

上海复星医药（集团）股份有限公司

及其发行的公开发行债券

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(2022)100033】

评级对象: 上海复星医药(集团)股份有限公司及其发行的公开发行债券

	18复药01	18复药02	21复药01	22复星医药MTN001
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2022年5月19日	AAA/稳定/AAA/2022年5月19日	AAA/稳定/AAA/2022年5月19日	AAA/稳定/AAA/2022年5月19日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2021年5月24日	AAA/稳定/AAA/2021年5月24日	AAA/稳定/AAA/2021年5月24日	-
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2018年8月3日	AAA/稳定/AAA/2018年11月23日	AAA/稳定/AAA/2021年1月20日	AAA/稳定/AAA/2022年2月23日

主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	9.05	3.45	7.68
刚性债务	105.71	111.60	121.18
所有者权益	259.57	268.97	288.14
经营性现金净流入量	-1.90	-0.38	-7.91
合并口径数据及指标:			
总资产	761.20	836.86	932.94
总负债	369.15	377.02	449.18
刚性债务	221.52	242.88	260.02
所有者权益	392.04	459.84	483.76
营业收入	285.85	303.07	390.05
净利润	37.44	39.40	49.87
经营性现金净流入量	32.22	25.80	39.49
EBITDA	71.21	72.87	88.25
资产负债率[%]	48.50	45.05	48.15
权益资本与刚性债务比率[%]	176.98	189.33	186.04
流动比率[%]	117.03	100.85	103.80
现金比率[%]	58.68	48.95	49.69
利息保障倍数[倍]	5.12	6.19	8.12
净资产收益率[%]	10.28	9.25	10.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.23	12.20	14.58
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.26	-5.70	0.22
EBITDA/利息支出[倍]	6.51	8.12	10.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.31	0.35

注:根据复星医药经审计的2019~2021年度财务数据整理、计算。

分析师

刘睿杰 lj@shxsj.com
 黄蔚飞 hwf@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)对上海复星医药(集团)股份有限公司(简称复星医药、发行人、该公司或公司)及其发行的18复药01、18复药02、21复药01及22复星医药MTN001的跟踪评级反映了2021年复星医药在营业收入、资本实力及融资成本等方面保持优势,同时也反映了公司在商誉减值、集中采购政策影响、药品质量安全及高管变动等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业发展前景较好。**近年来,我国医药市场继续扩大,同时政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗健康服务领域出台了一系列政策,有利于行业的规范及集中度的提高,行业发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药收入持续增长,在部分细分市场保持了较明显的优势地位。同时,公司较强的研发实力和许可引进力度有利于其竞争优势的保持和强化。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强,经营环节现金流状况较好,权益资本实力雄厚,财务状况良好。
- **资金成本优势。**复星医药融资渠道畅通且多样,综合融资成本较低,能够为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险:

- **并购整合风险及商誉减值风险。**外延式扩张是复星医药实现业务快速发展的重要方式之一。近年来公司国内外并购较快,资金压力较大,面临一定的估值风险和较大的整合风险。同时,持续并购也导致公司积累了较大规模的商誉,2021年末公司商誉规模达人民币94.00亿元,若相关投资并购标的经营未达预期,对公

司盈利及资产质量或将形成不利影响。

- **药品降价压力。**在医保控费及集中采购政策实施背景下,复星医药部分产品或面临较大降价压力,对其成本控制能力形成挑战。
- **合作开发的新冠疫苗中国大陆审批进度及预期销售表现风险。**复星医药与德国 BioNTech 合作研发 mRNA 新冠疫苗,并已经投入一定资金,目前港澳台地区已开始接种,中国大陆地区处于临床试验阶段,需持续关注该疫苗的审批进度以及后期销售情况。
- **药品质量安全风险。**药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡,复星医药具备完善的药品质量安全防控标准及实施措施,可有效降低但不能完全消除药品安全风险。
- **高管变动风险。**跟踪期以来,复星医药高管人事变动较为频繁,或将对公司日常经营造成一定影响。

➤ 未来展望

通过对复星医药及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性极高,并给与上述债券 AAA/信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海复星医药（集团）股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海复星医药（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）、2021 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）和 2022 年度第一期中期票据（分别简称“18 复药 01”、“18 复药 02”、“21 复药 01”及“22 复星医药 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据复星医药提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对复星医药的财务状况、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 2022 年 5 月 17 日，该公司存续债务融资工具本金余额为人民币 45.00 亿元，具体情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2022 年 5 月 17 日公司存续债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	发行日期	到期日期	本息兑付情况
18 复药 01	13.00	3+2	3.50	2018.8.13	2023.8.13	正常付息
18 复药 02	5.00	2+2	3.83	2018.11.30	2022.11.30	正常付息
21 复药 01	16.00	2+2	3.98	2021.2.2	2025.2.2	正常付息
22 复星医药 MTN001	5.00	2+2	3.50	2022.3.9	2026.3.9	尚未至付息日
22 复星医药 SCP001	6.00	0.33	2.65	2022.4.12	2022.8.11	尚未至付息日
合计	45.00	-	-	-	-	-

资料来源：复星医药

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济

在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实

基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

2021年以来我国经济复苏趋势良好，受防疫常态化催生的防疫需求大幅增长拉动，疫苗、防疫耗材、检测试剂等细分行业景气度高，助推医药制造行业利润增幅显著提升。与此同时，我国医疗体系改革持续深化，医保控费仍是当前政策主基调，2021年以来带量采购范围进一步扩大，政策倒逼医药制造行业创新转型升级。

A. 行业概况

医药制造业作为我国国民经济的重要组成部分，与国计民生息息相关，是中国制造2025和战略性新兴产业的重点领域，也是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国人民生活水平持续提高，城镇化速度不断加快，使得国民医疗保健意识增强，医疗服务便利性提高，从而促进了医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在老龄化趋势加剧的情况下，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，医保扩容亦刺激了医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

2018-2019年，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，以及商誉减值等因素的影响，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年前三季度受新冠疫情冲击，医疗机构作为高风险场所纷纷限制营业或被动缩减营业时长，医药需求被限制，医药制造业收入增速大幅下滑，2020年第四季度起逐渐恢复。

2021年以来尽管变异新冠病毒不断出现，但在国内完备的疫情防控措施下，我国疫情防控逐步迈入“精准防控，动态清零”的新阶段，疫情因素未对我国经济形成重大影响，国民经济持续稳定恢复，复苏趋势良好。2021年我国经济同比增长8.1%，占全球经济比重预计超过18%。根据国家统计局数据显示，2021年1~10月，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入23,529.80亿元，同比增长22.8%；实现利润总额4,927.80亿元，同比增长

76.7%，医药行业经营业绩得到快速恢复。受社会防疫需求大幅增长拉动，包括疫苗、诊断试剂、防疫耗材等在内的防疫用品需求量大，相关企业产销两旺，行业利润增幅显著提升。2022 年以来，受奥密克戎变异株传播影响，加之部分国家和地区宣布放开疫情管控措施，新冠肺炎感染规模进一步扩大，社会防疫及相关新冠疫苗、治疗药物研发企业仍将面临一定的需求。

图表 2. 2012 年以来我国医药制造行业销售收入及盈利情况



资料来源：Wind

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。2021 年 6 月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》，在进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革；促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系；持续预防为主，加强公共卫生体系建设；统筹推进相关重点改革，形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施。通知明确，以降药价为突破口，同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革；推动公立医院高质量发展；加快推进分级诊疗体系建设；推动中医药振兴发展；加强新冠肺炎疫情防控；推进全民健康信息化建设；增强药品供应保障能力。

2021 年 6 月，国家医疗保障局（简称“国家医保局”）发布《2021 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。此次目录调整工作分为准备、申报、专家评审、谈判、公布结果 5 个阶段，历经半年多时间。2021 年 12 月 3 日，2021 版国家医保药品目录正式出台，医保药品目录调整落地。2021 版目录共收录西药 1,486 种，中成药 1,374 种，中药饮片 892 种；本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，降幅与前期相比基本保持一致，整体降幅保持平稳。本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量。国家医保局成立至今，每年一次动态调整医保药品目录，

累计将 507 种新药、好药纳入目录，通过目录调整实现了用药保障范围不断扩大和结构优化。

2021 年 9 月，国务院办公厅公布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》，发展目标是到 2025 年，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等领域改革任务，“十四五”期间基本医疗保险参保率每年保持在 95% 以上，到 2025 年国家及省级药品集采品种达 500 个以上，高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上，保证刚需医疗产品的供应量，并降低患者经济负担。

2021 年 11 月，国家医疗保障局公布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，主要是加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点。医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量。

图表 3. 2021 年以来我国医药制造行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2021.2	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	采购共有 152 家企业参加，产生拟中选企业 118 家，共纳入 45 种药品，拟中选产品 158 个	中选药品平均降价 52%，采购金额 254 亿元，集采范围持续扩大
2021.6	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	进一步推广三明市医改经验，加快推诿医疗、医保、医药联动改革；促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系；持续预防为主，加强公共卫生体系建设；统筹推进相关重点改革，形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施	以降药价为突破口，同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革；推动公立医院高质量发展；加快推进分级诊疗体系建设；推动中医药振兴发展；加强新冠肺炎疫情防控；推进全民健康信息化建设；增强药品供应保障能力
2021.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第五批国家组织药品集中采购》	第五轮集采共涉及 60 个品种 207 个品规，其中注射剂 30 个品种，本次集采是规模最大、产品数量最多的一次	中选药品平均降价 56%，采购金额 550 亿元，集采范围持续扩大
2021.6-12	国家医保局	《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》	2021 版目录共收录西药 1486 种，中成药 1374 种，中药饮片 892 种；本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。本次调整中共针对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%	本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量
2021.9	国务院办公厅	《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》	到 2025 年，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等领域改革任务	“十四五”期间基本医疗保险参保率保持在 95% 以上，到 2025 年国家及省级药品集采品种达 500 个以上，高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上，保证刚需医疗产品的供应量，并降低患者经济负担
2021.11	国家医保局	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点	医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2021.11	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第六批国家组织药品集中采购》	第六轮集采为胰岛素专项，纳入二代、三代胰岛素，整体报量为 2.14 亿支，涉及金额约 170 亿元	中选药品平均降价 48%，采购金额 170 亿元，集采范围持续扩大

数据来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

目前我国医药行业集中度仍较低，高附加值和高技术含量的独家产品少，缺乏能进入国际市场的品种。大量企业在非专利药物上低水平重复建设，造成资金和资源的浪费。由于大量企业产品同质化严重，在市场竞争中打价格战，导致我国制药企业整体的市场开发能力不足。与发达国家相比，国内医药企业研发投入强度相对不足，主要体现在与国际大型药企相比，平均研发费用率水平偏低；创新药研发靶点、数量和进展整体不及世界领先水平；国内外相同靶点的新药研发项目中，中国的项目数量和项目进度不及外国。另外，国内医疗器械公司市场份额远低于国际巨头，同类产品技术参数亦存在差距。

新版 GMP 认证、“两票制”、药品审批审评制度改革、医保控费及目录调整等变革对医药制造行业内部企业自身实力和融资能力提出了较大考验，行业并购重组较活跃，未来行业集中度有望进一步提升。随着我国政府对医药行业监管力度的加强，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强品牌和规模、丰富产品组合、研发创新力强、供销渠道稳定的大型制药企业集中，行业内企业竞争实力将有所分化。

D. 风险关注

产业政策及体制改革风险。医药行业受政策影响深。药品生产和销售须取得食品药品监督管理部门颁发的相关许可，药品质量受严格的法规规范。同时，医药领域面临产业整合及商业模式转型。药品降价、环保治理等政策措施亦会对医药行业盈利水平和生产成本产生一定影响。

药品质量、环保风险。作为直接关系到生命健康的特殊商品，药品出现质量问题将对制药企业的市场声誉，造成不利影响进而影响到其生产经营。此外，医药生产企业在生产过程中还面临环保风险，或将增加公司的环保费用支出。

研发风险。医药生产企业需要不断研发新药来保持自身的竞争能力。如果新药不能适应不断变化的市场需求、新产品开发失败或难以被市场接受，将加大企业的经营成本，对企业的盈利水平和未来发展产生不利影响。

2. 业务运营

该公司通过“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，实现了快速发展；目前公司现已形成了以制药业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗健康服务业务整合发展的产业格局。公司制药业务的产品在代谢及消化系统、抗肿瘤

瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统及心血管系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。此外，公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购整合的压力。

跟踪期内，该公司收入规模保持增长，毛利率有所下降，且期间费用对利润造成一定侵蚀。得益于突出的投资收益规模，公司整体盈利情况较好。

该公司以制药业务为核心，还从事医疗器械与医学诊断业务、医疗健康服务、医药分销和零售业务，其中公司医药分销业务主要以参股国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）的形式展开，形成对医药健康产业链的覆盖。目前公司采取“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。

图表 4. 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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
制药	国内为主，初步实现全球多中心布局	横向与纵向兼顾	销售规模/研发/品牌质量
医疗器械与医学诊断	国内、国外均有	横向与纵向兼顾	品牌质量/投资及投后运营管理
医疗健康服务	国内为主	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理

资料来源：复星医药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年
营业收入合计	285.85	303.07	390.05
其中：主营业务收入（亿元）	285.42	302.69	389.60
主营业务收入占比（%）	99.85	99.87	99.88
其中：（1）制药	217.66	218.80	289.04
在营业收入中占比（%）	76.14	72.19	74.10
（2）医疗器械与医学诊断	37.36	52.17	59.38
在营业收入中占比（%）	13.07	17.21	15.22
（3）医疗健康服务	30.40	31.72	41.18
在营业收入中占比（%）	10.63	10.47	10.56
综合毛利率（%）	59.62	55.68	48.14
其中：制药（%）	65.64	60.39	52.12
医疗器械与医学诊断（%）	52.38	51.66	48.77
医疗健康服务（%）	25.52	20.52	19.06

资料来源：复星医药

注：其中 2020 年部分数据经追溯调整

该公司现有业务主要涉及制药、医疗器械和医学诊断、医疗健康服务，2021 年上述三项业务收入占比分别为 74.10%、15.22%和 10.56%。2021 年公司实现营业收入人民币 390.05 亿元，较上年增长 28.70%，增长主要来源于制药业务收入的增加。当年公司制药、医疗器械和医学诊断、医疗健康服务三项业务毛利率均有所下降，综合毛利率较上年下降 7.54 个百分点至 48.14%。

A. 制药业务

近年来，该公司制药业务规模持续扩大。2019-2021 年，该项业务分别实现营业收入人民币 217.66 亿元、218.80 亿元和 289.04 亿元；分别实现毛利率 65.64%、61.54%和 52.12%。其中，2021 年随着市场接受度提升和市场拓展推进，汉利康（利妥昔单抗注射液）、汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等新品和次新品药品销售情况较好，同时复必泰（mRNA 新冠疫苗）纳入港澳台接种计划，使得当年制药业务收入大幅增长。2021 年业务毛利率降幅显著，主要系受集中采购政策、原材料成本上升及经营支出刚性¹等因素影响，公司部分产品毛利率大幅下降所致。

该公司主要从事制药业务的控股子公司有重庆药友制药有限责任公司（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司²（简称“万邦医药”）、Gland Pharma Limited³（简称“Gland Pharma”）、上海复宏汉霖生物技术股份有限公司⁴（简称“复宏汉霖”）和桂林南药股份有限公司⁵（简称“桂林南药”），相关经营主体概况见下表。其中，复宏汉霖近三年净利润持续为负，主要系其处于初期发展阶段，临床研发活动较多所致。

图表 6. 公司下属主要制药企业概况（单位：亿元、%）

公司简称	主要产品/业务	2021 年末持股比例	2021 年末净资产	营业收入			净利润		
				2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
重庆药友	阿拓莫兰、优蒂尔、沙多利卡、悉畅/毕利枢等	61.04	47.35	61.44	54.26	57.49	8.06	8.09	8.09
万邦医药	优立通、怡宝、可胜、万苏平、肝素钠系列等	100.00	29.94	54.01	68.75	70.40	6.54	7.74	5.01
Gland Pharma	肝素钠、万古霉素、罗库溴铵等	58.00	74.12	25.07	30.26	36.58	5.13	7.19	8.79
复宏汉霖 ⁶	汉利康、汉曲优	57.48	22.97	0.91	5.88	16.82	-8.75	-9.94	-9.84
桂林南药	注射用青蒿琥酯、SPAQ-CO Disp、D-ARTEPP	96.44	10.66	未披露	未披露	10.52	未披露	未披露	3.04
合计		-	185.04		159.15	191.81		13.08	15.09

资料来源：根据复星医药所提供数据整理

注：以上数据含评估增值及评估增值摊销

¹ 经营支出刚性包括复必泰的营业成本①采购成本；②按照《许可协议》需向 BioNTech 支付的毛利分享；③相应的销售里程碑。

² 万邦医药拥有齐全的糖尿病系列产品。

³ Gland Pharma 为各大型制药公司注射剂仿制药品的生产制造商。

⁴ 复宏汉霖产品覆盖肿瘤、自身免疫疾病、眼科疾病等领域，已成功上市首个国产生物类似药汉利康（利妥昔单抗）、首个中欧双批国产单抗生物类似药汉曲优（曲妥珠单抗）等。

⁵ 桂林南药主要生产抗疟药系列产品，生产的市产品销往全球 80 多个国家和地区。

⁶ 复宏汉霖 2021 年研发支出为 7.40 亿元，研发费用率为 43.97%。

规模与销售

该公司制药业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2021 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 13，较上年持平。目前公司在代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统及心血管系统等疾病领域均有丰富的产品线，形成了较为完善的产品布局。

图表 7. 公司制药业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2019 年		2020 年		2021 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
代谢及消化系统	38.16	84.36	35.72	85.13	28.65	79.23
抗肿瘤及免疫调节	6.20	68.81	16.05	79.56	39.36	78.96
抗感染	44.49	71.47	39.16	63.15	85.97	42.58
中枢神经系统	21.89	94.92	13.82	89.94	10.39	91.53
心血管系统	22.94	64.06	24.87	56.29	20.02	37.26
血液系统	8.54	94.48	未披露	未披露	未披露	未披露
原料药和中间体	11.36	26.80	10.36	27.03	11.35	25.64
核心产品合计	153.59	74.78	139.98	58.74	195.74	56.33
占比⁷	70.56		63.98		67.72	
过亿制剂单品或系列数量	35 个		39 个		44 个	

资料来源：根据复星医药 2019-2021 年年报整理

注：其中 2020 年数据按 2021 年口径重述

2021 年，该公司制药业务板块的核心产品实现销售收入 195.74 亿元，占该板块收入的 67.72%，同比分别增加 39.83%和 3.74 个百分点，主要是由于抗感染、抗肿瘤及免疫调节核心产品收入增长所致。其中，受到 mRNA 新冠疫苗销售增加带动，抗感染核心产品收入增幅较大。2021 年，公司销售额过亿的制剂单品或系列共 44 个，较上年同口径增加 5 个，其中：销售额超过 10 亿元的制剂单品或系列共 3 个、销售额在 5 亿元到 10 亿元之间的制剂单品或系列共 3 个。总体看，公司产品集中度较上年相比有所提升。

近年来，该公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式以专业化、品牌化为战略方向，目前已形成与现有产品及拟上市产品相配套的营销体系。截至 2021 年末，公司已经形成了 6,900 余人的商业化团队，其中包括创新药商业化团队、药品 OTC 及线上渠道新零售团队、非洲及欧美海外专业营销团队，以及临床医学、市场准入、医学战略联盟、品牌推广等支持体系。此外，公司还通过与国药控股合作，依托其成熟的分销网络和物流配送体系积极开拓国内各级市场。

研发

该公司以创新研发为核心的发展驱动因素，依托全球研发中心，通过自主研发、合作开发、许可引进及深度孵化的方式对创新研发项目进行统筹管理，从而推动创新技术和产品的开发、转化及落地。截至 2021 年末，公司拥有研发人员 2,849 人，占公司在职工总数的 7.85%，其中约 1,555 人拥有硕士及

⁷ 指核心产品收入占制药业务收入的比例

以上学位。

2019-2021年，该公司制药板块研发费用分别为31.31亿元、36.70亿元和44.86亿元，持续增长，占制药业务收入的比重维持在15%左右。截至2021年末，公司制药板块申请的专利共186项，其中包括美国专利申请35项、PCT申请26项；当年获得发明专利授权62项。为提高竞争实力、提升研发效率和扩大市场份额，公司于2020年初升级设立全球研发中心，预计未来将进一步加大研发投入力度。

图表 8. 公司制药板块近三年技术研发情况

研发情况	单位	2019年	2020年	2021年
研发投入	亿元	31.31	36.70	44.86
研发投入占收入比例 ⁸	%	14.38	16.77	15.52
申请专利	项	136	176	186

资料来源：根据复星医药2019-2021年年报整理

近年来，该公司在提升自主研发能力、推进在研产品上市的同时，还通过海外控股子公司、投资的海外VC基金等渠道，引进国际先进技术，丰富高价值产品管线，从而提升自身市场拓展能力。

图表 9. 2021年以来国药许可引进创新药情况（单位：万美元）

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至2021年末与中国境内研发进展
抗肿瘤	SVN53-67/M57-KLH 肽疫苗	初诊胶质母细胞瘤	临床试验申请 ⁹
代谢及消化系统	Tenapanor 片	便秘型肠激综合症 (IBS-C)	I 期临床
	枸橼酸焦磷酸铁溶液	透析患者铁替代药	III 期临床
抗感染	mRNA 疫苗 BNT162b2	预防由新型冠状病毒 (SARS-CoV-2) 感染所致的疾病 (COVID-19)	大陆: II 期临床 香港: 获紧急使用授权 澳门: 获进口疫苗之预先许可 台湾: 获专案输入核准紧急使用
	Pretomanid 片	广泛耐药 (XDR)、不受或无缓解的耐多药肺结核病 (MDR-TB) 患者	I 期临床
中枢神经系统	Opicapone 胶囊 (奥匹卡朋胶囊)	帕金森综合征	上市申请
血液系统	马来酸阿伐曲泊帕片	慢性免疫性血小板减少症 (ITP)	III 期临床
	Tenapanor 片	终末期肾脏病-血液透析 (ESRD-HD) 患者高磷血症	III 期临床
其他	Fortacin 喷雾 (利多卡因丙胺卡因喷雾剂)	早泄	获临床试验批准
	RT002 (注射用 DaxibotulinumtoxinA)	成人中重度眉间纹 (GL)	III 期临床
		孤立性颈部肌张力障碍 (CD)	III 期临床

资料来源：复星医药

⁸ 该比例为公司制药板块研发费用占制药业务收入的比例。

⁹ 已于2022年3月获中国境内临床试验批准。

生产与质量

跟踪期内，该公司继续扩充产能，加速内部产线整合，着力打造国际化生产基地。截至 2021 年末，公司已拥有江苏、重庆、锦州、山东、河北、常德、新沂、长寿等 10 个国内生产基地，其所有生产线均已通过国内 GMP 认证。其中，重庆基地冻干粉针剂和口服制剂已具备产能规模。徐汇基地商业化产能提升至 24,000 升，并通过了欧盟 GMP 认证。松江基地（一）建设完毕并已投产，规划产能达 24,000 升，预计 2022 年正式投入商业化生产¹⁰。松江基地（二）一期规划产能 96,000 升，其中一阶段和二阶段规划产能 36,000 升，预计 2022 年下半年进入试生产；三阶段规划产能 60,000 升，计划 2022 年全面进入工程施工阶段¹¹。在海外基地方面，控股子公司 Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂生产企业，其生产设施已获得美国、欧盟、日本、澳大利亚等主流法规地区的 GMP 认证，跟踪期内已完成新增冻干线和激素类产品线的建设和调试。

B. 医疗器械与医学诊断业务

2019-2021 年，该公司医疗器械与医学诊断业务收入持续上升，分别为 37.36 亿元、52.17 亿元和 59.38 亿元。2020 年以来受疫情影响，公司新型冠状病毒核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品销售规模扩大，随之推动板块业务收入上升。2019-2021 年业务毛利率分别为 52.38%、52.60%和 48.77%，其中 2021 年下降主要系合并口径的变化使得盈利较好的“达芬奇手术机器人”经销权收益转入联营公司直观复星医疗器械技术（上海）有限公司及直观复星（香港）有限公司（合并简称“直观复星”）所致¹²。

该公司医疗器械业务主要涉及医疗美容、呼吸健康及专业医疗领域。在医疗美容领域，控股子公司 Sisram Medical Ltd.（简称“Sisram”）为首个于香港联合交易所有限公司（简称“联交所”）主板上市的以色列公司，主要致力于医疗美容器械研发生产，其产品技术和销量处于全球领先。2021 年 Sisram 实现营业收入 2.94 亿美元、净利润 3,252 万美元，分别同比上升 81.48%和 121.53%。在呼吸健康领域，控股子公司 Breas Medical Holdings AB（简称“Breas”）已在全球范围推出十余款面向医疗机构和家用的呼吸机产品，跟踪期内，Breas 在美国市场上市 Everyware 数字化解决方案，并与全球知名呼吸机公司 Dräger Medical 签订战略合作协议。2021 年，Breas 实现营业收入 0.70 亿美元、净利润-437.7 万美元，同比分别下降 18.60%和 152.96%，主要系受全球芯片短缺影响，成本升高导致利润压缩所致。在专业医疗领域，公司拥有围绕肿瘤诊疗、骨科和神经科领域的代理产品组合，并开拓了院前急救业务。

截至 2021 年末，该公司医学诊断业务已形成围绕六大疾病领域（肿瘤、

¹⁰ 包括原液线全部 12 台 2,000L 生物反应器及制剂冻干线生产。

¹¹ 2021 年 11 月，该公司及复宏汉霖董事会分别审议批准复宏汉霖及/或其控股子公司出资不超过 8.18 亿元建设上海松江区“复宏汉霖生物医药产业化基地（二）”一期项目第三阶段。本次建设资金来源为复宏汉霖及/或其控股子公司自筹资金。

¹² 自 2021 年起该部分业务不再纳入收入合并口径，剔除该业务变化影响后，医疗器械与医学诊断业务 2021 年毛利率同比下降 0.20 个百分点。

感染、消化代谢、大生殖、心脑血管、中枢神经)的跨方法学产品组合,公司产品线中生化产品线完整,在国内市场处于一线阵营。跟踪期内,公司先后推出了 F-i3000 全自动化学发光分析仪、F-C800 全自动生化分析仪和微生物质谱仪(ASTA)等新产品。此外,公司通过受让股权及增资方式控股收购了苏州百道医疗科技有限公司(简称“苏州百道”)¹³,布局病理诊断领域,自收购日至2021年末,苏州百道共实现净亏损618万元,占公司利润总额的-0.10%。

C. 医疗健康服务业务

2019-2021年,该公司医疗健康服务业务收入逐年增长,分别为30.40亿元、31.72亿元和41.18亿元。其中,2021年收入较上年增长29.82%,主要系当年医疗服务需求较大推动业务收入增加所致。2019-2021年,业务毛利率分别为25.52%、20.52%和19.06%,毛利率持续下降。其中,2021年业务毛利率下降主要系公司加大了数字化团队和线上化业务的建设投入,同时新开业医院前期亏损所致。

截至2022年3月末,该公司已投入运营的医疗服务机构主要包括佛山复星禅诚医院、深圳恒生医院、广州新市医院有限公司(以下简称“广州新市医院”)、宿迁钟吾医院有限责任公司(宿迁市肿瘤医院)、安徽济民肿瘤医院、武汉济和医院有限公司、重庆星荣整形外科医院有限责任公司、徐州星辰妇儿医院有限公司等,核定床位5,532张。

D. 医药分销和零售业务

该公司医药商业涵盖分销和零售,目前已形成与现有产品及拟上市产品相配套的分线营销体系,包括创新药商业化团队、新零售团队、海外商业化团队级国内分销渠道合作。公司零售业务主要通过传统零售药店等零售市场和线上化综合服务平台相结合的模式开展。截至2021年末,公司围绕主要产品线划分为多个事业部,覆盖超过2,000家三级医院,10,000家一、二级医院和近20万家零售药店。公司医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司(简称“国药产投”)的形式开展。

国药产投是国药控股的控股股东。国药控股是我国医药商业龙头企业,经营着国内最大的药品分销网络,也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。截至2021年末,国药控股零售网络覆盖全国30余个省、直辖市和自治区,零售药房总数达10,259家,规模继续保持行业领先。近三年,国药控股发展迅速,业务规模快速增长,其中2021年国药控股药品零售业务收入290.59亿元,同比增长20.26%。

图表 10. 国药产投和国药控股情况(单位:亿元)

指标	2019年	2020年	2021年
国药产投贡献的投资收益	16.22	17.80	19.14

¹³ 2021年8月,公司控股子公司复星诊断出资1.82亿元控股收购苏州百道,本次收购完成后,复星诊断持有苏州百道58.6702%的股权,资金来源为复星诊断自筹资金,已于2021年11月完成工商变更登记。

指标	2019年	2020年	2021年
期内公司取得现金红利	4.56	4.65	5.34
国药控股的主要财务数据			
总资产	2,698.88	3,112.37	3,354.12
股东权益	769.39	899.47	996.54
营业收入	4,252.73	4,564.15	5,210.51
营业利润	161.37	177.60	193.36
净利润	106.2	120.97	130.65
归属于母公司所有者的净利润	62.53	71.87	77.59

资料来源：复星医药 2019-2021 年年报、国药控股 2019-2021 年年报（香港会计准则）

E. 跟踪期内重大事项

复宏汉霖上市

2019年9月，该公司控股子公司复宏汉霖于联交所主板上市（股份代码为HK.2696），其首次公开发行境外上市外资股（H股）累计募得约34亿港元。2020年3月30日，公司对外公告其董事会同意并提请股东大会批准复宏汉霖于境内首次公开发行人民币普通股（A股）并在上海证券交易所科创板上市交易。2021年5月25日，公司公告关于延长复宏汉霖A股上市的决议案已获公司股东大会正式通过。新世纪将持续关注复宏汉霖后续A股上市进展情况。

一般性授权增发

2020年11月20日，公司公告拟向不超过35名特定投资者发行不超过1.28亿股A股股票，拟募集资金不超过人民币49.83亿元。2021年4月6日公司对非公开发行A股股票方案中募集资金规模、发行方案进行调整，募集资金总额由调整前不超过49.83亿元调整为不超过44.84亿元，并对募集资金用途相应进行调整。2021年8月2日，公司收到中国证监会批复（证监许可[2021]2501号）核准发行。所得资金将用于创新药物临床、许可引进及产品上市相关准备、原料药及制剂集约化综合性基地建设及补充流动资金。该事项已获中国证监会核准。

2021年1月4日，公司公告收到中国证监会核准增发不超过1.10亿股境外上市外资股（H股）的批复，每股面值人民币1元，全部为普通股。预计增发完成及募投项目的实施将有助于公司推进新药研发、产能整合、效率提升，实现制药工业高质高效的发展，从而进一步提升公司的盈利能力。

复星医药产业收购安特金

2021年10月，该公司控股子公司上海复星医药产业发展有限公司（简称“复星医药产业”）与中金康瑞壹期（宁波）股权投资基金合伙企业（有限合伙）、上海禾实投资中心（有限合伙）、7位自然人等、成都安特金生物技术有限公司¹⁴（后更名为复星安特金（成都）生物制药有限公司，简称“安特金”）

¹⁴ 安特金主营疫苗研发和生产，专利范围涵盖肺炎、狂犬病、乙脑、百日咳等多种疾病，核心产品为肺炎疫苗。

及其现有股东分别签订《股权转让协议》、《增资协议》，约定复星医药产业（1）以现金约 11.08 亿元受让安特金相关股东持有的安特金股权；（2）以持有的大连雅立峰生物制药有限公司（简称“大连雅立峰”）100%股权作价 28.98 亿元认缴安特金新增注册资本 0.48 亿元。本次收购完成后，复星医药产业持有安特金约 73.01%的股权，并通过安特金持有大连雅立峰 100%的股权（即复星医药产业对大连雅立峰享有的权益比例将由本次收购前的 100%减少至约 73.01%）。本次收购资金来源为复星医药产业自筹资金，本次收购已于 2021 年 10 月经公司第八届董事会第五十五次会议（定期会议）审议通过。此外，根据约定，基于安特金在研疫苗产品达到相关约定临床里程碑的前提下，复星医药产业承诺以不超过 14.10 亿元受让安特金相关存续股东所认缴的至多 0.15 亿元注册资本（约占本次收购完成后安特金注册资本总额的 18.80%）。自收购日至 2021 年末，安特金为公司贡献净亏损 1,556 万元，占公司利润总额的-0.26%。

复星诊断收购苏州百道

2021 年 8 月，该公司控股子公司复星诊断科技（上海）有限公司（简称“复星诊断”）与苏州百道及其创始人 WuChun、苏州百道现有股东等签订《投资协议》，约定复星诊断出资 1.82 亿元，通过受让股权及增资的方式控股收购苏州百道。本次收购完成后，复星诊断持有苏州百道 58.6702%的股权。本次收购资金来源为复星诊断自筹资金，已于 2021 年 11 月完成工商变更登记。此外，根据约定，苏州百道现有股东中的百淳、百凡有权要求复星诊断受让其合计持有的至多 34.5076%的苏州百道股权（即或有的后续转让），后续转让的估值及相应对价依照苏州百道 2025 年经审计净利润的 18 倍与 10 亿元的孰低值（且不低于本次投资的投后估值 3.1 亿元）确定。自收购日至 2021 年末，苏州百道为公司贡献净亏损 618 万元，占公司利润总额的-0.10%。

复星健康控股广州新市医院

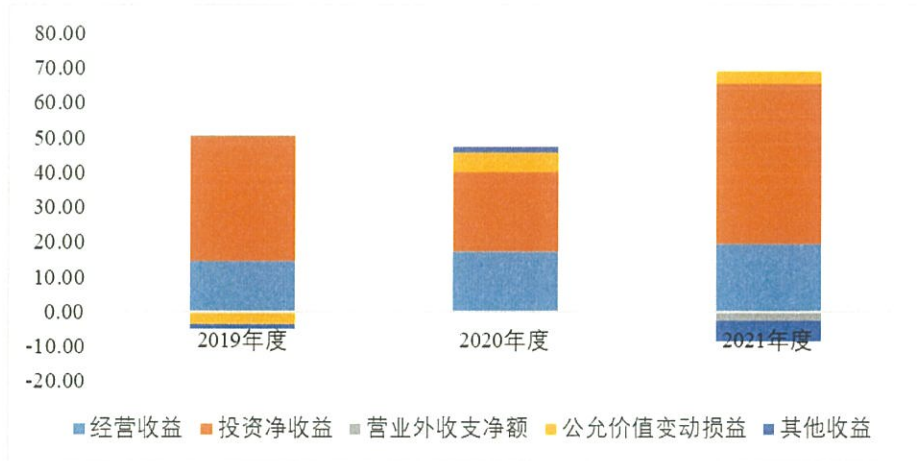
2021 年 11 月，该公司控股子公司上海复星健康科技（集团）有限公司（简称“复星健康”）与广州新市医院、林俊杰先生及其配偶余翠林女士签订《股权转让协议书》，约定复星健康出资 8.09 亿元受让广州新市医院 70%的股权。本次转让资金来源为复星健康自筹资金，已于 2022 年 1 月完成工商变更登记。

复星医药产业收购重庆复创

2021 年 12 月，该公司控股子公司复星医药产业与 Weibo Wang 先生签订《股权转让协议》，约定复星医药产业出资 1.41 亿美元受让重庆复创医药研究有限公司（简称“重庆复创”）23.9992%的股权。本次转让完成后，复星医药产业及其控股子公司合计持有重庆复创 100%的股权。本次转让资金来源为复星医药产业自筹资金，已于 2022 年 1 月完成工商变更登记。2021 年，重庆复创为公司贡献净利润 1,832 万元，占公司利润总额的 0.30%。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据复星医药所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益, 其他因素对公司盈利水平影响相对较小。近年来, 公司经营收益和投资净收益均呈现一定波动, 但整体盈利情况保持良好。

图表 12. 公司经营收益结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入合计 (亿元)	285.85	303.07	390.05
综合毛利率 (%)	59.62	55.68	48.14
毛利 (亿元)	170.42	168.76	187.77
期间费用 (亿元)	153.44	149.45	166.13
其中: 销售费用 (亿元)	98.47	84.64	90.99
管理费用 (亿元)	25.91	29.62	32.16
财务费用 (亿元)	8.65	7.24	4.64
研发费用 (亿元)	20.41	27.95	38.34
期间费用率 (%)	53.68	49.31	42.59
资产及信用减值损失 (亿元)	4.87	2.53	9.04
经营收益 (亿元)	14.38	17.12	19.29
全年利息支出总额 (亿元)	10.94	8.97	8.47
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.20	0.17	0.24

资料来源: 复星医药

注 1: 经营收益=营业利润-其他经营收益 (投资收益、公允价值变动损益、资产处置收益、其他收益)

从费用支出看, 2019-2021 年该公司期间费用率分别为 53.68%、49.31%和 42.59%, 比率逐年下滑但仍较高。从期间费用构成来看, 销售费用占比最大。其中 2021 年销售费用比率为 23.33%, 同比下降了 4.60 个百分点, 主要系公司加强费用管控力度, 同时集采产品销售费用下降所致。公司管理费用主要包括

人力成本、折旧与摊销、办公费用等。2021 年公司研发费用同比增长 37.17%，主要系公司加大对生物药、小分子创新药的研发投入，以及对创新孵化平台的建设投入所致。公司财务费用占比较小，主要为利息支出，2021 年同比减少 35.91%，主要系当期融资成本下降及汇兑收益所致。总体而言，公司期间费用较高，对毛利造成一定吞噬，但受益于毛利率仍处于较高水平，公司主业盈利能力尚可。

图表 13. 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	2019 年度	2020 年度	2021 年度
投资净收益合计	35.65	22.84	46.24
股权持有收益合计	14.55	16.07	18.37
其中：权益法核算的长期股权投资产生的收益	14.31	15.80	17.89
其中：对国药产投的投资产生的收益	16.22	17.80	19.14
股权处置收益合计	21.10	6.76	27.87
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	17.41	2.20	6.87
处置子公司	-0.06	0.08	20.13
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	0.11	0.13	0.76
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	3.64	4.35	0.11
其他收益及营业外收入	3.90	4.16	3.56
其中：政府补助	3.13	3.94	3.28
公允价值变动损益	-3.53	5.79	3.52

资料来源：复星医药

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2019-2021 年公司分别实现投资收益 35.65 亿元、22.84 亿元和 46.24 亿元。其中 2021 年投资收益同比增长 102.45%，主要系公司当期处置原控股子公司远东肠衣食品有限公司、台州市立浙东医养投资管理有限公司、佛山禅曦房地产开发有限公司和亚能生物技术（深圳）有限公司（简称“亚能生物”）取得收益所致。2019-2021 年公司持有国药产投股权的收益分别为 16.22 亿元、17.80 亿元和 19.14 亿元，占投资收益总额比重分别为 45.50%、77.93%和 41.39%，投资收益可持续性强。同期公司分别实现净利润 37.44 亿元、39.40 亿元和 49.87 亿元，整体盈利情况良好。

该公司其他收益包括资产减值损失和固定资产处置（损失）/收益，2019-2021 年分别为-1.56 亿元、1.46 亿元和-5.91 亿元。其中 2021 年损失规模扩大主要系当期计提对 SALADAX、明医众禾科技（北京）有限责任公司等主体的长期股权投资减值准备合计 4.62 亿元，计提对锦州奥鸿药业有限责任公司（简称“奥鸿药业”）及其附属公司商誉减值准备 1.50 亿元，计提开发支出减值损失 1.53 亿元所致。2021 年公司其他收益负值较大，对公司盈利水平有一定影响。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续秉承“持续创新、乐享健康”的经营理念，以中国医药市场、欧美主流市场和全球新兴市场仿制药的快速增长为动力，坚持“4IN”（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization）战略，秉承“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式。公司将继续通过许可引进和深度孵化等模式衔接全球前沿创新技术，加强生产制造体系升级和优化；持续提升供应链管理；推动公司内部产品的相互委托生产，向明星产线聚集；以智能工厂为标准，新建制剂和原料药生产基地。同时，公司持续推进企业数字化、智能化转型升级。此外，公司将进一步强化核心竞争力建设，并继续拓展国内外融资渠道，为持续发展创造良好的资金基础。

管理

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，跟踪期内高管人事变动频繁。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

该公司由上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星高科”）控股。复星高科是一家由自然人郭广昌先生实际控制的控股集团，旗下产业涉及医药、消费、房地产和矿业等领域，其中医药是其核心业务之一。截至 2021 年末，复星高科及其一致行动人持有公司 39.63% 的股权。公司实际控制人为自然人郭广昌先生。跟踪期内，公司的组织架构未发生重大变化，设置较符合其控股型集团的业务特点，各部门职责分工明确，并各司其职，基本可满足公司日常经营管理需要。

跟踪期内，该公司高管人事变动频繁。2021 年 2 月，陈战宇因工作安排调整辞去副总裁职务；9 月 Lihui Zou 因个人原因辞去副总裁职务。2022 年 1 月，王可心因获选举为副董事长而辞去联席总裁、首席投资官职务，关晓晖因获选举为副董事长而辞去执行总裁、首席财务官职务，李东明因个人原因辞去联席总裁职务，汪曜因工作安排调整辞去副总裁职务。同期，新聘袁宁、苏莉、纪皓、朱悦为副总裁，吴晓蕾为副总裁和首席财务官。跟踪期内，该公司董事变动 4 人。2021 年 6 月，黄天祐、江宪因任职期届满退任独立非执行董事；11 月龚平、张厚林因工作安排调整辞去非执行董事职务。

该公司关联交易主要涉及商品和劳务交易、股权转让、资产租赁、物业服务、关联方担保等。2021 年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务 46.87 亿元，占当年度营业收入比例为 12.02%。其中，公司以市场价向国药控股销售医疗产品、原料及试剂 38.68 亿元。同期，公司自关联方购买商品和接受劳务 6.87 亿元，占当年度营业成本的比例为 3.40%。

截至 2021 年末，该公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）¹⁵存款余额为 9.75 亿元，存款利率为 0.35%-1.89%；取得复星财务公司短期贷款 0.78 亿元，长期贷款（含一年内到期）0.38 亿元，应付利息 15.41 万元。同期末，公司对关联方的应收款项¹⁶余额为 9.36 亿元，其中应收国药控股款项余额为 6.97 亿元，对关联方的应付款项¹⁷余额为 3.82 亿元。

图表 14. 公司关联交易情况（单位：亿元）

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2019 年	2020 年	2021 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	39.57	40.32	46.87
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	31.34	29.81	38.68
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	13.84%	13.31%	12.02%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	4.05	7.13	6.87
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	2.63	3.044	3.73
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	3.51%	5.31%	3.40%

资料来源：根据复星医药 2019-2021 年年度报告整理

根据公开市场信息、该公司 2019-2021 年度审计报告、公司 2022 年 2 月 28 日的《企业信用报告》，以及复星高科 2022 年 1 月 4 日的《企业信用报告》，公司及控股股东无重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 15. 公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	重要子公司	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	2022/1/4 2022/2/28	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/4/15	无	无	无	无
诉讼	公司提供	2022/4/15	无	无	无	无
工商	公司提供	2022/4/15	无	无	无	无
质量	公司提供	2022/4/15	无	无	无	无
安全	公司提供	2022/4/15	无	无	无	无

资料来源：根据复星医药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司财务杠杆维持在合理水平，跟踪期内，随着公司短期借款规模的增加以及超短期融资券的发行，公司短期偿债压力有所加大。但公司经营活动现

¹⁵ 复星财务公司为复星高科的控股子公司，主营存贷款、财务、融资咨询等。复星财务公司原注册资本为 3.00 亿元，公司出资 2,700 万元。2015 年，复星财务公司注册资金从 3 亿元增加至 15 亿元，其中公司认缴的注册资本为 2.73 亿元，增资完成后公司持有复星财务公司股权比例由 9% 上升至 20%。

¹⁶ 包括应收关联方的应收账款、应收票据、其他应收款、应收股利及预付账款等应收款项。

¹⁷ 包括应付关联方的应付账款、其他应付款、合同负债、租赁负债等应付款项。

金获取能力强，货币资金存量充裕，融资渠道畅通，能对债务偿付提供良好保障。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 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。公司财务报表按照财政部颁布的《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。2021 年 5 月，财政部印发了《关于调整<新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定>适用范围的通知》；11 月，财政部会计司发布了关于会计准则相关实施问答，明确了运输成本的列示。公司已根据其要求按照一般企业财务报表格式、合并财务报表格式编制财务报表。

图表 16. 2021 年以来公司合并报表范围主要变化（单位：亿元）

控股子公司名称	标的	取得对价	并购日
深圳信生药业有限公司（“深圳信生”）	深圳信生 100%股权	0.0345	2021 年 3 月 29 日
上海星苑达医疗科技有限公司（2021 年 10 月 25 日更名为星苑达医疗科技淮安有限公司）（“上海星苑达”）	上海星苑达 70%股权	0.224	2021 年 4 月 15 日
苏州百道医疗科技有限公司（“苏州百道”）	苏州百道 58.6702%股权	1.02	2021 年 11 月 10 日
成都安特金生物技术有限公司（后更名为复星安特金（成都）生物制药有限公司，“安特金”）	安特金 73.01%股权	11.08	2021 年 10 月 28 日
原控股子公司名称	标的	处置对价	处置日
远东肠衣食品有限公司（“远东肠衣”）	远东肠衣 100%股权	0.0354	2021 年 4 月 26 日
台州市立浙东医养投资管理有限公司（“浙东医养”）	浙东医养 75%股权	5.31	2021 年 7 月 6 日 ¹⁸
佛山禅曦房地产开发有限公司（“佛山禅曦”）	佛山禅曦 100%股权	5.50 ¹⁹	2021 年 5 月 31 日
亚能生物技术（深圳）有限公司（“亚能生物”）	亚能生物 29.02%股权	15.96	2021 年 12 月 23 日

资料来源：复星医药

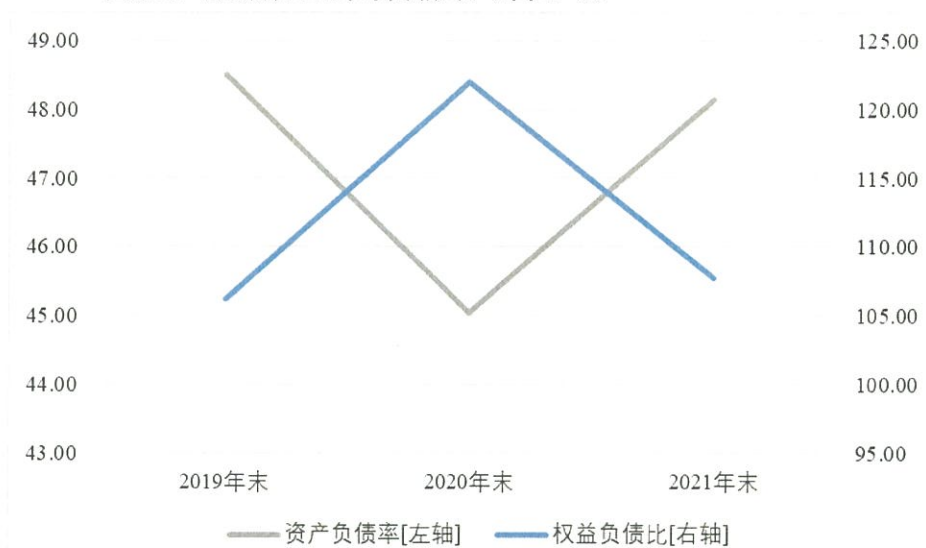
¹⁸ 2021 年 7 月 6 日为工商备案日期。

¹⁹ 股权转让价款 1.76 亿元，债权转让价款 3.74 亿元，共计 5.50 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）

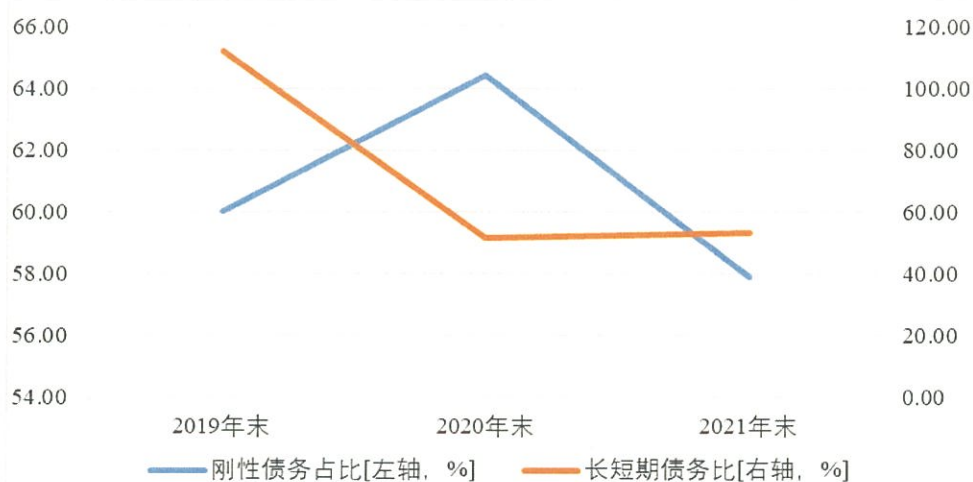


资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

2019-2021 年末，该公司所有者权益持续增长，分别为 392.04 亿元、459.84 亿元和 483.76 亿元。其中 2021 年末较上年末增长 5.20%，主要是由于当年经营积累使得未分配利润增加。2019-2021 年末公司资产负债率分别为 48.50%、45.05%和 48.15%，总体呈现小幅波动。同期末权益资本与刚性债务的比率分别为 176.98%、189.33%和 186.04%，权益资本对刚性负债的覆盖程度较高。公司其他综合收益对权益资本产生一定影响，2021 年末其他综合收益余额为-12.66 亿元，较上年末下降 35.59%，主要系受汇率波动影响公司外币财务报表折算差额显著扩大所致。2019-2021 年，公司分别向股东派发现金股利 11.02 亿元、10.00 亿元和 11.03 亿元。2021 年末公司未分配利润为 210.40 亿元，占权益资本总额的 43.39%，规模较大、占比较高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末
刚性债务 (亿元)	221.52	242.88	260.02
应付账款 (亿元)	21.53	29.42	45.15
其他应付款 (亿元)	39.06	41.16	49.96
合同负债 (亿元)	5.04	10.20	11.50
其他流动负债 (亿元)	2.49	0.55	15.29
递延所得税负债 (亿元)	29.94	28.53	31.30
其他非流动负债 (亿元)	28.32	1.22	19.68
刚性债务占比 (%)	60.01	64.42	57.89
应付账款占比 (%)	5.83	7.80	10.05
其他应付款占比 (%)	10.58	10.92	11.12
合同负债占比 (%)	1.36	2.71	2.56
其他流动负债占比 (%)	0.67	0.14	3.40
递延所得税负债 (%)	8.11	7.57	6.97
其他非流动负债占比 (%)	7.67	0.32	4.38

资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

近三年末，该公司长短期债务比分别为 111.75%、51.58%和 53.25%，负债期限结构总体趋于短期化，主要系 2020 年以来较多应付债券和银行借款转入一年内到期的非流动负债所致。

除刚性债务外，该公司负债主要集中于应付账款、其他应付款、合同负债、其他流动负债、递延所得税负债和其他非流动负债。2021 年末公司应付账款余额为 45.15 亿元，较上年末增加 53.47%，主要系随着业务规模的扩大，当期应付采购款增加所致。公司其他应付款主要由应付未付费用、保证金、与其他单位往来款和预收股权转让款等构成，其中应付未付费用主要为销售费用及员工报销款等；2021 年末其他应付款余额较上年末增长 21.40%至 49.96 亿元，主要系当期预收亚能生物股权转让款所致。当年末合同负债余额

为 11.50 亿元，主要为公司在履行履约义务前向客户收取的预收款。同期末公司其他流动负债较上年末大幅增加至 15.29 亿元，主要系当期发行超短期融资券 12.00 亿元所致。公司递延所得税负债主要为公司对联营、合营企业投资等产生的应纳未纳税额，当年递延所得税负债较上年末小幅增长。当年末公司其他非流动负债为 19.68 亿元，较上年末大幅增长，主要系公司收购安特金和苏州百道时授予非控股股东的股份赎回期权增加 14.99 亿元所致。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元, %)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期刚性债务合计	91.65	151.85	163.05
其中: 短期借款	63.58	79.16	94.20
一年内到期的非流动负债	25.62	69.22	51.27
应付票据	2.45	3.47	5.48
应付短期融资券	-	-	12.09
中长期刚性债务合计	129.87	91.03	96.97
其中: 长期借款	72.93	71.46	66.94
应付债券	52.84	13.30	23.55
其他中长期刚性债务	4.10	6.27	6.48
刚性债务合计	221.52	242.88	260.02
综合融资成本	4.78	3.87	3.37
汇兑损失 (负数为收益)	-0.41	0.25	-1.55

资料来源: 复星医药, 综合融资成本=当年利息支出总额/[(期初刚性债务总额+期末刚性债务总额) /2]

2019-2021 年末, 该公司刚性债务余额分别为 221.52 亿元、242.88 亿元和 260.02 亿元, 刚性债务规模持续增长。同期末, 短期刚性债务余额为 91.65 亿元、151.85 亿元和 163.05 亿元, 分别占总刚性债务的 41.37%、62.52%和 62.71%, 总体趋向短期化, 主要系公司增加短期借款规模、发行超短期融资券, 同时较多长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。2021 年末, 公司信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款分别占银行借款总额的 92.87%、5.48%、1.18%和 0.47%, 综合融资成本有所下降。从借款结构看, 公司银行借款以人民币借款、美元借款和欧元借款为主。由于外债外用, 近年来公司的汇兑损益金额不大, 需关注公司后续汇兑损益变化情况。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
营业周期 (天)	165.29	177.48	145.52
营业收入现金率 (%)	105.08	105.46	98.42

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年
业务现金收支净额（亿元）	120.27	101.62	119.25
其他因素现金收支净额（亿元）	-88.05	-75.82	-79.76
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	32.22	25.80	39.49
EBITDA（亿元）	71.21	72.87	88.25
EBITDA/刚性债务（倍）	0.31	0.31	0.35
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.51	8.12	10.42

资料来源：复星医药

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。

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。2019-2021年，公司营业收入现金率分别为105.08%、105.46%和98.42%，同期公司经营性现金净流量分别为32.22亿元、25.80亿元和39.49亿元。其中2021年经营活动产生的现金流量净额较上年相比有所增加，主要系当期业务现金收入增加所致。其他与经营活动有关的现金净支出较大，主要系近年来公司支付的市场费用和研发费用较多所致。利润总额是带动公司EBITDA增长的主要因素，近三年EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度均较好。

（2）投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年
回收投资与投资支付净流入额	35.79	8.27	11.25
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	-39.28	-44.28	-48.75
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.77	-11.05	-1.07
投资环节产生的现金流量净额	-1.72	-47.06	-38.57

资料来源：复星医药

为实现战略目标，近年来该公司在固定资产及股权收购等方面的投资力度较大。2019-2021年投资环节产生的现金流量净额分别为-1.72亿元、-47.06亿元和-38.57亿元。其中，2020年及2021年净流出规模较大主要系公司加大固定资产投资力度，同时收购上海星耀医学科技发展有限公司、深圳信生、上海星苑达、苏州百道等股权支出较多所致。公司持续推进对各业务板块的战略升级和生产线布局，未来投资活动现金流或将保持一定规模净流出。

（3）筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年
吸收投资收到的现金	31.90	12.48	9.52
取得借款及发行债券收到的现金	115.01	179.61	292.01

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
偿还债务支付的现金	139.42	157.08	273.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21.18	21.93	22.06
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-5.68	1.58	-13.87
筹资环节产生的现金流量净额	-19.36	14.67	-8.31

资料来源：复星医药

该公司融资渠道较多且较畅通，2019-2021 年公司筹资活动现金流净额分别为-19.36 亿元、14.67 亿元和-8.31 亿元。其中，2020 年公司筹资活动现金流为净流入状态，主要系控股子公司 Gland Pharma 上市募集资金，公司出售持有 Gland Pharma 存量股收回资金 24.31 亿元，同时主动扩大融资规模所致。此交易导致公司在 Gland Pharma 的股东权益份额发生变化，当年资本公积增加 21.94 亿元、少数股东权益增加 13.33 亿元。2021 年公司筹资活动现金流转为净流出，主要系当年偿还债务支付的现金较多所致。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	204.03	250.85	304.25
其中：现金类资产（亿元）	26.80	29.97	32.61
应收账款（亿元）	97.73	102.04	103.24
存货（亿元）	43.68	45.65	60.29
存货（亿元）	39.41	51.63	54.72
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	557.16	586.01	628.69
其中：固定资产（亿元）	73.20	70.03	67.39
长期股权投资（亿元）	74.10	81.36	89.19
无形资产（亿元）	209.30	223.09	226.84
商誉（亿元）	79.16	86.70	102.76
商誉（亿元）	90.14	86.77	94.00
期末全部受限资产账面金额（亿元）	11.50	17.20	21.17
受限资产账面余额/总资产（%）	1.51	2.06	2.27
境外资产（亿元）	192.22	211.85	227.39
境外资产/总资产（%）	25.25	25.31	24.37

资料来源：复星医药

2019-2021 年末，该公司资产总额持续增长，分别为 761.20 亿元、836.86 亿元和 932.94 亿元。公司流动资产规模相对较小，近三年末流动资产占总资产比重分别为 26.80%、29.97%和 32.61%。

从流动资产构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产构成。2021 年末，公司应收账款较上年末增长 32.09% 至 60.29 亿元，主要系当期销售规模增长使得应收款项增加所致；其中账龄

在一年内的应收账款占比 95.20%，坏账风险较小。公司存货主要由原材料、产成品、库存商品和在产品构成，2021 年末存货较上年末增长 6.00%至 54.72 亿元。存货中原材料和产成品账面价值分别为 20.92 亿元和 14.27 亿元，由于国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险，当年公司共计提存货减值 0.87 亿元，期末存货减值准备余额为 1.64 亿元。同期末公司交易性金融资产余额较上年末增长 115.27%至 42.41 亿元，主要系公司所持 BioNTech 股票价格上涨所致。2021 年末，公司应收票据较上年末减少 93.31%至 0.16 亿元，应收款项融资较上年末减少 31.96%至 4.28 亿元，主要系当期采用票据结算减少所致。当年末其他应收款较上年末增长 158.75%至 8.43 亿元，主要系应收亚能生物股权转让款增加所致。当年末公司将持有的部分天津药业集团有限公司（简称“天津药业”）股权划分至持有待售资产 4.64 亿元。2021 年末公司货币资金余额为 103.08 亿元（其中受限部分金额为 9.67 亿元），货币资金较为充裕，可为公司即期债务的偿付提供一定支撑。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉和在建工程构成。长期股权投资是公司规模最大的资产类别，近三年末余额分别为 209.30 亿元、223.09 亿元和 226.84 亿元。2021 年末，公司长期股权投资中对国药产投股权投资余额为 154.83 亿元，占长期股权投资账面价值的 68.26%。公司主要参股企业大多具有一定的竞争力和盈利能力，公司长期股权投资总体质量较好。公司固定资产主要由机器设备、房屋及建筑物构成，2021 年末成新率为 55.30%，增加主要来自当期在建工程转入房屋及建筑物和机器设备。无形资产主要为土地使用权、专利权及专有技术、软件使用权和销售网络等，2021 年末较上年末增长 18.53%至 102.76 亿元，主要系当期非同一控制下企业合并带来专利权及专有技术增加。公司商誉由并购事项形成，主要为并购 Gland Pharma、安特金、奥鸿药业、Sisram 和深圳恒生医院等形成，2021 年末对应商誉余额分别为 36.34 亿元、9.85 亿元、7.96 亿元、7.09 亿元和 6.34 亿元，合计占比 71.89%；当期末商誉增加主要来自安特金并表。截至 2021 年末，商誉减值累计计提 5.08 亿元。2021 年末公司在建工程较上年末减少 12.22%至 36.18 亿元，主要系办公及经营性楼宇及设备因处置控股子公司减少，同时部分转入固定资产所致。此外，当年末公司其他非流动资产较上年末增长 85.82%至 20.14 亿元，主要为佛山复星禅诚医院住院楼和养护院的工程定制款，以及公司预付的长期资产购买款和重庆复创股权收购款。当年末长期待摊费用较上年末增长 47.06%至 4.75 亿元，主要系当年因经营需要租入固定资产所致。

受限资产和境外资产方面，2021 年末该公司受限资产占总资产的比重为 2.27%，受限资产以货币资金为主但规模相对较小，对后续债务融资影响较小。近年来，随着主营业务的海外扩展，公司境外资产规模迅速增长。目前公司境外资产主要包括美国创新研发及商业化平台 Fosun Pharma USA、印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业 Sisram、主要面向非洲市场的药品分销公司 Tridem Pharma 以及瑞典呼吸机器

械企业 Breas。2021 年末，公司境外资产规模占总资产规模的 24.37%。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年
流动比率 (%)	117.03	100.85	103.80
速动比率 (%)	92.05	74.09	79.20
现金比率 (%)	58.68	48.95	49.69

资料来源：复星医药

2020 年，该公司较多长期债务即将到期转至一年内到期非流动负债科目、同时公司主动扩大短期债务融资规模以满足偿还到期债务、公司应付供应商款项及预收客户的款项均有所增长，公司资产流动性指标有所弱化。2021 年末公司资产流动性指标总体略有好转，主要系当期销售增长和所持 BioNTech 股票上涨，交易性金融资产及应收账款等速动资产随之增加所致。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司建立了良好的资金管理制度，通过资金池方式归集²⁰控股公司闲置资金，提升存量资金使用效率，同时防范存款管理过程中可能出现的非规范性业务风险；根据集团整体发展战略和经营计划，及时编制资金预算和实施严格的计划管理。

2019-2021 年末，该公司母公司口径总资产为 405.33 亿元、427.23 亿元和 456.26 亿元。资产主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2021 年末货币资金余额为 7.68 亿元，占合并口径的 7.45%。其他应收款余额为 66.44 亿元，主要为对外暂付款和押金及保证金等。一年内到期的非流动资产余额为 29.38 亿元，为发放给子公司的委托贷款。长期股权投资余额为 296.14 亿元，主要为对子公司（含联营及合营子公司）的投资。其他非流动资产余额为 47.92 亿元，全部为公司发放给子公司的借款，借款利率为 4%-6%。

图表 25. 母公司主要资产（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年
货币资金	9.05	3.45	7.68
其他应收款	42.56	46.07	66.44
一年内到期的非流动资产	31.18	16.87	29.38
长期股权投资	263.57	284.06	296.14
其他非流动资产	52.96	67.23	47.92
总资产	405.33	427.23	456.26

资料来源：复星医药

²⁰ 公司合并口径货币资金主要分布在本部、上海复星医药产业发展有限公司、Gland Pharma、复宏汉霖和 Sisram 等控股子公司。公司本部保留非上市控股子公司资金调度权利，已上市控股子公司资金归集需符合外部监管要求和内部流程。

2019-2021 年末，该公司母公司口径总负债分别为 145.77 亿元、158.26 亿元和 168.12 亿元，其中以刚性债务为主，同期末占比分别为 72.52%、70.51% 和 72.08%。公司母公司口径盈利来源几乎全部来自投资收益，2019-2021 年，公司母公司口径实现投资收益分别为 23.58 亿元、19.45 亿元和 41.53 亿元，同期净利润分别为 20.63 亿元、15.34 亿元和 31.35 亿元。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持或干预

该公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星高科资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至 2021 年末，复星高科经审计的合并口径资产总额为 3,973.48 亿元，归属于母公司所有者权益 836.58 亿元；资金支持方面，复星高科控股子公司复星财务公司给予公司 9.00 亿元授信额度。复星高科规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

2. 国际及国有大型金融机构支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2021 年末，公司共计获得主要合作银行的授信额度约人民币 546.72 亿元，其中已使用授信额度约人民币 191.95 亿元，尚未使用授信额度约人民币 354.77 亿元。

图表 26. 来自大型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
全部（亿元）	546.72	191.95	354.77	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	65.26	28.16	37.11	2.10%~3.725%
工农中建交五大商业银行（亿元）	75.47	34.49	40.97	3.30%~3.60%
其中：大型国有金融机构占比（%）	25.74	27.43	22.01	-

资料来源：复星医药（截至 2021 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

18 复药 01、18 复药 02、21 复药 01 及 22 复星医药 MTN001 均设有发行人调整票面利率选择权和投资者回售权。发行人有权决定在债券存续期的约定时间调整债券后期票面利率。发行人作出关于是否调整债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有债券。

跟踪评级结论

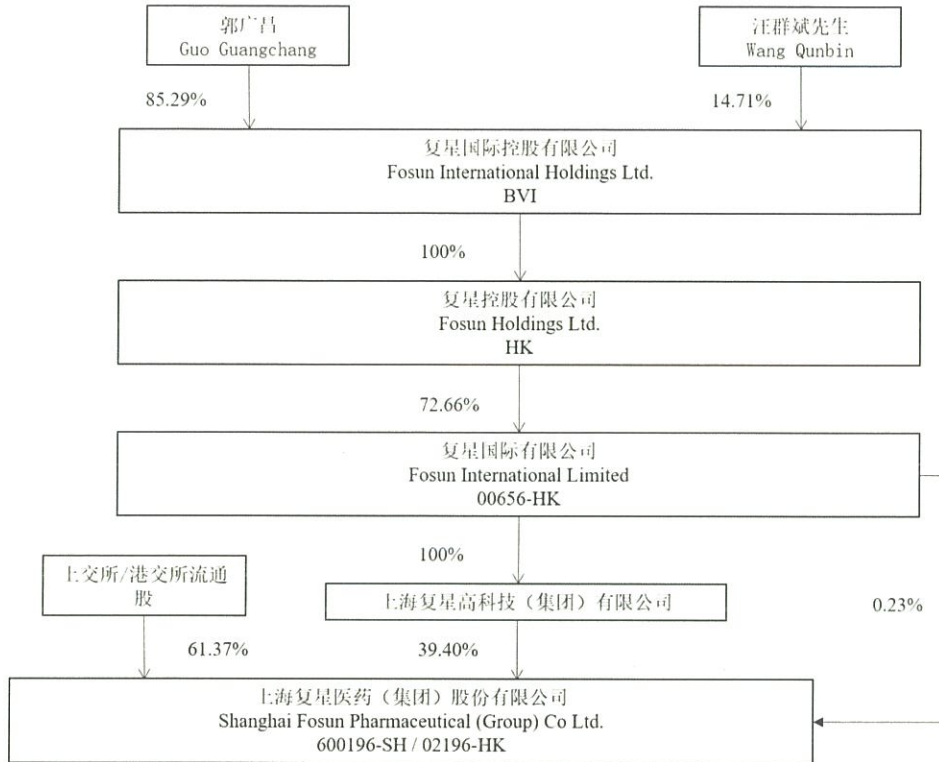
该公司通过“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，实现了快速发展；目前公司现已形成了以制药业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗健康服务业务整合发展的产业格局。公司制药业务的产品在代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统及心血管系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。此外，公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购整合的压力。跟踪期内，公司收入规模保持增长，毛利率有所下降，且期间费用对利润造成一定侵蚀。得益于突出的投资收益规模，公司整体盈利情况较好。

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，跟踪期内高管人事变动频繁。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

该公司财务杠杆维持在合理水平，跟踪期内，随着公司短期借款规模的增加以及超短期融资券的发行，公司短期偿债压力有所加大。但公司经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，融资渠道畅通，能对债务偿付提供良好保障。

附录一：

公司与实际控制人关系图

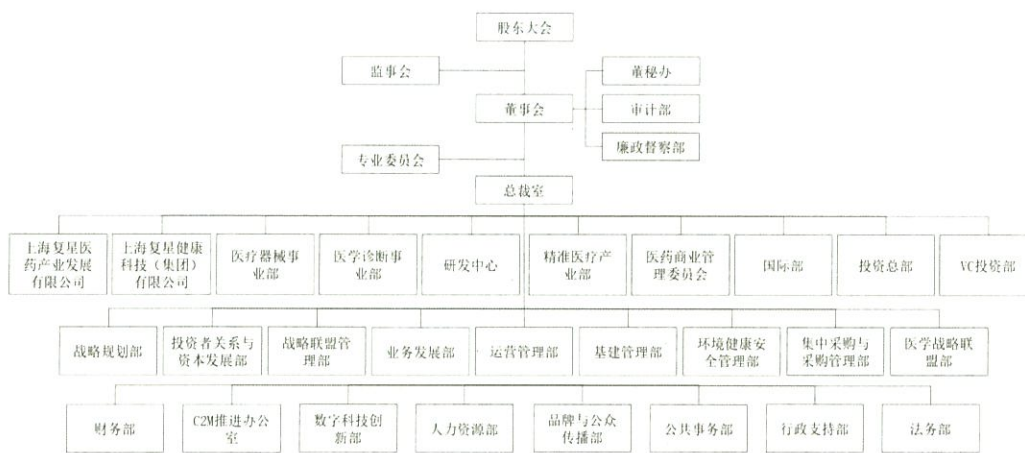


注：上海复星高科技（集团）有限公司持有公司总股本的 39.40%，包含复星高科技直接持有的占复星医药总股本的约 36.60% 的 A 股股份及通过香港中央结算（代理人）有限公司（HKKSCC NOMINEES LIMITED）持有的占复星医药总股本的约 2.80% 的 H 股股份；复星国际有限公司通过 HKKSCC NOMINEES LIMITED 持有公司总股本的 0.23%。

资料来源：复星医药（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至 2021 年末）。

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	2021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	
上海复星医药(集团)股份有限公司	复星医药	本级	—	—	121.18	288.14	0.11	30.35	-7.91	-	
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	子公司	61.04	制药	1.62	47.35	57.49	8.09	9.65	10.85	
江苏万邦生化医药集团有限责任公司	万邦医药	子公司	100.00	制药	7.16	27.55	70.40	3.62	2.53	5.59	
桂林南药股份公司	桂林南药	子公司	96.44	制药	-	10.66	10.52	3.04	-	-	
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	子公司	58.00	制药	-	36.58	36.58	8.79	-	-	孟买证交所及印度证交所上市,股份代号: Gland
上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	复宏汉霖	子公司	57.48	制药	26.23	22.97	16.82	-9.84			联交所上市,股份代号: 2696.HK
Sisram Medical Ltd	Sisram	子公司	70.91	医疗器械	-	25.73	28.99	2.10	-	-	联交所上市,股份代号: 1696.HK
佛山复星禅诚医院有限公司	禅诚医院	子公司	87.41	医疗服务	1.48	19.53	20.10	1.58	2.67	-	
国药产业投资有限公司	国药产投	联营公司	49.00	医药流通	-	999.70	5,210.51	130.59	-	-	

注: 根据复星医药2021年度审计报告附注整理,部分子公司刚性债务余额、经营环节现金流入量及EBITDA未披露。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	761.20	836.86	932.94
货币资金 [亿元]	95.33	99.62	103.08
刚性债务[亿元]	221.52	242.88	260.02
所有者权益 [亿元]	392.04	459.84	483.76
营业收入[亿元]	285.85	303.07	390.05
净利润 [亿元]	37.44	39.40	49.87
EBITDA[亿元]	71.21	72.87	88.25
经营性现金净流入量[亿元]	32.22	25.80	39.49
投资性现金净流入量[亿元]	-1.72	-47.06	-38.57
资产负债率[%]	48.50	45.05	48.15
权益资本与刚性债务比率[%]	176.98	189.33	186.04
流动比率[%]	117.03	100.85	103.80
现金比率[%]	58.68	48.95	49.69
利息保障倍数[倍]	5.12	6.19	8.12
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	165.29	177.48	145.52
毛利率[%]	59.62	55.68	48.14
营业利润率[%]	15.72	15.58	16.19
总资产报酬率[%]	7.64	6.96	7.77
净资产收益率[%]	10.28	9.25	10.57
净资产收益率*[%]	11.10	10.63	12.43
营业收入现金率[%]	105.08	105.46	98.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.23	12.20	14.58
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.26	-5.70	0.22
EBITDA/利息支出[倍]	6.51	8.12	10.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.31	0.35

注：表中数据依据复星医药经审计的2019~2021年度财务数据整理、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	1
		盈利能力	2
		公司治理	1
	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	1
		流动性	3
	个体风险状况		1
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

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	2010年9月3日	AA/稳定	陈鸿亮、刘婷婷	-	报告链接
	评级结果变化	2011年10月26日	AA/稳定	陈鸿亮、熊桦	-	报告链接
		2015年11月18日	AAA/稳定	蒋卫、郭洁琼	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	2021年5月24日	AAA/稳定	武嘉妮、黄蔚飞	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）	报告链接
本次评级	2022年5月19日	AAA/稳定	刘睿杰、黄蔚飞	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 (18 复药 01)	历史首次评级	2018年8月3日	AAA	黄蔚飞、王云霄	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	2021年5月24日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	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）	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	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 (18 复药 02)	历史首次评级	2018年11月23日	AAA	武嘉妮、王云霄	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	2021年5月24日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	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）	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	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）	-

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 (2019.8)	报告(公告)链接
债项评级 (21复药01)	历史首次评级	2021年1月20日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	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)	报告链接
	前次评级	2021年5月24日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	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)	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	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 (22复星医药MTN001)	历史首次评级	2022年2月23日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	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)	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。