

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0157号

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“博瑞转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“博瑞转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月九日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2022年6月9日



博瑞生物医药（苏州）股份有限公司 主体及“博瑞转债”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2022/6/9	AA-/稳定	高君子	莫琛、宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
博瑞转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）主要从事高端仿制原料药及制剂的研发、生产和销售，控股股东为自然人袁建栋，实际控制人为自然人袁建栋和钟伟芳。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模和市场地位	营业总收入	25.00	7.50
	市场地位	15.00	3.50
盈利能力	利润总额	10.00	2.05
	净资产收益率	10.00	7.65
	毛利率	10.00	8.50
债务负担和保障程度	经营现金流动负债比	10.00	10.00
	资产负债率	10.00	9.24
	全部债务/EBITDA	10.00	7.19

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司主要产品仍为高端仿制特色原料药，全产业链布局逐渐完善，具备较强的细分领域竞争力；公司拥有多个核心药物研发技术平台，截至2021年末已取得186项发明专利；受益于下游客户需求增加，跟踪期内原料药销量大幅增加，带动公司营业收入和毛利润同步增长。

但同时，公司外销收入占比仍较高，国际关系等因素将导致未来收入具有一定不确定性；公司原料药业务供应链上、下游集中度仍较高，对单一供应商和客户依赖性仍较大；由于在建项目持续投入，公司对外部融资的依赖性加大，未来仍存在一定资金支出压力；部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持博瑞转债的信用等级为AA-。

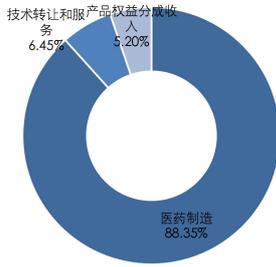
同业对比

项目	博瑞医药	浙江寿仙谷医药股份有限公司 (AA-)	特一药业集团股份有限公司 (AA-)	重庆华森制药股份有限公司 (AA-)
资产总额 (亿元)	29.70	19.62	20.66	17.71
营业收入 (亿元)	10.52	7.67	7.58	8.46
利润总额 (亿元)	2.57	2.01	1.47	1.03
毛利率 (%)	56.23	83.53	53.03	52.74
净资产收益率 (%)	13.64	12.40	10.06	7.25
资产负债率 (%)	41.35	17.45	38.94	28.54

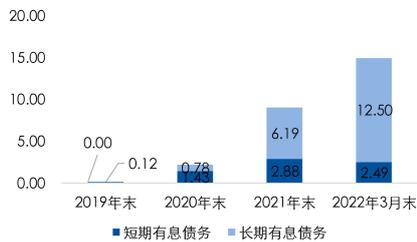
资料来源：企业公开披露的2021年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2021年公司主营业务收入构成



2022年3月末公司债务情况 (亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
资产总额(亿元)	14.21	18.28	29.70	36.30
所有者权益(亿元)	13.13	14.33	17.42	18.80
全部债务(亿元)	0.12	2.20	9.07	14.99
营业总收入(亿元)	5.03	7.85	10.52	2.48
利润总额(亿元)	1.20	1.91	2.57	0.65
经营性净现金流 (亿元)	0.61	1.55	1.76	-0.30
营业利润率 (%)	63.42	54.62	55.83	63.34
资产负债率 (%)	7.61	21.62	41.35	48.21
流动比率 (%)	981.46	324.42	170.31	282.59
全部债务/EBITDA (倍)	0.08	0.95	2.90	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	682.29	113.86	14.85	-

数据来源：公司 2019 年~2021 年经审计的合并财务报告及 2022 年 1-3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，公司主要产品仍为米卡芬净等高端仿制特色原料药，随着磷酸奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件，全产业链布局逐渐完善，具备较强的细分领域竞争力；
- 公司研发实力较强，拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台和吸入制剂技术平台等多个核心药物研发技术平台，截至 2021 年末已取得 186 项发明专利；
- 受益于下游客户需求增加，2021 年原料药销量大幅增加，带动公司营业收入和毛利润同步增长。

关注

- 公司外销收入占比仍较高，国际关系等因素将导致未来收入具有一定不确定性；
- 公司原料药业务供应链上、下游集中度仍较高，对单一供应商和客户依赖性仍较大；
- 部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；
- 由于在建项目持续投入，公司对外部融资依赖加大，跟踪期内债务规模迅速增加，未来仍存在一定资金支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。芬净类及恩替卡韦类原料药下游客户持续放量将使原料药销量继续增加，奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件后陆续放量将为公司带来新的收入增长点，公司收入、利润有望进一步增加。

评级方法及模型

《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021/6/24	高君子、莫琛	《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》 (RTFC020202004)	阅读原文

注：自 2021 年 6 月 24 日（首次评级）以来，博瑞医药主体信用等级未发生变化，均为 AA-/稳定

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
博瑞转债	2021/6/24	4.65	2022.01.04~ 2028.01.04	无	无

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2021 年博瑞生物医药（苏州）股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）提供的 2021 年度审计报告、2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

博瑞医药主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，截至 2022 年 3 月末，公司股本 4.10 亿股，控股股东自然人袁建栋持股比例为 27.69%，较 2021 年 3 月末无变化。实际控制人仍为袁建栋和钟伟芳。

公司主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域。公司依托在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新晶型、药械组合、药物靶向递送等方面的技术优势，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链。截至 2021 年末，公司已取得有效专利共 188 件，其中发明专利 186 件，并形成了众多在研项目。公司生产和质量体系与国际接轨，cGMP 生产质量体系通过美国 FDA、欧盟 EUGMP、日本 PMDA、韩国 KFDA 等多个国家及地区的官方认证及国内新版 GMP 认证。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 36.30 亿元，所有者权益 18.80 亿元，资产负债率为 48.21%。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 10.52 亿元和 2.48 亿元，分别实现利润总额 2.57 亿元和 0.65 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2021〕3551 号”文件核准，公司于 2022 年 1 月 4 日发行 6 年期 4.65 亿元的可转换公司债券，债券简称“博瑞转债”。

“博瑞转债”募集资金扣除保荐承销费及其他发行费用后净额为 4.57 亿元。截至 2022 年 3 月末，已累计投入募集资金总额 1.58 亿元，均用于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）项目建设，其余资金中，2.50 亿元用于短期流动性管理，其他资金存放募集资金专项账户。

截至本报告出具日，“博瑞转债”尚未到还本付息日。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位

数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

公司营业收入仍主要来源于高端仿制原料药研发、生产和销售，属于医药制造行业。

随着公立医院终端销售额恢复，2021年上半年医药制造行业收入增速同比增长，从中长期来看，随着人口老龄化发展、居民收入水平和医保参保率提升，行业需求将保持增长

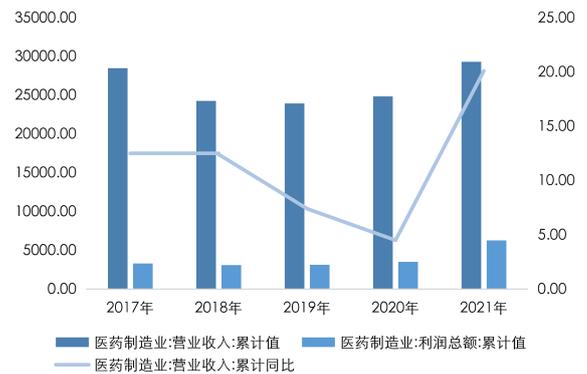
随着国民对健康需求的提高以及健康投入的增加，2013~2019年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增长，但由于国家药品集中采购的推进、国家医保管控的加强和重点监控药品目录的执行，增速逐步放缓。2020年新冠肺炎疫情发生，短期内受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降，我国三大终端六大市场药品销售额16437亿元，同比下降8.5%。2021年上半年，随着公立医院终端销售额恢复性增长，我国三大终端六大市场药品销售额达8393亿元，增速8.8%，同比增长19.5个百分点。

虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入增速有所下降。根据国家统计局数据，2020年，由于年初受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，随着疫情得到控制，行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长4.50%，增速进一步缩窄；2021年随着疫情防控常态化，医药行业生产消费情况有所回暖，实现营业收入29288.50亿元，同比增长20.10%。

图表 1：我国三大终端六大市场药品销售情况 (亿元、%)



图表 2：我国医药制造行业盈利情况 (亿元、%)



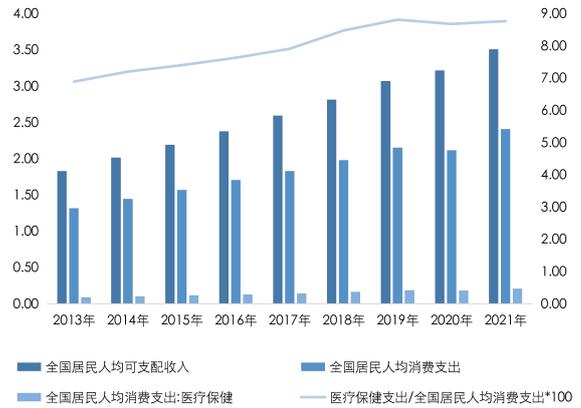
数据来源：米内网，工信部，国家统计局，东方金诚整理

我国 65 岁以上人口数量和占总人口的比重均增长，2021 年末 65 岁及以上人口达 2.01 亿人，占总人口的比重增长至 14.2%，人口老龄化提升了医药行业的刚性需求。另一方面，近年全国和城镇居民人均可支配收入逐年增长，2015~2021 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1165 元增至 2115 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重由 7.4% 提升至 8.8%；同时，我国医保参保人数也逐年增长，国家医保局数据显示，截至 2021 年底，基本医疗保险参保人数达 13.64 亿人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.54 亿人，同比增长 2.8%，参加城乡居民基本医疗保险人数 10.10 亿人，同比下降 0.7%。居民收入水平提升，医保参保率稳定，为医疗消费增长提供了保障，预计未来国内医药行业需求将保持增长。

图表 3: 我国总人口及 65 岁以上人口情况 (亿人、%)



图表 4: 居民人均可支配收入和医疗保健支出(单位: 万元)



数据来源: 国家统计局、人力资源和社会保障部, 国家医疗保障局, 国家卫生和计划生育委员会, 东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化, 药品价格呈下降趋势, 行业集中度提高, 并驱动企业向创新转型, 利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高, 属于典型的资金及技术密集型行业, 具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源, 提高行业整体竞争实力, 国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策, 不断提升制药行业准入门槛, 引导和鼓励落后产能择机退出。

近年新医保目录调整, 集采政策落地扩面, 药品价格呈下降趋势。2020 年, 国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》, 提出“1+4+2”的总体改革框架, 指出要完善医保目录动态调整机制, 将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围; 深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革, 坚持招采合一、量价挂钩, 全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着医疗卫生体制改革的不断深化, 医药企业进一步延续以价换量的模式, 化药降价预期不变, 中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制。2020 年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行, 质量体系进一步健全。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下, 短期内造成相关药品价格降低, 龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效, 小企业市场份额受到进一步挤占, 一批中小企业退出市场, 行业集中度提升。2015 年到 2021 年, 百强企业营收从 6131.0 亿元升至 9012.1 亿元, 在集中度方面, 百强企业的集中度由 22%左右提升 32.2%。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药物, 加快具有突出临床价值的临床急需药品上市, 规范临床急需短缺药品等优先审评审批, 2020 年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序(试行)》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)》、《药品上市许可优先审评审批工作程序(试行)》, 原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。随着审批制度的改革, 医保谈判进程加快, 创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃, 企业研发管理储备丰富, 药品上市申报数量增多, 2021 年申报 1 类化学药创新药注册申请 901 个, 同比增加 312 个, 共有 48 个创新药获批上市, 包括 20 个国产药物

和 28 个进口药物，主要集中在肿瘤和罕见病领域，其中 31 个以“优先审评”方式获批，2021 年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。预计未来行业政策将继续向研发实力强，创新能力高的企业倾斜，创新驱动发展将更加突出，预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业。

近年原料药行业监管趋严，原料药行业或面临环保等方面投入进一步增加的压力，行业规范化程度将进一步提升，有利于行业整体发展质量提升

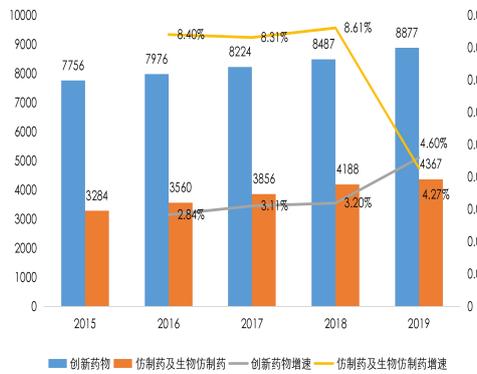
原料药行业属于重污染行业，近年来国内环保力度不断加强，相关法律、法规和政策陆续出台，2017 年《原料药制造排污许可证申请与核发技术规范》出台，2018 年起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开，包括江苏、河北等在内的多个原料药主要生产省份相继出台《江苏省城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》、《江苏省长江保护修复攻坚战行动计划实施方案》、《河北省关于促进生物产业加快发展的实施意见》等相关文件对原料药行业的环保提出更高的要求。部分原料药企业由于环保不达标而被关停或受到处罚，落后产能陆续被淘汰，行业集中度进一步提高；环保标准趋严，对原料药生产企业在技术水平和资金投入等方面提出了更高的要求。2021 年以来，多项原料药行业相关政策文件陆续出台，国家发改委和工业和信息化部发布的《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》，明确到 2025 年，开发一批高附加值高成长性品种，突破一批绿色低碳技术装备，培育一批有国际竞争力的领军企业，打造一批有全球影响力的产业集聚区和生产基地。同年 11 月，国务院反垄断委员会发布《国务院反垄断委员会关于原料药领域的反垄断指南》，要求进一步明确市场竞争规则，维护原料药领域市场竞争秩序，保护消费者利益和社会公共利益。监管趋严的背景下，行业内公司一方面或面临在环保等方面投入增加的压力，另一方面行业规范化程度进一步提高，有利于加快新形势下原料药产业高质量发展步伐，推动提升医药产业核心竞争力。

全球仿制药市场规模增长较快，人口持续老龄化、原研专利到期等因素将推动仿制药市场规模持续提升

仿制药是与被仿制药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用的替代药品，具有降低医疗支出、提高药品可及性、提升医疗服务水平等重要经济和社会效益。从全球范围来看，Frost & Sullivan 研究报告显示，2015~2019 年，全球仿制药及生物仿制药市场规模从 3284 亿美元增长至 4367 亿美元，复合年增长率为 7.4%；同期全球创新药物市场规模从 7756 亿美元增长至 8877 亿美元，复合年增长率为 3.4%，全球仿制药及生物仿制药市场规模复合年增长率高于创新药物。从国内范围来看，仿制药是中国医药市场的主导力量，根据《中国仿制药蓝皮书》，我国仿制药市场规模约占化学药市场规模的 60%以上，2020 受新冠病毒疫情影响，整体经济受到重创，仿制药整体市场规模跌至 8087 亿元，同比下降 16.7%。但随着疫情的控制和经济的恢复，2021 年中国仿制药市场规模将回升至 8757 亿元，同比增速 8.3%。整体来看，近年由于医保控费力度加大以及医保政策执行力增强等因素增速呈下降趋势，但受人口老龄化加速到来和疾病谱转变等因素影响，人们对仿制药尤其是慢性病仿制药的需求有增无减，预计未来全球及我国仿制药市场规模仍将保持低速增长。

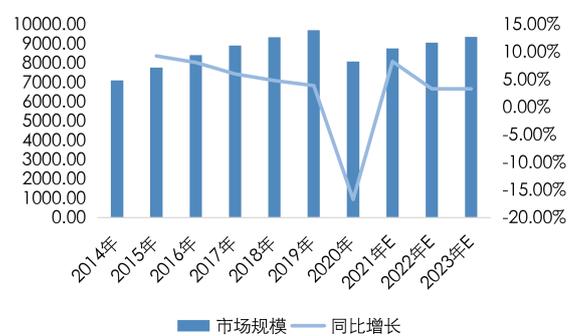
随着新药研发的难度和资金门槛不断提高，获批上市的新药数量有所放缓，2013~2030年间，全球药品中共有1666个化合物专利到期，未来随着原研专利到期，仿制药品种和数量将不断增多，将推动仿制药市场规模继续提升。

图表 5: 全球药物市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan、东方金诚整理

图表 6: 我国仿制药市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 《中国仿制药蓝皮书》(2021版)、东方金诚整理

业务运营

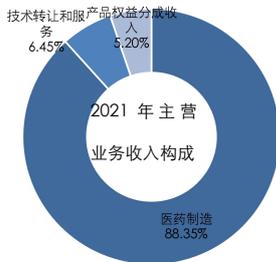
经营概况

公司主营业务收入和毛利润仍主要来源于原料药业务，受益于原料药业务收入、毛利率增加，2021年公司主营业务收入、毛利润和毛利率同比有所增长

跟踪期内，公司仍主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域。原料药业务仍是公司主要收入和毛利润来源，制剂业务、技术转让和服务、产品权益分成业务等仍对公司收入、利润形成一定补充。受原料药业务收入、毛利率增加影响，2021年公司主营业务收入、毛利润和毛利率均有所增长。

图表 7: 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况 (亿元、%)

类别	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医药制造	3.86	76.74	6.70	85.57	9.28	88.35
原料药 ¹	3.86	76.74	6.34	80.97	8.78	83.63
制剂	-	-	0.36	4.60	0.50	4.72
技术转让和服务	0.79	15.71	0.47	6.00	0.68	6.45
产品权益分成收入	0.38	7.55	0.66	8.43	0.55	5.20
合计	5.03	100.00	7.83	100.00	10.50	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
医药制造	2.14	55.39	3.34	49.77	4.92	53.07



¹ 包括原料药、中间体以及相关标准品、对照品和杂质。

原料药	2.14	55.39	3.09	48.65	4.70	53.57
制剂	-	-	0.25	69.53	0.22	44.26
技术转让和服务	0.71	89.25	0.31	65.28	0.43	63.58
产品权益分成收入	0.38	100.00	0.66	100.00	0.55	100.00
合计	3.23	64.04	4.31	54.93	5.90	56.19

资料来源：公司提供，东方金诚整理

医药制造业务

跟踪期内，公司主要产品仍为高端仿制特色原料药，磷酸奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件，从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链布局逐渐完善，受益于原料药、制剂收入同步增长，医药制造业务收入增幅较大，毛利率有所增长

医药制造业务仍由全资子公司博瑞生物医药泰兴市有限公司（以下简称“博瑞泰兴”）和博瑞制药（苏州）有限公司（以下简称“博瑞制药”）负责运营。博瑞泰兴仍主要负责部分医药中间体和原料药前序步骤的生产，博瑞制药主要负责规范市场中间体、原料药后续步骤和制剂的生产。公司从原料药制造向下游制剂产品延伸，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链。

公司产品仍包括高端仿制原料药和制剂，主要产品有阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净和恩替卡韦原料药及相关中间体，跟踪期内，磷酸奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件，全产业链布局逐渐完善。2021年受益于阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净原料药下游需求大幅增加，以及制剂产品收入体现，医药制造业务实现收入9.28亿元，同比增加38.38%；同期，实现毛利率53.07%，同比增加3.30个百分点。

图表8：公司主要在售产品介绍

产品名称	类型	主要技术	销售区域	治疗领域
阿尼芬净		发酵半合成	美国、欧洲、韩国	抗真菌。治疗念珠菌血症及其他类型念珠菌的感染和食管念珠菌病
米卡芬净		发酵半合成	美国、欧洲、日本、韩国	抗真菌。治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及ADS患者中性粒细胞减少症的预防治疗
卡泊芬净	原料药	发酵半合成	欧洲、韩国	抗真菌。经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌
吡美莫司原料药、子囊霉素中间体	原料药	发酵半合成	美国	免疫抑制。无免疫受损的轻度至中度异位性皮炎（湿疹）等
恩替卡韦		多手性	中国、印度、美国、欧洲、日本、韩国	抗病毒。治疗伴有病毒复制活跃、血清转氨酶持续增高的慢性乙型肝炎感染
磺达肝癸钠注射液	制剂	原料药为多手性技术	中国	用于进行下肢重大骨科手术如髋关节骨折、重大膝关节手术或者髋关节置换术等患者，预防静脉血栓栓塞事件的发生

注射用醋酸卡泊芬净	原料药为发酵半合成技术	经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌
-----------	-------------	--

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司研发实力较强，同时拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台和吸入制剂技术平台等多个核心药物研发技术平台，截至 2021 年末已取得 186 项发明专利

公司研发实力较强，跟踪期内，公司仍基于发酵半合成技术、多手性药物合成技术、靶向高分子偶联技术等多项具有全球先进水平的自主知识产权技术平台，开展高端仿制药、制剂和创新药研发。2021 年，公司研发费用 1.73 亿元，占营业收入的 16.47%，仍保持较高的研发投入比例。截至 2021 年末，公司共拥有专利 188 项，其中发明专利 186 件。

1.原料药

跟踪期内，受益于下游客户对原料药需求增加，公司原料药业务收入同比增长 38.46%，毛利率同比微增

公司原料药产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域，主要包括卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净原料药和中间体、恩替卡韦原料药和中间体等。2021 年，公司原料药（包含中间体）业务收入为 8.78 亿元，同比增长 38.46%，主要系下游需求增加拉动产品销量增长所致；同期，实现毛利率 53.57%，同比增长 4.92 个百分点。

图表 9：主要类别产品近年收入情况（亿元、%）

	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
恩替卡韦类	0.41	10.55	0.92	14.45	1.10	12.57
卡泊芬净类	1.00	25.93	0.87	13.72	1.18	13.49
米卡芬净类	0.37	9.49	0.79	12.40	1.60	18.20
阿尼芬净类	0.54	13.87	0.65	10.30	1.02	11.66
子囊霉素	0.40	10.28	0.54	8.57	0.30	3.45
其他	1.14	29.89	2.57	40.57	3.57	40.63
合计	3.86	100.00	6.34	100.00	8.78	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
恩替卡韦类	0.08	19.58	0.21	22.41	0.28	25.36
卡泊芬净类	0.44	43.80	0.50	57.98	0.78	65.91
米卡芬净类	0.28	76.79	0.61	77.89	1.22	76.23
阿尼芬净类	0.43	80.35	0.50	77.15	0.75	72.98
子囊霉素	0.28	70.41	0.36	66.98	0.18	58.89
其他	0.63	54.55	0.90	34.79	1.50	42.04
合计	2.14	55.39	3.09	48.65	4.70	53.57

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司 cGMP 生产质量体系通过美国、欧盟、日本、韩国等多个国家及地区的官方认证及国

内新版 GMP 认证，跟踪期内，公司多次通过药品监管部门的各类现场核查和 GMP 检查，规范的生产质量体系有助于原料药业务收入稳定性

公司采取以销定产的模式，中间体、原料药产品以自主生产为主，少量技术要求低的前端中间体会外协生产。公司生产和质量体系与国际接轨，cGMP 质量体系通过美国 FDA、欧盟 EUGMP、日本 PMDA、韩国 KFDA 等多个国家及地区的官方认证及国内新版 GMP 认证，跟踪期内，公司多次通过药品监管部门的各类现场核查和 GMP 检查，规范的质量生产体系有助于原料药业务收入稳定性。

产能利用率方面，由于同类别或工艺相近的医药产品可以共线生产，公司的产能按照同类产品的研发、生产需求规划，具体某个产品的生产能力可以根据市场情况或客户需求进行灵活调整。公司产品通常在反应釜中生产，特定时期内反应釜体积是固定的，因此选用反应釜的反应体积利用情况²来衡量公司生产能力。跟踪期内，公司生产车间整体产能利用率仍维持较好水平。

受益于下游客户需求增加，米卡芬净、卡泊芬净、阿尼芬净和恩替卡韦等多种主要产品销量均同比大幅增长，销售均价有所下降

跟踪期内，随着下游制剂客户放量，对原料药需求增加，公司米卡芬净、卡泊芬净、阿尼芬净和恩替卡韦等多种产品销量均同比大幅增长，带动原料药销售收入增长。分产品来看，恩替卡韦原料药受益于下游制剂客户在国内集采中标，需求量大幅增加；米卡芬净日本和欧美市场的下游客户制剂上市后进入放量阶段，原料药需求大幅增加；对卡泊芬净原料药而言，公司积极进行国际多市场开发，同时受到国内下游客户制剂产品申报的需求增加拉动，销量大幅增加；阿尼芬净制剂上市后进入放量阶段，带动原料药需求增加。

销售均价方面，公司原料药销售均价有所下降。恩替卡韦原料药受下游客户进入集采影响，销售均价持续下降；米卡芬净和阿尼芬净进入商业化放量阶段后，销售均价有所下降。

图表 10：公司主要原料药产品近年产销情况³

主要产品	2019 年	2020 年	2021 年	
恩替卡韦	产量（千克）	82.59	399.91	597.58
	销量（千克）	94.03	399.82	585.75
	销售收入（亿元）	0.23	0.79	1.02
	销售均价（万元/千克）	24.20	19.67	17.40
	产销率（%）	113.85	99.98	98.02
米卡芬净	产量（千克）	52.75	75.58	181.98
	销量（千克）	42.82	74.84	195.42
	销售收入（亿元）	0.28	0.51	1.13
	销售均价（万元/千克）	64.32	68.26	57.67
卡泊芬净	产销率（%）	81.18	99.02	107.39
	产量（千克）	52.73	84.13	95.91

²公司根据自身生产特点，按一年里除节假日外的 250 个工作日作为统计基数确认公司及下属子公司的产能利用率，产能利用率=Σ（使用的反应釜体积*使用天数）/（反应釜总体积*250）。

³产销量仅包括原料药产量、销量，不包括相应中间体产品产量、销量。产量为公司生产线全部产量，销量仅为对外销售量，不包含内部耗用量。

	销量 (千克)	39.10	81.58	103.11
	销售收入 (亿元)	0.38	0.76	0.99
	销售均价 (万元/千克)	97.78	92.51	96.24
	产销率 (%)	74.15	96.97	107.51
	产量 (千克)	38.08	76.04	45.04
阿尼芬净	销量 (千克)	34.77	45.26	74.81
	销售收入 (亿元)	0.50	0.59	0.85
	销售均价 (万元/千克)	143.46	129.90	113.35
	产销率 (%)	91.31	59.52	166.10

资料来源：公司提供、东方金诚整理

跟踪期内，公司与客户保持稳定合作，但客户集中度仍较高，对重要客户存在一定依赖性，同时公司外销收入占比仍较高，国际关系等因素将导致未来收入具有一定不确定性

销售模式方面，对于境外业务，公司仍主要通过自主开拓方式进行客户开发，辅以代理商渠道；对于境内业务，公司仍以自主开发客户为主。境外客户账期多为2~3个月，以电汇或国际信用证方式结算；境内客户账期通常3~6个月，多为先货后款。境外仍主要销往欧洲、美国、日本等地，2021年公司外销收入⁴4.89亿元，占主营业务收入比重为46.54%，外销收入占比仍较高，国外疫情扩散、进口国政策法规变动以及国际关系等因素仍将导致公司未来收入具有一定不确定性。

跟踪期内，公司下游客户整体较为稳定，前五名客户销售额合计占年度销售总额比例为36.25%，客户集中度仍较高，且对重要客户仍存在一定依赖性。

图表 11：2021 年公司前五大客户销售情况⁵ (亿元、%)

客户名称	销售额	占营业收入的比例
客户 A	1.70	16.14
客户 B	0.78	7.44
客户 C	0.52	4.92
客户 D	0.42	3.99
客户 E	0.40	3.76
小 计	3.81	36.25

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司主要采购部分原料药中间体及基础物料，与供应商合作较为稳定，但供应商集中度仍较高

原材料采购方面，在原料药生产中，公司采购合成环节相对前端、工艺难度较小、技术保密性要求较低或客户对质量要求相对较低的前端中间体，以及基础原物料（包括溶剂、纯化用填料等）等。前端中间体采购中，根据公司相关产品的生产工艺和技术要求，向供应商询价，选择性价比高的供应商合作，具有较强的定制属性，缺乏权威的市场价格，跟踪期内，采购价格受采购数量的影响小幅波动；二氯甲烷、甲醇、山梨醇、乙腈为大宗化工原料，跟踪期内，

⁴ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

⁵ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

采购价格随市场行情有所波动。

公司与供应商合作较为稳定，2021年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重为40.38%，较上年变动不大，供应商集中度仍较高。

2. 制剂业务

跟踪期内，磷酸奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件，带动制剂业务销售收入增长，但由于部分制剂结算方式变更，毛利率降幅较大

公司在原料药研发、生产的基础上，进一步向制剂领域延伸产业链，制剂生产主要由子公司博瑞制药负责运营。2020年起公司制剂产品开始实现商业化销售。

公司积极推进制剂产品的审评审批工作，2021年，公司注射用米卡芬净钠通过了仿制药一致性评价、磷酸奥司他韦胶囊和奥拉西坦注射液获得了生产批件、恩替卡韦片在印度尼西亚获批；此外，截至2021年末，公司甲磺酸艾立布林注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂、阿加曲班注射液和注射用伏立康唑在审评中，泊沙康唑制剂、注射用曲贝替定、羧基麦芽糖铁注射液、蔗糖铁注射液等制剂产品处于在研阶段。2021年，公司注射用艾司奥美拉唑钠、注射用米卡芬净钠和磷酸奥司他韦胶囊纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，无纳入《国家基本医保目录》产品。

图表 12: 2021 年公司通过审批的药（产）品情况

	产品名称	注册分类/国家	进展情况	通过时间
国内	注射用米卡芬净钠	一致性评价	通过仿制药质量和疗效一致性评价	2021
	奥拉西坦注射液	原化学药品第6类	已取得生产批文	2021
	磷酸奥司他韦胶囊	化学药品4类	已取得生产批文	2021
	注射用BGC0228	化学药品1类	已取得临床试验通知书	2021
国外	恩替卡韦片	印度尼西亚	已获批	2021

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司制剂生产所需原料药主要内部供给，具有一定成本优势；目前主要生产产品是磺达肝癸钠注射液、注射用醋酸卡泊芬净和磷酸奥司他韦胶囊。2021年，随着公司磷酸奥司他韦胶囊等获得了生产批件开始销售，制剂产品销售收入0.50亿元，同比增加37.08%；毛利率44.26%，同比减少25.27个百分点，主系部分制剂结算方式变更所致。

制剂业务是公司未来重点发展方向之一，目前公司正在推进“海外高端制剂药品生产项目”、“吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）”等制剂生产线的建设，随着更多在研品种通过审评审批，公司制剂业务收入有望进一步增长。

其他业务

公司其他业务包括技术转让和服务业务以及产品权益分成业务，分别在客户制剂产品上市前、后确认，仍对公司收入和毛利润形成一定补充

其他业务收入包括技术转让和服务业务收入以及产品权益分成收入。技术转让和服务业务

仍主要发生在下游客户制剂上市前，转让技术或为客户提供注册等相关服务，根据与客户合作进展里程碑式确认收入。产品权益分成收入仍主要发生在客户制剂产品上市销售后，公司按照一定方式和比例享受客户制剂产品利润分成。技术转让和服务业务以及产品权益分成使得公司收入确认时间线延长。

技术转让和服务业务方面，公司在未接受客户委托的情况下，自主立项并研究开发，在研发达到特定阶段后，公司根据自身产品布局和相关产品的市场需求状况，将部分产品以技术转让或技术服务的形式与下游客户进行合作，指导客户完成独立的研发流程、协助客户取得临床试验批件和生产批件等⁶。该业务模式下，公司根据双方事先约定的阶段性工作完成情况收取报酬，并通过合作加速相关产品的商业化进程，有助于带动公司中间体和原料药的销售。目前公司技术转让和服务业务主要涉及基于多手性药物平台的产品磺达肝癸钠、艾立布林，基于偶联药物平台的创新药 BGC0222 等。

2021 年，公司技术服务多个订单完成里程碑交付，同时积极开发抗体偶联药物（ADC）技术服务需求客户，实现技术收入 0.68 亿元，较上年同期增长 44.17%；实现毛利润 0.43 亿元，同比增加 0.12 亿元；实现毛利率 63.58%，同比下降 1.70 个百分点。

产品权益分成业务方面，凭借研发技术优势，公司与部分客户约定由公司提供原料药技术支持的制剂产品上市销售后，公司可按照一定方式和比例享受客户制剂销售的利润分成。公司主要权益分成产品涉及卡泊芬净制剂、阿尼芬净制剂和吡美莫司原料药等。2021 年，公司权益分成收入 0.55 亿元，同比下降 17.59%，毛利率仍为 100.00%⁷，收入下降主要系该业务收入对应产品进入成熟期，合作伙伴的竞争对手增加导致销售利润减少所致。

总体来看，技术转让和服务业务以及产品权益分成业务，分别在客户制剂产品上市前、后确认，在使公司收入确认时间线延长的同时，仍能对公司收入和毛利润形成一定补充。

未来发展

公司在建项目后续投资规模较大，公司未来存在一定资金支出压力，部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险

截至 2021 年末，公司重点在建项目预计总投资 19.76 亿元，累计已投入 10.97 亿元，尚需投入 8.79 亿元，主要用于原料药和制剂生产。原料药生产线短期主要用以解决公司近期发展的产能制约问题，并为新产品上市提供必要的产能支持。制剂项目方面，吸入剂、铁剂等拥有较好的市场空间规模，未来在建项目完工投产后，将有助于业务规模增加。但部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，若未来监管政策、市场竞争态势发生变化或研发进度趋缓，公司或将面临产能消纳风险。

⁶ 对于仿制药技术服务项目，通常立项时即明确对应的技术合同，按独立的项目编号单独核算，相关支出计入技术收入成本；对于创新药技术转让项目，通常立项时为自主研发项目，尚未明确是否会对外转让，相关支出计入研发费用，在签订技术转让合同后，项目后续的支出计入技术转让成本。

⁷ 公司权益分成收入由于是按照客户相关产品收入或利润的一定比例提取，公司不发生额外的支出，因此毛利率为 100%。

图表 13 截至 2021 年末在建项目情况 (亿元)

项目名称	项目内容	总投资	预计工程周期	已投资	资金来源
泰兴原料药和制剂生产基地 (一期) ⁸	恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、奥司他韦、吡美莫司原料药生产基地	3.60	2019.1~2021.12	3.14	IPO 募集资金
海外高端制剂药品生产项目	注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠、注射用阿尼芬净、磺达肝癸钠注射液、奥司他韦类产品等	4.40	2020.4~2023.6	4.16	IPO 超募资金+自有资金
博瑞 (山东) 原料药一期项目	原料药	3.00	2020.11~2022.10	2.03	自有资金
泰兴原料药和制剂生产基地 (二期)	纽莫康定 (卡泊芬净中间体)、子囊霉素 (吡美莫司中间体)、米卡芬净、阿尼芬净等。	3.10	2021.7~2023.6	1.20	自有资金
吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目 (一期)	抗流感病毒制剂产品、呼吸系统制剂产品、抗肿瘤制剂产品和辅助生殖领域制剂产品等	5.67	2021.1~2024.12	0.43	自有资金+可转债募集资金
合计		19.76	-	10.97	

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司董事会、监事会完成换届选举，除此以外，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化，实际控制人仍为袁建栋先生及其母亲钟伟芳女士。

截至 2022 年 3 月 31 日，实际控制人袁建栋和钟伟芳直接持有公司股份 152728092 股，占公司总股本的 37.25%，无质押股份。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年的合并财务报告及 2022 年 1~3 月合并财务报表，公证天业会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2021 年合并财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2022 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

⁸ 截至 2022 年 4 月 28 日，该项目土建工程、机电安装已完成，除综合楼、质检中心外其他单体均已完成建筑物验收、消防验收，后续将进行试生产许可及竣工验收申请。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 12 家，较上年末增加 4 家⁹。

资产构成与资产质量

随着在建工程的持续投入以及收到可转债募集资金，跟踪期内公司资产规模大幅增加，资产结构仍以非流动资产为主

随着在建工程的持续投入，跟踪期内公司资产规模大幅增加，截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 36.30 亿元，较 2020 年末增加 98.61%，其中非流动资产占比 63.10%，资产结构仍以非流动资产为主。

由于收到可转债募集资金，2022 年 3 月末，公司流动资产规模大幅增加，主要由应收账款、货币资金、交易性金融资产和存货等构成。2021 年末，公司应收账款规模同比增幅较大，周转速度有所减缓，除营业收入增长导致应收账款规模相应增加外，春节临近时主要产品客户进行一定备货、信用期相对较长的商业化产品收入增长导致应收账款规模大幅增加；截至 2021 年末，公司应收账款余额 4.00 亿元，计提坏账准备 0.26 亿元，计提比例 6.62%；其中账龄在 1 年以内的应收账款余额占比约 98%；2022 年 3 月末，应收账款规模进一步增加至 4.25 亿元。货币资金主要用于日常生产经营周转，跟踪期内变动不大，2021 年末作为承兑汇票保证金而受限的货币资金 0.04 亿元。2021 年末，公司交易性金融资产规模较小；2022 年 3 月末，由于将暂时闲置的可转债募集资金进行现金管理，交易性金融资产规模大幅增加。公司存货主要为在产品 and 库存商品，2021 年末，存货账面价值同比变动不大，周转速度有所加快；但存货跌价准备计提有所增多；2022 年 3 月末，存货账面价值较期初有所增加。

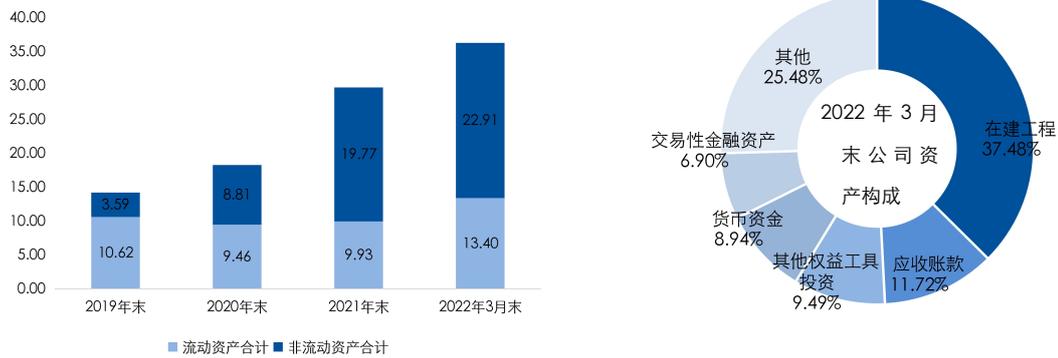
由于在建工程持续投入，跟踪期内，公司非流动资产规模增幅很大，主要由在建工程、其他权益工具投资和固定资产等构成。公司在建工程主要为海外高端制剂药品生产项目、泰兴原料药和制剂生产基地（一、二期）、博瑞（山东）原料药一期项目，随着项目建设投入不断增加，跟踪期内在建工程账面价值大幅增加。其他权益工具投资主要为对外股权类投资，由于新增对 BRIGHT INNOVATIVE LP¹⁰、徕特康（苏州）生物制药有限公司等的投资，2021 年末规模增幅较大。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和实验设备等，跟踪期内规模微增。

截至 2021 年末，公司受限资产规模为 4.54 亿元，占同期资产总额比重为 15.30%，占净资产比重为 26.09%，受限原因为票据保证金和借款抵押；其中受限在建工程、无形资产分别为 3.98 亿元和 0.53 亿元。

⁹ 因开始经营纳入合并范围子公司 2 家：博瑞医药（海南）有限公司、博瑞健康产业（海南）有限公司；新设子公司 1 家：赣江新区博瑞创新医药有限公司；新购入二级子公司 1 家：海南瑞一鸣医药科技有限公司。

¹⁰ 公司之全资子公司香港博瑞 2021 年投资股权投资基金 BRIGHT INNOVATIVE LP 650 万美元，占其股份总额的 100%，作为有限合伙人对其经营决策不具有重大影响。

图表 14: 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 1~3 月
应收账款	1.85	1.77	3.73	4.25
货币资金	5.65	3.40	3.37	3.24
交易性金融资产	0.00	1.80	0.01	2.51
存货	1.37	2.03	2.00	2.29
流动资产合计	10.62	9.46	9.93	13.40
在建工程	0.18	2.19	11.31	13.61
其他权益工具投资	0.01	1.27	2.96	3.44
固定资产	2.26	2.33	2.38	2.45
非流动资产合计	3.59	8.81	19.77	22.91
资产总额	14.21	18.28	29.70	36.30

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

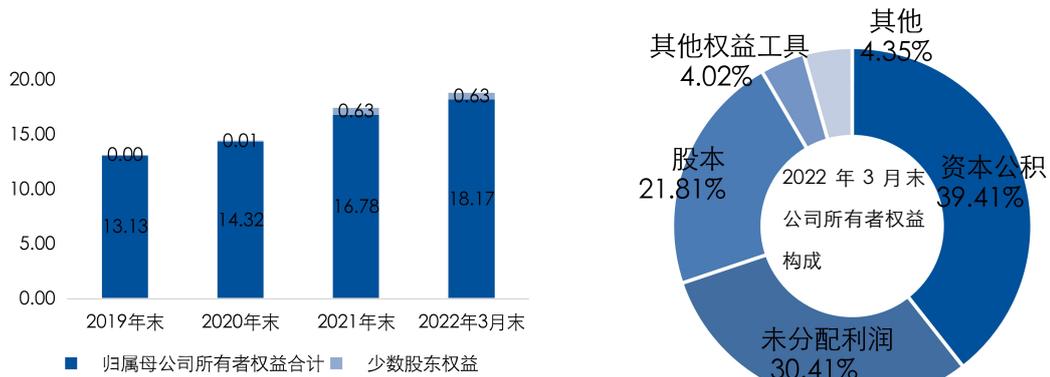
资本结构

受益于经营积累, 跟踪期内公司所有者权益继续增长, 资本构成仍以资本公积和未分配利润为主

受益于经营积累, 跟踪期内公司所有者权益继续增长, 截至 2022 年 3 月末, 公司所有者权益为 18.80 亿元, 主要由资本公积、未分配利润和股本等构成。

跟踪期内, 公司资本公积仍以股本溢价为主, 由于子公司赣江新区博瑞创新医药有限公司引入少数股东形成资本溢价、长期股权投资其他权益变动等原因, 资本公积微增; 2021 年末, 受益于经营积累, 公司未分配利润大幅增加, 股本同比无变化, 仍为 4.10 亿元。

图表 15: 公司所有者权益情况 (亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务随在建项目投入快速增长, 债务结构以长期有息债务为主, 在建项目未来大规模资金支出将导致有息债务规模继续增长

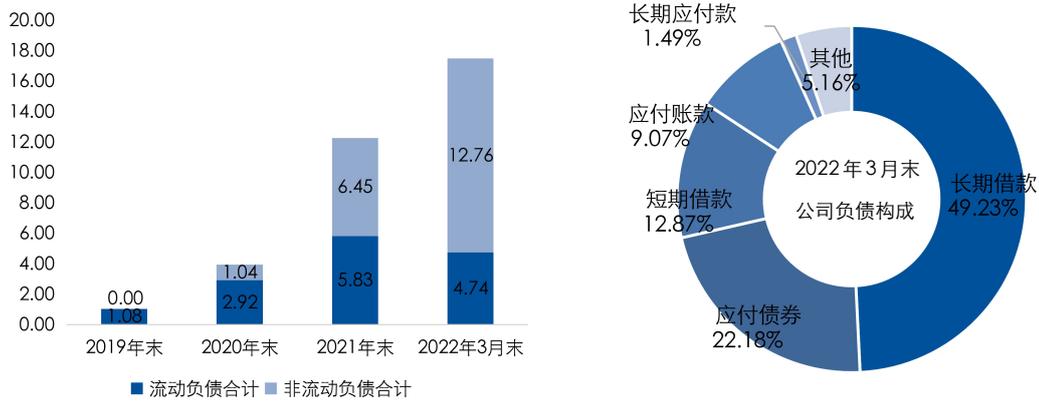
跟踪期内, 由于长短期借款大幅增加以及可转债发行, 公司负债总额大幅增加, 截至 2022 年 3 月末为 17.50 亿元, 负债结构调整以非流动负债为主。

2022 年 3 月末, 公司流动负债 4.74 亿元, 主要由短期借款和应付账款等构成。由于公司营业收入增长较快对流动资金的需求提升, 同时在建项目方面的投资继续增加, 公司短期借款增幅较大, 以保证借款为主。2021 年末, 由于应付工程设备款增加, 应付账款增加 1.29 亿元至 2.08 亿元, 2022 年 3 月末, 随着部分款项支付, 应付账款规模较期初有所下降。

由于长期借款增加以及“博瑞转债”发行, 跟踪期内公司非流动负债总额大幅增加, 截至 2022 年 3 月末, 公司非流动负债规模 12.76 亿元, 以长期借款和应付债券为主。随着在建工程项目所需资金投入持续增长, 2021 年末, 公司长期借款同比增加 698.15%, 以混合借款¹¹为主, 还款区间为 2023 年 1 月至 2026 年 9 月, 利率区间 1.61%~5.00%, 2022 年 3 月末, 长期借款进一步增加至 8.62 亿元。2021 年末, 公司无已发行未兑付的债券, 2022 年 1 月 4 日“博瑞转债”发行, 2022 年 3 月末, 应付债券账面价值 3.88 亿元。

¹¹ 同一笔借款, 混合了保证、抵押、质押等增信措施。

图表 16：公司负债情况（亿元）



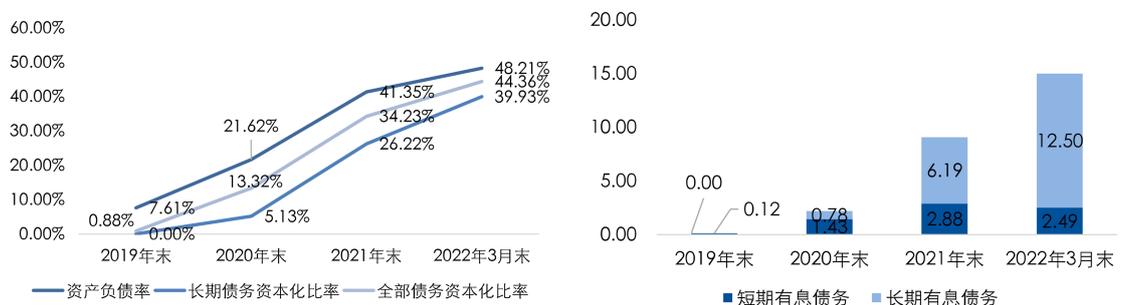
项目	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年 1~3 月
短期借款	-	1.40	2.57	2.25
应付账款	0.41	0.80	2.08	1.59
流动负债合计	1.08	2.92	5.83	4.74
长期借款	-	0.78	6.19	8.62
应付债券	-	-	-	3.88
非流动负债合计	-	1.04	6.45	12.76
负债总额	1.08	3.95	12.28	17.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增加，2022年3月末，全部债务规模14.99亿元，以银行借款和可转换债券为主，少量租赁负债等，债务期限结构以长期债务为主。2021年末及2022年3月末，公司资产负债率大幅增加；同期末，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均大幅增长。公司在建项目仍需大规模资金支出，预计未来有息债务规模将继续增长。

对外担保方面，截至2021年末，公司无对合并报表范围外企业担保情况。

图表 17：公司有息债务情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，受益于下游需求增长带动原料药销量增长，公司营业收入和利润总额同步增长，

营业利润率微增，未来随着新产品陆续获批生产，收入及利润仍有望保持增长

2021年，受益于下游需求增长带动原料药销量增长，公司销售收入增长，公司营业收入同比增长34.00%，同期，生产部门通过优化工艺等降低生产成本，营业利润率同比增长1.20个百分点。2021年，公司期间费用仍以研发费用和管理费用为主，期间费用占收入比重同比变动不大。

非经常性损益方面，2021年，公司其他收益0.06亿元，同比减少47.33%，主要为与收益相关的政府补助等；同期，公司投资收益0.09亿元，同比增加0.06亿元，主要系处置长期股权投资产生投资收益所致。总体来看，非经常性损益对公司利润总额的贡献不大，跟踪期内，公司利润总额2.57亿元，同比增加34.57%，主要系经营性收益增加所致。

2021年，公司总资本收益率分别为9.34%，同比减少1.03个百分点；净资产收益率为13.64%，同比增加1.82个百分点，受债务规模增加影响，总资本收益率有所下降。预计未来随着新产品陆续获批，新技术平台逐渐成熟，公司营业收入及利润总额仍有望保持增长。

图表 18：公司盈利能力情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~3月，公司实现营业收入2.48亿元，同比增加31.53%，营业利润率63.34%，同比增加9.84个百分点，由于研发投入增加，期间费用率较2021年有所增加；同期，实现利润总额0.65亿元，同比增加19.77%。

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流净流入规模扩大，受已商业化品种账期较长影响，经营获现能力有所下降，在建工程项目持续投入导致投资活动现金流量净额持续净流出，对外部融资依赖增加

2021年，受益于主要产品销量提升，公司经营活动现金流入有所增加，由于应付供应商款项增加导致购买商品、接受劳务支付的现金同比微降，经营活动现金流量净额仍为净流入且规模同比增加13.28%；同期，现金收入比为82.90%，同比减少13.13个百分点，由于已商业化品种账期较长，经营获现能力有所下降。

投资活动现金流方面，2021年投资活动现金流入仍主要是收回投资收到的现金，投资活动现金流出仍主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金，由于在建工程项目持续投入，投资活动现金流量仍保持大规模净流出。

筹资活动现金流方面，跟踪期内，由于在建项目持续投入资金需求增加，公司对债务融资的依赖性大幅增加，筹资活动现金流量净额呈现大幅净流入状态。

图表 19：公司现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~3月，由于回款较少而支出较多，公司经营活动现金流量净额转为净流出0.30亿元，投资活动现金流量净额持续净流出6.43亿元，由于新增借款和收到可转债募集资金，筹资活动现金流量净流入6.64亿元。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均较2020年末有所下降；随着公司债务规模的增加，经营性净现金流对流动负债保障程度下降。截至2021年末，公司未受限货币资金期末余额3.33亿元，短期有息债务2.88亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较好。

从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司EBITDA利息倍数大幅下降，全部债务/EBITDA大幅上升。

截至2022年3月末，公司合并口径的银行授信总额约23.63亿元，未使用额度12.60亿元，具有一定备用流动性。

图表 20：公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率	981.46	324.42	170.31	282.59
速动比率	854.96	254.76	136.00	234.33
经营现金流流动负债比	56.68	53.28	30.20	-
EBITDA 利息倍数	682.29	113.86	14.85	-
全部债务/EBITDA	0.08	0.95	2.90	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，受在建工程增加影响，公司资产规模增幅较大，同时由于在建工程项目资金需求增加，公司对外部融资的依赖性加大；受益于经营积累，公司所有者权益稳定增长；公司营业收入和利润总额保持增长，营业利润率同比微增；公司经营性现金流波动较大，

经营获现能力有所下降，在建工程项目持续投入导致投资活动现金流量净额持续净流出，对债务融资的依赖性大幅增加。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《基本信用信息报告》，截至2022年5月18日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。

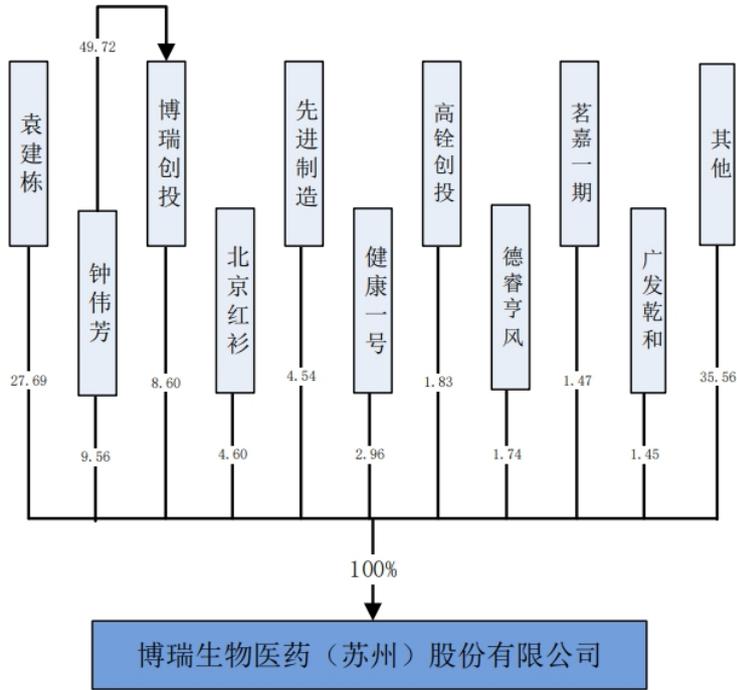
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司主要产品仍为米卡芬净等高端仿制特色原料药，随着磷酸奥司他韦胶囊等制剂产品获得生产批件，全产业链布局逐渐完善，具备较强的细分领域竞争力；公司研发实力较强，拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台和吸入制剂技术平台等多个核心药物研发技术平台，截至2021年末已取得186项发明专利；受益于下游客户需求增加，2021年原料药销量大幅增加，带动公司营业收入和毛利润同步增长。

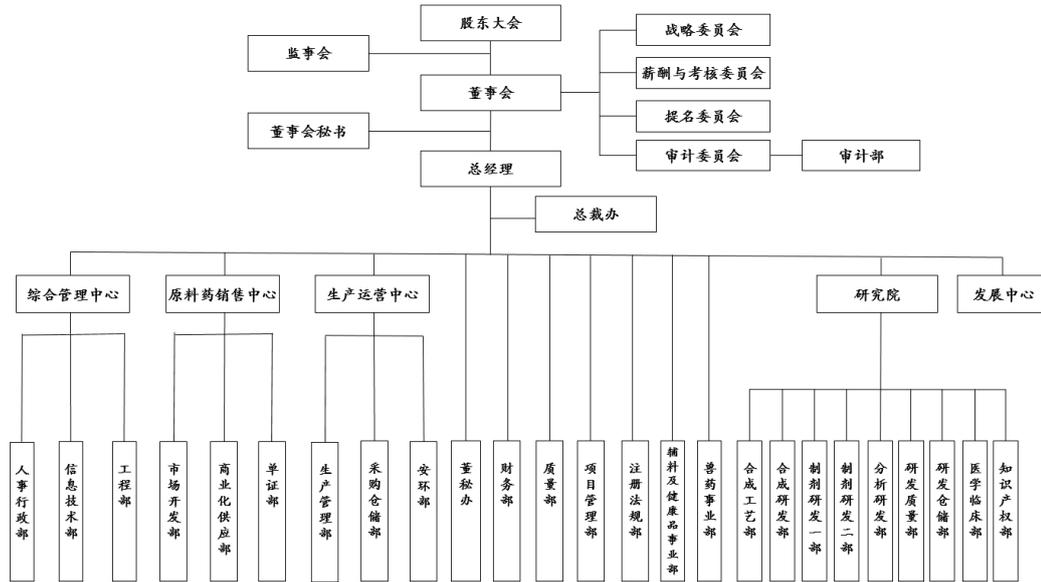
同时，东方金诚关注到公司外销收入占比仍较高，国际关系等因素将导致未来收入具有一定不确定性；公司原料药业务供应链上、下游集中度仍较高，对单一供应商和客户依赖性仍较大；由于在建项目持续投入，公司对外部融资的依赖性加大，跟踪期内债务规模迅速增加，未来仍存在一定资金支出压力；部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险。

综合分析，东方金诚维持博瑞医药主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“博瑞转债”信用等级为AA-。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：博瑞医药主要财务数据和财务指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	14.21	18.28	29.70	36.30
所有者权益（亿元）	13.13	14.33	17.42	18.80
负债总额（亿元）	1.08	3.95	12.28	17.50
短期债务（亿元）	0.12	1.43	2.88	2.49
长期债务（亿元）	-	0.78	6.19	12.50
全部债务（亿元）	0.12	2.20	9.07	14.99
营业收入（亿元）	5.03	7.85	10.52	2.48
利润总额（亿元）	1.20	1.91	2.57	0.65
净利润（亿元）	1.11	1.69	2.38	0.58
EBITDA（亿元）	1.54	2.33	3.12	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.61	1.55	1.76	-0.30
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.56	-5.42	-8.90	-6.43
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	4.40	1.86	7.04	6.64
毛利率（%）	64.04	54.93	56.23	63.58
营业利润率（%）	63.42	54.62	55.83	63.34
销售净利率（%）	22.08	21.56	22.57	23.27
总资本收益率（%）	8.40	10.37	9.34	-
净资产收益率（%）	8.46	11.82	13.64	-
总资产收益率（%）	7.82	9.27	8.00	-
资产负债率（%）	7.61	21.62	41.35	48.21
长期债务资本化比率（%）	-	5.13	26.22	39.93
全部债务资本化比率（%）	0.88	13.32	34.23	44.36
货币资金/短期债务（%）	4850.18	238.14	117.11	130.21
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-812.63	-175.60	-78.73	-
流动比率（%）	981.46	324.42	170.31	282.59
速动比率（%）	854.96	254.76	136.00	234.33
经营现金流动负债比（%）	56.68	53.28	30.20	-
EBITDA 利息倍数（倍）	682.29	113.86	14.85	-
全部债务/EBITDA（倍）	0.08	0.95	2.90	-
应收账款周转率（次）	3.17	4.34	3.82	-
销售债权周转率（次）	3.12	4.34	3.82	-
存货周转率（次）	1.51	2.08	2.28	-
总资产周转率（次）	0.44	0.48	0.44	-
现金收入比（%）	91.87	96.04	82.90	83.36

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。