



2021年一品红药业股份有限公司可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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：



2021年一品红药业股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 一品转债 | AA- | AA- |

评级观点

- 中证鹏元维持一品红药业股份有限公司（以下简称“一品红”或“公司”，股票代码“300723.SZ”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“一品转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司核心产品竞争力较强，产品管线进一步丰富，主营业务盈利能力、回款情况较好；同时也关注到，公司产品面临一定价格下降压力，存在一定新药研发风险及应收账款回收风险，期间费用对利润造成较大侵蚀，面临一定资金压力和短期偿债压力，以及本期债券募投项目收益存在不确定性等风险因素。

未来展望

- 公司核心产品为独家剂型、国家医保及基药目录产品，业务持续性有所保障，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年05月25日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 39.81 | 37.04 | 21.45 | 17.95 |
| 归母所有者权益 | 19.40 | 18.74 | 14.85 | 13.29 |
| 总债务 | 15.75 | 12.29 | 2.90 | 1.98 |
| 营业收入 | 5.16 | 21.99 | 16.75 | 16.37 |
| 净利润 | 0.74 | 2.93 | 2.24 | 1.43 |
| 经营活动现金流净额 | 0.28 | 4.38 | 2.75 | 2.81 |
| 销售毛利率 | 89.83% | 85.52% | 82.37% | 77.58% |
| EBITDA 利润率 | - | 16.87% | 15.10% | 16.80% |
| 总资产回报率 | - | 13.72% | 14.47% | 10.88% |
| 资产负债率 | 47.80% | 45.51% | 30.31% | 25.31% |
| 净债务/EBITDA | - | 1.25 | -1.77 | -2.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 8.64 | 21.53 | 51.06 |
| 总债务/总资本 | 43.12% | 37.85% | 16.25% | 12.85% |
| FFO/净债务 | - | 1.70% | 4.20% | -6.71% |
| 速动比率 | 1.30 | 1.20 | 1.97 | 2.85 |
| 现金短期债务比 | 0.61 | 0.94 | 2.68 | 4.18 |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司核心产品竞争力较强，产品管线进一步丰富。**公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型、国家医保及基药目录产品，对业绩形成较强支撑。2021年公司新增多个化药及原料药生产批件，产品管线进一步丰富。
- **公司主营业务盈利能力、回款情况较好。**受益于市场拓展及核心产品支撑，2021年公司主营业务收入、利润规模保持增长，EBITDA利润率同比提高；销售回款情况仍较好，收现比维持在较高水平，经营现金流表现较好。

关注

- **公司产品价格仍面临一定下降压力。**随着集采等医保控费政策持续推进，公司产品中标价格整体呈下降趋势，未来仍存在一定的产品价格下降压力。
- **公司研发投入规模较大，仍需关注新药研发风险。**2021年公司自主研发投入1.42亿元，增资研发投入约5.17亿元；新药研发周期长、不确定因素较多，若进展不达预期，公司前期研发投入将无法收回。
- **公司应收账款仍存在一定的坏账风险。**2021年底公司应收账款规模较大，应收对象较为集中，若下游客户经营不善，应收账款面临一定回收风险。
- **公司期间费用对利润造成较大侵蚀。**公司销售费用规模较大，主要为市场及学术推广费用，2021年随着自产产品收入占比上升，公司销售费用率持续增长。
- **公司面临一定资金压力和短期偿债压力。**截至2022年3月底公司在建项目尚需投入一定资金，研发项目仍需持续投入，短期借款增长较快、占比较高，现金短期债务比持续下降。
- **本期债券募投项目收益存在不确定性。**本期债券的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益，本期债券募投项目能否按期达产，项目建成后新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 康弘药业 | 以岭药业 | 佐力药业 | 灵康药业 | 誉衡药业 | 公司 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 总资产 | 69.56 | 129.05 | 27.49 | 25.14 | 46.95 | 37.04 |
| 营业收入 | 36.05 | 101.17 | 14.57 | 7.40 | 31.45 | 21.99 |
| 净利润 | 4.21 | 13.42 | 1.92 | 0.66 | 0.54 | 2.93 |
| 销售毛利率 | 90.16% | 63.62% | 71.43% | 79.38% | 73.62% | 85.52% |
| 资产负债率 | 12.24% | 29.70% | 27.84% | 41.98% | 57.85% | 45.51% |
| 研发支出 | 10.29 | 8.38 | 0.46 | 0.23 | 1.03 | 1.42 |
| 研发支出占营业收入比例 | 28.53% | 8.28% | 3.13% | 3.08% | 3.28% | 6.47% |

注：以上各指标均为2021年数据。

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

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|--------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险 | 5 | 财务状况 | 杠杆状况 | 较小 |
| | 经营状况 | 中等 | | 净债务/EBITDA | 6 |
| | 经营规模 | 4 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 产品、服务和技术 | 4 | | 总债务/总资本 | 7 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 4 |
| | 经营效率 | 4 | | 杠杆状况调整分 | -2 |
| | 业务多样性 | 2 | | 盈利状况 | 强 |
| | | | 盈利趋势与波动性 | 中等 | |
| | | | 盈利水平 | 4 | |
| 业务状况评估结果 | | 强 | 财务状况评估结果 | | 较小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa |
| 调整因素 | | 重大特殊事项 | 调整幅度 | | -1 |
| 独立信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | | | AA- |

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|--------|------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA-/稳定 | AA- | 2021-5-27 | 张旻燊、韩飞 | 医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) | 阅读全文 |
| AA-/稳定 | AA- | 2020-8-11 | 秦风明、刘书芸 | 化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|-----------|-----------|------------|------------|
| 一品转债 | 4.80 | 4.24 | 2021-05-27 | 2027-01-28 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年01月28日发行6年期4.8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于生产车间升级改造项目、医药创新产业园（一期）建设项目及补充流动资金。2021年12月，根据公司发布的《关于变更部分可转债募集资金用途的公告》，鉴于“广州联瑞生产基地建设项目”进度及公司自研产品产销情况，为提高资金使用效率，更加合理配置资产结构，公司计划将“生产车间升级改造项目”募集资金及专户利息变更至“广州联瑞厂区生产基地建设项目”¹。根据公司2021年年报，截至2021年底，“一品转债”募集资金余额为24,653.34万元。

三、发行主体概况

“一品转债”2021年8月进入转股期，截至2022年3月底，“一品转债”转股合计增加股本221.44万元²。2021年4月，公司进行资本公积金转增股本，每10股转增8股，公司股本增加12,618.28万元。受资本公积金转增股本、本期债券转股以及股权激励影响，2022年3月底公司股本增至28,809.67万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2022年3月底，控股股东仍为广东广润集团有限公司（以下简称“广润集团”），实际控制人仍为李捍雄、吴美容夫妇，合计持有公司56.24%股份³，其中通过广润集团间接持有公司42.49%股份，李捍雄直接持有公司5.75%股份，吴美容直接持有公司5.90%股份，李捍雄通过广州市福泽投资管理中心（有限合伙）间接持有公司2.10%股份。截至2022年5月5日，李捍雄、吴美容直接持有的3,355.10万股公司股份被质押，占其持有公司总股份的20.71%。公司股权结构详见附录二。

¹ 公司原募投项目“生产车间升级改造项目”由子公司广州一品红制药有限公司（简称：一品红制药）实施。由于公司仅有一品红制药一处生产基地，为保持正常生产经营，客观上暂不具备停产改造的条件，致使由一品红制药实施的生产车间升级改造建设项目无法按照计划进行。“广州联瑞厂区生产基地建设项目”系公司首次公开发行募集资金建设项目。联瑞生产基地建成投产后，将有效缓解当前一品红制药生产基地产能紧张情况。

² 本期债券的转股价格2021年4月20日由45.79元/股调整为25.52元/股，2021年6月1日调整为25.45元/股，2021年8月24日调整为25.48元/股。

³ 截至2022年3月底，李捍雄兄弟李捍东持有公司4.91%股份（直接持有3.16%股份，通过广州市福泽投资管理中心（有限合伙）间接持有1.75%），吴美容弟弟吴春江持有公司3.60%股份。除此以外，公司未知其他股东是否存在关联关系或是否属于一致行动人。

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事儿童类药、慢性病类药的研发、生产和销售。2021年7月，公司子公司广州瑞奥生物医药科技有限公司（以下简称“瑞奥生物”）以13,480.40万元⁴收购广东华南疫苗股份有限公司（以下简称“华南疫苗”）及其附属子公司；2021年公司新设7家子公司，注销1家子公司。截至2021年底，公司纳入合并范围的子公司共有24家，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|------------------|---------|-----------|------------|------|
| 瑞腾生物（香港）有限公司 | 100.00% | 1.00 | 科学研究和技术服务业 | 新设 |
| 广州瑞安博医药科技有限公司 | 60.70% | 8,448.00 | 科学研究和技术服务业 | 新设 |
| 广州云瑞君益数据信息技术有限公司 | 100.00% | 3,000.00 | 信息技术 | 新设 |
| 广州一品红生物医药科技有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 科学研究和技术服务业 | 新设 |
| 广州联瑞生物科技有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 科学研究和技术服务业 | 新设 |
| 广东瑞石制药科技有限公司 | 100.00% | 5,000.00 | 医药制造 | 新设 |
| 广东瑞石生物医药科技有限公司 | 100.00% | 36,000.00 | 科学研究和技术服务业 | 新设 |
| 广东华南疫苗股份有限公司 | 52.71% | 3,154.00 | 科学研究和技术服务业 | 收购 |
| 佛山市焯泰科技有限公司 | 52.71% | 800.00 | 科学研究和技术服务业 | 收购 |
| 佛山华苗医药科技有限公司 | 31.62% | 1000.00 | 科学研究和技术服务业 | 收购 |

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入的原因 |
|--------------|--------|--------|---------|---------|
| 杭州述康生物技术有限公司 | 85.00% | 166.67 | 研究和试验发展 | 吸收合并注销 |

注：1、华南疫苗 2018 年在三板挂牌、2020 年终止挂牌；

2、佛山市焯泰科技有限公司、佛山华苗医药科技有限公司均为广东华南疫苗股份有限公司子公司；

3、2022 年一季度，公司以自有资金 4,988.07 万对华南疫苗进行增资，其中 417.97 万元计入华南疫苗注册资本，其余部分计入资本公积。本次增资完成后，公司持有华南疫苗的股权将由 52.71% 提升至 58.96%。

资料来源：公司 2021 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

⁴ 瑞奥生物分别以 592.75 万元、3,343.57 万元、344.08 万元收购广州呼研所医药科技有限公司、上海安捷投资有限公司和黄敏持有的华南疫苗 71.52 万股、403.45 万股、41.52 万股普通股。同时，瑞奥生物以 9,200 万元认购华南疫苗新增注册资本 925.09 万元，高出增资额部分计入华南疫苗资本公积。

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

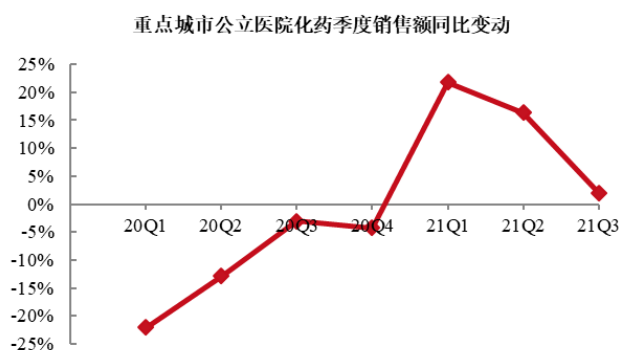
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

随着医保控费政策继续推进，预计2022年我国化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。2020年为国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020年我国化药制剂行业业绩同比大幅下滑。2021年疫情防控进入常态化，化药销售回暖；根据米内网数据显示，2021年前三季度重点城市公立医院化学药销售额已超过1,300亿元，同比增长超过10%；分季度来看，2021年第一季度、第二季度、第三季度同比增速逐步下滑。目前我国新冠疫情虽然有反复，但整体较为可控，预计未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2022年化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平。

图1 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售回暖、但增速逐步下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2021年1-6月创新药医保继续放量、集采品种和辅助用药市场规模继续下滑。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较低的辅助用药，预计未来市场规模将继续下滑。

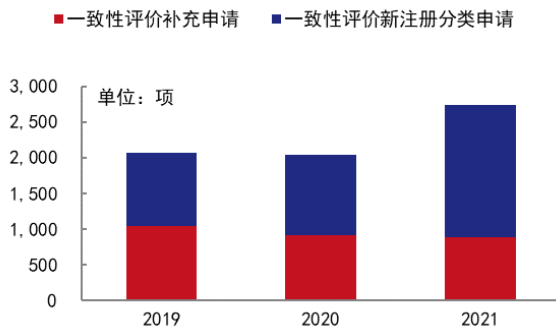
表2 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩

| 品种类型 | 2020年1-6月 销售金额占比 | 2021年1-6月 销售金额占比 | 2021年1-6月 销售额同比增长 |
|----------|---------------------|---------------------|----------------------|
| 国家谈判品种 | 7.89% | 9.29% | 29.31% |
| 集采执行品种 | 10.72% | 6.64% | -32.01% |
| 国家重点监控品种 | 1.53% | 0.85% | -38.94% |

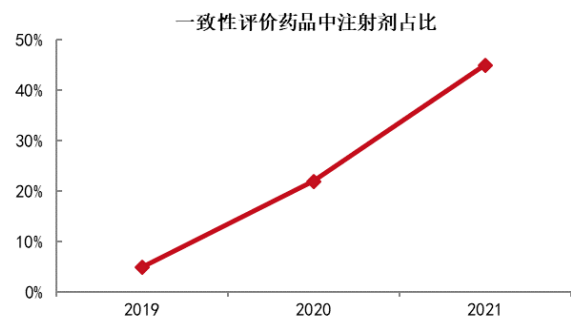
注：1、销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额；2、集采品种、国家重点监控品种、国家谈判品种均以2021年上半年正在执行的品种为基数进行计算；集采品种包括第一批至第三批品种

资料来源：米内网，中证鹏元整理

仿制药一次性评价快速推进、仿制药企业研发重心转移，预计未来行业集中度将加速提升。2021年度CDE承办的受理号总量同比大幅增长，涨幅超过30%；其中，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出仿制药企业更倾向选择开展仿制药新项目研发，而不是旧标准仿制药的过评。2021年共有573家企业1,965个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比大幅增长，累计过评品种数从年初的426个增加至年末的652个。2020年年中是国家正式启动注射剂一致性评价工作的时间，故2021年度获批的过评仿制药批文中，注射剂型批文数占比达到44%，达2020年的一倍。未来随着仿制药一次性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

图2 仿制药企业研发重心转移


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图3 一致性评价过评药品中注射剂占比持续提高


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行5批药品集中带量采购，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至62种，集采品种累计将达到218种，涉及市场容量达2,200亿元，占公立医疗机构全部化学药品采购金额的比例超过30%；大量药品通过集采降低了价格，平均降幅均超过了50%，累计节约药费已超过1,500亿元。其中，国家第五批集采采购药品数量、金额以及外资中选企业数量均为历次之最。2022年1月国务院常务会议决定常态化、制度化开展药品和高值医用耗材集中带量采购，以慢性病、常见病为重点，继续推进国家层面药品集采，各地对国家集采外药品开展省级或跨省联盟采购。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购常态化将继续加速，化药制剂行业业绩继续承压。

表3 全国带量采购快速推进，集采常态化加速，预计未来化药制剂行业利润将继续承压

| 项目 | 全国第七批集采 | 全国第五批集采 | 全国第四批集采 | 全国第三批集采 | 全国第二批集采 |
|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 启动时间 | 2022年2月 | 2021年5月 | 2021年1月 | 2020年8月 | 2020年1月 |
| 全面落地执行时间 | - | 2021年10月 | 2021年5月 | 2020年11月 | 2020年4月 |
| 采购品种 | 58个品种 | 62个品种 | 45个品种 | 55个品种 | 32个品种 |
| 拟中选企业(家) | - | 148 | 118 | 125 | 77 |
| 平均降幅 | - | 56% | 50.00% | 53.00% | 53.00% |

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2021年12月国家医保局正式发布当年医保谈判结果，共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个，总体成功率80.34%。其中，目录外85个独家药品谈成67个，成功率78.82%，平均降价61.71%。67种目录外独家药品谈判成功，其中66个是在上年上市的药品，新药纳入率达99%。此外，2021年5月《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》对外公布，拟将定点零售药店纳入谈判药品供应保障范围。2016年至今，国家已经组织了6次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

表4 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

| 项目 | 第六次 | 第五次 | 第四次 | 第三次 | 第二次 | 第一次 |
|-----------|------------|--------|----------------------|-------|-------|-------|
| 国家药价谈判时间 | 2021年 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 国家谈判品种数 | 117 | 162 | 150 | 17 | 36 | 3 |
| 国家谈判成功品种数 | 94 | 119 | 97 | 17 | 36 | 3 |
| 平均降幅 | 目录外：61.71% | 50.64% | 新增：60.7% 续约：26.4% | 56.7% | 44% | - |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事儿童类药、慢性病类药的研发、生产和销售以及生物基因疫苗产品的研发。受益于渠道拓展、疫情冲击减弱，2021年公司营业收入同比增长31.26%，其中重磅产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺分别同比增长59.86%、29.39%，两种产品收入合计占医药制造收入的73.39%，占比进一步提高。医药其他及服务主要系代理产品收入，受“两票制”政策影响同比继续下降。毛利率方面，公司医药制造业毛利率水平较高、相对稳定，医药其他及服务毛利率水平较低、同比有所下滑，2021年由于毛利率较高的医药制造收入占比大幅提升，公司销售毛利率同比提高3.15个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年1-3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 医药制造 | 49,864.66 | 91.57% | 201,465.43 | 90.19% | 139,937.27 | 90.54% |
| 其中：儿童类药 | 28,088.61 | 91.85% | 112,970.37 | 88.32% | 70,747.68 | 87.76% |
| 慢性病类药 | 19,423.58 | 93.05% | 82,309.01 | 93.88% | 66,901.10 | 94.39% |
| 其他类药 | 2,352.47 | 76.04% | 6,186.05 | 75.40% | 2,288.49 | 74.77% |
| 医药其他及服务 | 1,706.02 | 39.03% | 18,456.01 | 34.52% | 27,604.43 | 40.93% |
| 合计 | 51,570.68 | 89.83% | 219,921.44 | 85.52% | 167,541.71 | 82.37% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司主要产品情况

| 分类 | 产品名称 | 药品类别 | 国家基药 | 国家医保 | 治疗领域 |
|-------|---------------|------|------|------|-------|
| 儿童类药 | 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 | 化药制剂 | 是 | 是 | 抗感染 |
| | 益气健脾口服液 | 中成药 | 否 | 否 | 消化 |
| | 馥感淋口服液 | 中成药 | 否 | 否 | 呼吸道感染 |
| | 参柏洗液 | 中成药 | 否 | 否 | 皮肤 |
| | 芬香清解口服液 | 中成药 | 否 | 是 | 流行性感冒 |
| 慢性病类药 | 注射用乙酰谷酰胺 | 化药制剂 | 否 | 否 | 心脑血管 |
| | 注射用盐酸溴己新 | 化药制剂 | 否 | 是 | 支气管炎 |
| | 注射用环磷腺苷 | 化药制剂 | 否 | 是 | 心脑血管 |

注：公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型
 资料来源：公司年报、公开资料，中证鹏元整理

公司核心产品竞争力较强，研发投入规模继续增加，产品管线进一步丰富，但新药研发周期长、不确定因素较多，仍需关注新药研发风险

公司形成了以儿童类药、慢性病类药两大核心产品梯队，治疗领域涵盖抗感染、心脑血管、呼吸、皮肤等多个领域。公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片属于非限制类口服抗菌药，为独家剂型、国家医保及基药目录产品，2021年林可酰胺类产品中市场占有率排名第一，整体竞争力较强。

2021年公司自主研发投入1.42亿元，增资研发投入约5.17亿元，研发投入规模继续增加，产品管线进一步丰富。公司增资研发主要系与ArthroSi Therapeutics, Inc（以下简称“ArthroSi”）合作研发降尿酸创新药AR882和小分子创新药AR035；收购华南疫苗新增生物基因疫苗研发管线，华南疫苗在研产品包括四价流感疫苗、HPV疫苗、RSV疫苗等7款产品。2021年公司新增10个化学药品生产批件（3个儿童药生产批件、7个慢病药产品批件）⁵，新增1个原料药备案技术审评批件，通过一致性评价品种2个（注射用阿昔洛韦、注射用奥美拉唑钠），2个临床试验批件（苯甲酸氨氯地平干混悬剂、AR882胶囊）。截至2022年3月底，公司共有158个药品注册批件（其中儿童药注册批件18个，慢病药注册批件43个），其中国家医保品种65个、国家基药品种19个、国家中药保护品种2个（馥感淋口服液、尿清舒颗粒）。

公司通过自主研发、增资研发，布局较多产品研发管线，为中长期持续发展提供支持，但需关注公司研发投入较大，若在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。

⁵ 儿童药生产批件：盐酸氨溴索滴剂、孟鲁司特钠颗粒、盐酸左西替利嗪口服滴剂。慢病药生产批件：注射用泮托拉唑钠、克林霉素磷酸酯注射液（2个规格）、盐酸溴己新注射液、注射用兰索拉唑、多索茶碱注射液、缬沙坦氨氯地平片（I）、硝苯地平控释片（2个规格）。盐酸氨溴索滴剂、克林霉素磷酸酯注射液、盐酸溴己新注射液、注射用兰索拉唑注射液类别为化药3类，其余均为化药4类。

表7 公司自主研发投入规模持续增加

| 项目 | 2021年 | 2020年 |
|----------------|-----------|-----------|
| 研发人员数量（人） | 261 | 202 |
| 研发人员数量占比 | 23.75% | 21.49% |
| 研发投入金额（万元） | 14,232.30 | 13,534.38 |
| 研发投入占营业收入比例 | 6.47% | 8.08% |
| 研发支出资本化的金额（万元） | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

表8 2021年公司主要增资研发投入情况（单位：万元）

| 项目 | 金额 |
|---|-------------------------------|
| 参与 Arthroci 的 C2 轮优先股融资，与 Arthroci 合作成立瑞安博，开发全球降尿酸创新药 AR882 和小分子创新药 AR035 | 分阶段出资约 38,250.00 ⁶ |
| 控股重组蛋白疫苗创新研发企业华南疫苗 | 13,480.40 |
| 通过技术转让获取盐酸依匹斯汀颗粒制剂及原料药的生产批件，以及处于开发过程中的非诺贝特胆碱缓释胶囊及原料药在国内的产品所有权 | 4,300.00 |
| 参股成都分迪药业有限公司，布局 PRODED 靶向蛋白降解药物开发技术平台 | 3,500.00 |
| 参股 AI 新药研发公司深圳阿尔法分子科技有限责任公司 | 1,200.00 |
| 参股全球领先的创新药研发公司 Lyndra Therapeutics | 500 万美元 |
| 增资控股子公司广东品晟医药科技有限公司 | 3,000.00 |

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

2021 年公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺销量同比大幅增长，对营业收入增长形成较强支撑；需关注随着集采等医保控费政策推进，公司主要产品中标价格仍存在一定下降压力

公司产品销售主要由子公司广东泽瑞药业有限公司（以下简称“泽瑞药业”）负责。公司产品以处方药为主，销售模式主要为学术推广模式⁷，销售终端主要为医院，直接客户主要为大型医药流通商，给予医药商业公司开票价格一般为中标价的 90%-95%。款项结算方面，公司对于部分信用良好、财务状况佳的大型医药流通商给予 30-90 天账期，其余医药流通商一般为货到付款，2021 年公司给予客户账期未发生较大变化。公司客户集中度较高、主要客户关系相对稳定，前五大客户均为大型医药流通商，

⁶ 根据公司 2021 年 7 月 28 日发布的《关于对外投资暨拟成立合资公司的公告》，38,250.00 万元投资涵盖：（1）对 ArthrociC2 轮优先股融资 2,500 万美元（折合人民币约 16,250 万元）；（2）对合资公司广州瑞奥生物医药科技有限公司认缴出资 5,128 万元；（3）后续为合资公司提供项目研发资金人民币 16,872 万元，研发资金将根据 AR882、AR035 项目在中国区域研发进展分批投入，并记入合资公司的资本公积。

⁷ 学术推广模式：药企组建兼具医药专业背景、医药营销经验的营销团队，通过学术活动、科研交流等在专业领域推广公司产品，以实现产品销售的增长和品牌影响力的提升。医疗机构产生药品需求后，通过省级平台集中发布采购需求，药企参与各省药品招投标，中标后药企根据医疗机构的需求向配送公司销售药品，配送公司向医疗机构进行销售。

2021年前五大客户销售占比50.64%，同比提高4.39个百分点。销售区域方面，随着不断的市场拓展及新产品的进入，公司西南、华北、东北、西北等地区收入增长较快，但仍以华东、华南地区为主；2021年华东、华南地区收入分别占营业收入的35.52%、30.05%，同比均略有下滑。

产品销量方面，近年来随着公司市场营销力度的加大、医院覆盖率的进一步提升、疫情冲击减弱多重因素影响，2021年公司主要产品销量均同比大幅增长，其中核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销量快速回升、同比大幅增长，对公司业绩拉动较大；注射用乙酰谷酰胺销量继续保持较快增长，益气健脾口服液、注射用盐酸溴己新销量回暖、较2019年均实现增长；馥感淋口服液销量有所回暖但仍低于2019年，注射用环磷腺苷、参柏洗液、苓香清解口服液销量保持较快增长。

产品价格方面，从中标价格来看，2021年盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片中标价格同比小幅下降，益气健脾口服液、注射用乙酰谷酰胺中标价格整体相对平稳，注射用盐酸溴己新中标价格同比下降幅度较大。产品销售均价受产品中标价格、产品规格变动影响较大，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、益气健脾口服液、注射用乙酰谷酰胺受产品品规变动影响，销售均价分别同比变动1.36%、2.51%、-11.48%；注射用盐酸溴己新受中标价格下降影响，销售均价同比下降21.49%。随着集采等医保控费政策逐步推进，公司主要产品中标价格仍存在一定下降压力。

受益于核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺销量增长，2021年公司医药制造业实现收入20.15亿元，同比增长43.97%。

表9 公司主要产品产销情况

| 大类 | 产品 | 项目 | 2021年 | 2020年 | 同比 |
|--------|---------------|--------|-----------|-----------|---------|
| 儿童药 | 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 | 产量（万片） | 45,953.23 | 32,527.85 | 41.27% |
| | | 销量（万片） | 46,125.52 | 29,248.05 | 57.70% |
| | | 产销率 | 100.37% | 89.92% | - |
| | 益气健脾口服液 | 产量（万瓶） | 1,232.08 | 896.00 | 37.51% |
| | | 销量（万瓶） | 1,160.29 | 901.86 | 28.65% |
| | | 产销率 | 94.17% | 100.65% | - |
| 慢性病类药物 | 注射用乙酰谷酰胺 | 产量（万支） | 1,802.64 | 868.36 | 107.59% |
| | | 销量（万支） | 1,498.20 | 1,025.03 | 46.16% |
| | | 产销率 | 83.11% | 118.04% | - |
| | 注射用盐酸溴己新 | 产量（万支） | 1,255.44 | 1,046.98 | 19.91% |
| | | 销量（万支） | 1,281.06 | 885.73 | 44.63% |
| | | 产销率 | 102.04% | 84.60% | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司主要剂型产品生产线满负荷运转，在建项目较多、完工后可提高产品供应能力，但新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性

公司目前仅有一品红制药一处生产基地，跟踪期内公司产能无变动。公司主要实行“以销定产”原

则，即依据销售计划、库存情况等制定生产计划，结合市场需求适时调整。此外，公司少量品种⁸通过委托生产的方式满足市场业务需求。2021年公司主要产品销量同比大幅增长，公司产能利用率同比大幅提高，其中片剂生产线和冻干粉生产线满负荷运转。

表10 公司产能利用率情况

| 年份 | 产品剂型 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
|-------|-----------|--------|--------|---------|
| 2021年 | 片剂（万片） | 40,000 | 49,769 | 124.42% |
| | 冻干粉针剂（万支） | 4,000 | 4,334 | 108.36% |
| | 颗粒剂（万袋） | 2,000 | 1,666 | 83.29% |
| | 合剂（万支） | 8,000 | 3,244 | 40.55% |
| | 洗剂（万瓶） | 200 | 67 | 33.29% |
| 2020年 | 片剂（万片） | 40,000 | 32,587 | 81.47% |
| | 冻干粉针剂（万支） | 4,000 | 2,882 | 72.05% |
| | 颗粒剂（万袋） | 2,000 | 813 | 40.65% |
| | 合剂（万支） | 8,000 | 2,098 | 26.23% |
| | 洗剂（万瓶） | 200 | 42 | 21.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为提高资金使用效率，更加合理配置资产结构，2021年12月公司将本期债券原募投项目“生产车间升级改造项目”募集资金及专户利息变更至“广州联瑞厂区生产基地建设项目”。截至2022年3月末，公司主要在建项目如下表所示，联瑞厂区生产基地建设项目预计2022年完工，完工后预计显著提升公司产能，但项目能否按期完工投产、新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。此外，公司拟在广东省翁源经济开发区投资建设原料药生产基地，分阶段总投资不低于5.5亿元人民币。项目实施并达产后，有利于完善公司产业布局，但该项目土地尚未招拍挂，后续推进存在较大不确定性。

表11 截至2022年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目 | 总投资 | IPO/可转债募集资金拟使用金额 | 已使用募集资金 | 累计已投资 | 投资进度 |
|---------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|--------|
| 一品红药业广州联瑞厂区生产基地建设项目 | 94,232.00 | 63,525.56 | 51,832.48 | 66,206.47 | 70.26% |
| 润霖研发中心建设工程 | 31,801.62 | 31,412.62 | 22,983.01 | 23,008.71 | 72.35% |
| 合计 | 126,033.62 | 94,938.18 | 74,815.49 | 89,215.18 | |

注：IPO募投项目“一品红药业（润霖）研发中心建设项目”、本期债券募投项目“医药创新产业园（一期）建设项目”均在润霖研发中心建设工程项目中核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料采购主要为化学原料药采购、包材采购以及中成药采购。采购的化学原料药主要为盐酸克林霉素棕榈酸酯、环磷腺苷、己酮可可碱以及乙酰谷酰胺等，以盐酸克林霉素棕榈酸酯为主。公司盐

⁸委托生产的8个品种为：多索茶碱注射液、盐酸溴己新注射液、克林霉素磷酸酯注射液、克林霉素磷酸酯注射液、盐酸氨溴索注射液、牛黄解毒片、复方桔梗止咳片、复方黄连素片。

酸克林霉素棕榈酸酯主要从浙江海翔川南药业有限公司、重庆安格龙翔制药有限公司价两家供应商采购，结算一般为货到验收合格后付款，采购价格整体相对平稳，备货周期一般为 2 个月左右；乙酰谷酰胺等原料药价格波动较大，公司根据市场价格情况适时调整备货周期，备货周期在 2-12 个月左右。包材采购合作供应商数量较多，结算周期为货到验收合格后月结，包材价格 2021 年同比有所增长。中药材采购规模不大，均价 2021 年继续呈增长趋势，若中药材价格未来出现大幅波动，将对公司中成药盈利能力产生一定影响。从供应商集中度来看，公司采购集中度整体较高；2021 年公司前五大供应采购额占当期采购总额的 50.36%，同比略有下降。

表12 公司主要原材料采购均价变动情况

| 原材料名称 | 2021 年 | 2020 年 |
|------------|--------|---------|
| 盐酸克林霉素棕榈酸酯 | -2.16% | 3.37% |
| 乙酰谷酰胺 | 34.74% | -70.45% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，现金类资产占比较高，资产流动性尚可，但需关注应收账款回收风险及长期股权投资减值风险

随着公司募投项目建设推进、对外投资增长，2021 年底公司总资产规模同比增长 72.69%，资产以非流动资产为主。

2021 年末，公司货币资金同比大幅增长，其中受限货币资金 3.11 亿元，系不可撤销信用证保证金；交易性金融资产系银行理财产品；应收款项融资系应收票据。2021 年底公司现金类资产合计 8.19 亿元，占总资产的 22.12%。公司应收账款主要为应收医药商业公司货款，随着业务规模增长，2021 年末公司应收账款规模有所增长，但应收账款周转天数同比有所下降，仍维持在合理水平。2021 年末公司核销对康美药业股份有限公司（以下简称“康美股份”）的应收账款⁹，期末应收账款坏账准备综合计提比例同比大幅下降，但应收账款规模仍较大、集中度仍较高，仍需关注应收账款回收风险。公司存货主要由库

⁹ 2021 年康美股份进行债务重组，公司合计收回资金 19,50.56 万元，核销应收康美股份的账款 5,879.08 万元。

存商品、原材料、半成品等构成，随着业务规模增长，公司原材料、半成品备货有所增加，库存商品规模同比有所下降，公司原材料、库存商品备货周期相对合理。2022年3月末公司其他流动资产同比大幅增长，主要系公司与银行签订协议，将暂时闲置的自有资金转为结构性存款所致。

其他非流动金融资产系非上市权益工具投资，2021年公司新增对Lyndra Therapeutics, Inc、广州安捷生物医学技术有限公司投资，同时对杭州畅溪制药有限公司的投资公允价值增加，2021年底其他非流动金融资产同比大幅增长。2021年公司新增对ArthroSi（1.62亿元）、珠海广发信德瑞腾创业投资基金合伙企业（有限合伙）（1.00亿元）、成都分迪药业有限公司（0.35亿元）等公司投资，2021年底长期股权投资同比大幅增加。公司对外投资规模较大，需关注资产减值风险。2021年底公司在建工程主要系联瑞厂区建设工程、润霖研发中心建设工程，随着项目建设推进，公司在建工程继续快速增长。2021年底公司无形资产同比大幅增长，主要系收购华南疫苗所致。

总体看来，公司现金类资产占比较高，资产流动性尚可，但需关注应收账款回收风险及长期股权投资减值风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 88,988.42 | 22.36% | 107,502.54 | 29.02% | 72,603.22 | 33.85% |
| 应收账款 | 20,843.67 | 5.24% | 20,294.54 | 5.48% | 16,365.50 | 7.63% |
| 应收款项融资 | 3,026.66 | 0.76% | 4,044.69 | 1.09% | 7,458.03 | 3.48% |
| 存货 | 12,126.19 | 3.05% | 11,497.07 | 3.10% | 11,005.92 | 5.13% |
| 其他流动资产 | 38,277.16 | 9.62% | 5,884.52 | 1.59% | 4,424.89 | 2.06% |
| 流动资产合计 | 171,429.16 | 43.07% | 156,359.98 | 42.21% | 120,902.96 | 56.36% |
| 其他非流动金融资产 | 10,561.86 | 2.65% | 10,561.86 | 2.85% | 3,800.00 | 1.77% |
| 长期股权投资 | 30,239.23 | 7.60% | 30,239.23 | 8.16% | 0.00 | 0.00% |
| 固定资产 | 15,625.63 | 3.93% | 15,870.39 | 4.28% | 16,535.72 | 7.71% |
| 在建工程 | 89,269.78 | 22.43% | 78,368.07 | 21.16% | 33,894.31 | 15.80% |
| 使用权资产 | 9,613.30 | 2.42% | 10,060.45 | 2.72% | - | - |
| 无形资产 | 44,247.10 | 11.12% | 46,041.89 | 12.43% | 29,824.12 | 13.90% |
| 其他非流动资产 | 19,804.84 | 4.98% | 14,094.47 | 3.80% | 5,115.56 | 2.38% |
| 非流动资产合计 | 226,621.36 | 56.93% | 214,081.50 | 57.79% | 93,612.83 | 43.64% |
| 资产总计 | 398,050.52 | 100.00% | 370,441.48 | 100.00% | 214,515.79 | 100.00% |

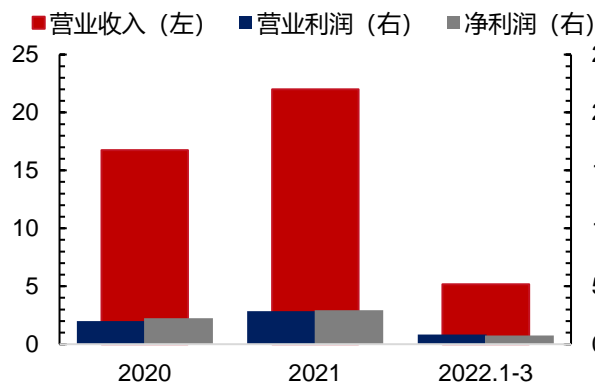
资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度报告

盈利能力

受益于渠道拓展以及疫情冲击减弱，2021年公司收入、利润规模保持增长，但销售费用率继续上升、侵蚀利润水平

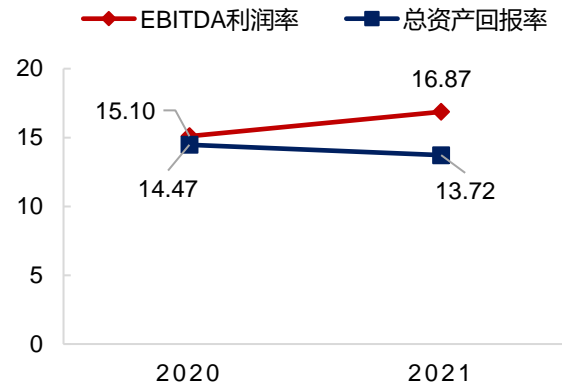
2021年受益于渠道拓展以及疫情冲击减弱，公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺销量同比大幅增长，对营业收入增长形成较强支撑；此外，注射用环磷腺苷、参柏洗液、苓香清解口服液等产品销量亦保持较快增长，注射用盐酸溴己新、益气健脾口服液、馥感啉口服液等产品销量回暖。2021年公司营业收入、净利润分别同比增长31.26%、31.20%，EBITDA利润率提高1.77个百分点。2021年公司在建工程、长期股权投资投入规模较大，尚未对业绩形成拉动，总资产回报率同比略有下滑。需关注，公司销售费用以市场及学术推广费为主，规模较大且快速增长，对公司利润形成较大侵蚀，2021年随着自产产品收入占比上升，公司销售费用率继续提升。

图4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）

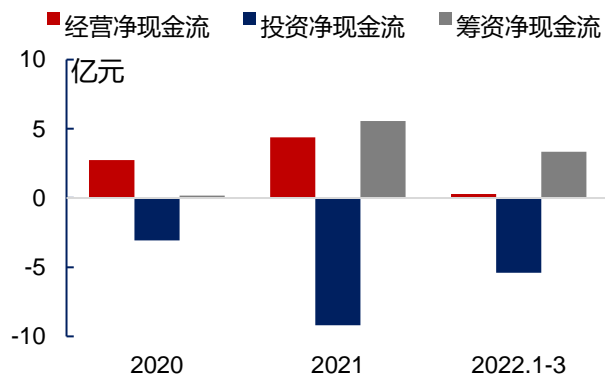


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

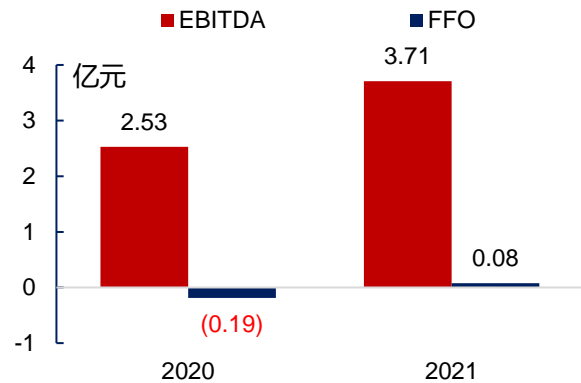
现金流

2021年随着业绩回升，公司经营现金生成能力有所增强，需关注公司投资活动现金同比大幅净流出，且在建工程、研发项目尚需投入一定资金，公司面临一定的资金压力

公司经营业务资金回笼情况尚可，收现比维持在较高水平，2021年随着业绩回升，公司经营净现金流同比大幅增长。2021年公司募投项目投入规模较大，同时新增对 ArthroSi、珠海广发信德瑞腾创业投资基金合伙企业（有限合伙）等企业投资，公司投资活动现金同比大幅净流出。2021年本期债券成功发行、短期借款融资同比大幅增长，公司筹资活动现金同比大幅净流入。随着业绩回升，公司 EBITDA、FFO 同比增长，公司经营现金生成能力有所增强。需关注，截至 2022 年 3 月底，公司在建工程、研发项目尚需投入一定资金，公司面临一定的资金压力。

图6 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

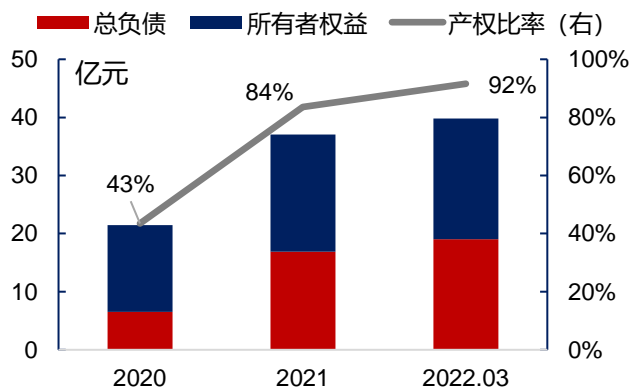
图7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

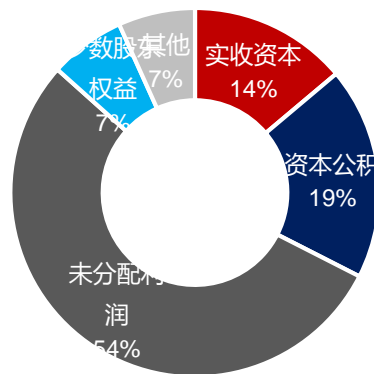
资本结构与偿债能力

公司财务杠杆水平上升，短期借款规模增长较快，现金短期债务下降、表现欠佳，面临一定的短期偿债压力

2021年底受益于日常经营利润的积累，公司所有者权益持续上升；同期，随着本期债券成功发行、短期借款融资规模加大，产权比率同比大幅提升，净资产对总负债的保障程度下降。2022年3月底，随着短期借款、长期借款规模的增长，公司产权比率进一步提高。

图8 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图9 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度报告

2021年底，公司短期借款同比大幅增长，均系银行借款，借款类型以票据贴现借款、信用借款为主。2022年3月底公司短期借款规模进一步增长。随着代理业务规模下降，2021年公司应付账款、合同负债规模继续下降。其他应付款主要系应付联瑞厂区建及润霖研发中心未结算的项目建设款、限制性股票回购义务、保证金，2021年底未结算项目建设款、限制性股票回购义务同比大幅增长。一年内到期的非流

动负债主要系一年内到期的租赁负债。应付债券系应付本期债券。租赁负债系公司租赁生物岛等办公室等经营性租赁业务形成。2022年3月底，公司新增长期借款2亿元，用于联瑞厂区生产基地建设项目，借款利率3.40%。

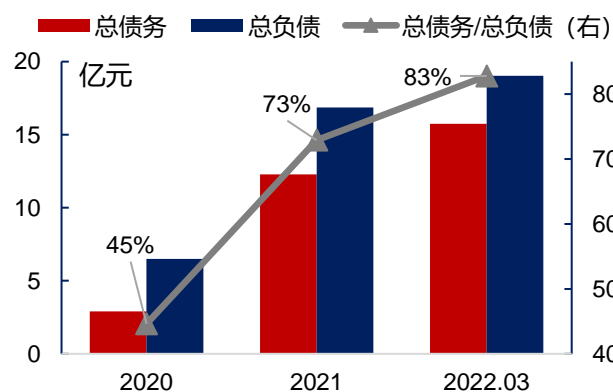
表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 100,407.47 | 52.77% | 85,166.34 | 50.51% | 29,003.93 | 44.61% |
| 应付账款 | 2,571.85 | 1.35% | 4,065.29 | 2.41% | 5,606.98 | 8.62% |
| 合同负债 | 1,320.64 | 0.69% | 2,099.47 | 1.25% | 4,313.04 | 6.63% |
| 其他应付款 | 9,490.49 | 4.99% | 18,499.41 | 10.97% | 11,054.74 | 17.00% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,852.57 | 0.97% | 2,461.88 | 1.46% | 0.00 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 122,470.92 | 64.36% | 120,569.79 | 71.51% | 55,680.49 | 85.64% |
| 长期借款 | 20,000.00 | 10.51% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 应付债券 | 27,044.98 | 14.21% | 27,044.98 | 16.04% | 0.00 | 0.00% |
| 租赁负债 | 8,233.05 | 4.33% | 8,233.05 | 4.88% | - | - |
| 非流动负债合计 | 67,806.15 | 35.64% | 48,033.40 | 28.49% | 9,333.53 | 14.36% |
| 负债合计 | 190,277.07 | 100.00% | 168,603.19 | 100.00% | 65,014.01 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

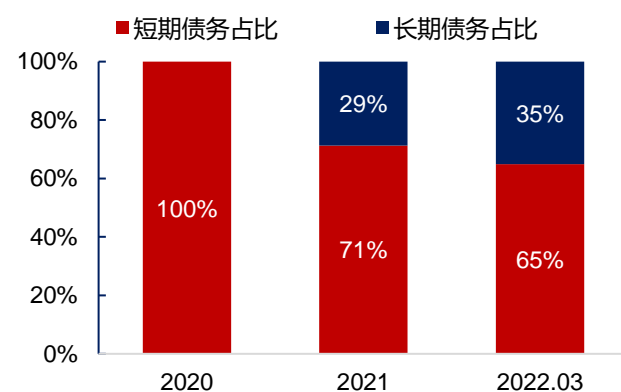
2022年3月底，公司总债务主要系短期借款、应付本期债券、长期借款，短期债务占比呈下降趋势，但仍处较高水平，面临一定短期偿债压力。

图10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

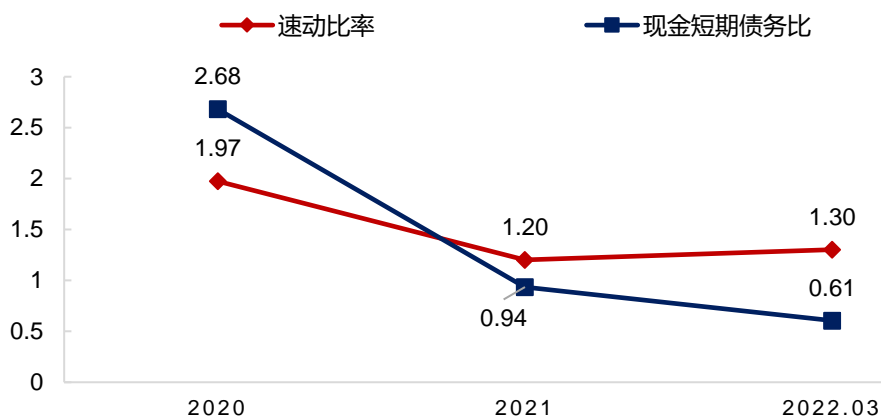
随着本期债券成功发行、银行借款规模增加，公司净债务规模同比大幅增长，财务杠杆水平提升，整体偿债压力加大。需关注，随着在建工程、研发项目推进，公司对外融资规模或将继续加大，偿债压力或将进一步加大。

表15 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 资产负债率 | 47.80% | 45.51% | 30.31% |
| 净债务/EBITDA | -- | 1.25 | -1.77 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 8.64 | 21.53 |
| 总债务/总资本 | 43.12% | 37.85% | 16.25% |
| FFO/净债务 | -- | 1.70% | 4.20% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

公司流动性比率指标呈下降趋势，2022年3月底，公司现金类资产对短期债务保障程度欠佳，面临一定的短期偿债压力。公司自身可抵押资产主要系办公楼、厂房等，规模较小，银行授信尚有一定额度，整体来看，公司融资弹性一般。

图12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部、子公司泽瑞药业企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（本部：2022年3月19日，泽瑞药业：2022年3月3日），公司本部、泽瑞药业不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型、国家医保及基药目录产品，对业绩形成较强支撑。2021年公司新增多个化药及原料药生产批件，产品管线进一步丰富。

但我们也注意到，受医保控费带量采购政策逐渐落实影响，公司产品价格未来仍存在一定下降压力。同时公司在研产品较多仍面临一定新药研发风险以及应收账款坏账风险，销售费用规模较大仍对利润造成较大侵蚀，在建项目、研发仍需投入资金，短期借款增长较快、占比较高，面临一定资金压力和短期偿债压力。此外，本期债券募投项目能否按期达产，项目建成后新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。

九、结论

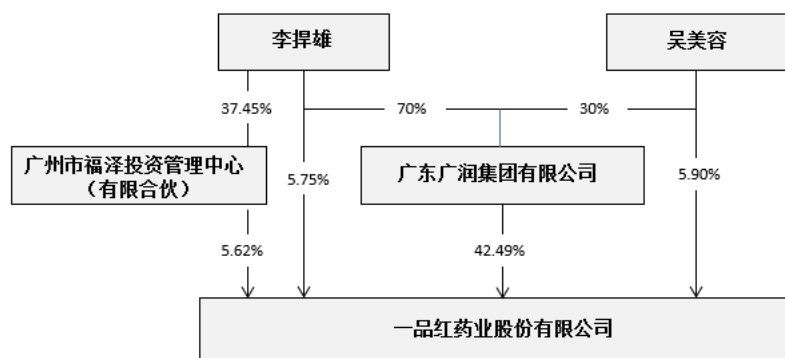
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“一品转债”的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 8.90 | 10.75 | 7.26 | 7.10 |
| 流动资产合计 | 17.14 | 15.64 | 12.09 | 11.78 |
| 在建工程 | 8.93 | 7.84 | 3.39 | 0.86 |
| 无形资产 | 4.42 | 4.60 | 2.98 | 3.13 |
| 非流动资产合计 | 22.66 | 21.41 | 9.36 | 6.17 |
| 资产总计 | 39.81 | 37.04 | 21.45 | 17.95 |
| 短期借款 | 10.04 | 8.52 | 2.90 | 1.98 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.19 | 0.25 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 12.25 | 12.06 | 5.57 | 3.84 |
| 长期借款 | 2.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 2.70 | 2.70 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 6.78 | 4.80 | 0.93 | 0.70 |
| 负债合计 | 19.03 | 16.86 | 6.50 | 4.54 |
| 总债务 | 15.75 | 12.29 | 2.90 | 1.98 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 19.40 | 18.74 | 14.85 | 13.29 |
| 营业收入 | 5.16 | 21.99 | 16.75 | 16.37 |
| 净利润 | 0.74 | 2.93 | 2.24 | 1.43 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.28 | 4.38 | 2.75 | 2.81 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -5.39 | -9.20 | -3.07 | -1.18 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3.34 | 5.56 | 0.17 | -2.09 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 89.83% | 85.52% | 82.37% | 77.58% |
| EBITDA 利润率 | -- | 16.87% | 15.10% | 16.80% |
| 总资产回报率 | -- | 13.72% | 14.47% | 10.88% |
| 产权比率 | 91.58% | 83.53% | 43.49% | 33.88% |
| 资产负债率 | 47.80% | 45.51% | 30.31% | 25.31% |
| 净债务/EBITDA | -- | 1.25 | -1.77 | -2.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 8.64 | 21.53 | 51.06 |
| 总债务/总资本 | 43.12% | 37.85% | 16.25% | 12.85% |
| FFO/净债务 | -- | 1.70% | 4.20% | -6.71% |
| 速动比率 | 1.30 | 1.20 | 1.97 | 2.85 |
| 现金短期债务比 | 0.61 | 0.94 | 2.68 | 4.18 |

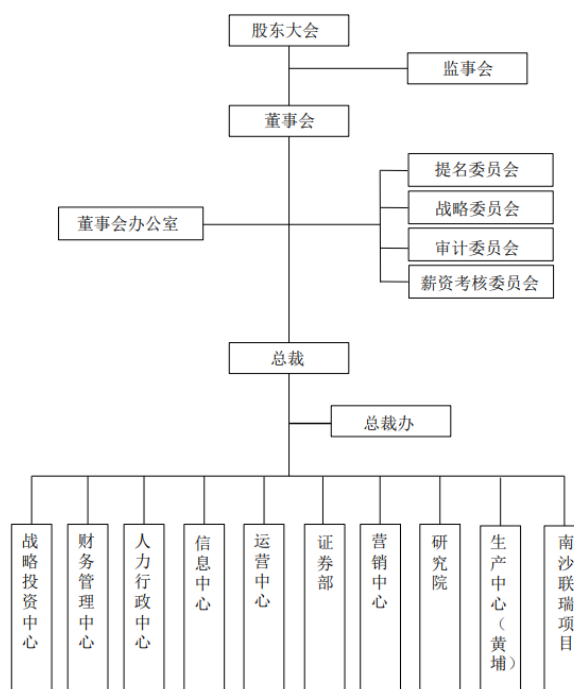
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | | 主营业务 |
|-------------------------------------|-----------|---------|---------|------------|
| | | 直接 | 间接 | |
| 广州一品红制药有限公司 | 5,000.00 | - | 100.00% | 医药制造业 |
| 广州市联瑞制药有限公司 | 30,000.00 | - | 100.00% | 医药制造业 |
| 广州润霖医药科技有限公司 | 28,500.00 | 85.08% | 14.92% | 科学研究和技术服务业 |
| 广州市品瑞医药科技有限公司 | 1,000.00 | - | 52.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 广东辰瑞医药科技有限公司 | 1,000.00 | - | 100.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 广东泽瑞药业有限公司 | 500.00 | - | 100.00% | 批发和零售业 |
| YipinhongPharmaceutical(USA)Limited | 500 万美元 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 |
| 广东福瑞医药科技有限公司 | 500.00 | - | 100.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 广东品晟医药科技有限公司 | 2,500.00 | - | 70.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 广东云瑞医药科技有限公司 | 2,000.00 | - | 70.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 一品红生物医药有限公司 | 5,000 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 |
| 广州瑞腾生物医药科技有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | - | 研究和试验发展 |
| 广州瑞奥生物医药科技有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | - | 研究和试验发展 |
| 广州一品兴瑞医药科技有限公司 | 253.33 | - | 85.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 瑞腾生物（香港）有限公司 | 1.00 | - | 100.00% | 科学研究和技术服务业 |
| 广州瑞安博医药科技有限公司 | 8,448.00 | - | 60.70% | 科学研究和技术服务业 |
| 广州云瑞君益数据信息技术有限公司 | 3,000.00 | 100.00% | - | 信息技术 |
| 广州一品红生物医药科技有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 |
| 广州联瑞生物科技有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 |
| 广东瑞石制药科技有限公司 | 5,000.00 | - | 100.00% | 医药制造 |
| 广东瑞石生物医药科技有限公司 | 36,000.00 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 |
| 广东华南疫苗股份有限公司 | 3,154.00 | - | 52.71% | 科学研究和技术服务业 |
| 佛山市焯泰科技有限公司 | 800.00 | - | 52.71% | 科学研究和技术服务业 |
| 佛山华苗医药科技有限公司 | 1,000.00 | - | 31.62% | 科学研究和技术服务业 |

资料来源：公司提供、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+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。 |