.76	68.27%	51.38%	41.92%	1.02	1,390.17%	12.24
博腾股份	20.72	33.56%	41.68%	24.54%	1.78	96.38%	33.93

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项及审议批准董事会、监事会的报告等事项。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，设董事长1名，独立董事3名，董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期三年，任期届满可连选连任；董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及战略委员会，共四个专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成，委员会成员应为单数，并不得少于3名。其中审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会中独立董事应占多数并担任召集人，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。战略委员会设召集人一名，由公司董事长担任。董事会的主要职权包括负责召集股东大会，并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议及决定公司经营计划和投资方案等。

公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事会设主席一人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了人力资源中心、财务中心、运营中心、发展中心、化学工程技术中心等部门，但我们也注意到，近年来公司资产规模、经营规模不断扩大，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，且本期债券募投项目全部投产后，公司的资产、人员规模、管理机构等都将进一步增加，对管理层的管理水平将会形成一定的考验。公司组织架构图具体见附录三。

截至2020年末，公司拥有员工763人，其中生产人员403人，技术人员194人，人员配备符合制造业特征，人员配备能够满足公司生产经营需求。从教育程度看，本科及以上学历员工为619人，占2020年末职工总数比例的81.13%。

表7 截至 2020 年末公司员工岗位分布情况及教育程度情况（单位：人）

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	403	52.82%
销售人员	30	3.93%

技术人员	194	25.43%
财务人员	13	1.70%
行政人员	123	16.12%
合计	763	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
博士	55	7.21%
硕士	228	29.88%
本科	336	44.04%
大专及以下	144	18.87%
合计	763	100.00%

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事药物研发领域的创新型化学产品的研发及生产。主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；以及药物分子砌块下游关键中间体、原料药等的工艺研究、开发和生产服务。公司主营业务收入分为产品销售和技术服务，产品销售根据订单规模可分为公斤级以上及公斤级以下。近年来随着公司业务发展，收入规模快速提升，2018-2020 年复合增长率达 46.20%，主要系近年来公司向 CDMO 产业链拓展，公斤级以上产品销售规模不断增加所致。公司其他业务收入系公司处理废料收入等。

毛利率方面，2018-2020 年公司销售毛利率整体有所降低，主要系随着公斤级以上产品销售占比的提升，拉低了整体毛利率所致。分业务来看，近年来公司公斤级以下产品毛利率整体较为稳定，公斤级以上产品毛利率整体有所降低，主要系随着部分产品销售量级的增长，客户对价格的敏感度逐步提高，产品单价有所降低所致。公司技术服务业务毛利率存在一定波动，主要系技术服务为根据客户需求设计的定制化服务，不同技术服务的合成技术难度、合成工艺的复杂程度存在较大差别，且公司技术服务业务规模相对较小，受单笔订单金额的影响较大。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年 1-6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
公斤级以上	49,622.11	43.79%	80,480.61	38.13%	48,098.17	43.73%	31,157.27	50.27%
公斤级以下	11,559.30	73.14%	19,362.70	74.40%	16,517.10	74.07%	12,478.22	72.23%
技术服务	948.28	69.37%	2,366.31	71.95%	1,597.45	55.67%	4,189.95	71.00%
其他业务收入	5.26	17.11%	13.30	100.00%	10.36	100.00%	0.00	-
合计	62,134.95	49.64%	102,222.92	45.79%	66,223.08	51.59%	47,825.44	57.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在药物发现领域尤其是分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，技术与研发实力突出；

近年来公司不断丰富所拥有的分子砌块库，研发投入不断提升

公司系小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，所从事的分子砌块领域为药物研发流程的最上游环节，属于知识、技术密集型行业。在药物研发过程中，通过使用、组合该药物的创新型分子砌块，可以帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估，可以快速地发现化合物的结构与活性关系，最终确定临床候选物，有效提高药物研发的效率和成功率，从而缩短新药研制的时间和经济成本。

公司的研发生产模式以自主研发生产为主，在药物发现领域尤其是分子砌块的研发及生产拥有较强的竞争优势，目前享有 SciFinder、Reaxys、科睿唯安（Integrity、Cortellis Drug Discovery Intelligence、Newport Premium、Cortellis for CI）、ACS Publications 等多个业内权威数据库的使用。公司通过对上述数据库的研究分析，结合自身对化学合成及药物研发的理解以及对行业发展的预测，跟踪药物研发领域的最新文献和专利，自主地、有针对性地设计和合成出有可能应用于最新、最热门的医药研发项目的药物分子砌块，并不断拓展其药物分子砌块库。2020 年公司共设计 11,000 多个分子砌块及一个包含 8,000 个多样化的碎片分子片段库，2021 年上半年公司共设计 6,000 多个分子砌块；截至 2021 年 6 月末，公司的分子砌块库中已累计超过 13 万个分子砌块。并且不同于一般 CRO 企业，公司只需向客户销售自主研发生产的分子砌块产品，而无需移交相关知识产权，因此公司自主知识产权可以不断积累，成为公司的竞争优势。

此外，基于分子砌块核心资源，公司搭建了 DNA 编码化合物库技术（DEL-T）、基于片段的药物发现技术（FBDD）、超大容量特色虚拟化合物库模型筛选技术等创新药物发现技术平台。该平台从源头帮助客户更有效的发现苗头甚至先导化合物，不断推进创新药物的技术合作和服务，同时也构成了公司进一步拓展业务范围，向 CDMO 业务拓展的重要保证。近年来公司研发投入金额大幅提升，2018-2020 年复合增长率达 43.19%，增长较快。近两年公司研发人员数量相对保持稳定，但由于行业近些年发展迅速，对专业人才需求较大，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，可能给公司正常经营带来不利影响。

表9 2018-2020 年公司研发人员数量及研发投入金额情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
研发人员数量	194	191	113
研发人员数量占比	25.43%	29.29%	22.07%
研发投入金额	9,092.70	6,922.13	4,435.02
研发投入占营业收入比例	8.89%	10.45%	9.27%

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

依托于 CDMO 业务的发力，公司近年来收入规模快速增长；国外客户销售占比较高，但随着国内创新药物研发活动的逐步发展，公司国内销售收入占比逐年增加；公司前两大客户占比较高，需关注未来需求变化对公司产生的影响；此外，公司收入主要来源于海外客户，需关注汇率波动给公司盈利带来的影响

公司所提供的产品系向客户销售的药物研发和商业化生产过程中所需要的从毫克到百千克级、吨级的药物分子砌块产品，根据订单规模可分为公斤级以上及公斤级以下。技术服务系公司根据客户的项目需求提供药物分子砌块的研发和优化，以及在小量合成并验证药物分子砌块合成路线成功的基础上进行合成路线放大及优化，最终按照约定将整个药物分子砌块的合成路线技术移交给客户并提供样品。公司技术服务业务所需的专业技术、研发过程与产品销售基本相同，区别在于技术服务的客户一般会要求公司移交相关技术路线。从具体产品来看，公司公斤级以上、公斤级以下及技术服务业务的产品中包括数千甚至上万个产品，各产品的单位售价差异亦较大。因此，产品销售价格的变动无普遍的规律。从产品销售及技术服务区分来看，近年来公司营业收入主要来源于产品销售，2018-2020年分别占营业收入比例的91.24%、97.59%和97.68%，其中公斤级以上产品的销售比例近年来逐年提升，主要系近年来公司积极打造一站式生物医药CDMO服务平台，CDMO业务持续上升所致。2020年及2021年上半年，公司CDMO业务收入分别增长56%和44.43%，分别完成476和428个项目，增长势头良好。

销售方面，公司提供的产品或服务主要面向国内外的药物研发及生产企业，客户包括诺华、默克、艾伯维、礼来等全球知名的大型跨国制药和生物技术企业，客户资质较好。公司销售主要采用直销的方式，在实际合同签署过程中，公司会根据具体产品要求客户预付部分货款或采用分期支付的方式，即客户预先支付部分货款，公司会根据具体合同要求在指定时间前交付部分产品，客户在收到产品并验收合格后支付剩余的款项。信用政策方面，公司一般给予下游客户30-45天的信用账期，客户一般以电汇的方式进行结算。除直销模式外，公司亦与一些海外医药领域的知名经销商合作，经销商通常将公司的产品信息放在其公司网站或产品宣传目录中，当收到其客户的订单时，经销商会向公司下订单。对于克级规模的产品销售，相对零散订单而言，公司亦愿意接受经销商订单，经销商会将多家最终客户需求汇总，使得单一产品采购量远大于零散订单，公司组织研发生产更为紧凑、有效。

从客户集中度来看，近年来公司前五大客户销售占比在40%以上，主要系海外客户，整体有一定波动，整体集中度尚可。但其中2018-2020年前两大客户合计占比均在30%以上，若未来主要客户需求发生变化，将对公司经营业绩产生一定影响。

表10 公司前五大客户的销售及占比情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售收入	占营业收入总额的比例
2021年1-6月	1	客户A	13,984.44	22.51%
	2	客户B	4,414.89	7.11%
	3	客户C	3,873.48	6.23%
	4	客户D	3,838.19	6.18%
	5	客户E	2,788.50	4.49%
		合计	28,899.50	46.51%
2020年	1	客户F	20,850.26	20.40%
	2	客户A	12,148.38	11.88%

	3	客户 D	8,028.92	7.85%
	4	客户 G	2,420.04	2.37%
	5	客户 H	2,030.33	1.99%
		合计	45,477.93	44.49%
	1	客户 I	14,002.16	21.14%
2019 年	2	客户 F	7,787.03	11.76%
	3	客户 D	2,821.28	4.26%
	4	客户 J	2,354.01	3.55%
	5	客户 H	1,431.25	2.16%
		合计	28,395.73	42.88%
2018 年	1	客户 I	15,059.65	31.49%
	2	客户 J	3,479.53	7.28%
	3	客户 K	1,603.93	3.35%
	4	客户 D	1,502.47	3.14%
	5	客户 L	1,382.05	2.89%
	合计	23,027.64	48.15%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于创新药物研发活动主要在北美、欧洲等发达国家或地区，全球主要药物研发企业尤其是世界知名医药企业也主要分布在这些区域。这些企业直接向公司采购或者通过国外专门从事药物分子砌块销售业务的经销商向公司采购药物分子砌块产品及相关技术服务，以上构成公司主营业务收入的主要来源。所以近年来公司主营业务收入以国外销售收入为主，国外销售收入占比均在 69%以上；同时，随着国内创新药物研发活动的快速发展，公司国内销售收入占比逐年增加。产销率方面，2018-2020 年公司产销率整体有所提升，2021 年 1-6 月公司产销率有所下降，主要系部分产品尚未交付所致。

由于公司的主要收入来自海外客户，且主要以美元等外币定价和结算，2020 年以来人民币兑美元汇率整体处于上升趋势，故当年公司汇兑损益规模整体较大，2019-2020 年公司汇兑损益分别为-251.41 万元和 2,364.40 万元，需关注汇率波动给公司的盈利带来的影响。另一方面，未来若中美贸易摩擦进一步升级或公司其他主要境外销售国家或地区的政治形势、经济环境、贸易政策发生重大变化，可能影响到公司境外销售业务的开展，从而对公司的生产经营造成不利影响。此外，截至目前新冠疫情在国外依然处于蔓延状态，鉴于公司主要收入来源为国外客户且尤其是美国客户，如果海外新冠疫情无法得到有效控制，可能对公司整体经营业绩产生不利影响。

表11 公司营业收入按地区分类情况（单位：万元）

项目	2021 年 1-6 月		2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
国外销售	45,489.48	73.21%	71,035.34	69.49%	48,223.00	72.82%	38,465.17	80.43%
国内销售	16,645.46	26.79%	31,187.58	30.51%	18,000.10	27.18%	9,360.26	19.57%

合计	62,134.94	100.00%	102,222.92	100.00%	66,223.09	100.00%	47,825.43	100.00%
----	-----------	---------	------------	---------	-----------	---------	-----------	---------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 2018-2021年6月末公司产销率情况（单位：千克）

期间	产量	销量	产销率
2021年1-6月	54,295.79	36,772.97	67.73%
2020年度	81,773.99	79,936.04	97.75%
2019年度	57,942.43	41,418.55	71.48%
2018年度	28,079.65	22,732.52	80.96%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司产能整体保持较高水平，在将浙江晖石纳入合并范围后公司产能大幅提升，且近年来公司在产能扩充方面投入规模较大，需关注在建项目建设进度及新增产能后的消化情况

用于药物研发的药物分子砌块品种繁多，单个药物分子砌块品种的市场需求量在客户项目处于药物发现阶段、临床前开发阶段、临床试验阶段、临床试验成功获批上市销售阶段的需求量会从克级递增至吨级规模，因此公司针对具体某类产品的生产能力可以根据市场情况或客户的定制需求进行灵活调整，无法以某个具体产品的产量或生产能力来判断整个公司的生产能力。通常情况下，药物分子砌块在反应釜（含实验室和生产车间）中合成，且公司特定时期所拥有的反应釜体积是固定的。因此，药物分子砌块一般选用反应釜的反应体积来衡量生产能力。

公司南京本部及富润凯德主要从事实验室级别药物分子砌块设计、研发以及克级、千克级产品的合成，所需的反应釜规模相对较小；子公司山东药石及浙江晖石主要开展药物分子砌块、关键中间体、原料药和制剂的中试和商业化规模生产，故所需反应釜规模较大。公司于2021年4月将浙江晖石纳入合并范围，整体产能大幅提升，未来随着浙江晖石募投项目建成投产，公司CDMO业务的服务能力。

表13 2018-2021年6月末公司反应釜总体积情况（单位：升）

时间	南京本部	山东药石	富润凯德	浙江晖石	总计
2021年6月末	1,580	55,000	200	185,900	242,680
2020年末	1,580	55,000	200	-	56,780
2019年末	1,450	55,000	200	-	56,650
2018年末	1,400	54,000	200	-	55,600

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产能利用率看，公司南京本部及富润凯德近年来一直接近满负荷生产状态；随着近年来公司百千克及以上订单量的增加，山东药石的产能利用率整体有所提升。浙江晖石于2021年4月纳入合并范围，同样保持较高产能利用水平。

表14 2018-2021年6月末公司产能利用率情况

时间	南京本部	山东药石	富润凯德	浙江晖石	总计
2021年1-6月	97.15%	86.29%	98.36%	84.60%	85.08%

2020 年度	96.84%	86.63%	98.27%	-	86.96%
2019 年度	96.31%	87.60%	97.32%	-	87.80%
2018 年度	96.17%	84.97%	98.21%	-	85.23%

注：产能利用率=Σ（使用的反应釜体积*使用小时数）/（各反应釜设计容量*使用时间总和）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年 6 月末，公司主要在建项目包含 IPO 募投项目创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目、向特定对象发行股票的募投项目南京研发中心升级改造等，总投资规模为 15.55 亿元，未来尚需投资 12.44 亿元，资金来源主要系募股资金及本期债券募集资金。其中 IPO 募投项目达产后可增加公司千克级、百千克级产品的产量，南京研发中心升级改造可提升公司在小分子药物研发领域的综合能力，本期债券募投项目之一“年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目”旨在进一步提升公司在化学原料药及药物中间体产品上的生产能力。综合来看近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，结合近年来公司产销率有所波动，未来需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。

表15 截至 2021 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	拟投资金额	已投资	尚需投资	工程累计投入占预算比例	工程进度	预计达到可使用状态的时点	资金来源
创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目	45,974.83	22,991.87	22,982.96	50.01%	75.00%	2021 年 12 月	募股资金
南京研发中心升级改造	45,871.64	1,681.59	44,190.05	3.67%	4.00%	2023 年 12 月	募股资金
山东药石合成车间	8,010.30	4,528.90	3,481.40	56.54%	90.00%	2021 年 12 月	其他
浙江上虞基地建设项目	55,615.00	1,842.24	53,772.76	3.31%	3.31%	2023 年 12 月	其他
合计	155,471.77	31,044.60	124,427.17	-	-	-	-

资料来源：公司 2021 年半年报，中证鹏元整理

随着公司业务发展以及订单量的快速增长，原材料需求大幅提升，公司前五大供应商剔除浙江晖石后整体规模及占比较小

从公司营业成本构成来看，公司最主要的成本来源于原材料；其中随着公司业务发展、订单量的快速增长，公司近年来的原材料需求规模大幅提升，且占比逐年升高，人工费用及制造费用并无显著增长。

表16 公司营业成本构成（单位：万元）

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
原材料	46,187.99	83.35%	24,202.17	75.50%	13,502.09	66.93%
人工费用	5,702.28	10.29%	4,484.73	13.99%	3,646.26	18.07%
制造费用	3,526.63	6.36%	3,370.44	10.51%	3,646.26	15.00%
合计	55,416.91	100%	32,057.35	100%	20,794.60	100%

资料来源：公司 2018-2020 年年度报告，中证鹏元整理

近年来公司原材料采购的内容主要为基础化工原料和起始物料、通用试剂和溶剂、实验耗材及水、电、天然气等能源资源。公司根据研发、生产的需要向选定的供应商进行采购。其中，在各类基础化工原料和起始物料的采购过程中，如遇到大量采购或对各类基础化工原料和起始物料的生产工艺有较高要求的情况，为保证各类基础化工原料和起始物料的质量，公司在必要的情况下会以派驻相关技术人员的形式确保各类基础化工原料和起始物料的质量。

因公司生产所需化工原料随订单不同各有差异，故单一原材料价格波动给公司造成的影响相对较小。其中公司会对需求量相对较大的原材料，例如通用型的溶剂、试剂等建立全面的评估体系，物料供应商一般控制在 3-4 家备选范围内，以保证供货稳定。近年来公司原材料采购的最主要内容为基础化工原料和起始物料，占公司整体原材料采购的 85%以上，该部分内容随着公司业务发展、订单量的提升而需求量快速增长，2018-2020 年复合增长率为 90.83%。

表17 近年来公司主要原材料采购情况（单位：万元）

采购内容	2021年1-6月		2020年度		2019年度		2018年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础化工原料和起始物料等	20,134.14	91.42%	53,964.19	89.89%	28,586.99	89.96%	14,818.56	85.01%
通用试剂和溶剂	531.58	2.41%	3,809.00	6.34%	1,355.43	4.27%	1,276.39	7.32%
实验耗材	896.35	4.07%	1,700.54	2.83%	1,318.51	4.15%	841.81	4.83%
水、电、天然气等能源采购	460.50	2.09%	559.59	0.93%	515.11	1.62%	494.73	2.84%
合计	22,022.58	100.00%	60,033.31	100.00%	31,776.04	100.00%	17,431.49	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来浙江晖石为公司的第一大供应商，2021年4月公司将其纳入合并范围后，对其相关的采购金额不再作为对外采购列示，公司前五大供应商剔除浙江晖石后整体规模及占比较小。

表18 公司前五大供应商采购及占比情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	采购金额	占原材料及能源采购总额比例
2021年1-6月	1	浙江晖石	9,627.32	43.72%
	2	山东佰隆医药有限公司	1,316.53	5.98%
	3	安徽盛康药业有限公司	534.36	2.43%
	4	合丰医药技术（山东）有限公司	467.38	2.12%
	5	山东德润药业有限公司	379.91	1.73%
			合计	12,325.51
2020年	1	浙江晖石	29,097.49	48.47%
	2	陕西瑞科新材料股份有限公司	1,692.63	2.82%
	3	江西国化实业有限公司	1,615.32	2.69%
	4	沈阳海诺威医药科技有限公司	1,578.53	2.63%
	5	安徽盛康药业有限公司	1,503.05	2.50%

		合计	35,487.02	59.11%
2019年	1	浙江晖石	14,987.14	47.16%
	2	内蒙古京东药业有限公司	768.42	2.42%
	3	陕西瑞科新材料股份有限公司	716.25	2.25%
	4	苏州艾缇克药物化学有限公司	581.43	1.83%
	5	沈阳海诺威医药科技有限公司	578.21	1.82%
		合计	17,631.46	55.49%
2018年	1	重庆博腾制药科技股份有限公司	1,286.36	7.38%
	2	陕西瑞科新材料股份有限公司	896.51	5.14%
	3	苏州昊帆生物股份有限公司	716.83	4.11%
	4	济南尚博生物科技有限公司	675.13	3.87%
	5	辽宁鑫广源医药科技有限公司	556.62	3.19%
		合计	4,131.46	23.70%

注：以上采购金额为不含税，且2021年上半年向浙江晖石采购金额为合并报表前数值，纳入合并范围后的采购金额不再统计

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及2021年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2018-2021年6月合并范围的变化详见下表。

表19 2018-2021年6月公司合并范围子公司变化情况

年份	子公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
2018年	南京安纳康生物科技有限公司	100%	药物研发、技术服务及咨询	现金收购
	南京药建康科医药科技有限公司	100%	科学研究和技术服务业	现金收购
2019年	浙江药石化学工程技术有限公司	100%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
	南京智微生物科技有限公司	98%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
2021年1-6月	浙江晖石药业有限公司	53.93%	药物研发、技术咨询服务及销售	现金收购

资料来源：公司2018-2019年年度报告及2021年半年度报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年来公司资产规模快速增长，受益于非公开发行股票现金类资产增长；将浙江晖石纳入合并范围后产生一定规模的商誉，存在一定商誉减值风险

得益于公司主营业务规模扩张，2018-2020年公司总资产规模实现大幅增长，年均复合增长率达78.51%，2021年6月末总资产进一步增长至32.57亿元，主要系将浙江晖石纳入合并范围所致。近年公

司资产始终以流动资产为主，但占比有所波动。

表20 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.80	23.95%	12.45	51.33%	1.64	15.89%	2.66	34.92%
交易性金融资产	5.11	15.70%	1.08	4.44%	0.22	2.09%	0.00	0.00%
应收账款	1.33	4.08%	1.67	6.89%	0.79	7.72%	0.35	4.62%
存货	3.54	10.86%	3.10	12.77%	2.07	20.11%	1.44	18.95%
其他流动资产	0.60	1.85%	0.28	1.15%	0.46	4.52%	0.53	6.90%
流动资产合计	18.69	57.40%	18.73	77.24%	5.37	52.13%	5.09	66.89%
长期股权投资	0.02	0.06%	1.56	6.42%	1.52	14.80%	0.79	10.40%
固定资产	5.17	15.87%	1.38	5.69%	1.31	12.69%	1.15	15.15%
在建工程	3.19	9.79%	1.71	7.06%	1.27	12.35%	0.11	1.39%
商誉	3.56	10.94%	0.31	1.29%	0.31	3.03%	0.07	0.91%
非流动资产合计	13.88	42.60%	5.52	22.76%	4.93	47.87%	2.52	33.11%
资产总计	32.57	100.00%	24.25	100.00%	10.29	100.00%	7.61	100.00%

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

2020年受益于收到非公开发行业股票的募集资金，公司货币资金规模增长较快，三年复合增长率为116.42%，截至2020年末，货币资金账面金额占公司资产总额的比重为51.33%，账面资金较为充裕，货币资金主要为银行存款，受限比例很小，流动性好。其中，2020年末以美元计价的货币资金账面价值为2.86亿元。交易性金融资产主要系公司购买的理财产品，2018-2021年6月末规模及占比在逐步增加。公司应收账款主要系应收下游客户的货款，随着公司销售规模的增长，公司的应收账款的规模也逐步增加，2018-2020年复合增长率为117.87%，同期营业收入复合增长率为46.20%，资金占用规模有所增加。2020年末应收账款坏账计提比例在5.40%左右，整体坏账计提比例尚可，2020年末公司前五大应收账款合计1.06亿元，占比59.99%，集中度偏高，其中应收客户一的货款占比超过50%。从账龄来看公司应收账款账龄以1年期以内为主，占比在95%以上。

表21 公司2020年末应收账款前五大客户情况（单位：万元）

序号	客户名称	应收账款余额	账龄	占应收账款余额的比例
1	客户一	8,913.03	1年以内	50.46%
2	浙江晖石药业有限公司	561.50	1年以内	3.18%
3	客户三	458.20	1年以内	2.59%
4	客户四	337.00	1年以内	1.91%
5	客户五	327.15	1年以内	1.85%
	合计	10,596.88	-	59.99%

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

公司存货包括原材料、在产品、产成品和周转材料，近年来公司存货账面价值逐年上升，2018-

2020年复合增长率达46.50%，主要系随着公司业务规模扩大，在产订单、未发货订单及正常备货较同期增加所致。公司长期股权投资主要系对浙江晖石的投资，2021年3月公司以现金支付的方式分别向博腾股份、美诺华收购浙江晖石的16.5%股权，截至2021年6月末，公司持有浙江晖石53.93%股权，浙江晖石成为公司的控股子公司，不再在长期股权投资科目核算。公司固定资产主要系生产经营必备的房屋建筑物及机器设备，2021年6月末规模大幅增长，主要系将浙江晖石纳入合并范围所致；截至2021年6月末公司有1.93亿元的固定资产因抵押借款而受限，占2021年6月末固定资产比例的37.33%。近年来公司在建工程规模增速较快，主要系公司先前募集资金的募投项目创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目及南京研发中心升级改造的建设投入增加所致。公司商誉规模在2021年大幅增长，主要系收购浙江晖石产生，截至2021年6月末公司商誉占总资产比重的10.94%，如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将会因此产生商誉减值损失，对公司的经营业绩产生不利影响。

总体来看，近年来公司资产规模保持增长，受益于非公开发行股票现金类资产规模增长，将浙江晖石纳入合并范围后产生一定规模的商誉，未来可能面临一定商誉减值风险。

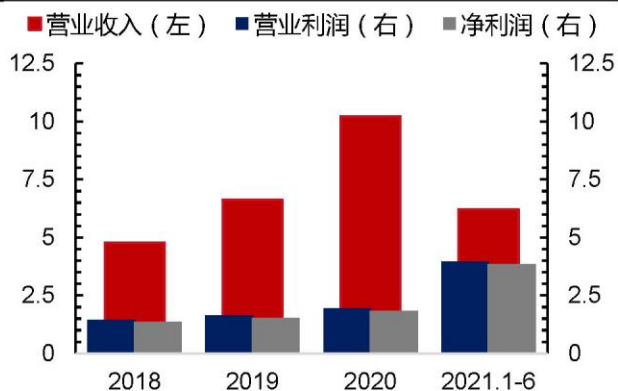
盈利能力

公斤级以上产品销售规模快速提升带动了公司收入的大幅上涨，2021年上半年扣除非经常性损益后净利润大幅提升

得益于公司近年来持续经营且向下游CDMO产业链拓展，公司公斤级以上产品销售规模不断增加带动收入规模的快速提升，2018-2020年公司收入三年复合增长率达46.20%。

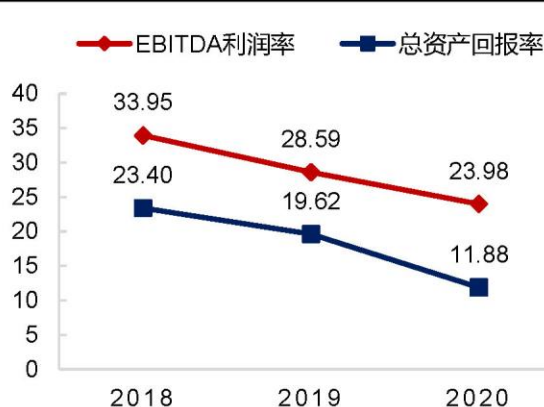
盈利能力方面，整体来看近年来公司销售毛利率有所降低，主要系公斤级以上产品销售占比的提升所致。2018-2020年公司公斤级以下产品毛利率整体较为稳定，近年来保持在72%以上；公斤级以上产品毛利率整体有所降低，2018-2020年分别为50.27%、43.73%和38.13%，主要系随着部分产品销售量级的增长，客户对价格的敏感度逐步提高，产品单价有所降低所致。2021年1-6月公司归属上市公司股东的净利润为3.81亿元，同比大幅增长，主要系完成浙江晖石部分股权的收购后，之前持有的股权按照公允价值重新计量产生的利得；扣除非经常性损益后的净利润为1.45亿元，同比大幅提升77.16%，利润水平有所提升。自公司于2017年首次公开发行股票以来，公司总资产规模快速增长，使得总资产回报率有所下降。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



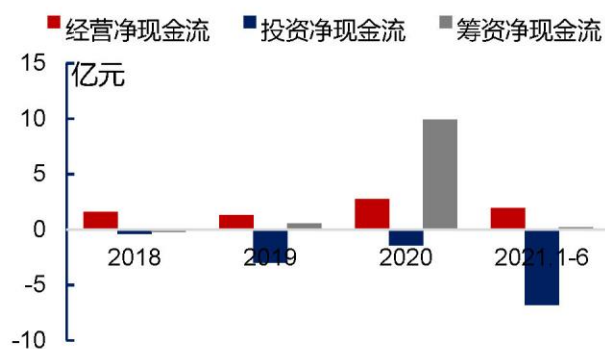
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，净流入规模整体保持增加，近年来用于投资的现金支出规模较大；公司在建项目规模较大，但考虑到融资渠道畅通以及现金生成能力较强，整体资金压力不大

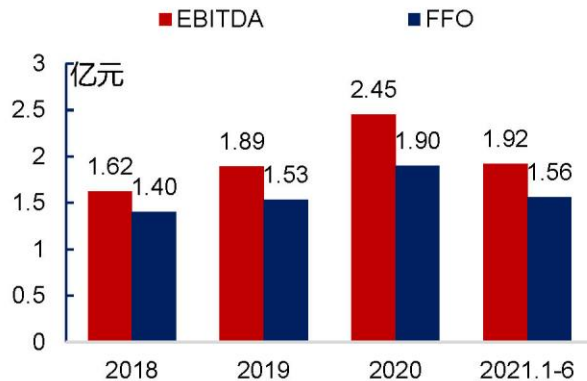
近年来公司业务发展良好，下游客户回款保持增长，2019 年度由于公司销售规模扩大，成本费用支出增加，公司经营活动产生的现金流量净额规模同比有所降低，但整体处于增长趋势。近年来公司经营活动生成的现金（FFO）保持增长。公司投资活动现金整体呈净流出状态，其中 2019 年投资活动现金净流出规模较大，主要系公司支付了认缴的对浙江晖石的增资款，并且收购了药建康科股权所致；2021 年 1-6 月公司投资活动现金流净流出规模大幅提升，主要系本期购买银行理财产品增加，募投项目建设持续投入，以及购买子公司浙江晖石股权支出所致。筹资活动方面，2020 年度公司筹资活动净现金流规模大幅增加，主要系当年收到向特定对象发行股票募集资金所致。截至 2021 年 6 月末公司受限资产占总资产比例为 7.62%，且上市后公司融资渠道更加多样，整体融资弹性较好。近年来公司收入及利润不断增长，FFO 持续增长，现金生成能力较好。整体来看，截至 2021 年 6 月末公司主要在建项目计划总投资规模达 15.55 亿元，但考虑到公司现金类资产较为充裕、现金生产能力较强，整体融资弹性较好等因素，公司资金压力不大。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



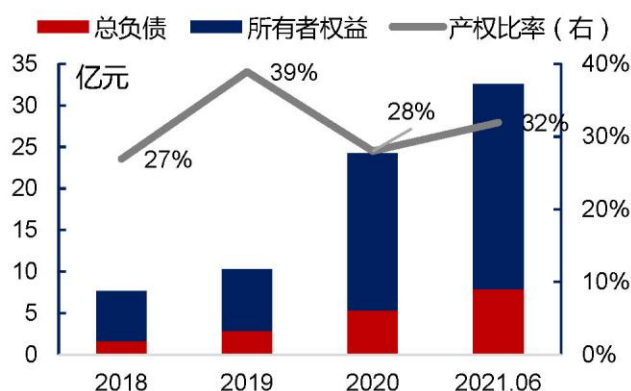
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资本实力不断增强，负债整体保持较低水平，整体债务偿付压力较小

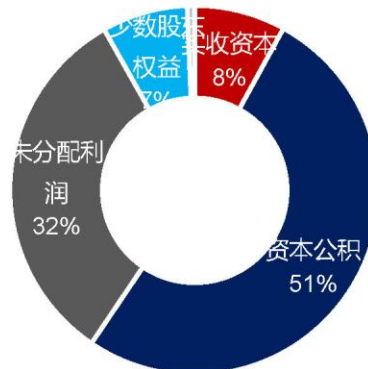
公司于 2017 年首次公开发行股票，近年来公司盈余不断积累。其中公司于 2020 年向特定对象发行股票导致资本公积大幅增加，使得公司所有者权益实现较快增长，资本实力不断增强，2018-2020 年复合增长率达到 77.72%。同期，公司总负债规模有所上升，但整体增长幅度相对不大，因此公司整体产权比率有所波动，整体略有上升。

图 11 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 2021 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2018-2020 年流动负债占负债总额的比重均在 89% 以上，主要由经营性负债形成。

随着公司业务的发展，公司融资需求有所上升，2018-2020 年公司短期借款规模整体有所上升，

2021年6月末短期借款规模大幅提升，主要系将浙江晖石纳入合并范围。应付票据为公司与上游供应商结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，近年来规模有所上升；公司应付账款主要为购买原材料、固定资产而形成，随着公司经营规模的不断增长，相应采购增加，公司应付账款余额亦不断增长。截至2020年末公司应付票据和应付账款账面价值合计为1.84亿元，占负债总额的34.62%，体现出公司对上游的占款能力具有一定优势。2020年公司执行《企业会计准则第14号——收入》（财会[2017]22号），预收款项转计入合同负债，公司预收款项及合同负债主要系预收的客户商品款，近年来规模整体有所增加。公司其他应付款主要系应付限制性股票激励回购义务、应付的博腾股份的股权收购款等，近年来规模有所增加，2021年6月末规模进一步提升，主要系应付往来款的增加。公司递延收益为与资产相关的政府补助，2020年规模较前两年大幅提升，主要系收到南京市江北新区管理委员会拨付的2020年技术改造专项资金0.46亿元。

表22 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.45	31.04%	1.20	22.70%	0.60	20.94%	0.25	15.62%
应付票据	1.17	14.90%	1.28	24.07%	0.95	32.94%	0.05	2.84%
应付账款	0.78	9.95%	0.56	10.55%	0.31	10.58%	0.24	15.13%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.09	3.21%	0.36	22.24%
合同负债	0.47	5.99%	0.57	10.80%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	1.71	21.70%	0.70	13.16%	0.58	20.13%	0.31	19.34%
流动负债合计	7.12	90.29%	4.76	89.70%	2.78	96.49%	1.53	94.71%
递延收益-非流动负债	0.56	7.11%	0.54	10.11%	0.09	3.14%	0.07	4.60%
负债合计	7.88	100.00%	5.31	100.00%	2.88	100.00%	1.61	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司总债务规模持续上升，总债务占总负债的比例有所波动，但整体呈上升趋势。公司的债务均为短期债务，考虑到公司账面资金充裕，融资弹性较好，公司偿付压力较小。

图 13 公司债务占负债比重

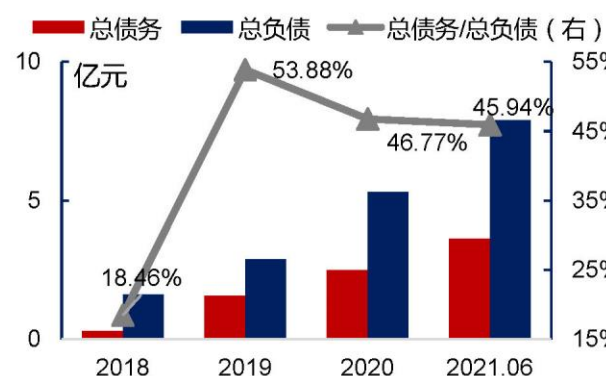


图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产负债率有所波动，负债水平整体较低；EBITDA利息保障倍数整体有所上升且表现较好，盈利对债务利息偿付的保障程度很高。非公开发行股票带来的所有者权益持续增长使得公司2020年总债务占总资本的比例较有所降低，且近年来整体处于较低水平，公司总资本对总债务的保障能力整体较好。公司账面盈余资金可完全覆盖总债务，EBITDA和FFO对净债务的保障很强。整体来看，公司杠杆水平较低，财务风险较小。

表23 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	24.21%	21.88%	28.01%	21.21%
净债务/EBITDA	--	-4.52	-0.30	-1.71
EBITDA利息保障倍数	--	388.77	58.05	161.96
总债务/总资本	12.93%	11.58%	17.33%	4.73%
FFO/净债务	--	-17.15%	-267.57%	-50.33%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司现金类资产保持相对较好水平，随着2020年公司非公开发行股票收到募集资金，现金类资产规模有所增加，现金短期债务比有所上升且整体处于较好水平。剔除存货后流动资产规模的持续增长亦使得速动比率有所上升，公司短期偿付能力较强，考虑到账面资金充裕，经营活动现金生成能力较强，融资弹性较好，公司债务偿付压力较小。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、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7月13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。从2018年1月1日至报告查询日（2021年7月1日），山东药石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。从2018年1月1日至报告查询日（2021年7月7日），浙江晖石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。³

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期债券募投项目中，年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目完全达产后，预计实现年均销售收入10.08亿元。但需要关注的是，若未来工程进度慢于预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低或者产能无法完全消化，则募投项目收入存在不达预期的风险。

公司日常经营产生的收入和现金流是本期债券偿债资金的重要保障。2018-2021年1-6月，公司收入分别为4.78亿元、6.62亿元、10.22亿元和6.21亿元；2018-2021年1-6月年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为5.27亿元、6.19亿元、10.31亿元和6.65亿元，经营活动产生现金流量净额分别为1.60亿元、1.27亿元和2.72亿元和1.90亿元。但公司下游客户主要国外药物研发企业，且以北美、欧洲等发达国家居多。未来若中美贸易摩擦进一步升级或公司其他主要境外销售国家或地区的政治形势、经济环境、贸易政策发生重大变化，可能影响到公司境外销售业务的开展，从而对公司的生产经营造成不利影响。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

十、结论

综上，中证鹏元评定南京药石科技股份有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

³截至本评级报告出具日，尚未取得实际控制人征信报告

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

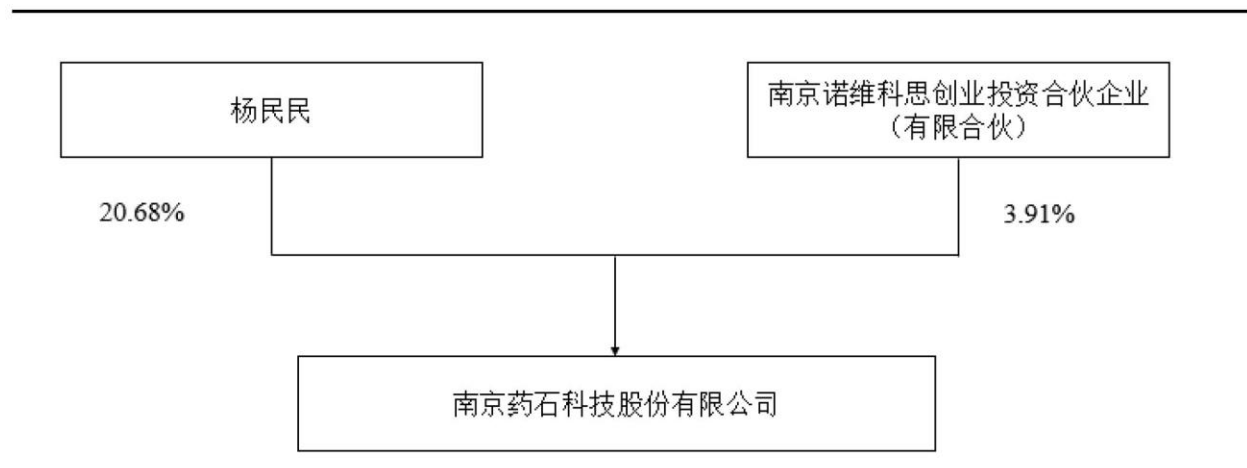
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.80	12.45	1.64	2.66
交易性金融资产	5.11	1.08	0.22	0.00
存货	3.54	3.10	2.07	1.44
流动资产合计	18.69	18.73	5.37	5.09
固定资产	5.17	1.38	1.31	1.15
商誉	3.56	0.31	0.31	0.07
非流动资产合计	13.88	5.52	4.93	2.52
资产总计	32.57	24.25	10.29	7.61
短期借款	2.45	1.20	0.60	0.25
应付票据	1.17	1.28	0.95	0.05
其他应付款	1.71	0.70	0.58	0.31
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7.12	4.76	2.78	1.53
非流动负债合计	0.77	0.55	0.10	0.09
负债合计	7.88	5.31	2.88	1.61
总债务	3.62	2.48	1.55	0.30
归属于母公司的所有者权益	22.81	18.95	7.41	6.00
营业收入	6.21	10.22	6.62	4.78
净利润	3.86	1.84	1.52	1.34
经营活动产生的现金流量净额	1.90	2.72	1.27	1.60
投资活动产生的现金流量净额	-6.81	-1.45	-3.01	-0.39
筹资活动产生的现金流量净额	0.17	9.93	0.51	-0.19
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	49.64%	45.79%	51.59%	57.82%
EBITDA 利润率	--	23.98%	28.59%	33.95%
总资产回报率	--	11.88%	19.62%	23.40%
产权比率	31.94%	28.00%	38.91%	26.92%
资产负债率	24.21%	21.88%	28.01%	21.21%
净债务/EBITDA	--	-4.52	-0.30	-1.71
EBITDA 利息保障倍数	--	388.77	58.05	161.96
总债务/总资本	12.93%	11.58%	17.33%	4.73%
FFO/净债务	--	-17.15%	-267.57%	-50.33%
速动比率	2.13	3.29	1.18	2.39
现金短期债务比	3.70	5.55	1.45	10.61

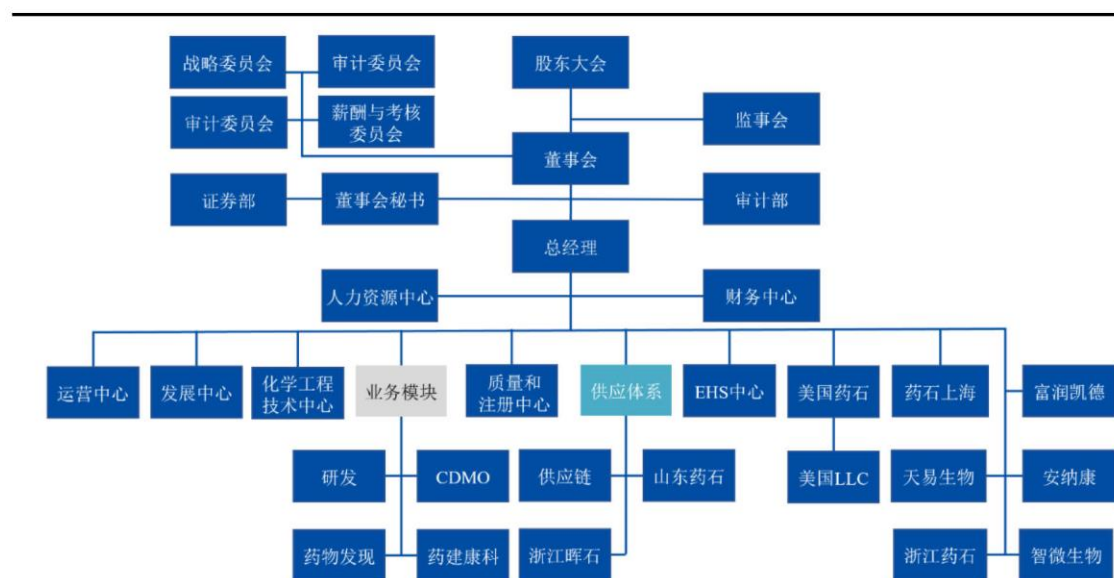
资料来源：资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册地	持股比例	业务性质	取得方式
Pharmabolck (USA) ,Inc.	美国	100%	销售	设立
南京富润凯德生物医药有限公司	南京	100%	药物研发	设立
南京天易生物科技有限公司	南京	100%	药物研发、技术咨询服务及销售	同一控制下企业合并
山东药石药业有限公司	德州	100%	生产销售	非同一控制下企业合并
Pharma Block LLC	美国	100%	-	设立
南京安纳康生物科技有限公司	南京	100%	药物研发、技术服务及咨询	非同一控制下企业合并
南京药建康科医药科技有限公司	南京	100%	科学研究和技术服务业	非同一控制下企业合并
南京智微生物科技有限公司	南京	98%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
浙江药石化学工程技术有限公司	浙江上虞	100%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
浙江晖石药业有限公司	浙江上虞	53.93%	药物研发、技术咨询服务及销售	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
药石科技 使用
再复印无效**



登记机关



2018 年 11 月 08 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
药石科技
再复印无效


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	何馨逸	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220080005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-08-14			

登记变更记录					
登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220080005	2020-08-14	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	张旻孺	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030216080004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-08-27			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030216080004	2016-08-27	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

