



2020年江西同和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：





2020年江西同和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 | A+ | A+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 同和转债 | A+ | A+ |

评级日期

2022年5月31日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持江西同和药业股份有限公司（以下简称“同和药业”或“公司”，股票代码“300636.SZ”）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持同和转债信用等级为 A+。
- 该评级结果是考虑到：公司产品较为丰富，在高端原料药市场具有一定竞争实力，2021 年营收及利润规模持续增长，经营现金流持续向好；同时我们也关注到公司面临一定汇率波动风险和安全生产风险，存在一定原材料价格波动风险，面临一定的资金压力且新增项目的产能消化存在一定不确定，公司 2021 年存货规模进一步上升，占用公司营运资金且存在存货跌价损失风险，总债务规模增长较快，面临一定偿债压力等风险因素。

未来展望

- 公司产品具有一定竞争力，预计公司业务持续性较好，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 19.65 | 19.07 | 14.68 | 10.16 |
| 归母所有者权益 | 9.61 | 8.88 | 8.17 | 7.06 |
| 总债务 | 8.37 | 8.25 | 5.75 | 2.16 |
| 营业收入 | 1.80 | 5.92 | 4.35 | 4.13 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 4.95 | 9.57 | 24.19 |
| 净利润 | 0.27 | 0.81 | 0.70 | 0.48 |
| 经营活动现金流净额 | 0.96 | 1.31 | 0.80 | -0.28 |
| 销售毛利率 | 30.68% | 30.21% | 34.94% | 29.74% |
| EBITDA 利润率 | -- | 25.51% | 32.57% | 25.25% |
| 总资产回报率 | -- | 5.57% | 7.01% | 6.14% |
| 资产负债率 | 51.08% | 53.42% | 44.37% | 30.46% |
| 净债务/EBITDA | -- | 4.48 | 2.14 | 1.79 |
| 总债务/总资本 | 46.54% | 48.15% | 41.32% | 23.38% |
| FFO/净债务 | -- | 21.08% | 42.76% | 52.29% |
| 速动比率 | 0.56 | 0.75 | 1.28 | 0.75 |
| 现金短期债务比 | 0.36 | 0.80 | 1.34 | 0.38 |

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

优势

- **公司特色原料药产品具有一定市场竞争优势。**公司特色原料药品种较为丰富，产品梯次分明，呈现成熟产品、报批产品及在研产品的分布格局，主要产品销往日本、欧盟、北美等规范市场。同时公司国内市场销量提升，塞来昔布和替格瑞洛已获批注册销售并已开始放量。
- **公司业绩表现较好，营业收入持续增长。**2021 年公司营业收入和利润规模持续提升，经营现金流持续改善，2022 年一季度营收和利润较 2021 年同期进一步增长。

关注

- **公司面临一定的汇率波动及安全生产风险。**公司国外收入占比依然较大，汇率变动及贸易摩擦可能对公司利润产生不利影响；此外公司生产过程中涉及较多易爆化学反应，若发生安全事故，将对公司生产经营产生不利影响。
- **公司存在一定原材料价格波动风险。**原材料为公司成本的主要构成部分，近年上游化工企业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，原材料的稳定供应仍面临挑战，同时原材料价格波动风险较高，影响盈利能力稳定性。
- **公司存在一定的资金压力，新增项目的产能消化存在一定不确定性。**截至 2021 年底，公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力；同时公司在建项目中新增的原料药产能规模较大，未来产能的消化存在一定不确定性。
- **公司存货规模大幅上升，对营运资金形成较大占用且存在一定存货跌价损失风险。**2021 年存货规模继续增长，对公司营运资金形成较大占用，同时存在一定存货跌价损失风险。
- **债务规模持续扩张，面临一定的偿债压力。**公司总债务规模持续扩大，财务杠杆提升，后期面临一定偿债压力。

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 | 弱 | | 净债务/EBITDA | 5 |
| | 经营规模 | 2 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 产品、服务和技术 | 4 | | 总债务/总资本 | 5 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 5 |
| | 经营效率 | 4 | | 杠杆状况调整分 | -1 |
| | 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 | | 中等 | 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 | | | | | a+ |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | | | A+ |



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 |
|-------|------|-----------|---------|--|----------------------|
| A+/稳定 | A+ | 2021-5-31 | 张旻燊、秦风明 | 医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) | 阅读全文 |
| A+/稳定 | A+ | 2020-3-30 | 刘书芸、秦风明 | 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 ¹ （亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|----------|------------------------|-----------|------------|
| 同和转债 | 3.60 | 2.55 | 2021-5-31 | 2026-10-26 |

¹ 截至 2022 年 5 月 23 日

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2020年10月26日发行6年期3.60亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程项目。截至2022年3月31日，同和转债募集资金专项账户余额为3,462.96万元。

三、发行主体概况

跟踪期公司控股股东和实际控制人未发生变化，庞正伟先生与梁忠诚先生、丰隆实业有限公司为一致行动人，庞正伟先生和梁忠诚先生共同作为公司的实际控制人。截至2022年3月31日，庞正伟先生直接持有公司股份44,006,636股，占公司总股本的20.98%；梁忠诚先生直接持有公司股份2,575,712股，占公司总股本的1.23%，通过丰隆实业有限公司持有公司股份37,007,568股，占公司总股本的17.64%。截至2022年3月31日，庞正伟先生与梁忠诚先生、丰隆实业有限公司合计控制公司股份83,589,916股，占公司总股本的比例为39.85%。根据公司2022年5月18日发布的《关于控股股东、实际控制人之一股份提前回购并解除质押的公告》，截至2022年5月18日，庞正伟先生已质押股份1,050万股，合计占其所持股份比例23.86%，合计占公司总股本²比例为4.98%。

同和转债转股的起止日期为2021年5月6日至2026年10月25日，2022年第一季度，同和转债因转股减少573,929张，转股数量为3,872,356股。截至2022年3月31日，同和转债尚有3,009,075张，剩余可转债金额为30,090.75万元。

跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员未发生较大变化；跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至2022年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司为江西同和药业进出口有限责任公司，注册资本为500.00万元，主营业务为医药中间体、精细化工（危险品除外）销售。

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

² 公司总股本为2022年5月10日的总股本210,929,536股。

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增收，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。

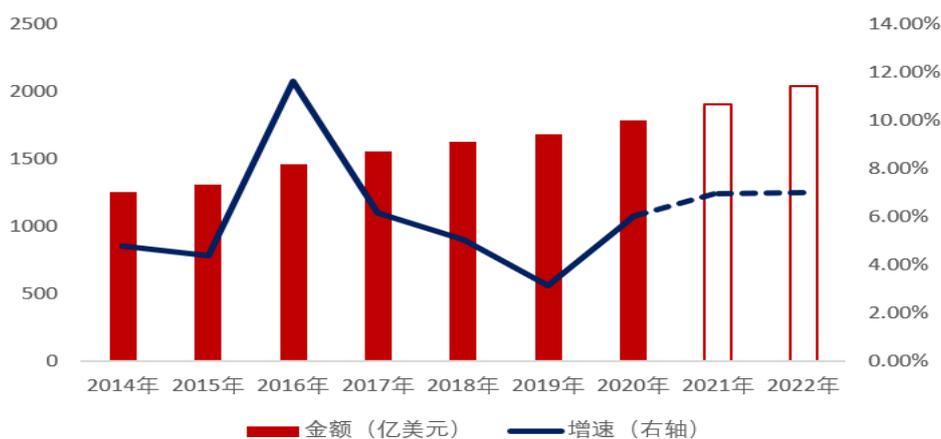
行业经济环境

随着人口老龄化加剧及专利药品到期及大量专利药品到期，未来原料市场规模将持续增长，同时

我国原料药出口预计将继续保持增长趋势

从需求端来看，全球原料药市场规模持续稳定增长，近六年平均增长5.87%。相较于下游医药行业，原料药行业成熟度更高、竞争更为激烈，其增长主要取决于医药市场自然增长，以及原料药外购比例。一方面，在全球人口规模扩张、老龄化趋势加剧以及居民健康意识不断提高的背景下，全球医药市场规模持续增长。另一方面，大量专利药品到期进一步使得对原料药需求规模的增长。中证鹏元预计，未来全球原料药市场规模将继续保持增长的趋势。

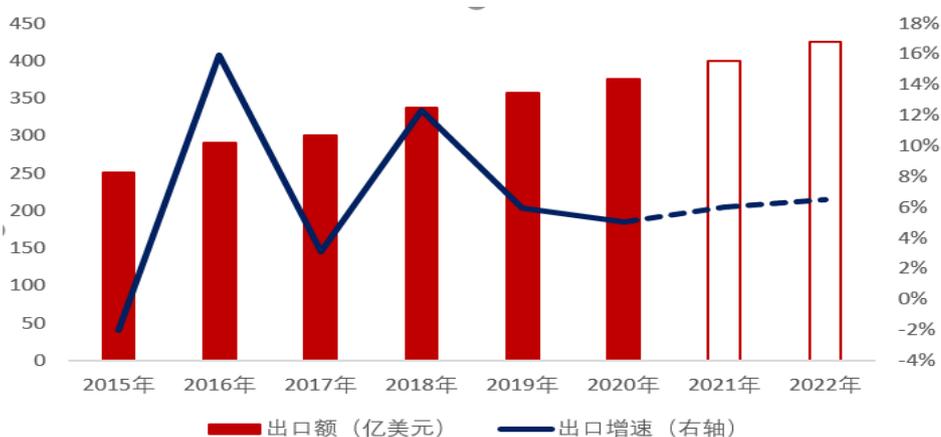
图1 全球原料药市场规模持续增长



资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

从供给端来看，受环保、成本等因素影响，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移，西欧、中国、印度目前为主要化学原料药出口基地；在世界原料药竞争格局中，美国拥有药品专利优势，西欧拥有工艺优势，而以印度和中国为代表的发展中国家则拥有相对成本优势。近年来由于海外产能供给不足，中国原料药生产企业在大宗原料药和特色原料药方面占有一定国际市场份额。近年来我国化学原料药的出口规模持续增长。据中国医药保健品进出口商会初步统计，2021年上半年，我国原料药出口额达到195亿美元，同比增长14%，预计2021年全年及2022年将继续保持平稳增长。

图2 我国化学原料药出口规模及增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

环保持续趋紧、集采常态化及药品关联审批预计将进一步提升原料药企业集中度

2016年以来，国家环保政策持续收紧，环保督察常态化，2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开。受江苏盐城响水化工厂爆炸影响，江苏省、浙江省、河北省均对当地新建医药、化工项目作出严格限制，大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停。随着环保政策的推进，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场，原料药行业竞争格局有所优化。

原料药关联审批、化药带量采购等政策提高了原料药行业壁垒，进一步提升行业集中度。2017年11月，原国家食品药品监督管理总局发布《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》，实行制剂与原料药、药用辅料、包装材料关联审批，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。2019年7月，国家药品监督管理局发布《进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》正式落地。2019年8月《中华人民共和国药品管理法》，药物审批时对化学原料药一并审评审批，对相关辅料等一并审批，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批。关联审批模式下，下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换原料药供应商需要再次审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，对于原料药的质量及供应能力提出更高要求，行业壁垒将进一步提升。此外，近年国家陆续出台了绿色发展和鼓励支持高端原料药生产和布局，推动原料药企业规范生产，政策扶持将使得原料药产业迎来高速、优质发展。

化药带量采购政策进一步凸显了原料药行业在产业链中的重要性。随着2018年首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种公布至今，已完成6批次带量采购，2021年1月，国务院办公厅印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，再一次明确药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，加快形成全国统一开放的药品集中采购市场。经过三年努力，集中带量采购改革已经进入常态化、制度化新阶段，国家组织、联盟采购已经形成了常态化格局，集采竞价规制、质量、供应、配送、使用的保障机制和配套政策也日趋完善和优化。在集中采购政策的影响下，对于原料药企业而言，质量保证能力、供应规模及供应稳定性、价格竞争力显得尤为重要。带量采购模式下仿制药企业质量及成本控制能力成为影响下游仿制药企业盈利能力的关键因素之一，随着国内集中采购政策、药品关联审批和一致性评价政策的实施，药品企业集中度将进一步提升。

表1 涉及原料药发展相关政策

| 时间 | 政策文件 | 政策内容 |
|----------|-----------------------|---|
| 2022年1月 | 《“十四五”医药工业发展规划》 | 提高原料药创新工艺，巩固原料药制造优势，促进原料药产业向更高价值链延伸，打造“原料药+制剂”一体化优势。 |
| 2021年11月 | 《原料药高质量发展重大工程》 | 推进原料药现金制造技术创新工程、绿色低碳技术发展工程、高端生产装备提升工程、节能环保设备升级工程和高性能耗材发展工程。 |
| 2021年10月 | 《关于推动原料药高质量发展实施方案的通知》 | 大力发展特色原料药和创新原料药，鼓励优势企业做大做强补齐技术装备短板，加快绿色低碳转型，推动布局优化调整，培育国际竞争新优势，构建原料药产业新发展格局，夯实医药供应保障基础。 |

| | | |
|----------|------------------------------|---|
| 2021年1月 | 发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》 | 再一次明确药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，加快形成全国统一开放的药品集中采购市场。 |
| 2020年1月 | 《推动原料药产业绿色发展的指导意见》 | 到2025年，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；提出五个调整方向：一是调整原料药产业结构；二是优化原料药产业布局；三是加快技术创新与应用；四是推行绿色生产标准；五是推动建设集中生产基地。 |
| 2020年1月 | 《药品生产监督管理办法》 | 对“原料药”的生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等作出相关规定，包括原料药企业实行生产许可。 |
| 2019年12月 | 《推动原料药产业绿色发展的指导意见》 | 到2025年，产业结构更加合理，高端特色原料药市场份额显著提升，产业布局更加合理，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地。 |
| 2019年8月 | 《中华人民共和国药品管理法》 | 药物审批时对化学原料药一并审评审批，对相关辅料等一并审批，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批。 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主营业务为化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售，主要产品方向为特色化学原料药及中间体、专利原料药中间体。公司2021年实现营业收入5.92亿元，较上年增长35.99%，主要系新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，下游需求旺盛，CMO/CDMO³业务进展顺利，收入增长。此外公司塞来昔布、替格瑞洛在国内注册获批后，内销快速增长。2022年一季度公司实现营业收入1.80亿元，较上年同期增长30.89%。

毛利率方面，由于受基础原材料涨价、人民币升值、出口运输费用增长等因素影响，毛利率较上年有所下降。

表2 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 |
| 医药原料药 | 15,167.80 | 28.73% | 46,098.35 | 28.58% | 34,469.08 | 31.46% |
| 医药中间体 | 2,786.67 | 40.79% | 12,808.53 | 35.92% | 8,927.69 | 49.30% |
| 其他产品 | 22.67 | 99.41% | 305.78 | 35.50% | 145.24 | -21.29% |
| 合计 | 17,977.14 | 30.68% | 59,212.66 | 30.21% | 43,542.01 | 34.94% |

资料来源：公司2020-2021年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

2021年公司主要产品放量，内销快速增长，CMO/CDMO业务销售收入大幅增长，整体业绩表现较好，公司出口占比依然较高，需关注汇率波动风险

公司目前主要销售的产品变化不大，公司生产的特色原料药应用范围涵盖神经系统用药（抗癫痫

³CMO: Contract Manufacturing Organization 医药合同定制生产企业，又名药品委托生产，指为制药企业以及生物技术公司提供医药产品规模化/定制生产服务的机构。CDMO：Contract Development and Manufacturing Organization 医药合同定制研发生产企业，指为制药企业以及生物技术公司提供医药特别是创新药工艺研发及制备、工艺优化、放大、生产、注册和验证、批生产以及商业化生产等服务的机构。

药)、消化系统用药(抗溃疡病药)、解热镇痛及非甾体抗炎药、循环系统用药(抗高血压药)、治疗精神障碍药(抗抑郁药)等多个领域,产品线较为丰富。公司目前产品梯次分明,其中第一梯队有7个成熟产品包括加巴喷丁、瑞巴派特、醋氯芬酸、塞来昔布、坎地沙坦酯、盐酸文拉法辛、阿扎那韦硫酸盐是公司收入的主要来源。第二梯队是18个完成报批或正在报批的产品,2021年公司第二梯队部分产品已经开始放量,销售收入规模大幅增长,随着第二梯队制剂产品全球各地专利陆续到期,预计销售规模将进一步得到提升。

具体来看,2021年公司主要销售的产品品种未发生较大变化,部分品种销售额较上年增幅较大,其中神经系统用药(抗癫痫药)、解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药、内分泌系统用药(口服降糖药)和循环系统用药(抗凝血类药)较上年分别增长51.01%、64.13%、184.96%和132.09%。

神经系统用药主要为加巴喷丁原料药,加巴喷丁原料药由于在2020年处于新工艺的变更报批阶段,产销量下降,2020年底公司完成技改,原料成本下降15%-20%,产能从1,000吨提升到1,800吨,2021年销量和销售收入大幅增长。

解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药主要为醋氯芬酸原料药和塞来昔布原料药,醋氯芬酸是解热镇痛的品种,是塞来昔布的前一代产品,2020年7月公司的塞来昔布原料药通过CDE审批,同时采购公司原料药的两家制剂厂家石药集团欧意药业有限公司(以下简称“欧意药业”)与青岛百洋制药有限公司(以下简称“百洋制药”)的“塞来昔布胶囊”获批被纳入第三批国家集采,销量大幅增加,使得对公司塞来昔布原料药采购量相应大幅增加,2020年塞来昔布国内销售额增长46.78%,2021年公司已通过技改将塞来昔布的产能从150吨提升到200吨,销量及销售金额继续大幅增加。

内分泌系统用药(口服降糖药)主要为维格列汀原料药,是公司第二梯队的新品种,维格列汀是治疗糖尿病的品种,是诺华的专利,维格列汀2022年在韩国、部分欧洲国家专利即将到期,公司已经以EMA的形式完成了在欧洲十几个国家的注册,2021年销量大幅增加,随着专利到期,预计销量及销售规模将进一步增长。

循环系统用药(抗凝血类药)主要为达比加群酯原料药和替格瑞洛原料药,达比加群酯原料药和替格瑞洛原料药也是公司第二梯队新产品,2021年3月替格瑞洛成功通过CDE审批,销量及销售金额大幅增长。

消化系统用药(抗溃疡病药)和循环系统用药(抗高血压药)较上年变化不大,消化系统用药(抗溃疡病药)主要为瑞巴派特原料药,瑞巴派特是治疗胃溃疡的品种,目前市场较为饱和,未来市场潜力不大。循环系统用药(抗高血压药)主要为坎地沙坦酯,坎地沙坦酯是一个沙坦类品种,用于抗高血压,公司沙坦类品种不全,竞争力不强。治疗精神障碍药(抗抑郁药)主要为盐酸文拉法辛原料药,受国内疫情影响,销售金额大幅下滑。

整体而言,公司经过多年的发展,形成了较为丰富的产品结构。在产品代际结构上,形成了成熟产品、完成报批或正在报批的产品、在研产品的梯度分布,其中在产的成熟产品大多还处于产品生命周期的上升期,完成报批或正在报批的产品是近几年药物专利陆续到期的产品,在研产品大多是近年原创药

刚刚上市的产品。合理产品代际结构为公司中长期持续发展打下了良好的基础。

表3 公司主营业务收入（按产品用途）构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 消化系统用药（抗溃疡病药） | 11,643.27 | 39.29% | 12,004.60 | 44.94% |
| 神经系统用药（抗癫痫药） | 11,935.77 | 9.89% | 7,904.07 | 9.64% |
| 解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药 | 9,645.24 | 31.23% | 5,876.60 | 33.57% |
| 内分泌系统用药（口服降糖药） | 9,578.12 | 31.38% | 3,361.23 | 24.61% |
| 循环系统用药（抗凝血类药） | 7,007.09 | 42.83% | 3,019.15 | 49.34% |
| 循环系统用药（抗高血压药） | 5,935.70 | 25.77% | 5,590.95 | 26.08% |
| 治疗精神障碍药（抗抑郁药） | 1,200.83 | 61.31% | 3,349.95 | 65.83% |
| 其他类 | 1,960.85 | 37.58% | 2,290.22 | 45.24% |
| 合计 | 58,906.88 | 30.18% | 43,396.77 | 34.90% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产销情况来看，2021年公司新产品放量，整体产量和产销率上升较快。具体来看，神经系统用药（抗癫痫药）产销率尚可，解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药、循环系统用药（抗凝血类）销量大幅增长，提升了产销率。而消化系统用药（抗溃疡病药）和循环系统用药（抗高血压药）2021年产量大幅下滑，主要系公司产品结构调整，除此之外其他产品主要在多功能或多用途车间的品种，生产与销售没有期间匹配关系。循环系统用药（抗高血压药）、治疗精神障碍药（抗抑郁药）受市场因素影响，产量下滑。

表4 公司主要产品销量及产销率情况（单位：千克）

| 产品名称 | 项目 | 2021年 | 2020年 |
|----------------|-----|------------|------------|
| 消化系统用药（抗溃疡病药） | 产量 | 99,216.54 | 183,555.39 |
| | 销量 | 151,048.36 | 157,660.40 |
| | 产销率 | 152.24% | 85.89% |
| 神经系统用药（抗癫痫药） | 产量 | 540,858.10 | 344,584.59 |
| | 销量 | 486,696.20 | 283,857.60 |
| | 产销率 | 89.99% | 82.38% |
| 解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药 | 产量 | 146,812.99 | 143,352.75 |
| | 销量 | 208,728.60 | 128,670.11 |
| | 产销率 | 142.17% | 89.76% |
| 内分泌系统用药（口服降糖药） | 产量 | 104,463.25 | 84,785.53 |
| | 销量 | 88,362.93 | 37,580.66 |
| | 产销率 | 84.59% | 44.32% |
| 循环系统用药（抗凝血类药） | 产量 | 10,654.72 | 1,310.94 |
| | 销量 | 9,718.24 | 3,517.34 |
| | 产销率 | 91.21% | 268.31% |
| 循环系统用药（抗高血压药） | 产量 | 27,474.04 | 47,417.73 |

| | | | |
|----------------|-----|-----------|-----------|
| 药) | 销量 | 27,847.05 | 31,379.88 |
| | 产销率 | 101.36% | 66.18% |
| 治疗精神障碍药 (抗抑郁药) | 产量 | 23,733.12 | 28,273.48 |
| | 销量 | 7,139.90 | 14,259.10 |
| | 产销率 | 30.08% | 50.43% |

资料来源：公司提供

国内销售方面，随着近年国内制剂文号持有人制度、药品一致性评价和集采制度的出台，以及国家监管部门对原料药 GMP 管理规范要求的不断升级，国内制剂企业同符合国际高端市场 GMP 管理标准的原料药制造企业的合作意愿大幅提高，国内销售占比持续提升。2020 年 7 月公司的塞来昔布原料药通过 CDE 审批，同时塞来昔布原料药下游厂家制剂产品入围集采，替格瑞洛原料药在 2021 年 3 月通过 CDE 审批，2021 年下半年开始放量，公司内销收入和占比较 2020 年提升，其中 2021 年内销收入同比增长 93.72%，内销收入占比增长 10.79 个百分点。2022 年 3 月公司利伐沙班原料药通过了 CDE 审批，已经完成发补的有米拉贝隆、加巴喷丁、非布司他、维格列汀等原料药，瑞巴派特、阿哌沙班、甲苯磺酸艾多沙班处于发补阶段，公司大多数处于审批阶段的原料药在国内可以与下游制剂关联获批，预计公司 2022 年国内销售规模及占比将进一步提升，但同时也需关注其评审不通过的风险。

国外销售方面，2021 年公司在印度、日本和北美的销量持续下降，主要系公司在印度的主要客户的加巴喷丁制剂大幅下滑后减少采购所致。日本和北美销售下滑主要还是受疫情影响，相关制剂产品需求下降，导致对原料药采购量下滑。韩国和欧洲有一定销售有一定增长，主要系解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药塞来昔布专利到期，商业化销量大幅增加。欧洲销售增长主要是因为公司客户开发的治疗精神障碍药（抗抑郁药）创新晶型专利产品获批后提早上市，实现商业化销售，向公司采购中间体大幅增加所致。整体来看，公司国外订单相对成熟，成熟产品未来增长空间有限，销售规模增长的驱动力主要为第二梯队原料药新产品，随着第二梯队制剂产品全球各地专利陆续到期，预计国外销售规模将有所提升，但增长预计不及国内销售收入，销售占比会持续下降。

跟踪期内公司主要产品的销售模式未发生较大变化，在原料药出口方面主要以选择进口国代理商出口的方式对外销售。自营出口和国内贸易商出口方面占比较小，公司根据市场情况对该两种方式灵活选择。结算方面，通过国内贸易商出口模式的结算货币为人民币，结算方式为款到发货。自营出口和通过进口国代理商出口模式的结算货币均为美元，主要通过电汇、信用证等方式结算款项，其中自营出口账期在 180 天内，通过进口国代理商出口即期结算，结算方式较上年未发生较大变化。

国内销售模式以直接销售为主。主要方式有两种，一种是根据公司与客户签订的《购货合同》等合同文件约定，公司直接向客户销售相关产品，公司在约定期限内在指定地点交付符合质量要求的货物。二是以中间商销售作为补充，部分药品的国内销售通过医药贸易公司进行。

虽然公司国内销售规模及占比大幅提升，但国外销售规模占比仍然较大，需关注汇率波动带来的汇兑损失风险。

表5 2020-2021年销售区域（单位：万元）

| 国家 | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国内 | 21,432.88 | 36.20% | 11,063.71 | 25.41% |
| 境外其他 | 11,705.84 | 19.77% | 6,539.54 | 15.02% |
| 韩国 | 10,515.52 | 17.76% | 9,222.82 | 21.18% |
| 欧洲 | 6,482.30 | 10.95% | 5,979.88 | 13.73% |
| 日本 | 5,383.81 | 9.09% | 6,230.03 | 14.31% |
| 印度 | 2,165.93 | 3.66% | 2,418.08 | 5.55% |
| 北美 | 1,526.38 | 2.58% | 2,087.95 | 4.80% |
| 合计 | 59,212.66 | 100.00% | 43,542.01 | 100.00% |

资料来源：公司提供

2021年前五大客户主体变化不大，由于受关联审评制度的影响，公司同下游制剂客户绑定，客户稳定性较好。2020年7月公司的塞来昔布原料药通过CDE审批，同时采购公司原料药的两家制剂厂家欧意药业和青岛百洋制药有限公司的“塞来昔布胶囊”获批被纳入第3批国家集采，销量大幅增加，使得对公司塞来昔布原料药采购量相应大幅增加，欧意药业和百洋制药成为公司前五大客户，公司前五大销售客户占比较上年变化不大，销售集中度一般。

表6 2020-2021年公司业务前五大客户情况（单位：万元）

| 期间 | 客户名称 | 销售金额 | 比例 |
|-------|-----------|------------------|---------------|
| 2021年 | 第一大客户 | 7,286.48 | 12.31% |
| | 第二大客户 | 4,247.30 | 7.17% |
| | 第三大客户 | 3,738.76 | 6.31% |
| | 第四大客户 | 3,206.10 | 5.41% |
| | 第五大客户 | 1,858.79 | 3.14% |
| | 合计 | 20,337.43 | 34.35% |
| 2020年 | 第一大客户 | 8,253.30 | 18.95% |
| | 第二大客户 | 2,063.16 | 4.74% |
| | 第三大客户 | 1,583.04 | 3.64% |
| | 第四大客户 | 1,543.82 | 3.55% |
| | 第五大客户 | 1,484.51 | 3.41% |
| | 合计 | 14,927.82 | 34.28% |

资料来源：公司提供

随着公司一厂区的改扩建完成和二厂区一期未来建成达产，公司产能将会有较大提升；需关注公司目前在建项目规模较大，存在一定的资金压力及未来产能的消化风险

2021年公司生产模式未发生变化，对于终端产品，一般情况下公司结合订单情况和设备运行情况组织安排生产。对于小批量的客户采购，出于生产经济性的考虑，公司结合该产品的市场前景、药政法规的要求、市场开拓的重要性，确定排产数量。目前公司主要产品中加巴喷丁、瑞巴派特、塞来昔布、坎

地沙坦酯等主要在专用车间生产，其他产品均在多用途或多功能车间生产。

公司有两个厂区，以一厂区为主，一厂区生产第一梯队成熟产品和第二梯队部分新产品。2020年公司在一厂区实施技改并对部分老产品产能进行调整，将部分已完成中试的新产品投入规模化生产，一厂区新、改、扩项目总体建设已完成，提升了产能，技改后公司一厂区有12个车间，反应釜500多个，单个体积从50立升到20,000立升，总体积300多万立升，具备较强的生产能力。公司部分第二梯队的品种为保证前期销售，通过技改后暂时在一厂区生产，未来会转移至二厂区。

公司二厂区系公司目前正在建设的厂区，计划分三期建设。其中同和转债募投项目“年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期”系公司二厂区的一期建设项目，截至2021年末，公司二厂区项目一期工程土建已基本完成竣工验收，设备安装工作也已基本完成，其中2个车间已部分投入试生产，2个车间处于安装扫尾及设备调试阶段，其他仓库、公用工程等设施均已进入收尾阶段。同时由于一厂区用于新产品的生产装置不足以满足新产品的放量需求，公司计划将二厂区一期的专用车间改为多功能车间，2022年1月公司董事会和股东大会通过了实施公司二厂区部分车间、装置新、改、扩项目，根据公司2022年1月11日发布的《关于调整公司募集资金投资项目实施进度的公告》，公司对同和转债募投项目“年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程”的实施进度进行调整⁴，将试生产开始时间由2021年12月调整至2022年8月，正式投产时间由2022年12月调整至2023年8月，公司预计二厂区一期部分车间可能在2023年1月就会正式投产，预计如替格瑞洛、维格列汀、阿齐沙坦、恩格列净、米拉贝隆等9个品种将有可能在2022年内完成试生产，2023年一季度正式投产。公司二厂区一期的多功能车间可以满足12个左右新品种的生产需求，预计2023年可以实现满负荷生产。同时由于一期无法完成第二梯队17个品种全部放量的需求，公司计划于2022年6、7月会开始二期的建设，目前已经开始做前期工作。二期将建设7个合成车间和一座研发楼，由于一期已经完成大部分公用工程设施的建设，预计二期的产能建设节奏会加快，计划于2023年底完成设备安装，2024年一季度完成试生产，2024年二季度正式投产。一期4个车间和二期7个车间全部投产后，产能将会提升。

环保设施方面，公司注重持续在环保设施上进行投入，不断优化生产工艺，引进新的三废处理技术，提升三废处理技术的水平，建立了车间预处理和末端治理相结合的环保处理系统，确保三废达标排放，2021年公司未发生环保处罚事件。同时我们也注意到国家环保标准将持续提升，未来公司仍面临一定的环保升级压力。

表7 2020-2021年主要产品的产量、产能等情况（单位：千克）

| 产品名称 | 项目 | 2022年1-3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|----|-----------|------------|------------|
| 消化系统用药（抗溃疡病药） | 产能 | 47,500.00 | 150,000.00 | 150,000.00 |
| | 产量 | 61,011.02 | 99,216.54 | 183,493.84 |

⁴ 根据公告，本次募集资金投资项目实施进度的调整不属于募集资金投资项目的实质性变更，募集资金投资项目的基本情况、实施主体、投资方向均保持不变。

| | | | | |
|---------------|-------|------------|--------------|--------------|
| 神经系统用药（抗癫痫药） | 产能利用率 | 128.44% | 66.14% | 122.33% |
| | 产能 | 450,000.00 | 1,000,000.00 | 1,000,000.00 |
| | 产量 | 196,756.09 | 540,858.10 | 350,512.59 |
| 解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药 | 产能利用率 | 43.72% | 54.09% | 35.05% |
| | 产能 | 72,500.00 | 300,000.00 | 300,000.00 |
| | 产量 | 40,024.15 | 146,812.99 | 143,352.75 |
| | 产能利用率 | 55.21% | 48.94% | 47.78% |

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目为同和转债募投项目年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程，由于公司对募投项目进行调整，项目的总投资额由59,751.84万元提升至94,215.33万元，截至2022年3月底已投资64,322.15万元。除此之外公司预计拟建二期项目将于6、7月开始建设，项目建设总投资102,120.11万元，资金来源主要由自有资金和其他资金，未来尚需投资规模较大，存在一定的资金压力；同时公司在建项目中新增的原料药产能规模较大，新增产能的消化存在一定不确定性。

表8 截至2022年3月底公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目 | 项目内容 | 总投资 | 累计已投资 |
|---|---|-----------|-----------|
| *年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程 | 年产7-甲氧基萘满酮30吨、米拉贝隆5吨、维格列汀50吨、替格瑞洛10吨及部分公用工程 | 94,215.33 | 64,322.15 |

注：年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程为同和转债募投项目，项目初始预计总投资59,751.84万元，使用募集资金3.6亿元，2022年1月11日发布的《关于调整公司募集资金投资项目实施进度的公告》，对募投项目做了调整，总投资增加至94,215.33万元。

资料来源：公司提供

公司前五大供应商占比下滑，同时原材料价格波动较大，面临较大的成本控制压力

跟踪期内公司采购模式未发生较大变化，采购部根据生产部门的生产计划和生产任务，结合公司的质量指标，制定采购计划。关于供应商的选择，公司采购部根据质量标准通过评选确定原辅料供应商并建立合格供应商目录，正常生产所需原辅料须向合格供应商目录内的厂商采购。公司采用竞争性比价的模式采购原料，确保原材料的采购价格处于合理水平。采购员通常获取三家合格供应商的报价（特殊情况可以少于三家），通过比价及综合评判后确定供应商。目前公司对主要原材料的采购策略为：公司主要结合市场需求通过对各品种国内市场研判分析，当价格处在高位时按需采购，当价格处在低位时与供应商签定长期供应合同以锁定原材料采购价格等手段尽量降低原材料价格波动风险。

从公司主要采购项目来看，由于2020年加巴喷丁产线优化，加巴喷丁产品切换新工艺，生产处于法规申报阶段，产量大幅下滑导致对应原料采购下降。新工艺切换后，产销率大幅增长，相应采购量增加，同时其他原材料随着产销率增加，对电、蒸汽、乙酸乙酯都大幅增长。从前五大供应商来看，2021年公司前五大供应商占比为29.76%，较上年下滑2.46个百分点，供应商集中度较低，随着公司产能规模的提升，原材料需求量将进一步上升，且原材料的品种繁多，价格波动较大，公司面临一定原材料价格波动风险。

表9 2020-2021年公司主要采购项目成本及其变动情况（单位：千克、元/千克、万元、度、元/度）

| 项目 | 2021年 | | | 2020年 | | |
|-------------------|---------------|--------|----------|---------------|--------|----------|
| | 采购量 | 均价 | 金额 | 采购量 | 均价 | 金额 |
| 加巴喷丁中间体 1 | 806,000.00 | 50.86 | 4,099.65 | 470,000.00 | 66.60 | 3,130.09 |
| 电 | 54,842,871.50 | 0.65 | 3,541.55 | 48,384,635.50 | 0.56 | 2,725.10 |
| 环合物 1 | 75,365.00 | 129.09 | 972.88 | 140,205.00 | 110.05 | 1,542.97 |
| 氨基乙酯 | 84,200.00 | 107.94 | 908.88 | 158,800.00 | 104.70 | 1,662.69 |
| 蒸汽 | 87,599,360.00 | 0.22 | 1,969.85 | 80,041,080.00 | 0.20 | 1,591.09 |
| 联苯氰(4-溴甲基-2-氰基联苯) | 37,000.00 | 97.42 | 360.44 | 46,000.00 | 181.20 | 833.54 |
| 加巴喷丁中间体 2 | - | - | - | 31,000.00 | 49.13 | 152.29 |
| 乙酸乙酯 | 1,301,656.00 | 8.54 | 1,112.01 | 1,238,296.00 | 5.91 | 731.77 |

资料来源：公司提供

公司研发投入规模持续上升，产品梯次分明，为公司未来发展提供支撑

公司注重产品研发，2021年公司研发人员371人较2020年末增加67人，研发人员占公司员工总数的34.48%，占比提升约3个百分点。研发投入金额3,902.15万元，占营业收入的比重为6.59%。目前公司产品梯次分明，在产品代际结构上，形成了成熟产品、完成报批或正在报批的产品、在研产品合理梯度分布，其中成熟产品有7个正在上市销售，完成报批或正在报批的品种有17个，主要涵盖薄血类原料药、心脑血管类的原料药，此外还有研发类药物。梯次分明的产品代际结构为公司发展提供支撑。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经立信会计师事务所（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2021年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

随着一厂区技改完成及二厂区的持续投入，公司资产规模持续增长，公司受限资产规模较小，但存货规模较大，一定程度占用公司运营资金且存在一定的存货跌价损失风险

2021年末公司资产较上年末增长29.92%，随着在建工程的持续投入和转固，以在建工程和固定资产为主的非流动资产占总资产的比重持续提升。2021年末，非流动资产占总资产比重的66.25%，较上年增长11.57个百分点，2022年3月末占比进一步提升。截至2021年末货币资金余额1.61亿元，其中银行承兑汇票保证金 682.06万元，使用受限规模较小，2022年3月末货币资金下降至0.94亿元，主要为在建项目的投入。存货主要为原材料、产成品、半成品和在产品，2021年存货规模较上年同期增长11.33%，主要系原材料及产成品的库存备货，2022年3月末存货规模提升，主要为新产品投入生产增加了部分原材料

储备及车间在产品。整体来看，公司存货规模较大，一定程度占用公司营运资金且存在一定的存货跌价损失风险。

公司2021年二厂区一期工程部分完工转固及一厂区技改项目完工投产转固，使得固定资产有所增加，2021年末尚未办妥权证的固定资产4,383.46万元，主要为二厂区的倒班宿舍、食堂和生产管理中心，相关权证正在办理中。2021年公司在建工程较上年同期增长93.95%，主要系公司二厂区一期项目的持续投入和新增厂区建设购入的工程物资。截至2021年底，公司受限资产账面价值2,073.00万元，系无形资产中的土地所有权抵押融资和受限的货币资金，整体受限比例较低。

总体来看，公司总资产规模持续增长，存货规模较大，较大程度占用公司营运资金且存在一定存货跌价损失风险，固定资产和在建工程占比较高，受限资产规模较小。

表10 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 | 9,391.15 | 4.78% | 16,129.11 | 8.46% | 28,040.35 | 19.11% |
| 存货 | 41,300.39 | 21.02% | 37,342.22 | 19.58% | 33,541.39 | 22.85% |
| 流动资产合计 | 63,272.64 | 32.20% | 64,355.69 | 33.75% | 66,519.60 | 45.32% |
| 固定资产 | 56,014.11 | 28.50% | 57,166.05 | 29.98% | 44,768.82 | 30.50% |
| 在建工程 | 69,693.47 | 35.46% | 64,134.25 | 33.64% | 30,699.21 | 20.92% |
| 非流动资产合计 | 133,241.46 | 67.80% | 126,317.08 | 66.25% | 80,247.29 | 54.68% |
| 资产总计 | 196,514.10 | 100.00% | 190,672.77 | 100.00% | 146,766.89 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

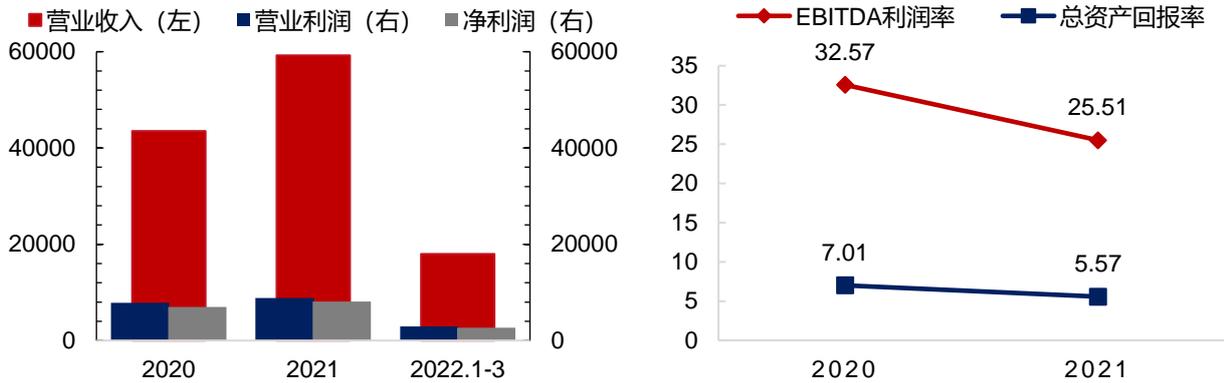
盈利能力

公司营业收入持续增长，但盈利能力有所下降，需关注汇率波动对公司利润的影响

2021年公司实现营业收入5.92亿元，较上年同期增长35.99%，主要系新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，需求旺盛，CMO/CDMO项目进展顺利，营收持续增长。此外公司塞来昔布、替格瑞洛在国内注册获批后，产品内销快速增长。毛利率方面，由于基础原材料涨价、人民币升值、出口运输费用增长等因素影响下，毛利率较上年有所下降。营业利润和净利润分别同比增长12.90%、15.80%，但利润增速低于收入增速。从盈利指标来看，公司2021年EBITDA利润率及总资产回报率下滑，盈利能力有一定下降。2022年1季度公司收入同比增长30.89%，营业利润和净利润分别同比增长33.92%和33.22%。跟踪期内公司国内销售收入和占比大幅增长，但出口收入占比依然较高，需关注汇率波动对公司利润的影响。

图3 公司收入及利润情况（单位：万元）

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

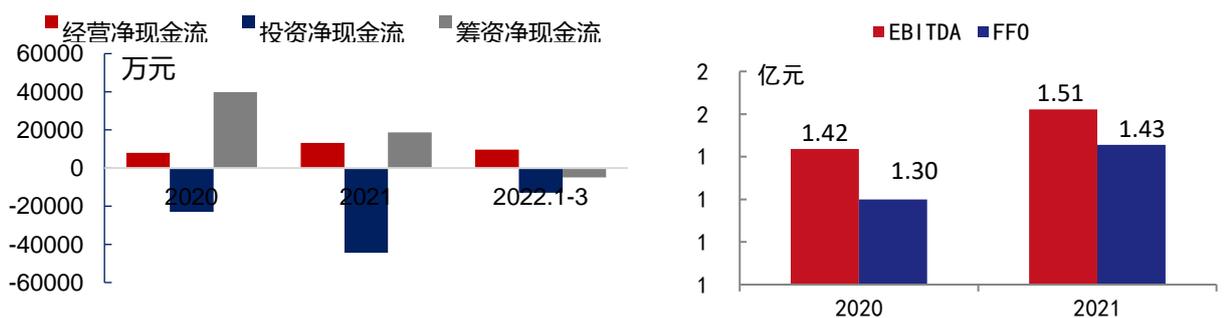
现金流

公司经营活动现金流表现较好，随着二厂区的持续投入，投资活动现金净流出规模增加，后期尚需投入规模较大，存在一定资金压力

公司2021年公司销售收入增速较快，经营活动净现金流持续扩大，公司EBITDA和FFO规模较大，自由现金流持续增长，现金流表现较好，能够满足公司日常经营营运的资金需求，2020年筹资活动现金净流入规模大幅增加，系2020年10月成功发行可转债募集的资金所致，2021年公司无较大筹资活动，筹资活动产生的现金流量净额较同期减少。2021年公司二厂区项目的按计划投入规模较大，投资活动现金净流出规模大幅增加，二厂区建设有所调整，后续投资规模较大，存在一定资金支出压力。

图 5 公司现金流结构

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

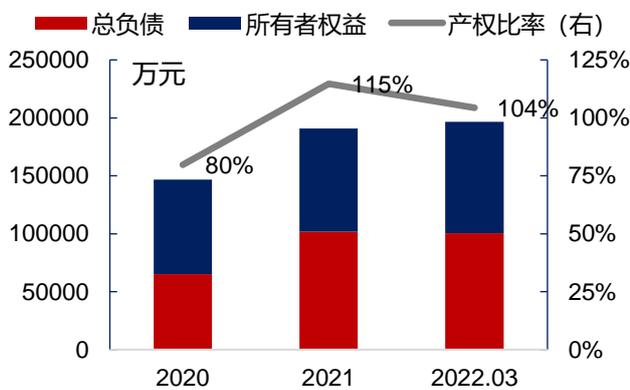
资本结构与偿债能力

公司债务增长较快，面临一定的债务偿还压力

得益于盈余积累，公司2021年净资产规模有所增长，但公司2021年加大了债务融资力度，债务规模

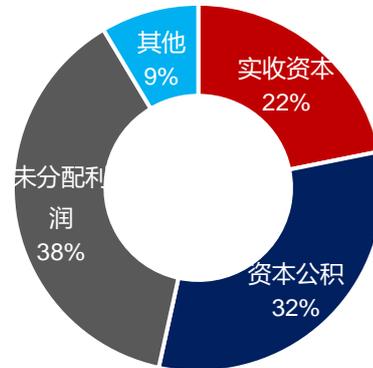
的增长幅度较大，净资产对负债的保障程度下滑。截至2022年3月末，公司所有者构成主要由未分配利润，资本公积、和实收资本构成。

图 7 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2021 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021 年公司新增长期借款规模较大，同时应付票据、应付账款等经营性负债也有所增长，负债总额较 2020 年增长 56.43%。从负债结构来看，非流动负债占比提升，2021 年末为 64.59%。2022 年 1 季度，公司票据结算规模增大，应付票据余额增大，因同和转债转股导致应付债券余额相应减少。

表 11 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

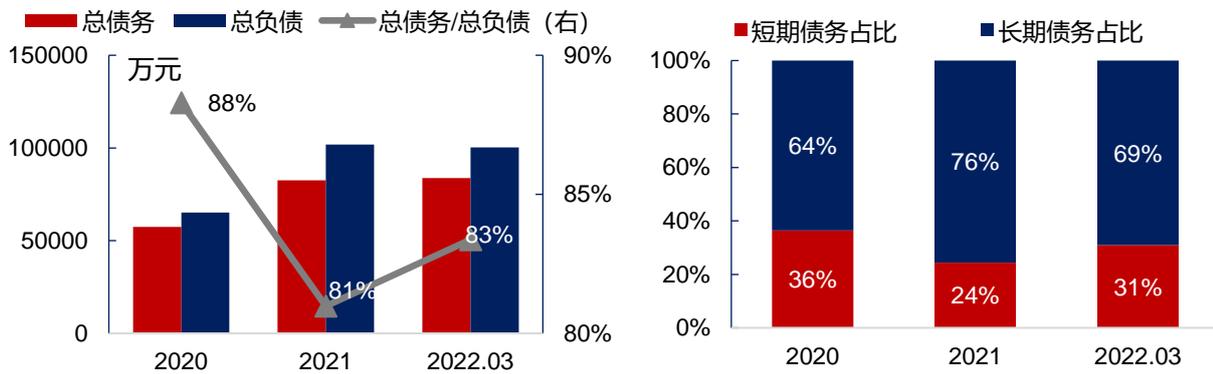
| 项目 | 2022 年 3 月 | | 2021 年 | | 2020 年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 14,791.94 | 14.74% | 18,229.29 | 17.90% | 20,937.09 | 32.15% |
| 应付票据 | 10,633.78 | 10.59% | 1,409.84 | 1.38% | 0.00 | 0.00% |
| 应付账款 | 10,693.41 | 10.65% | 12,968.43 | 12.73% | 3,088.99 | 4.74% |
| 一年内到期的非流动负债 | 505.95 | 0.50% | 505.95 | 0.50% | 0.00 | - |
| 流动负债合计 | 38,910.77 | 38.76% | 36,066.77 | 35.41% | 25,810.92 | 39.64% |
| 长期借款 | 30,500.00 | 30.39% | 30,500.00 | 29.94% | 6,900.00 | 10.60% |
| 应付债券 | 26,895.24 | 26.79% | 31,463.33 | 30.89% | 29,659.94 | 45.55% |
| 非流动负债合计 | 61,465.89 | 61.24% | 65,794.71 | 64.59% | 39,305.89 | 60.36% |
| 负债合计 | 100,376.66 | 100.00% | 101,861.47 | 100.00% | 65,116.82 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务主要由短期借款、长期借款和同和转债构成，2021 年公司增加长期借款规模，总债务规模较大，长期债务占总债务比重上升，从偿债指标来看，由于负债规模的提升，EBITDA 利息保障倍数等较上年均有一定的弱化，面临一定偿债压力。

图 9 公司债务占负债比重

图 10 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

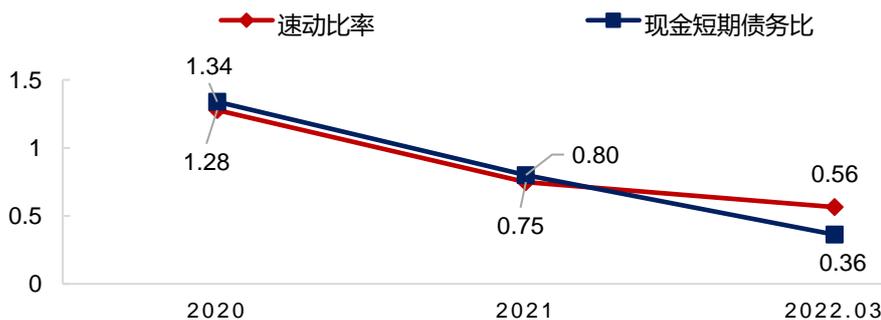
表12 公司杠杆状况指标

| 项目 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 资产负债率 | 51.08% | 53.42% | 44.37% |
| 净债务/EBITDA | - | 4.48 | 2.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.95 | 9.57 |
| 总债务/总资本 | 46.54% | 48.15% | 41.32% |
| FFO/净债务 | - | 21.08% | 42.76% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2021年存货增长较快，加上应付票据及应付账款等经营性负债的增加，速动比率和现金短期债务比下降，速动资产及现金对短期债务的保障程度减弱。

图 11 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无

到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司特色原料药具有一定市场竞争优势，2021年营业收入及利润持续增长，随着公司一厂区改扩建成和未来二厂区一期的如期建成，产能将大幅提升。目前公司形成梯次分明的产品结构，为公司未来发展提供支撑。但我们也注意到公司主要收入来自海外，存在一定汇率波动风险，同时公司存在一定安全生产的风险。公司存货规模大幅上升对营运资金形成较大占用，在建项目后续投入规模较大，存在一定资金压力。整体来看，公司抗风险能力一般。

九、结论

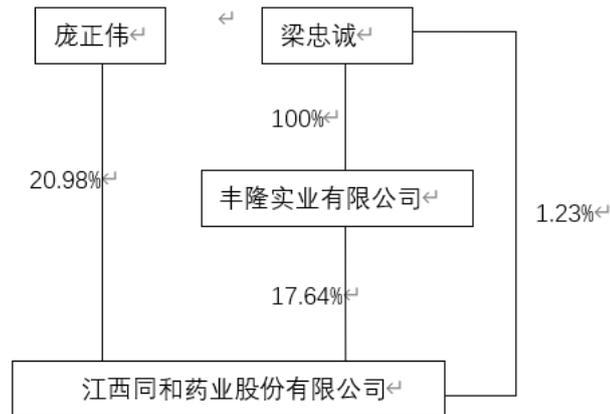
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持同和转债信用等级为A+。

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：万元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 9,391.15 | 16,129.11 | 28,040.35 | 3,826.64 |
| 存货 | 41,300.39 | 37,342.22 | 33,541.39 | 24,012.69 |
| 流动资产合计 | 63,272.64 | 64,355.69 | 66,519.60 | 38,101.43 |
| 固定资产 | 56,014.11 | 57,166.05 | 44,768.82 | 48,509.86 |
| 在建工程 | 69,693.47 | 64,134.25 | 30,699.21 | 11,412.09 |
| 非流动资产合计 | 133,241.46 | 126,317.08 | 80,247.29 | 63,469.70 |
| 资产总计 | 196,514.10 | 190,672.77 | 146,766.89 | 101,571.14 |
| 短期借款 | 14,791.94 | 18,229.29 | 20,937.09 | 8,930.63 |
| 应付票据 | 10,633.78 | 1,409.84 | 0.00 | 743.98 |
| 应付账款 | 10,693.41 | 12,968.43 | 3,088.99 | 5,471.20 |
| 一年内到期的非流动负债 | 505.95 | 505.95 | 0.00 | 450.00 |
| 流动负债合计 | 38,910.77 | 36,066.77 | 25,810.92 | 18,806.60 |
| 长期借款 | 30,500.00 | 30,500.00 | 6,900.00 | 11,430.00 |
| 应付债券 | 26,895.24 | 31,463.33 | 29,659.94 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 61,465.89 | 65,794.71 | 39,305.89 | 12,133.70 |
| 负债合计 | 100,376.66 | 101,861.47 | 65,116.82 | 30,940.30 |
| 总债务 | 83,682.65 | 82,487.35 | 57,497.02 | 21,554.61 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 96,137.44 | 88,811.30 | 81,650.07 | 70,630.84 |
| 营业收入 | 17,977.14 | 59,212.66 | 43,542.01 | 41,305.81 |
| 净利润 | 2,682.82 | 8,111.98 | 7,005.11 | 4,830.93 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 9,643.86 | 13,133.88 | 8,006.62 | -2,827.20 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -12,853.23 | -44,421.30 | -22,932.53 | -14,646.40 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -4,933.81 | 18,767.88 | 39,774.78 | 17,627.13 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 30.68% | 30.21% | 34.94% | 29.74% |
| EBITDA 利润率 | -- | 25.51% | 32.57% | 25.25% |
| 总资产回报率 | -- | 5.57% | 7.01% | 6.14% |
| 产权比率 | 104.41% | 114.69% | 79.75% | 43.81% |
| 资产负债率 | 51.08% | 53.42% | 44.37% | 30.46% |
| 净债务/EBITDA | -- | 4.48 | 2.14 | 1.79 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 4.95 | 9.57 | 24.19 |
| 总债务/总资本 | 46.54% | 48.15% | 41.32% | 23.38% |
| FFO/净债务 | -- | 21.08% | 42.76% | 52.29% |
| 速动比率 | 0.56 | 0.75 | 1.28 | 0.75 |
| 现金短期债务比 | 0.36 | 0.80 | 1.34 | 0.38 |

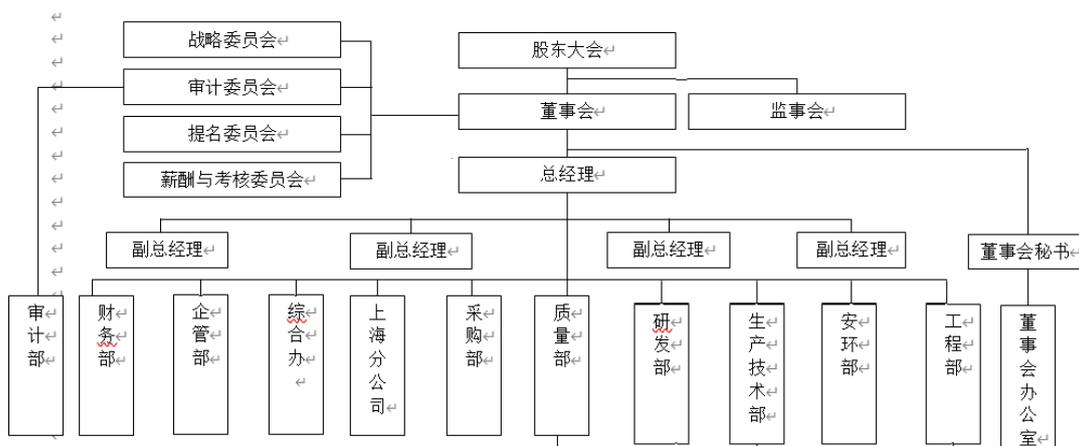
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 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。

附录五 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。 |