

信用评级公告

联合〔2022〕3293号

联合资信评估股份有限公司通过对天津红日药业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津红日药业股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“21红日01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月三十日

天津红日药业股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津红日药业股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
成都兴城投资集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 红日 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 红日 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/08/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 5 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		AA	
	评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

天津红日药业股份有限公司（以下简称“公司”）作为中药配方颗粒、成品药及医疗器械等综合药品器械制造企业，在中药配方颗粒市场地位、核心药品竞争力等方面具备综合优势。近年来，公司中药配方颗粒板块及饮片业务收入连续增长，医疗器械业务受疫情带来的需求增加的影响，2020 年收入大幅增长；近年来，公司整体财务情况较为稳健，资产总额逐年增长，债务负担有所增长但仍属较轻，营业总收入和利润总额逐年增长，经营活动现金流净额持续净流入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到招标限价、医保控费、中药配方颗粒试点结束等政策可能给公司各业务带来压力、未来医疗器械板块盈利能力存在一定不确定性、公司存货和应收账款对营运资金形成较大占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由公司控股股东成都兴城投资集团有限公司（以下简称“兴城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴城集团作为成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）成立的国有独资企业，近年来经营业务多元化发展，综合实力持续增强，担保能力强，其对“21 红日 01”的担保具有显著提升作用。

未来，随着公司扩大经营规模，中药配方颗粒产能逐步释放，公司经营情况有望稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 红日 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司中药配方颗粒及饮片业务品种丰富，具备较强的竞争优势，收入逐年增长。公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，并参与中药配方颗粒国家标准的制定，中药配方颗粒产品超过 600 种。2019—2021 年，公司中药配方颗粒及饮片业务销售收入分别为 27.93 亿元、29.91 亿元和 42.35 亿元，逐年增长。

2. 跟踪期内，公司财务表现较为稳健。2019—2021 年底，公司资产总额逐年增长，债务负担有所增长但仍属较轻；

分析师：蒲雅修 崔濛骁
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

2019—2021年，公司营业总收入和利润总额逐年增长，经营活动现金流净额持续净流入。

3. 跟踪期内，公司医疗器械业务收入增长，成为公司收入的重要组成部分。2019—2021年，受疫情带来的需求增加影响，公司医疗器械业务收入分别为6.55亿元、21.51亿元和15.56亿元。

关注

1. 医改深入推进带来的政策风险及业绩压力。随着医药体制改革深入展开，招标限价、医保控费等政策可能对公司盈利能力产生一定影响；中药配方颗粒取消试点，行业进入门槛降低，可能加剧行业竞争程度，对公司业绩形成一定压力。2019—2021年，公司中药配方颗粒及饮片、成品药的毛利率均逐年下降。

2. 医疗器械板块未来收入增长存在一定不确定性。2020年，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，医疗器械需求大幅增加，医疗器械板块收入同比大幅增长，2021年该板块收入有所回落，未来该板块收入增速可持续性存在一定不确定性。

3. 公司存货和应收账款对营运资金形成较大占用。2019—2021年底，公司存货和应收账款总额占流动资产的比例分别为67.64%、71.51%和70.69%，对营运资金形成较大占用。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	11.24	13.09	15.03	13.37
资产总额(亿元)	84.27	101.80	116.07	117.56
所有者权益(亿元)	70.70	73.92	79.52	81.91
短期债务(亿元)	3.44	8.10	4.55	4.12
长期债务(亿元)	0.45	3.62	15.25	15.25
全部债务(亿元)	3.89	11.72	19.80	19.36
营业总收入(亿元)	50.03	64.88	76.71	17.32
利润总额(亿元)	4.84	6.83	8.54	2.84
EBITDA(亿元)	6.65	9.31	11.98	--
经营性净现金流(亿元)	2.16	1.97	3.92	1.76
营业利润率(%)	66.60	55.66	56.94	53.50
净资产收益率(%)	5.78	7.57	8.44	--
资产负债率(%)	16.09	27.39	31.49	30.33
全部债务资本化比率(%)	5.22	13.68	19.93	19.12
流动比率(%)	350.97	244.19	330.68	343.05
经营现金流动负债比(%)	17.53	8.40	19.03	--
现金短期债务比(倍)	3.27	1.62	3.30	3.25
EBITDA利息倍数(倍)	56.64	29.52	23.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.59	1.26	1.65	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	49.87	59.48	68.76	/
所有者权益(亿元)	46.74	51.95	55.76	/
全部债务(亿元)	0.47	6.44	11.13	/
营业总收入(亿元)	5.53	3.47	5.10	/
利润总额(亿元)	-0.77	6.37	4.80	/
资产负债率(%)	6.28	12.67	18.92	/
全部债务资本化比率(%)	1.00	11.03	16.64	/
流动比率(%)	229.74	249.07	564.14	/
经营现金流动负债比(%)	93.89	-30.30	-25.47	/
担保方财务数据				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	241.71	1075.69	1144.75	/
资产总额(亿元)	2136.16	7807.15	9419.91	/
所有者权益(亿元)	673.00	1114.20	1249.55	/
全部债务(亿元)	811.07	1330.86	1824.21	/
营业(总)收入(亿元)	632.79	729.99	1970.74	/
利润总额(亿元)	16.01	39.89	79.53	/
EBITDA(亿元)	37.73	63.88	118.75	/
资产负债率(%)	68.49	85.73	86.73	/
全部债务资本化比率(%)	54.65	54.43	59.35	/
现金短期债务比(倍)	1.03	2.14	1.62	/
EBITDA利息倍数(倍)	0.80	1.00	1.75	/

注: 1. 公司合并口径2022年一季度财务报表未经审计, 公司未披露本部的2022年一季度财务报表; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币;

资料来源: 公司财务报告及公司提供, 担保方财务报告及提供资料, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21红日01	AAA	AA	稳定	2021/3/8	蒲雅修 高佳悦	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受天津红日药业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

天津红日药业股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津红日药业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为 1996 年 9 月 23 日成立的天津市大通红日制药有限公司（以下简称“红日有限公司”），设立时注册资本 120.00 万元。2000 年 9 月 17 日，经天津市人民政府津股批（2000）14 号文批准，红日有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本变更为 3630.00 万元。2009 年 10 月 30 日，经中国证券监督管理委员会证监许可（2009）1038 号文核准，公司于深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“红日药业”，股票代码为“300026.SZ”）。

经过多次增资、资本公积转增股本和减资后，截至 2021 年底，公司实收资本 30.04 亿元，第一大股东成都兴城投资集团有限公司（以下简称“兴城集团”）持有公司 22.24% 股份，持股数量为 667997417 股，其中质押股份 243820162 股，占其持股数量的 36.50%；公司实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）。

2021 年，公司主营业务无重大变化，公司仍主要经营中药配方颗粒、成品药、医疗器械、原辅料、医疗健康服务和药械智慧供应链业务。

截至 2021 年底，公司本部组织架构有所变化。本部设药品研发中心、质量检验部、血必净大楼提取部、血必净大楼制剂部、生产管理部、制剂部、新药临床中心、投资发展中心等部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有子公司 13 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 116.07 亿元，所有者权益 79.52 亿元（含少数股东权益 1.79 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 76.71 亿元，利润总额 8.54 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 117.56 亿元，所有者权益 81.91 亿元（含少数股东权益 1.81 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.32 亿元，利润总额 2.84 亿元。

公司注册地址：天津新技术产业园区武清开发区泉发路西；法定代表人：姚小青。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年底，公司由联合资信评级的存续债券为“21 红日 01”，募集资金总额为 6.00 亿元，按照募集说明书用于偿还有息债务及补充流动资金，已使用金额为 5.98 亿元。截至本报告出具日，“21 红日 01”未到付息日。

表 1 截至 2021 年底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
21 红日 01	6.00	6.00	2021/8/23	5 年 (3+2)

资料来源：联合资信整理

“21 红日 01”附调整票面利率选择权，公司有权决定在存续期的第 3 年底调整“21 红日 01”后 2 年的票面利率；附回售选择权，公司发出关于是否调整票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在第 3 个计息年度的付息日将持有的“21 红日 01”按面值全部或部分回售给公司。

“21 红日 01”由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出

预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）

但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，

出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格

剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月底社融规模存量同比增长10.60%，增速较去年底高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业运行概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，各层级医疗机构日常诊疗活动减少，药品终端销售市场规模近年来首次出现负增长，但随着人均可支配收入增长、人口老龄化趋势逐年加重以及医保收入和参保人数增加，中国医药需求仍保持稳健。2021年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由2018年的28228元增长至2021年的35128元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为2020年11

月1日0时)，中国60周岁以上人口已达2.64亿，占总人口的18.70%，较2019年底增加了0.10亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化、常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于2017年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020年，受新冠肺炎疫情疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由2019年的87.20亿次下降至2020年的77.40亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降8.45%，从2019年的17955亿元下降至2020年的16437亿元，为近年来首次负增长。2021年随着新冠疫情防控常态化，医药行业有所复苏，2021年医疗机构总诊疗人次为85.30亿人次，药品终端销售市场规模同比增长7.97%，达17747亿元。

图1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况(单位:亿元、万人)



资料来源: Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020年，规模以上医药制造业营业总收入为25053.57亿元，同比增长4.50%，利润总额为3693.40亿元，同比增长12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入人民币29288.5亿

元，同比增长20.1%，实现利润总额6271.4亿元，同比增长77.9%。

2. 行业政策

2021年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年，中药配方颗粒试点结束，销售范围放开，市场需求扩容、行业内市场参与者增加。

2021年1月，国家药监局发布《药品上市后变更管理办法(试行)》(以下简称“该办法”)。该办法进一步明确了药品上市后变更的原则和常见情形，规定了持有人义务和监管部门职责，为药品上市后变更管理提供了依据。一方面鼓励持有人运用新技术、新方法、新设备、新科技成果，不断改进和优化生产工艺，持续提高药品质量，提升药品安全、有效和质量可控性；另一方面，规范药品变更行为和变更监管，打击非法变更，落实持有人主体责任，保障用药安全。

2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》(以下简称“《政策措施》”)。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

2021年9月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》（以下简称“全民医保”）。全民医保指出到2025年，医疗保障制度更加成熟定型；深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用。

2021年11月，国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》（以下简称“接续工作通知”）。接续工作通知指出原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对其采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构。

2021年11月，国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》（以下简称“《临床研发指导原则》”）。《临床研发指导原则》提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发。这意味着药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求。

2021年2月，国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，标志着中药配方颗粒试点时代的结束。试点结束后，中药配方颗粒销售范围从二级以上中医院扩增到具有资质的医疗机构，销售范围放开，企业实

行备案制管理，并要求企业具备全过程追溯及风险管理能力。中药配方颗粒试点时期，6家试点企业占据国内大部分市场份额，行业集中度高，市场放开后，需求扩容的同时也引入了其他竞争者。

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2021年底，医药制造业企业单位为8337家，较上年底增加672家；亏损企业1577家，较上年底增加233家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，我国医药行业研发投入仍显不足，影响了我国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2021年2月，第四次带量采购竞标结果公示，中标45个产品，产生中选企业118家，平均降价幅度52%，最高降幅96%。2021年6月，第五次带量采购竞标结果公示，中标61个产品，产生中选企业148家，中选药品品规251个，平均降价幅度56%，最高降幅高达99%，注射剂成为集采主力剂型。2021年11月，第六次带量采购竞标结果公示，二代和三代胰岛素共16个品种、42个品规中选，

产生中选企业 11 家，平均降价幅度 48%，最高降幅高达 74%，降价趋于理性化。这次带量采购充分考虑了企业实际产能，确保了用药稳定性，引导临床使用产品升级、行业发展创新升级，标志着带量采购从化学药拓展到了生物药领域。2021 年 12 月，国家医保药品目录调整结果正式公布，本次共对 117 个药品进行了谈判，谈判成功 94 个（目录外 67 种，目录内 27 种），总体成功率 80.34%；本次谈判成功的目录外 67 个独家品种的平均降价幅度 62%，为历次谈判以来最大的降价幅度；2019 年和 2020 年的降幅分别为 61% 和 54%；本次谈判单一品种最大降幅为 94%，2019 年和 2020 年的最高降幅分别为 85% 和 90%。

4. 行业展望

预计 2022 年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。2021 年以来，全球新冠肺炎疫情反复、国内疫情出现多地散发，进入后疫情时代，新冠肺炎疫情对于医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控的相关工作促进了部分行业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等；从长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗

卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2021 年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为 2.87 万亿元，同比增长 15.55%，全国基本医保基金（含生育保险）总支出为 2.40 万亿元，同比增长 14.16%。

预计 2022 年，医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。2021 年是“十四五”开局之年，2021 年 9 月《“十四五”全民医疗保障规划》发布，这是医疗保障领域第一个五年规划，也是“十四五”时期医疗保障发展的总体蓝图，提出了 15 项主要指标和三大体系建设要求；结合今年医疗保障法、医疗保障待遇清单制度、医保目录调整、医疗服务价格改革试点、DRG/DIP、国采、国谈等方面的动态可以看出，中国特色医疗保障制度的发展打出了一套组合拳；医药领域的创新发展、一致性评价仍是关注热点；医疗领域基本药物的调整、合理用药、公立医院高质量发展等都有重要政策发布；此外，互联网医疗、医药电商等领域的迅速发展，加快推进三医信息化建设进程。预计未来，医药行业供给侧改革政策重点将继续集中于淘汰落后产能、提高药品质量、鼓励创新投入、强化过程监管等方面，具有创新性、临床需求高的药物上市速度有望加快。

控费方面，2021 年，国家共计对 117 个药品进行谈判，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%，价格降幅已走向常态化。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的，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”。目前前五轮集采共涉及品种 218 个，不仅品种数量不断扩围，参与厂家的数量也在逐步增多。2021 年 12 月 3 日，国家医保局公布 2021 年版国家医保药品目录，本次调整共计新增 74 种药品进入目录，11 种药品调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%，涵盖肿

瘤、罕见病、麻醉、丙肝等领域。未来，随着带量采购逐步扩面，医保目录动态调整常态化，有望形成药品质优价低，药企持续创新的优良局面。对于仿制药企业来说，稳定的产品质量控制能力、规模化的供应能力、超强的成本控制能力成为竞争关键要素；对于创新药企业来说，快于同类产品的研发速度以及合理的定价策略将成为获胜的关键。

预计 2022 年，创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021 年我国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元，同比增长 14.23%。从新药审批数量来看，近年来 1 类新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2018 年，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理国产 1 类新药注册申请 448 件，批准 9 个国产 1 类新药上市；2019 年，受理国产 1 类新药注册申请 528 件，批准 10 个国产 1 类新药上市；2020 年，受理 1 类新药注册申请 1062 件，批准 14 个国产 1 类新药上市。2021 年上半年，CDE 共批准了 23 款国产的 1 类新药，获批数量超 2020 年全年。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国 1 类新药靶点白皮书》统计，2016—2021 年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药 1649 个，其中涉及的靶点有 520 个，前 6%（30 个）的靶点涉及 41%（681 个）的新药。在治疗领域方面，2016—2021 年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为 62%，其次为感染，占比为 8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE 推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获

得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司注册资本 30.04 亿元，第一大股东兴城集团持有公司 22.24% 股份，持股数量为 667997417 股，其中质押股份 243820162 股，占其持股数量的 36.50%；公司实际控制人为成都市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司产品种类丰富，并持续进行研发创新；公司中药配方颗粒品种丰富，具有较强的竞争优势，成品药血必净在细分行业的优势较为显著。

公司产品涉及中药（拮抗内毒素与炎症介质类药物、抗肿瘤类）、中枢神经系统用药物、抗感染药物、治疗心脑血管类药物、镇痛类、水、电解质平衡类、营养类、抗过敏、麻醉类等 11 个类别，共 28 个品种、39 个规格。

中药配方颗粒方面，公司全资子公司北京康仁堂药业有限公司（以下简称“北京康仁堂”）作为运营主体。公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，并参与中药配方颗粒国家标准的制定。国家药典委员会在首批采纳 21 个国家标准后，第二批又采纳 10 个品种。截至 2021 年底，公司中药配方颗粒产品超过 600 种，基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。公司在全国范围内布局 8 个中药配方颗粒生产基地，建立了从药材、饮片、提取、制剂、包装、销售的全过程追溯体系，实现了配方颗粒全品种溯源。

成品药方面，公司血必净注射液是目前国内唯一经国家药品监督管理局批准的治疗脓毒症、多脏器功能失常综合征和重型、危重型新冠肺炎的国家二类新药，具有专利保护；盐酸沙格雷酯片、盐酸普拉克索片、罗库溴铵注射液、依诺肝素钠注射液于 2021 年获得国家药品监督管理局的《药品注册批件》，进一步丰富了

公司的产品线。

医疗器械业务，公司全资子公司北京超思电子技术有限责任公司（以下简称“超思电子”）覆盖脉搏血氧仪、基层医疗与家用健康三大产品线，销售网络广泛分布全球。

生产工艺方面，北京康仁堂在传承传统的基础上，建立了一套科学的生产工艺流程，在生产实现规模化与现代化的同时，保持了工艺与传统汤剂的一致性，及中药汤剂先煎、后下等特色，并获得发明专利30余项。

研发创新方面，目前公司开展对外合作的科研院所有中国中医科学院、陆军军医大学第一附属医院、中国医学科学院药物研究所、北京中医药大学等著名科研机构；研究院共有在研项目30多个，其中1.1类新药项目5个，已申报CDE等待审评12个项目，临床研究阶段6个。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9112000010409702XT），截至2022年3月31日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有20笔关注类贷款，为十年以上农行贷款，均为操作错误所致，实际均为正常结清贷款，公司无不良类贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

4. 人员素质

截至2021年底，公司母公司及主要子公司在职员工共计6120人。具体情况如下表所示。

表3 截至2021年底公司人员情况（单位：人、%）

项目	数量	占比
生产人员	2878	47.03
销售人员	1611	26.32
技术人员	962	15.72
财务人员	192	3.14
行政人员	469	7.66
高级管理人员	8	0.13
合计	6120	100.00
博士	10	0.16

硕士	175	2.86
在职研	32	0.52
本科	1852	30.26
专科	1577	25.77
专科以下	2474	40.42
合计	6120	100.00

资料来源：公司年报

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，部分监事和高管人员发生变动。

2021年，公司董事、监事及高级管理人员无变化。2022年4月，公司进行了换届选举，霍雅曼女士不再担任监事，选举易雪女士为监事；潘勤先生不再担任公司副总经理，选举陆小中先生和孙武先生为副总经理。

跟踪期内，公司主要管理制度无变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2019-2021年，公司主营业务无变化，营业总收入和利润总额持续增长，毛利率有所下降。其中，中药配方颗粒及饮片业务收入逐年增长，但毛利率有所下降；医疗器械板块受疫情导致需求增加，2020年收入大幅增长，2021年有所回落。

跟踪期内，公司主营业务无变化，仍为布局中药配方颗粒、成品药、医疗器械、原辅料、医疗健康服务和药械智慧供应链等领域。

2019-2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长23.82%。其中，2020年公司营业总收入同比增长29.69%，主要系医疗器械业务收入大幅增长所致；2021年，公司营业总收入同比增长18.22%，主要系中药配方颗粒及饮片业务收入增长所致。

2019-2021年，公司利润总额持续增长，年均复合增长32.79%。2020年，公司利润总额同比增长41.07%，主要系医疗器械板块收入及毛利率增加、公司费用控制能力提高所致。2021年，公司利润总额同比增长24.99%，主要系公司营业成本的增幅小于营业总收入增幅所致。

从收入构成来看，2019—2021年，公司中药配方颗粒及饮片业务销售收入逐年增长，促进该板块收入连续增长，年均复合增长23.14%；占主营业务收入的比重波动下降。公司成品药业务收入波动增长，年均复合增长4.20%，其中2021年成品药业务收入同比增长36.82%，主要系血必净销售收入同比增长及新产品上市综合影响所致；占主营业务收入的比重波动下降。公司辅料及原料药业务收入连续增长，年均复合增长21.11%，公司辅料及原料药品种较多，单个品种金额占比不大；占主营业务收入的比重波动下降。医疗器械业务收入波动增长，年均复合增长54.13%，占主营业务收入的比重波动上升；其中2020年同比增长228.40%，主要系受新冠疫情影响，市场对血氧仪等医疗器械的需求增加，订单量大幅增长所致，随着疫

情的常态化，2021年，医疗器械业务收入同比有所下降。公司其他业务收入占比较小，对公司营业总收入影响不大。

从毛利率来看，2019—2021年，中药配方颗粒及饮片毛利率连续下降，主要系毛利率低的饮片产品占比提高所致；成品药毛利率连续下降，主要系血必净销售价格有所下降及公司新的成品药进入集采所致；医疗器械毛利率波动下降，整体变动幅度不大。受上述因素影响，2019—2021年，公司综合毛利率波动下降。

2022年1—3月，公司实现营业总收入17.32亿元，同比增长5.70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.03亿元，较上年同期增长6.29%；实现利润总额2.84亿元，同比增长23.75%，主要系计入其他收益和营业外收入中的政府补助大幅增加所致。

表4 2019—2021年及2022年1—3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)									
中药配方颗粒及饮片	27.93	55.84	76.00	29.91	46.09	71.16	42.35	55.21	69.74	8.78	50.67	66.92
成品药	10.61	21.20	87.58	8.42	12.98	75.41	11.52	15.01	70.49	2.45	14.17	67.74
其中： 血必净注射液	7.71	15.41	91.59	5.04	7.77	84.38	6.22	8.11	85.35	1.10	6.37	85.83
辅料及原料药	4.22	8.44	27.49	4.48	6.90	25.21	6.19	8.07	22.04	1.29	7.47	25.19
医疗器械	6.55	13.09	34.86	21.51	33.15	36.73	15.56	20.28	33.98	4.60	26.54	33.72
其他	0.71	1.43	-4.86	0.57	0.88	4.35	1.09	1.43	12.61	0.20	1.15	9.63
合计	50.03	100.00	67.82	64.88	100.00	56.54	76.71	100.00	57.93	17.32	100.00	54.45

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 中药配方颗粒及饮片

公司中药配方颗粒及饮片主要由北京康仁堂经营。跟踪期内，该业务板块采购模式和销售模式无变化。受到中药配方颗粒市场扩容的影响，该业务板块近年来收入呈现持续增长的态势；2021年，公司配置新增产能，产能利用率同比下降；公司在建产能正式投产将会大幅增加公司中药配方颗粒生产能力，但也需关注产能消化压力。

公司中药配方颗粒业务的经营主体主要为

北京康仁堂。北京康仁堂是公司2010年收购的全资子公司，截至2021年底，北京康仁堂注册资本为1.25亿元，资产总额为42.82亿元，净资产30.53亿元。2021年，北京康仁堂实现营业总收入28.62亿元，净利润6.64亿元。

跟踪期内，公司中药配方颗粒业务采购模式无变化。公司采购的中药材包括金银花、北柴胡、全蝎、地龙、蜈蚣等500多个品种。为保障原料药材的来源和质量，公司不断在药材道地产区寻找规模化、规范化种植基地，通过订

单农业、基地共建、基地扶持、间接合作等不同模式，在甘肃、云南、湖北等23个省份与当地供应商合作建设药源基地，并对种植基地原料实施全过程溯源管理，在药材入库前通过含量、农残、重金属和黄曲霉的严格监测，以确保原料药材质量合格与稳定。

采购价格方面，公司采用按市场价格向供应商直接采购的方式。2019—2021年，随着中药配方颗粒销售订单的增加，中药材采购金额和采购量均持续增长。

表5 2019—2021年公司中药配方颗粒采购情况
(单位: 亿元、吨、%)

项目	2019年	2020年	2021年	年均复合增长率
采购金额	5.49	5.81	7.26	15.00
采购数量	11118.22	13884.43	18049.46	27.41

注: 公司中药配方颗粒采购品种 500 余种, 单一品种采购数量及采购金额不大, 不同中药材均价差异较大, 因此未分析采购均价
资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司中药配方颗粒业务采购结算和账期无变化。结算方面, 公司一般采用货到付款的方式。账期方面公司根据供应商等级不同而采取不同的账期, 具体如下表所示。

表6 公司供应商账期管理情况

采购模式	付款账期
年度招标	VIP 供应商账期 2 个月, 普通供应商账期 3 个月
月度招标	VIP 供应商账期 2 个月, 普通供应商账期 3 个月
产地采购	账期 3 个月
定点采购	账期 3 个月
紧急采购	账期 3 个月
难采购药材品种	账期 1 个月

资料来源: 公司提供

生产方面, 截至 2021 年底, 公司中药配方颗粒业务已投入使用的基地有七处, 分别为北京康仁堂、天津红日康仁堂、河北红日药都、湖北辰美、重庆红日康仁堂、河南红日康仁堂、甘肃佛慈红日基地。2022 年在建的产能主要为山东红日康仁堂, 预计 2023 年将进入试生产阶段, 设计产能为 3000 吨。

产能方面, 2020 年, 公司中药配方颗粒产能无变化; 2021 年, 河南和重庆新建基地投入使用, 产能有所增长, 产能利用率有所下降。

2021 年, 中药配方颗粒试点工作结束, 销售范围由二级及其以上中医院向所有符合相关中医执业资质的医疗机构扩容, 公司配合行业现状扩大产能规模, 加快全产业链布局, 有利于公司销售规模扩大。同时, 多家企业进入中药配方颗粒领域, 也需关注未来市场竞争加剧可能对公司产能消化等方面带来的不利影响。

产量方面, 2019—2021 年, 公司中药配方颗粒产量逐年增长, 年均复合增长 9.85%。

表7 2019—2021 年公司中药配方颗粒产能情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年
中药配方颗粒	产能(单位: 吨)	3200.00	3200.00	5000.00
	产量(单位: 吨)	3058.00	3180.00	3690.00
	产能利用率(%)	95.56	99.38	73.80

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司中药配方颗粒业务销售模式和结算模式无变化。

销售方面, 北京康仁堂下游客户以医疗机构为主, 主要采用直销的方式。近年来公司合作医院已达近 3000 家, 主要为二、三级医院。公司销售区域主要集中在北京、天津、山东及福建等地区, 河北、内蒙、山西等其他地区销量增长, 销售范围不断扩大。

公司销售的中药配方颗粒种类 600 余种, 单一产品销量及销售金额均不大。2019—2021 年, 公司中药配方颗粒及饮片销售收入年均复合增长 25.10%, 主要系国家中药配方颗粒政策逐步放开, 可销售范围扩大所致。

在结算方面, 公司中药配方颗粒业务采用先货后款的结算方式。公司根据签署的销售合作协议约定账期, 辅以信用管理机制, 结算账期一般在 180 天以内, 采取银行转账、电汇的结算方式。

3. 成品药业务

近年来, 公司成品药的采购、生产和销售模式无变化。其中血必净注射液和低分子量肝素钙注射液为成品药的主要产品, 二者产销量均逐年增长, 但血必净注射液产能利用率有待提高; 盐酸法舒地尔注射液受政策影响, 销售金额持续下降, 产能利用率低。

公司成品药业务主要包括血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液、伊班膦酸钠注射液、清肺散结丸及抗癌平丸等药品。

创新药研发方面，血必净注射液是被批准以全身炎症反应综合征（SIRS）、脓毒症（Sepsis）、多器官功能障碍综合征（MODS）、新型冠状病毒肺炎重型、危重型的全身炎症反应综合征/和多脏器功能衰竭为适应症的国家二类新药。

跟踪期内，公司成品药业务采购模式和采购结算模式无变化。

2019—2021年，公司成品药业务原材料采购总额逐年增长，年均复合增长20.95%；其中，血必净注射液药材采购金额波动下降，血必净药材采购按批次采购，当年采购量与销售量匹配度不高；低分子肝素钙原材料采购金额逐年增长，主要系销量增加所致。2021年，以上两类产品的原材料采购占成品药采购总额的63.12%。

表 8 2019—2021 年公司成品药业务原材料采购金额及占比

项目	2019 年	2020 年	2021 年
血必净注射液药材（万元）	1078.32	1032.71	890.66
低分子量肝素钙原材料（万元）	8978.26	11802.12	14377.84
两者采购金额占比（%）	60.81	61.10	63.12
成品药采购总额（万元）	16538.24	21006.67	24192.92

资料来源：公司提供

采购结算方面，在付款方式上，公司通常采取货到检验合格后付款，并建立付款账期。在供应商管理上，公司将每种物料设置2家以上供应商，建立价格竞争机制，并定期对现有供应商进行质量审计，保证原料的稳定性。

公司根据产品销量和库存情况综合考虑制定生产计划。生产方面，血必净注射液是中药注射液，由五种中药材经过处理车间加工为饮

片，采用提取、精制、干燥等操作工序加工成干膏，血必净大剂制剂部领取干膏通过中间体投料、浓配、过滤、灌装、灭菌检漏、灯检、包装等生产工序加工为最终成品。其他化药制剂经过原料药投料、配液、过滤、灌装、灭菌检漏、灯检、包装等生产工序加工为最终成品。

2021年，公司川威（盐酸法舒地尔注射液）在第五批国家组织药品集中带量采购项目中选北京、吉林、河南、浙江、江西、云南、贵州共七个地区，中选价格为15.48元/盒，采购周期三年，首年采购量合计约为44万支；安若泰（盐酸莫西沙星氯化钠注射液）在国家集采期满后，先后在广东联盟阿莫西林等45个药品集团带量采购项目和北京、河北、内蒙、江苏、湖南续约项目中选，中选地区包括十六个地区，中选价格32.47~32.8元/瓶，采购周期一至二年，首年采购量合计约为133万瓶；博璞青（低分子量肝素钙注射液）在广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购项目和江苏省第二轮药品集中带量采购项目中选，中选地区包括十一个地区，0.4ml:4000IU和0.6ml:6000IU中选价格分别是11.5484~12.24元/支和15.7517~16.7元/支，采购周期二年，首年采购量合计约为359万支。

从生产方面来看，2019—2021年，公司血必净注射液产能有所增加，产量有所增长，但产能利用率仍较低；公司低分子量肝素钙注射液产能无变化，随着产量的增长，产能利用率逐年提升；盐酸法舒地尔注射液在五批国家组织药品集中带量采购项目中选区域减少，产销量持续下降，产能利用率很低。

从销售方面来看，2019—2021年，公司血必净注射液由于进入多版诊疗目录，销售数量和销售金额逐年增长，销售均价波动下降，产销率维持高水平；低分子量肝素钙注射液受下游需求增加的影响，其销售数量和销售金额均逐年增长，但销售均价有所下降；公司盐酸法舒地尔注射液占公司成品药比例不大，销售金额逐年下降。

表9 2019-2021年公司主要成品药业务产品生产及销售情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年
血必净注射液	产能(万支)	5000.00	8000.00	8000.00
	产量(万支)	2662.23	2661.69	3228.00
	产能利用率(%)	53.24	33.28	40.35
	销售数量(万支)	2440.08	2956.16	3424.28
	销售金额(亿元)	8.77	5.03	6.22
	产销率(%)	91.66	111.06	106.08
	销售均价(元)	35.94	17.03	18.17
低分子量肝素钙注射液	产能(万支)	2166.67	2166.67	2166.67
	产量(万支)	1217.41	1446.61	1966.40
	产能利用率(%)	56.19	66.77	90.76
	销售数量(万支)	1197.60	1463.84	2022.41
	销售金额(亿元)	2.18	2.18	2.91
	产销率(%)	98.37	101.19	102.85
	销售均价(元/支)	低分子量肝素钙注射液 0.4ml	14.92	12.50
	低分子量肝素钙注射液 0.6ml	21.42	18.44	18.10
盐酸法舒地尔注射液	产能(万支)	1083.33	1083.33	1083.33
	产量(万支)	210.00	133.92	208.46
	产能利用率(%)	19.39	12.37	19.25
	销售数量(万支)	245.11	174.09	132.40
	销售金额(亿元)	0.94	0.54	0.26
	产销率(%)	116.72	130.00	63.51
	销售均价(元)	38.39	31.12	19.39

注：部分数据尾数差异系计算单位不同导致
资料来源：公司提供

公司成品药板块下游客户主要为大型医药公司，根据销售合作协议签署的账期约定，一般账期为30~90天左右，采取银行转账、电汇及部分银行承兑汇票的结算方式。

4. 医疗器械业务

受疫情影响，下游对血氧仪等医疗器械的需求增加叠加公司线上渠道销售量的大幅增长，公司医疗器械板块收入波动增长。

公司全资子公司超思电子主要产品以电子医疗器械为主，包括血氧系列、家用健康和基层医疗等多领域单参数或多参数新型电子医疗产品；控股子公司汶河医疗器械研制开发有限公司（以下简称“汶河医疗器械”）主要从事与医用高分子耗材相关的医疗器械研发及推广，并逐步拓展以药食同源为基材的食品类产品的

开发和推广。公司全资子公司正康医疗科技有限公司（以下简称“正康医疗”）提供医疗器械供应链服务，为客户提供符合智慧医院建设要求的数字化、一体化整体解决方案，通过数据集成平台实现HIS、HRP、EMR、WMS、LIS等临床业务系统互联互通，建立药械供应链大数据运营中心。

公司医疗器械产品的主要收入来源于超思电子，下文重点对超思电子进行分析。

采购方面，超思电子通过年度招标确定供应商和采购价格，日常根据销售预测和销售订单采购物料。

采购结算方面，超思电子大部分原材料供应商（98%）付款方式为月结30天、60天，很小一部分电子料供应商有预付订金，货到付款。外采供应商基本是预付一定比例订金，货

到30天付尾款。

销售方面，超思电子主要通过海内外批发商和代理商销售至全球的医院、诊所和医疗器械店，同时在美国、德国、加拿大、印度和新加坡建立了五个全资子公司，可直接对接本地市场二三级代理商以及终端客户，其中美国子公司实现了线下连锁药店商超直营以及线上亚马逊直营，印度子公司实现线下医疗器械店直营及线上亚马逊直营，德国子公司通过本地仓储已辐射了欧盟近三百多个二、三级代理商及零售终端，并实现了线上亚马逊、Ebay直营。中国市场在天猫和京东自营平台开设了线上直营店，持续拓展线下代理商营销网络，2021年，已实现覆盖湖南、上海、北京、天津、湖北等24个省市。

销售结算模式方面，超思电子绝大部分客户款到发货，部分VIP客户会给予一定的信用账期。

2020年，新冠疫情的全球蔓延，导致市场对血氧仪等产品的需求大幅增长，公司各类招投标订单增加，线上电商渠道销售量大幅增长，2021年，随着疫情的常态化发展，下游需求较高峰时期有所回落。2019—2021年，公司医疗器械板块收入分别为6.55亿元、21.51亿元和15.56亿元。

2019—2021年，公司血氧系列的产能波动增长，年均复合增长60.13%，主要系2020年市场需求增加以及2021年市场需求有所回落，公司视下游需求情况增减产能所致；产销量受下游需求变动影响而呈现波动增长的态势，年均复合增长分别为72.07%和101.61%，2020年公司产销量分别增长4.46倍和3.96倍，2021年公司产

销量分别下降45.81%和18.01%；公司血氧系列产能利用率很高，均维持在100%以上，产销率有所波动，但2021年产销率达到100%以上。从销售价格来看，随着疫情的常态化，血氧系列销售均价有所下降，年均复合增长率为-4.36%，总体变动幅度不大，受销售量波动增长的影响，其销售金额波动增长，年均复合增长92.81%。截至2021年底，超思电子总资产为7.17亿元，净资产为5.87亿元；2021年实现营业总收入8.46亿元，净利润1.57亿元。从销售区域来看，2019—2021年，超思电子境外收入为7.56亿元，占营业总收入的比例超过80%，需关注汇率波动及贸易摩擦等风险。

5. 在建项目

公司在建项目主要为中药配方颗粒项目，未来资金支出压力尚可，但需关注未来产能消化压力。

截至2021年底，公司主要在建项目如下表所示。其中“佛慈红日二期配方颗粒项目”未来需投入资金不大。“山东红日康仁堂项目”是公司第八大生产基地，占地100亩，建成之后将年提取单味中药材1万吨，生产配方颗粒3000吨，截至2021年底，该基地提取车间、质检楼主体结构已封顶，炮制车间基础完成，预计2023年达到试生产状态。总体来看，公司在建项目预计总投资金额7.28亿元，截至2021年底已完成投资2.00亿元，未来仍需投资5.28亿元，考虑到公司货币资金较为充足，未来资金支出压力尚可；另外，中药配方颗粒试点工作结束后，市场扩容的同时也将加大市场竞争，需关注未来产能消化压力。

表10 截至2021年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至2021年底已完成投资	未来计划投资额	资金来源
佛慈红日二期配方颗粒项目	1.89	1.16	0.73	银行借款、自有资金
山东红日康仁堂项目	5.39	0.84	4.56	银行借款、自有资金
合计	7.28	2.00	5.28	

资料来源：公司提供

6. 经营效率

近年来，公司销售债权周转次数有所下降，

存货周转次数和总资产周转次数均有所增长。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司

销售债权周转次数分别为2.49次、2.58次和2.34次,持续下降;存货周转次数分别为2.10次、2.44次和2.37次,波动增长;总资产周转次数分别为0.63次、0.70次和0.70次,有所增长。。

7. 未来发展

公司发展战略稳健可行,具有自身经营特色,有利于未来几年公司的持续健康发展。

中药配方颗粒方面,公司将以发展自主产业集群为目标,优化核心关键技术,形成以“康仁堂”中药配方颗粒、古代经典名方组合技术产业及以临床需求及临床价值为导向的中药新药产业技术群,加强生产和质量控制,推进智能化建设,提升生产制造水平。成品药方面,公司将专注于包括重症、心脑血管系统、呼吸系统疾病、神经退行性疾病、抗肿瘤五大领域的产品研发,持续储备精品,进一步丰富产品结构。医疗器械方面,公司将增强全球家用市场优势,加强国内市场的覆盖和普及率,加强渠道布局,提高品牌认知度。另外,公司将持续发展原辅料业务、医疗健康服务和药械供应链等方面的业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2021年度财务报告,信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。本报告2019年、2020年财务数

据取自2020年、2021年审计报告期初数/上期数,2021年财务数据取自2021年审计报告期末数/本期数。

截至2021年底,公司合并范围内直接控股的子公司共13家。2020年,公司合并范围新增12家间接控股子公司(主要为投资新设立),减少1家间接控股子公司;2021年,公司合并范围新增7家间接控股子公司(主要为投资新设立),减少4家间接控股子公司;公司合并范围变化不大,财务数据可比性较强。2022年3月底,公司直接控股的子公司无变化。

截至2021年底,公司合并资产总额116.07亿元,所有者权益79.52亿元(含少数股东权益1.79亿元);2021年,公司实现营业总收入76.71亿元,利润总额8.54亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额117.56亿元,所有者权益81.91亿元(含少数股东权益1.81亿元);2022年1—3月,公司实现营业总收入17.32亿元,利润总额2.84亿元。

2. 资产质量

2019—2021年底,公司资产规模持续增长,资产结构相对均衡;公司应收账款和存货占流动资产的比例较高,对营运资金形成较大占用。

2019—2021年底,公司资产规模持续增长,年均复合增长17.37%。截至2021年底,公司合并资产总额较上年底增长14.02%,流动资产和非流动资产均有所增加。其中,流动资产占58.64%,非流动资产占41.36%。公司资产结构相对均衡,资产结构较上年底变化不大。

表 11 2019—2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	43.26	51.34	57.14	56.13	68.06	58.64	69.73	59.32
货币资金	9.88	22.84	11.26	19.70	13.16	19.33	12.11	17.36
应收账款	20.34	47.02	26.69	46.70	35.07	51.52	34.99	50.18
存货	8.92	20.62	14.17	24.80	13.05	19.17	15.36	22.03
非流动资产	41.00	48.66	44.66	43.87	48.01	41.36	47.83	40.68
其他权益工具投资	2.70	6.58	2.53	5.67	2.49	5.18	2.47	5.17
固定资产	19.95	48.65	24.92	55.80	25.50	53.11	26.67	55.76
无形资产	2.37	5.77	2.32	5.20	3.14	6.53	3.27	6.83
开发支出	2.40	5.84	2.63	5.90	2.41	5.01	2.31	4.83

商誉	7.99	19.49	7.99	17.90	7.16	14.91	7.16	14.97
资产总额	84.27	100.00	101.80	100.00	116.07	100.00	117.56	100.00

注：表中流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比重，各科目占比为占流动资产/非流动资产的比重

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年底，流动资产规模持续增长，年均复合增长25.43%。截至2021年底，流动资产较上年底增长19.11%，主要系应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

2019—2021年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长15.41%。截至2021年底，公司货币资金较上年底增长16.89%，主要系公司营业总收入增加所致。货币资金中有1548.35万元受限资金，受限比例为1.18%，主要为保函保证金及法院冻结的银行存款。

2019—2021年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长31.30%。截至2021年底，公司应收账款账面价值35.07亿元，较上年底增长31.40%，主要系中药配方颗粒收入增长，该业务的应收账款增加以及公司药械智慧供应链业务应收账款增加所致；公司应收账款占流动资产的比例较高，对营运资金形成占用。应收账款余额中，账龄在1年以内的占85.74%，1~2年的占10.13%，累计计提坏账3.20亿元，计提比例为8.36%；应收账款余额中前五大欠款方合计金额为5.41亿元，占比为14.13%，集中度较低。

2019—2021年底，公司存货波动增长，年均复合增长20.92%。截至2020年底，公司存货为14.17亿元，同比增长58.86%，主要系①公司中药配方颗粒将于2021年正式投产的生产基地试生产，公司备货增加；②超思电子因销售大幅增加，相应存货增加等因素综合影响所致。截至2021年底，公司存货13.05亿元，较上年底下降7.96%，主要系公司销售量增加导致年底存货下降所致。存货主要由库存商品（占50.78%）、自制半成品（占18.53%）和原材料（占19.80%）构成，累计计提跌价准备0.20亿元，计提比例为1.52%。

（2）非流动资产

2019—2021年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长8.21%。截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长7.51%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资、其他权益工具投资、固定资产、无形资产、开发支出和商誉构成。

2019—2021年底，公司其他权益工具投资持续下降，年均复合下降3.99%。截至2021年底，公司其他权益工具投资较上年底变化不大。公司其他权益工具投资对象主要为医疗类企业及有限合伙企业，包括公司对江苏为真生物医药技术股份有限公司、北京柘量投资中心（有限合伙）、天津现代创新中药科技有限公司等。

2019—2021年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长13.05%，主要系2020年底公司配方颗粒生产车间建设项目完工转固所致。截至2021年底，公司固定资产较上年底变化不大。固定资产主要由房屋建筑物（占56.17%）、生产设备（占24.64%）和电子设备（占14.47%）构成，累计计提折旧9.53亿元；固定资产成新率74.45%，成新率尚可。

2019—2021年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长15.10%。截至2021年底，公司无形资产较上年底增长34.97%，主要系专利权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占51.03%）和专利权（占38.01%）构成，累计摊销1.83亿元，计提减值准备0.41亿元。

2019—2021年底，公司开发支出波动增长，年均复合增长0.24%。截至2021年底，公司开发支出2.41亿元，较上年底下降8.61%。

2019—2021年底，公司商誉持续下降，年均复合下降5.34%。截至2021年底，公司商誉较上年底下降10.40%，主要系湖州展望药业有限

公司（以下简称“展望药业”）下属子公司湖州美欣霍普生物科技有限公司于2021年进行了清算注销，公司对展望药业商誉资产组重新进行商誉减值测算，计提商誉减值准备所致。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产为1.59亿元，占资产总额的比例为1.37%，受限比例很低。

表12 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(万元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	1548.35	0.13	保函保证金及因未决诉讼法院冻结的银行存款
存货	4701.09	0.41	借款抵押
固定资产	7768.37	0.67	借款抵押
无形资产	1872.84	0.16	借款抵押
合计	15890.65	1.37	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额117.56亿元，较上年底增长1.28%，较上年底变化不大。其中，流动资产占59.32%，非流动资产占40.68%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019-2021年底，公司所有者权益持续增长。截至2021年底，公司归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性较弱。

2019-2021年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长6.05%。截至2021年底，公司所有者权益79.52亿元，较上年底增长7.58%。

其中，归属于母公司所有者权益占比为97.74%，少数股东权益占比为2.26%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占38.65%、7.58%、-0.26%和50.83%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2022年3月底，公司所有者权益81.91亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.79%，少数股东权益占比为2.21%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为37.51%、7.36%、-0.26%和52.30%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

(2) 负债

2019-2021年底，公司负债和债务规模均持续增长，公司负债结构和债务结构大幅改善，债务以长期债务为主，债务负担较轻。

2019-2021年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长64.16%。截至2021年底，公司负债总额36.55亿元，较上年底增长31.11%，主要系非流动负债大幅增长所致。其中，流动负债占56.31%，非流动负债占43.69%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

2019-2021年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长29.22%。截至2021年底，公司流动负债20.58亿元，较上年底下降12.04%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

表13 公司流动负债构成

科目	2019年底		2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.25	26.35	7.93	33.88	2.94	14.27	1.64	8.07
应付账款	4.73	38.37	8.09	34.57	5.90	28.66	7.44	36.62
其他应付款	2.41	19.57	4.15	17.72	6.96	33.80	/	/
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.05	0.19	1.46	7.09	2.42	11.92
合同负债	0.00	0.00	1.32	5.64	1.38	6.68	1.09	5.38
流动负债	12.33	90.89	23.40	83.94	20.58	56.31	20.33	57.02
长期借款	0.45	36.40	3.62	80.86	8.53	53.42	7.90	51.54

应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	6.05	37.90	6.11	39.86
非流动负债	1.24	9.11	4.48	16.06	15.97	43.69	15.33	42.98
负债总额	13.56	100.00	27.88	100.00	36.55	100.00	35.65	100.00

注：表中流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比重，各科目占比为占流动负债/非流动负债的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降4.89%。截至2021年底，公司短期借款较上年底下降62.94%，主要系归还贷款所致。

2019—2021年底，公司应付账款波动增长，年均复合增长11.68%。截至2020年底，公司应付账款8.09亿元，同比增长71.06%，主要系正康医疗购买设备应付款项增加以及超思电子应付款项增加所致；截至2021年底，公司应付账款较上年底下降27.09%。应付账款主要为应付材料及其他商品款、工程款和设备款等，应付账款账龄以1年以内为主。

2019—2021年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长69.85%。截至2021年底，公司其他应付款较上年底增长67.79%，主要系公司核算口径标准变化，预提费用及保证金增加所致。

2019年，公司无一年内到期的非流动负债。2020—2021年底，公司一年内到期的非流动负债分别为0.05亿元和1.46亿元。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债大幅增长主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2020—2021年底，公司合同负债分别为1.32亿元和1.38亿元，变动不大。

2019—2021年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长259.39%。截至2021年底，公司非流动负债15.97亿元，较上年底增长256.60%，主要系公司发行“21红日01”公司债券及配方颗粒项目贷款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占53.42%）、和应付债券（占37.90%）构成。

2019—2021年底，随着各地的配方颗粒车间等项目的逐步建设，公司对资金需求增加，长期借款持续增长，年均复合增长335.38%。2021年，公司长短期借款结构有所调整，短期

借款减少，长期借款增加。截至2021年底，公司长期借款8.53亿元，较上年底增长135.62%，主要系公司信用借款和抵押借款增加所致；长期借款主要由抵押借款（占24.74%）和信用借款（占70.29%）构成。从期限分布看，1~2年到期的占54.99%、2~3年到期的占14.50%，3年及以上到期的占30.51%，长期借款存在一定集中偿付压力。

2021年，公司新增应付债券6.05亿元，主要系公司发行“21红日01”公司债券所致。

有息债务方面，2019—2021年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长125.54%。截至2021年底，公司全部债务19.80亿元，较上年底增长68.96%，主要系长期债务增加所致；债务结构方面，短期债务占22.97%，长期债务占77.03%，以长期债务为主，其中，短期债务4.55亿元，较上年底下降43.84%，主要系短期借款下降所致；长期债务15.25亿元，较上年底增长321.28%，主要系公司长期借款及应付债券增加所致。从债务指标来看，2019—2021年底，公司资产负债率分别为16.09%、27.39%和31.49%，持续增长；全部债务资本化比率分别为5.22%、13.68%和19.93%，持续增长；长期债务资本化比率分别为0.63%、4.67%和16.09%，持续增长。公司债务负担较轻。

截至2022年3月底，公司负债总额35.65亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占57.02%，非流动负债占42.98%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司全部债务19.36亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占21.26%，长期债务占78.74%，以长期债务为主，其中，短期债务4.12亿元，较上年底下降9.51%，主要系短期借款下降所致；长期债务15.25亿元，较上年底下降0.04%，变化不大。

从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为30.33%、19.12%和15.69%，较上年底分别下降1.16个百分点、0.82个百分点和0.40个百分点。

截至报告出具日公司存续债券如下表所示。

表 14 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 红日 01*	2024-08-23	6.00
合计	--	6.00

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2019—2021年，公司收入规模和利润总额均持续增长；费用控制能力有所提高，但期间费用仍对利润形成较大侵蚀。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长23.82%。2021年，公司实现营业总收入76.71亿元，同比增长18.22%，主要系公司中药配方颗粒及饮片业务收入大幅增长所致；营业成本32.27亿元，同比增长14.44%；受以上因素影响，公司利润总额同比增长24.99%。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额持续增长，年均复合增长10.89%。2021年，公司费用总额为33.27亿元，同比增长14.59%，主要系受销售规模扩大影响，销售费用同比增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为78.64%、13.55%、6.11%和1.70%，以销售费用为主；其中，销售费用为26.16亿元，同比增长18.23%；管理费用为4.51亿元，财务费用为0.56亿元，同比变动不大；研发费用为2.03亿元，同比增长12.88%，主要系公司研发投入增加所致。2019—2021年，公司期间费用率¹分别为54.07%、44.74%和43.37%，逐年下降，公司期间费用控制能力有所提高，但对公司利润仍存在较大侵蚀。

¹ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

2019—2021年，公司资产减值损失占营业利润的比例分别为31.50%、6.06%和10.03%，信用减值损失占营业利润的比例分别为5.98%、11.00%和10.15%，对营业利润的存在一定影响。截至2021年底，公司资产减值损失主要为商誉减值损失（占66.25%），信用减值损失主要为应收账款坏账损失（占82.52%）。

表 15 公司盈利能力变化情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业总收入（亿元）	50.03	64.88	76.71
利润总额（亿元）	4.84	6.83	8.54
营业利润率（%）	66.60	55.66	56.94
总资产收益率（%）	5.62	6.89	7.26
净资产收益率（%）	5.78	7.57	8.44

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续增长。公司各盈利指标逐年提高。与所选公司比较，公司盈利能力处于平均水平。

表 16 2021年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
中新药业	39.91	9.51	12.08
天士力	66.33	16.75	18.08
贵州百灵	59.62	3.72	2.95
公司	57.93	8.20	8.44

资料来源：Wind

2022年1—3月，公司实现营业总收入17.32亿元，同比增长5.70%；实现利润总额2.84亿元，同比增长23.75%。

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动现金保持净流入状态，且净流入规模波动增长；投资活动现金流为净流出状态；筹资活动前现金流为净流出状态，公司存在一定对外融资需求。

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长20.78%；经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长20.16%；公司经营活动现金净额波动增长，年均复合增长34.61%。2019—2021年，公司现金收入比分别为101.76%、95.15%和

95.18%，波动下降，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合下降54.92%；投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降4.09%；公司投资活动现金仍为净流出状态，主要系公司近年来购建固定资产、无形资产和其他长期资产所致。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-2.89亿元、-3.65亿元和-2.51亿元，公司存在对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入量持续增长，主要系公司借款增加及发行公司债券所致，年均复合增长67.90%；筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长68.35%；公司筹资活动现金净额波动增长，年均复合增长66.78%。

2022年1—3月，公司经营现金净流量净额为1.76亿元，投资活动现金净流量净额为-1.74亿元，筹资活动现金净流量净额为-1.07亿元。

表 17 公司现金流情况

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	52.84	65.69	77.09
经营活动现金流出小计	50.68	63.72	73.17
经营活动现金流量净额	2.16	1.97	3.92
投资活动现金流入小计	2.48	0.39	0.50
投资活动现金流出小计	7.53	6.01	6.93
投资活动现金流量净额	-5.05	-5.62	-6.42
筹资活动前现金流量净额	-2.89	-3.65	-2.51
筹资活动现金流入小计	5.75	13.52	16.21
筹资活动现金流出小计	4.08	8.52	11.56
筹资活动现金流量净额	1.67	5.00	4.65
现金收入比	101.76	95.15	95.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债指标

2019—2021年，公司短期偿债能力指标有所提高，长期偿债能力指标有所下降。公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债	流动比率（%）	350.97	244.19	330.68
	速动比率（%）	278.60	183.62	267.30

能力	经营现金/流动负债（%）	17.53	8.40	19.03
	经营现金/短期债务（倍）	0.63	0.24	0.86
	现金类资产/短期债务（倍）	3.27	1.62	3.30
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	6.65	9.31	11.98
	全部债务/EBITDA（倍）	0.59	1.26	1.65
	经营现金/全部债务（倍）	0.56	0.17	0.20
	EBITDA/利息支出（倍）	56.64	29.52	23.91
	经营现金/利息（倍）	18.40	6.24	7.82

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，从短期偿债指标看，2019—2021年底，公司流动比率和速动比率均波动下降，2021年均同比大幅提高；公司流动资产对流动负债的保障程度高。2019—2021年，公司经营现金流动负债比率，波动增长，公司经营现金/短期债务波动增长；公司现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度有所增长。整体看，公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA分别为6.65亿元、9.31亿元和11.98亿元，持续增长；公司EBITDA利息倍数分别持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度持续下降。2019—2021年，公司全部债务/EBITDA分别持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度持续下降；经营现金/全部债务波动下降，经营现金对全部债务的保障程度有所下降；经营现金/利息支出波动下降，经营现金对利息的保障程度有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力有所下降。

对外担保方面，截至2021年底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度34.22亿元，未使用额度为22.88亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产构成以非流动资产为主，非流动资产以长期股权投资为主，所有者权益结

构稳定性较好，公司本部层面债务负担轻。公司本部营业总收入规模小，利润主要来源为投资收益。

截至2021年底，公司本部资产总额68.76亿元，较上年底增长15.60%。其中，流动资产19.59亿元（占28.49%），非流动资产49.17亿元（占71.51%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.60%）、应收账款（占8.99%）、一年内到期的非流动资产（占5.11%）和其他流动资产（占65.73%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占5.03%）、长期股权投资（占70.08%）、固定资产（占7.17%）和其他非流动资产（占9.43%）构成。截至2021年底，公司本部货币资金为2.86亿元。

截至2021年底，公司本部负债总额13.01亿元，较上年底增长72.57%。其中，流动负债3.47亿元（占比26.70%），非流动负债9.53亿元（占比73.30%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占16.68%）、应付账款（占9.02%）、其他应付款（合计）（占6.65%）、一年内到期的非流动负债（占28.80%）和其他流动负债（占31.69%）构成；非流动负债主要由长期借款（占36.15%）和应付债券（占63.47%）构成。公司本部2021年资产负债率为18.92%，较2020年提高6.24个百分点。

截至2021年底，公司本部全部债务11.13亿元。其中，短期债务占14.66%、长期债务占85.34%。截至2021年底，公司本部短期债务为1.63亿元，债务集中偿付压力不大。截至2021年底，公司本部全部债务资本化比率16.64%，公司本部债务负担轻。

截至2021年底，公司本部所有者权益为55.76亿元，较上年底增长7.33%，所有者权益结构稳定性较好。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为30.04亿元（占53.88%）、资本公积合计9.93亿元（占17.82%）、未分配利润合计13.35亿元（占23.95%）、盈余公积合计2.48亿元（占4.45%）。

2021年，公司本部营业总收入为5.10亿元，利润总额为4.80亿元。同期，公司本部投资收益

为5.03亿元。

现金流方面，2021年底，公司本部经营活动现金流净额为-0.88亿元，投资活动现金流净额-1.86亿元，筹资活动现金流净额4.15亿元。

截至2021年底，公司本部资产占合并口径的59.24%；公司本部负债占合并口径的35.59%；公司本部所有者权益占合并口径的70.11%；公司本部全部债务占合并口径的56.20%。2021年，公司本部营业总收入占合并口径的6.65%；公司本部利润总额占合并口径的56.20%。

十、债券偿还能力分析

截至2022年3月底，公司存续债券为“21红日01”，债券余额为6.00亿元。

“21红日01”由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 兴城集团概况

兴城集团原名为成都市兴城投资有限公司（以下简称“兴城公司”），是成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）于2009年3月投资30.00亿元成立的国有独资企业。2003年，成都市政府成立了兴南投资有限责任公司（以下简称“兴南公司”）和兴东投资有限责任公司（以下简称“兴东公司”），分别为成都市南部和东部新区起步区城市基础设施建设项目的投融资主体。2008年，兴南公司和兴东公司以新设合并方式组建为兴城公司，成为成都市城市建设和经营的投融资主体；2012年2月，兴城公司更名为现名。2012年4月1日，成都市国资委对公司增资25.25亿元。2018年9月，成都市政府将成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”，原名“成都建筑工程集团总公司”）出资人由成都市国资委变更为兴城集团。2019年3月，公司通过股权收购取得对上市公司天津红日药业股份有限公司（股票代码：300026.SZ，以下简称“红日药业”）和中化岩土集团股份有限公司（股票代码：002542.SZ，以下简称“中化岩土”）的实际控制权，将上述公司纳入合并范围。2020年7月，兴城集团完成

对成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商银行”）的股权收购，并于2020年12月31日将成都农商银行纳入合并范围。截至2022年3月末，兴城集团注册资本为55.25亿元，实收资本为240.00亿元，成都市国资委是公司唯一股东和实际控制人。

兴城集团主要业务包括城市配套基础设施、建筑施工、房地产开发、建材销售、医药制造及销售和银行业务等。

截至2022年3月末，兴城集团本部设董事会办公室、集团办公室、财务部和投资发展部等职能部门。截至2021年末，兴城集团纳入合并范围的二级子公司共20家。

截至2021年末，兴城集团资产总额9419.91亿元，所有者权益1249.55亿元（少数股东权益627.91亿元）。2021年，兴城集团实现营业总收入1970.74亿元，利润总额79.53亿元。

兴城集团注册地址：成都市高新区濯锦东路99号；法定代表人：任志能。

2. 企业信用记录

根据兴城集团提供的企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：915101006863154368），截至2022年4月29日，兴城集团本部无未结清和已结清的关注或不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至2022年5月25日，联合资信未发现兴城集团本部被列入全国失信被执行人名单。

3. 经营分析

2019—2021年，受建筑施工、房地产销售和建材物流业务收入增长和新增银行业务收入综合影响，兴城集团营业收入持续快速增长，综合毛利率波动增长。

随着合并范围的扩大，兴城集团业务板块呈多元化发展。2019—2021年，兴城集团营业总收入规模快速增长，年均复合增长76.48%。2021年，兴城集团营业总收入较上年增长169.97%，主要系建筑施工、房地产销售和建材物流业务收入增长和新增银行业务收入所致。2019—2021年，受建筑施工业务规模扩大影响，兴城集团建筑施工业务收入持续增长，2021年，建筑施工业务收入较上年增长53.10%。2019年，兴城集团将红日药业纳入合并范围，新增医药制造及销售和设备租赁及销售板块，对兴城集团营业收入形成有益补充。2020年，兴城集团医药制造及销售收入较上年增长63.91%，主要系2019年公司未将红日药业全年收入纳入合并所致，2021年该业务收入稳步增长。2021年，兴城集团往年开盘房地产项目结转收入增加，房地产开发销售收入较上年增长366.26%。兴城集团其他收入在营业收入中占比较小。

表 19 兴城集团营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
建筑施工	518.98	82.01	5.99	565.74	77.50	6.26	866.15	43.95	7.68
房地产开发销售	35.54	5.62	41.73	47.70	6.53	55.63	222.40	11.29	15.77
房产租赁	5.14	0.81	77.83	--	--	--	--	--	--
酒店旅游	1.76	0.28	86.69	1.94	0.27	83.32	2.64	0.13	61.37
建材物流	22.47	3.55	7.81	38.60	5.29	4.25	539.15	27.36	0.86
医药制造及销售	39.43	6.23	61.24	64.63	8.85	56.60	76.56	3.88	57.50
设备租赁及销售	2.29	0.36	38.08	2.16	0.30	30.05	1.04	0.05	16.85
银行业务	--	--	--	--	--	--	250.27	12.70	47.28
其他业务	7.18	1.14	43.51	9.21	1.26	74.38	12.52	0.64	71.14
合计	632.79	100.00	12.86	729.99	100.00	14.97	1970.74	100.00	14.17

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2020年起，房地产开发销售收入中含房产租赁收入资料来源：兴城集团提供

毛利率方面，2019—2021年，兴城集团综

合毛利率波动增长。2021年，兴城集团房地产

开发销售业务毛利率较上年下降39.86个百分点，主要系当年结转收入的楼盘中人才公寓项目占比增加、毛利率降低所致。同期，兴城集团建材物流业务毛利率较上年下降3.39个百分点，主要系兴城集团全面提供供应链综合管理服务使得前期成本较高所致。

4. 财务概况

(1) 资产质量

受合并范围扩大影响，兴城集团资产规模快速增长。2020年合并成都农商银行后，兴城集团资产结构发生重大变化，以银行类资产为

主。成都农商银行债权投资资产发生减值规模较大。兴城集团应收类款项规模较大，且坏账比例较高，对兴城集团资金形成一定占用。兴城集团整体资产质量尚可。

2019—2021年末，受合并范围扩大影响，兴城集团资产总额快速增长，年均复合增长109.99%。截至2021年末，兴城集团合并资产总额较年初增长20.66%。2020年末，成都农商银行合并后，兴城集团资产结构发生变化，非流动资产占比上升，截至2021年末，兴城集团资产结构以非流动资产为主。

表 20 兴城集团资产主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	235.04	11.00	635.18	8.14	701.53	7.45
拆出资金	--	--	222.70	2.86	271.31	2.88
交易性金融资产	--	--	429.23	5.50	418.12	4.44
应收账款	228.60	10.70	208.47	2.67	232.98	2.47
其他应收款	85.07	3.98	107.17	1.37	73.11	0.78
买入返售金融资产	--	--	139.14	1.78	148.79	1.58
存货	682.07	31.93	476.98	6.11	609.98	6.48
合同资产	--	--	361.14	4.63	534.87	5.68
流动资产	1270.56	59.48	2655.96	34.02	3135.89	33.29
债权资产	--	--	1322.44	16.94	1844.16	19.58
发放贷款及垫款	--	--	2556.34	32.74	2924.29	31.04
投资性房地产	187.51	8.78	206.87	2.65	242.96	2.58
在建工程	408.88	19.14	560.46	7.18	728.65	7.74
非流动资产	865.60	40.52	5151.20	65.98	6284.03	66.71
资产总额	2136.16	100.00	7807.15	100.00	9419.91	100.00

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报告整理

(2) 资本结构

兴城集团所有者权益持续快速增长，少数股东权益占比大，所有者权益稳定性一般。

2019—2021 年末，兴城集团所有者权益持续快速增长，年均复合增长 36.26%。截至 2021 年末，兴城集团所有者权益较年初增长 12.15%，主要系少数股东权益增长所致。兴城集团所有者权益由实收资本（占 19.21%）、其他权益工具（占 9.20%）、资本公积（占 10.70%）和少数股东权益（占 50.25%）构成，兴城集团所有者权益稳定性一般。

截至2021年末，兴城集团实收资本较上年

末增长334.36%，主要系资本公积转入所致。2019—2021年末，兴城集团其他权益工具变动不大，截至2021年末，兴城集团其他权益工具为115.00亿元，主要为发行的永续期债券和永续债。2019—2021年末，兴城集团资本公积波动下降，年均复合下降23.75%。截至2021年末，兴城集团资本公积较年初下降50.16%，主要系调增实收资本所致。除此之外，2021年，兴城集团收到成都市财政国库支付中心拨付的31.81亿元项目资本金和天府实验室及基础配套项目15.00亿元地方政府一般债，均增加资本公积。2019—2021年末，兴城集团未分配利润持续增

长，年均复合增长12.16%。2019—2021年末，兴城集团少数股东权益持续增长，年均复合增长89.78%。截至2021年末，兴城集团少数股东权益较年初增长14.10%，主要系子公司引入外部投资者及上市子公司净资产增长所致。

兴城集团全部债务快速增长，整体债务负担较重，债务结构以长期债务为主。

2019—2021年末，兴城集团负债总额快速增长，年均复合增长136.31%。截至2021年末，兴城集团负债总额较年初增长22.07%，主要系流动负债增长所致。2020年末，成都农商银行合并后，兴城集团负债结构发生变化，流动负债占比上升，截至2021年末，兴城集团负债结构以流动负债为主。

表 21 兴城集团负债主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	101.50	6.94	87.41	1.31	131.42	1.61
向中央银行借款	--	--	94.43	1.41	337.21	4.13
应付账款	402.42	27.50	448.48	6.70	632.93	7.75
卖出回购金融资产款	--	--	94.49	1.41	15.54	0.19
吸收存款及同业存放	--	--	4038.26	60.34	4662.78	57.07
一年内到期的非流动负债	120.74	8.25	203.74	3.04	174.65	2.14
合同负债	--	--	139.55	2.09	75.85	0.93
流动负债	826.74	56.50	5295.78	79.12	6307.42	77.20
长期借款	310.92	21.25	593.20	8.86	739.11	9.05
应付债券	222.17	15.18	147.02	2.20	265.94	3.25
长期应付款	65.32	4.46	124.34	1.86	190.75	2.33
其他非流动负债	0.20	0.01	489.05	7.31	618.07	7.56
非流动负债	636.42	43.50	1397.17	20.88	1862.94	22.80
负债总额	1463.16	100.00	6692.96	100.00	8170.36	100.00

注：表中长期应付款含长期应付款和专项应付款
资料来源：联合资信根据兴城集团财务报告整理

2019—2021 年末，兴城集团全部债务快速增长，年均复合增长 49.97%，短期债务占比持续提高。截至 2021 年末，兴城集团全部债务 1824.21 亿元，较年初增长 37.07%，其中短期债务占 38.82%，较年初提高 0.98 个百分点，债务结构以长期为主。从债务指标来看，2019—2021 年末，兴城集团资产负债率持续增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动提高。截至 2021 年末，兴城集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.73%、59.35%和 47.18%。分别较年初提高 1.01 个百分点、4.92 个百分点和 4.57 个百分点。若考虑计入“其他权益工具”的可续期债券，上述指标分别为 87.96%、63.09%和 52.04%。兴城集团整体债务负担较重。

(3) 盈利能力

兴城集团业务板块多元化发展，营业收入快速增长，费用控制能力一般，兴城集团整体盈利能力较强。

2019—2021 年，兴城集团营业总收入年均复合增长 76.48%，同期，兴城集团营业成本年均复合增长 68.10%。2021 年，兴城集团营业总收入较上年增长 169.97%，主要系新增利息收入和房地产销售、建筑施工及建材物流业务收入增长所致。同期，兴城集团营业成本较上年增长 151.03%，增幅低于营业总收入。

2019—2021 年，兴城集团期间费用持续增长，年均复合增长 57.17%。2021 年，兴城集团期间费用主要由销售费用（占 24.70%）、管理费用（占 49.99%）和财务费用（占 15.55%）构成。2019—2021 年，兴城集团期间费用占营业总收入的比重分别为 8.51%、9.03%和 6.75%，

若考虑资本化利息，兴城集团费用控制能力一般。

2019—2021年，兴城集团利润总额持续增长，年均复合增长122.87%。

表 22 兴城集团盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
营业总收入	632.79	729.98	1970.74
营业成本	551.44	620.73	1558.23
期间费用	53.87	65.92	133.09
其中：管理费用	17.50	22.17	66.53
财务费用	13.89	12.71	20.69
利润总额	16.01	39.89	79.53
营业利润率（%）	11.73	13.49	19.96*
总资本收益率（%）	1.79	2.01	2.75
净资产收益率（%）	1.59	2.82	4.76

注：2021年，兴城集团营业利润率较上年提高6.48个百分点，主要系当年兴城集团银行业务收入纳入营业总收入，银行业务成本未纳入营业成本所致

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报告整理

从盈利指标看，2019—2021年，兴城集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续提升。2021年，兴城集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别较上年提高6.48个百分点、0.74个百分点和1.93个百分点。兴城集团整体盈利能力较强。

（4）现金流

受建筑施工和建材物流业务规模增大、回款增加及新增银行业务影响，2021年兴城集团经营活动现金流由净流出转为净流入，兴城集团收入实现质量较高；兴城集团投资活动现金流持续净流出；随着项目建设投入的持续增加，兴城集团未来外部融资需求大。

表 23 兴城集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金	558.96	808.74	1399.34
收到其他与经营活动有关的现金	126.95	107.19	204.87
经营活动现金流入小计	686.31	918.30	2603.31
购买商品、接受劳务支付的现金	578.92	815.67	1586.34
支付其他与经营活动有关的现金	138.73	126.36	96.74
经营活动现金流出小计	771.20	1014.28	2398.66
经营活动现金流量净额	-84.90	-95.98	204.66
收回投资收到的现金	4.87	18.30	759.22
收到其他投资活动有关的现金	0.18	91.97	19.68
投资活动现金流入小计	11.23	112.88	782.81
投资支付的现金	17.23	13.11	1245.84
投资活动现金流出小计	62.02	118.80	1291.04

投资活动现金流量净额	-50.79	-5.92	-508.23
取得借款收到的现金	489.53	626.65	1961.95
筹资活动现金流入小计	618.88	892.05	2085.08
筹资活动现金流出小计	381.55	481.55	1729.46
筹资活动现金流量净额	237.33	410.50	355.62
现金收入比（%）	88.33	110.79	81.57

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报告整理

（5）偿债指标

兴城集团短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强，兴城集团间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，2019—2021年末，兴城集团流动比率和速动比率均持续下降。2019—2021年末，兴城集团现金短期债务比波动增长。截至2021年末，扣除受限货币资金后兴城集团现金短期债务比为1.19倍。兴城集团短期偿债指标表现强。

从长期偿债能力指标看，2019—2021年，兴城集团EBITDA持续增长。同期，兴城集团EBITDA利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA持续下降，兴城集团长期偿债指标表现较强。

表 24 兴城集团偿债指标

项目	2019年 (末)	2020年 (末)	2021年 (末)	
短期偿债能力	流动比率（%）	153.68	50.15	49.72
	速动比率（%）	71.18	41.15	40.05
	现金短期债务比（倍）	1.03	2.14	1.62
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	37.73	63.88	118.75
	全部债务/EBITDA（倍）	21.50	20.84	15.36
	EBITDA/利息支出（倍）	0.80	1.00	1.75

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报告和提供资料整理

截至2022年3月末，兴城集团共获得银行授信额度23112.16亿元，已使用额度1024.96亿元，尚未使用额度2087.20亿元，兴城集团间接融资渠道畅通。

截至2021年末，兴城集团对外担保余额合计14.23亿元，担保比率为1.14%。成都和能兴

2 含成都农商银行对公司的授信，截至2022年3月末，成都农商银行对公司授信额度为140.50亿元，已使用授信额度为30.64亿元。

城人居科技有限公司为兴城集团联营企业，其他对外担保对象均为国有企业，其中对成都中电熊猫显示科技有限公司的担保设置反担保措施，或有负债风险可控。

表 25 截至 2021 年末兴城集团对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保期限
成都中电熊猫显示科技有限公司	100000.00	2018.08—2028.08
成都天府艺术公园投资有限公司	7386.00	2021.11—2036.11
成都和能兴城人居科技有限公司	3599.72	2021.08—2029.08
广州宏耀房地产开发有限公司	30520.00	2019.03—2023.09
招商兴城国际会展中心有限公司	810.00	2021.11—2036.11
合计	142315.72	--

资料来源：兴城集团提供

截至 2021 年末，兴城集团持有中化岩土 226556889 股股份被质押，质押股数占兴城集团所持股份的比例为 42.86%。兴城集团持有红日药业 243820162 股股份被质押，质押股数占兴城集团所持股份的比例为 36.50%。兴城集团持有上市子公司的股权质押比例较高。

截至 2022 年 3 月末，兴城集团合并范围内主要未决诉讼情况见下表，大部分为兴城集团及子公司作为原告的建设工程施工合同纠纷案件。

表 26 截至 2022 年 3 月末兴城集团合并口径主要涉诉情况

(单位：万元)

原告方	被告方	金额	诉讼阶段	案件事由
成都建工集团有限公司	成都英英房地产开发有限公司等	80585.78	一审	施工合同纠纷
成都建工第四建筑工程有限公司	四川眉山博氏置业有限公司	29103.13	一审	施工合同纠纷
成都建工第四建筑工程有限公司	成都鼎帝汽车贸易有限责任公司等	24264.25	立案	施工合同纠纷
成都建工第三建筑工程有限公司	四川本鑫蓉盛建设工程有限公司	21079.88	一审后	施工合同纠纷

成都建工集团有限公司	泰合华信投资有限公司	16919.78	一审后	施工合同纠纷
成都建工第九建筑工程有限公司	四川蜀道实业发展有限责任公司等	12439.24	一审	施工合同纠纷
成都建工第一建筑工程有限公司	湖南省湘徽建筑工程有限公司等	12337.21	一审	其他合同纠纷
成都建工第九建筑工程有限公司	遂宁凯合置业有限公司	12308.10	一审	施工合同纠纷
成都建工第四建筑工程有限公司	成都鑫博泰房地产开发有限公司等	11536.74	立案	施工合同纠纷
成都建工集团有限公司	新密银基房地产有限公司、李东晓	11504.22	立案	施工合同纠纷
成都建工第九建筑工程有限公司	四川省金华房地产开发有限公司	11193.98	一审	施工合同纠纷
成都建工第五建筑工程有限公司	江油市军魂房地产开发有限公司	11150.42	一审	施工合同纠纷
成都建工第二建筑工程有限公司	成都金泉房地产开发有限公司	10867.52	一审	施工合同纠纷
成都兴城供应链集团股份有限公司	云南腾俊多式联运股份有限公司	14838.45	待开庭	买卖合同纠纷
桂立平、李朝	中化岩土集团股份有限公司	10200.00	二审后	股权转让纠纷
香港恒通有限公司	强劲国际工程有限公司	26114.34 万港元	已受理	施工合同纠纷

资料来源：兴城集团提供

5. 担保效果评价

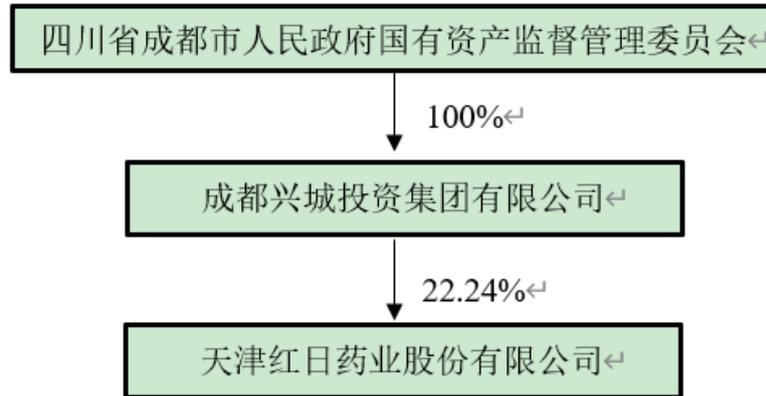
兴城集团是成都市国资委成立的国有独资企业，资产规模较大，在股东背景、行业地位和资金拨付等方面都具有很强的竞争优势，综合实力强，其担保对“21红日01”信用状况具有显著提升作用。

以2021年底兴城集团财务数据测算，“21红日01”待偿本金余额为6.00亿元，占兴城集团资产总额的0.52%，占所有者权益总额的0.48%，占比很低。2021年，兴城集团经营活动现金流入量对“21红日01”待偿本金余额的覆盖倍数为433.89倍，覆盖程度高。

十一、结论

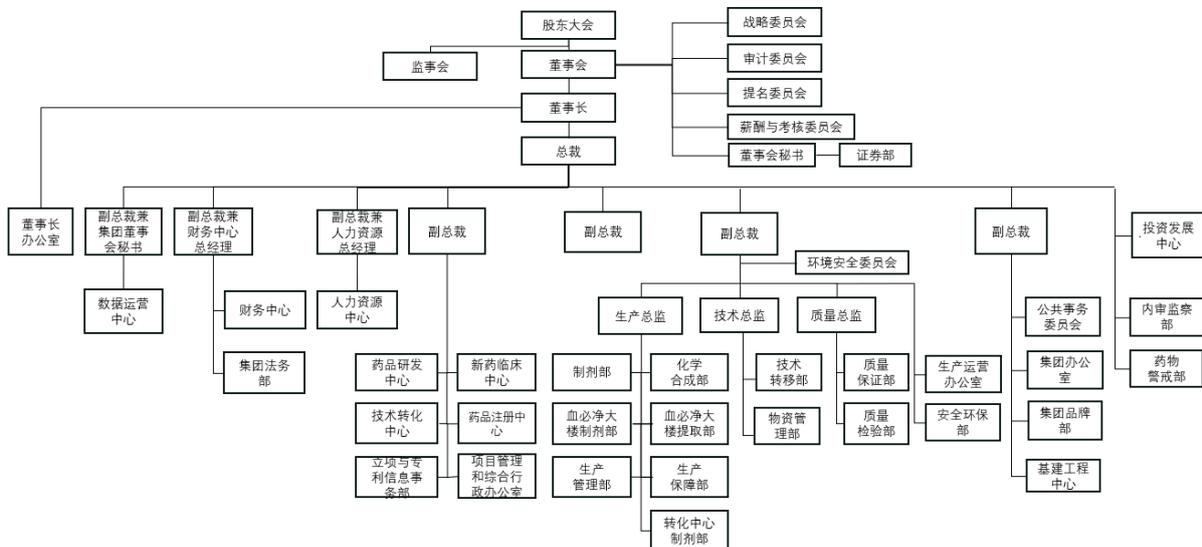
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21红日01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底天津红日药业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底天津红日药业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底天津红日药业股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	注册资本 (亿元)	直接持股比 例 (%)	间接持股比 例 (%)	取得方式
1	北京康仁堂药业有限公司	中药配方颗粒	1.25	100.00	--	非同一控制下企业合并
2	北京超思电子技术有限责任公司	医疗器械仪器仪表、电子产品销售、相关进出口	0.66	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	11.24	13.09	15.03	13.37
资产总额 (亿元)	84.27	101.80	116.07	117.56
所有者权益 (亿元)	70.70	73.92	79.52	81.91
短期债务 (亿元)	3.44	8.10	4.55	4.12
长期债务 (亿元)	0.45	3.62	15.25	15.25
全部债务 (亿元)	3.89	11.72	19.80	19.36
营业总收入 (亿元)	50.03	64.88	76.71	17.32
利润总额 (亿元)	4.84	6.83	8.54	2.84
EBITDA (亿元)	6.65	9.31	11.98	--
经营性净现金流 (亿元)	2.16	1.97	3.92	1.76
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.49	2.58	2.34	--
存货周转次数 (次)	2.10	2.44	2.37	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.70	0.70	--
现金收入比 (%)	101.76	95.15	95.18	109.72
营业利润率 (%)	66.60	55.66	56.94	53.50
总资本收益率 (%)	5.62	6.89	7.26	--
净资产收益率 (%)	5.78	7.57	8.44	--
长期债务资本化比率 (%)	0.63	4.67	16.09	15.69
全部债务资本化比率 (%)	5.22	13.68	19.93	19.12
资产负债率 (%)	16.09	27.39	31.49	30.33
流动比率 (%)	350.97	244.19	330.68	343.05
速动比率 (%)	278.60	183.62	267.30	267.48
经营现金流流动负债比 (%)	17.53	8.40	19.03	--
现金短期债务比 (倍)	3.27	1.62	3.30	3.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	56.64	29.52	23.91	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.59	1.26	1.65	--

注: 1. 公司合并口径 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.40	1.45	2.86	/
资产总额 (亿元)	49.87	59.48	68.76	/
所有者权益 (亿元)	46.74	51.95	55.76	/
短期债务 (亿元)	0.47	4.15	1.63	/
长期债务 (亿元)	0.00	2.29	9.50	/
全部债务 (亿元)	0.47	6.44	11.13	/
营业总收入 (亿元)	5.53	3.47	5.10	/
利润总额 (亿元)	-0.77	6.37	4.80	/
EBITDA (亿元)	--	--	--	/
经营性净现金流 (亿元)	2.88	-1.58	-0.88	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	12.32	62.31	5.58	/
存货周转次数 (次)	1.85	1.95	3.38	/
总资产周转次数 (次)	0.11	0.06	0.08	/
现金收入比 (%)	161.68	62.93	76.19	/
营业利润率 (%)	65.53	29.10	28.28	/
总资本收益率 (%)	-1.55	11.43	7.66	/
净资产收益率 (%)	-1.66	12.59	8.65	/
长期债务资本化比率 (%)	0.00	4.22	14.55	/
全部债务资本化比率 (%)	1.00	11.03	16.64	/
资产负债率 (%)	6.28	12.67	18.92	/
流动比率 (%)	229.74	249.07	564.14	/
速动比率 (%)	192.23	223.43	541.13	/
经营现金流动负债比 (%)	93.89	-30.30	-25.47	/
现金短期债务比 (倍)	2.98	0.35	1.75	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	/
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	/

注: 1. 公司未披露本部 2022 年一季度财务报表; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	241.71	1075.69	1144.75
资产总额（亿元）	2136.16	7807.15	9419.91
所有者权益（亿元）	673.00	1114.20	1249.55
短期债务（亿元）	235.55	503.58	708.19
长期债务（亿元）	575.52	827.28	1116.02
全部债务（亿元）	811.07	1330.86	1824.21
营业总收入（亿元）	632.79	729.99	1970.74
利润总额（亿元）	16.01	39.89	79.53
EBITDA（亿元）	37.73	63.88	118.75
经营性净现金流（亿元）	-84.90	-95.98	204.66
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.13	3.20	8.18
存货周转次数（次）	0.93	1.07	2.87
总资产周转次数（次）	0.34	0.15	0.23
现金收入比（%）	88.33	110.79	81.57
营业利润率（%）	11.73	13.49	19.96
总资本收益率（%）	1.79	2.01	2.75
净资产收益率（%）	1.59	2.82	4.76
长期债务资本化比率（%）	46.10	42.61	47.18
全部债务资本化比率（%）	54.65	54.43	59.35
资产负债率（%）	68.49	85.73	86.73
流动比率（%）	153.68	50.15	49.72
速动比率（%）	71.18	41.15	40.05
经营现金流流动负债比（%）	-10.27	-1.81	3.24
现金短期债务比（倍）	1.03	2.14	1.62
全部债务/EBITDA（倍）	21.50	20.84	15.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.80	1.00	1.75

注：1. 担保方分析及数据中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中有息部分和租赁负债纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据担保方财务报告和提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持