

# 信用评级公告

联合〔2023〕1177号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江花园生物高科股份有限公司及其拟发行的向不特定对象发行的可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定浙江花园生物高科股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，浙江花园生物高科股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券的信用等级为 AA<sup>-</sup>，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：

二〇二三年二月二十八日

# 浙江花园生物高科股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>-</sup>

本次债券信用等级：AA<sup>-</sup>

评级展望：稳定

## 债项概况：

本次债券发行规模：不超过12.00亿元(含)

本次债券期限：6年

募集资金用途：骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产6000吨维生素A粉和20000吨维生素E粉项目、年产5000吨维生素B6项目、年产200吨生物素项目、高端仿制药研发项目

评级时间：2023年2月28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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	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	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体调整信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA <sup>-</sup>

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“公司”或“花园生物”）的评级反映了公司作为国内大型维生素D3系列产品和心血管、神经系统等慢性疾病仿制药制剂的研发、制造和销售企业，在产品市场占有率、技术储备、产业链完整度方面具备的综合竞争优势。2021年，公司完成对浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）的同一控制下企业合并，切入医药制造领域，在国家药品集中采购政策背景下，营业总收入和利润总额大幅增长；同时，联合资信也关注到维生素D3产品价格波动较大，对公司食品制造业务盈利能力有一定影响；中国医药行业处于医疗体制改革进程中，公司医药制造业务发展面临一定不确定性；公司完成对花园药业并购造成所有者权益规模显著下降，所有者权益中未分配利润所占比例偏高，结构稳定性偏弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司本次拟发行6年期、不超过12.00亿元(含)的可转换公司债券。从本次可转换公司债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

公司EBITDA和经营活动现金流对本次可转换公司债券保障一般。

未来，随着在建食品制造项目陆续达产，公司经营业绩有望得到提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，本次可转换公司债券信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司具备完整的维生素D3产业链条，维生素D3产品市场份额、制造技术、产品种类丰富程度居于国内领先地位。公司形成了从上游原材料方面发展胆固醇、精制羊毛脂，逐步介入化妆品原材料领域，下游应用方面进入25-羟基维生素D3、环保灭鼠剂，进入维生素D3高端领域的完整产业链条，维生素D3产品全球市场份额和羊毛脂

分析师：华艾嘉 李敬云  
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](http://www.lhratings.com)

胆固醇市场份额居于全球领先地位。

2. **公司心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品具备竞争优势。**公司医药制造业务主要产品缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片取得药品注册证书或补充申请批准通知书（视同通过一致性评价），并成功中选国家或广东联盟集采，对公司未来业绩形成良好支撑。
3. **公司现金类资产储备充实，财务弹性良好。**截至2022年3月末，公司现金类资产对短期债务保障程度很高；公司全部债务资本化比率和资产负债率处于较低水平，财务弹性良好。

#### 关注

1. **公司主营的维生素D3产品价格波动较大，对公司食品制造业务毛利率影响较大。**维生素D3所属维生素行业的发展具有一定的周期性，其波峰波谷出现的时点及持续时间受国内外宏观经济环境及行业自我调整等诸多因素共同影响。近年来，维生素D3产品价格低位运行，公司食品制造业务毛利率有所下降。
2. **公司医药制造业务面临一定政策风险。**目前，中国医药行业正处于医疗体制改革的进程中，相关政策法规的出台正在不断改变市场竞争格局，如果公司不能及时、较好地适应政策调整变化，将可能面临经营业绩下滑的风险；随着药品价格改革，医药市场竞争的加剧，可能对公司盈利能力造成影响；随着国家组织药品集中采购工作推进和带量采购药品范围逐渐扩大，如果未来公司部分主要销售产品被纳入集采范围，且公司未中选，或将对公司相应产品的销售产生不利影响。
3. **所有者权益稳定性偏弱。**2021年，公司完成对花园药业的同一控制下企业合并，造成归属于母公司所有者权益规模显著下降；公司所有者权益中未分配利润所占比例很高，所有者权益结构稳定性偏弱。

### 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)	6.07	13.63	5.05	8.12
资产总额(亿元)	20.80	35.70	35.25	38.76
所有者权益(亿元)	17.43	28.79	22.79	24.30
短期债务(亿元)	2.55	2.40	4.24	6.31
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	2.55	2.40	4.24	6.31
营业总收入(亿元)	7.18	6.59	11.17	3.87
利润总额(亿元)	3.99	2.88	5.85	1.77
EBITDA(亿元)	4.44	3.50	6.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.67	4.27	5.04	2.46
营业利润率(%)	68.21	57.30	67.35	71.55
净资产收益率(%)	19.72	9.05	22.38	--
资产负债率(%)	16.18	19.35	35.36	37.31
全部债务资本化比率(%)	12.76	7.71	15.69	20.62
流动比率(%)	304.19	310.38	123.70	124.84
经营现金流动负债比(%)	110.11	73.86	56.15	--
现金短期债务比(倍)	2.38	5.67	1.19	1.29
EBITDA 利息倍数(倍)	69.80	20.72	59.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.57	0.69	0.66	--
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)	21.79	29.88	29.34	/
所有者权益(亿元)	15.36	26.76	20.22	/
全部债务(亿元)	2.55	2.00	2.99	/
营业收入(亿元)	7.54	6.19	7.17	/
利润总额(亿元)	3.64	2.79	2.46	/
资产负债率(%)	29.52	10.45	31.07	/
全部债务资本化比率(%)	14.24	6.96	12.89	/
流动比率(%)	137.60	327.20	108.24	/
经营现金流动负债比(%)	106.57	-101.40	78.21	/

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 公司 2019 年财务数据采用 2020 年年初调整数, 2020 年财务数据采用 2021 年年初调整数, 即假设花园药业自 2020 年起纳入合并范围; 3. 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

### 主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

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浙江花园生物高科股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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

# 浙江花园生物高科股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

### 一、主体概况

浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“公司”）系经浙江省人民政府企业上市工作领导小组出具“浙上市（2003）号”文批准，在浙江花园生物高科有限公司整体改制基础上，由全体股东作为发起人共同发起设立的股份有限公司。公司于2014年10月在深圳证券交易所上市，股票代码“300401.SZ”。经过历次股权结构变更，截至2022年3月末，公司总股本为5.51亿股，浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）持有公司26.20%股份，为公司控股股东；公司实际控制人为邵钦祥，邵钦祥家族通过花园集团有限公司（以下简称“花园集团”）直接和间接持有祥云科技全部股权。截至2022年5月11日，公司控股股东累计质押所持公司股票0.99亿股，占其所持股份的68.78%。

公司经营范围：食品添加剂的生产和销售，饲料添加剂的生产（范围详见《饲料添加剂生产许可证》）。医药中间体、化工产品（不含危险品和国家专项规定产品）、工业副产品氯化钾、氯化锌水溶液及氯化钙、甲酸水溶液、氨水的生产、销售，饲料添加剂的销售，胆钙化醇原药、胆钙化醇饵粒的生产与销售，经营进出口业务（范围详见《中华人民共和国进出口企业资格证书》）。

截至2022年3月末，公司本部内设办公室、总工办、财务部、供应部、市场部、证券部、审计部等职能部门，组织架构图详见附件1-2。

截至2021年末，公司合并资产总额35.25亿元，所有者权益22.79亿元（不含有少数股东权益）；2021年，公司实现营业总收入11.17亿元，利润总额5.85亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额38.76亿元，所有者权益24.30亿元（不含有少数股东权益）；2022年1—3月，公司实现营业总收入3.87亿元，利润总额1.77亿元。

公司注册地址：浙江省金华市东阳市南马镇花园村；法定代表人：邵徐君。

### 二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

#### 1. 本次可转换公司债券概况

本次发行债券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券（以下简称“本次债券”或“本次可转换公司债券”），本次债券及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。根据相关法律法规规定并结合公司财务状况和投资计划，本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币12亿元（含12亿元），具体发行数额提请公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币100元，按面值发行。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起6年。本次债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至到期日止。本次债券设置赎回条款及回售条款。本次债券不提供担保。

#### （1）转股条款

##### 初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司A股股票交易均价=前二十个交易日公司A股股票交易总额/该二十个交易日公司A股股票交易总量。

前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

#### 转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P0$  为调整前转股价， $n$  为派送股票股利或转增股本率， $k$  为增发新股或配股率， $A$  为增发新股或配股价， $D$  为每股派送现金股利， $P1$  为调整后转股价。

#### 转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

#### (2) 赎回条款

##### 到期赎回条款

在本次可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

##### 有条件赎回条款

在本次债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

#### (3) 回售条款

##### 有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报

并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

#### 附加回售条款

若本次发行可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售权利，即有权将其持有的可转债全部或部分按

债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。在上述情形下，可转债持有人可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

#### 2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次发行募集资金总额不超过人民币12.00亿元（含12.00亿元），扣除发行费用后全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金运用概况

序号	项目	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	骨化醇类原料药项目	15606.34	13500.00
2	骨化醇类制剂项目	32868.12	28600.00
3	年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目	19881.59	16600.00
4	年产 5000 吨维生素 B <sub>6</sub> 项目	33539.06	30600.00
5	年产 200 吨生物素项目	15928.47	14100.00
6	高端仿制药品研发项目	16622.80	16600.00
	<b>合计</b>	<b>134446.38</b>	<b>120000.00</b>

资料来源：公司公告

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

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及疫情前 2019 年水平，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 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 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：着力稳市场主体、保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**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。

#### 四、行业分析

##### 1. 维生素行业

**2021年以来，受新冠肺炎疫情、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，部分维生素产品价格变动较大；受行业竞争激烈和环保标准的趋严等因素影响，行业内企业经营压力较大。**

维生素作为生物体内必需的一大类营养素，是人类及动物永久性的消费品。维生素下游行业为饲料、医药及食品行业，下游消费结构相对稳定。根据博亚和讯统计，每年全球用量万吨以上的有维生素C、维生素E、维生素B3、维生素A和维生素B5等品种。不同的维生素其下游消费结构存在较大差异，如维生素C主要用于食品和医药领域，很少用于饲料领域；维生素D3主要用于饲料，而较少用于食品和医药领域。

在饲料行业，不同种类单体维生素经过加工后形成复合维生素预混合饲料，复合维生素

预混合饲料进一步加工成为饲料添加剂，再将饲料添加剂添加到饲料中。饲料添加剂对强化基础饲料营养价值，提高动物生产性能，保证动物健康，改善畜产品品质等方面有明显的效果。饲料添加剂行业是饲料行业上游，饲料行业的发展直接影响饲料添加剂行业的发展情况。2021年，随着生猪生产加快恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，饲料工业恢复增长。2021年，全国饲料工业总产值12234.1亿元，同比增长29.3%；实现总营业收入11687.3亿元，同比增长28.8%。2021年，全国工业饲料总产量29344.3万吨，同比增长16.1%。其中，配合饲料产量27017.1万吨，同比增长17.1%；浓缩饲料产量1551.1万吨，同比增长2.4%；添加剂预混合饲料产量663.1万吨，同比增长11.5%。

价格方面，受新冠肺炎疫情、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，2021年1—9月，维生素K3价格处于近年来低位。随着需求恢复，2021年9月开始，维生素K3价格开始上涨。目前，维生素K3价格处于相对高位。2021年，维生素B1价格经历了先上涨后下跌的过程。2021年，维生素B5处于相对低位。2021年以来，维生素B3价格相对稳定。整体看，2021年以来，维生素产品价格变动较大，其中维生素K3和维生素B5经历了一段时间的低价。

行业竞争方面，维生素产品价格波动较大，每一次大幅涨跌的过程中，行业中的生产厂商也经历着更替、兼并整合、转型升级等过程。经过较长时间的发展和磨合，目前维生素行业总体形成了寡头垄断的格局，行业集中度较高，各个细分产品中一般都存在3~5个具有垄断性公司占据全球超过80%的市场份额。行业关注方面，第一，环保标准的趋严对于维生素生产企业的技术水平、资金投入都提出更高要求，若企业环保不达标则可能面临被淘汰的风险。第二，由于维生素细分产品市场规模较小，易受到供给端和原材料成本的影响，造成价格波动剧烈，对企业盈利有着重大影响。第三，由于维生素产品主要用于饲料生产，且出口比例较高，需关注下游需求变化、国际贸易摩擦以及汇率波动风险。

## 2. 医药行业

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年末增加了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 and 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年随着新冠疫情防疫常态化,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。

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%。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月末,公司总股本为5.51亿股,浙江祥云科技股份有限公司(以下简称“祥云科技”)持有公司26.20%股份,为公司控股股东;公司实际控制人为邵钦祥。截至2022年5月11日,公司控股股东累计质押所持公司股票0.99亿股,占其所持股份的68.78%。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司是国内大型维生素D3和心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂研发、制造和销售企业,在产品市场份额、产业链完整度、业务规模、研发创新等方面具备竞争优势。**

公司是国内提供维生素D3上下游系列产品种类最多的生产厂商(维生素D3全球市场份额约为30%,中国境内唯一羊毛脂胆固醇和25-羟基维生素D3供应商,全球NF级羊毛脂胆固醇市场份额约为70%),以及同时生产原材料NF级胆固醇及维生素D3系列产品的生产厂商。2020年,维生素D3新国标开始实施,羊毛脂胆固醇成为生产维生素D3唯一合法来源原料。公司以羊毛粗脂为原材料,自产NF级胆固醇,用于维生素D3生产,生产成本较同业其他公司具备显著的竞争优势。目前,公司建立了完整的维生素D3上下游产业链。以维生素D3产品为基础,上游原材料方面发展胆固醇、精制羊毛脂,逐步介入化妆品原材料领域,下游应用方面进入25-羟基维生素D3、环保灭鼠剂,进入维生素D3高端领域。公司现有三大核心生产工艺:维生素D3生产工艺、NF级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素D3生产工艺,处于国内或国际领先水平。公司建立了省级高新技术企业研究开发中心,并建

立了省级院士专家工作站（国家示范院士专家工作站）、省级博士后工作站。通过持续研发投入，提升研发实力及工艺技术水平。

公司全资子公司浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）为心血管、神经系统等慢性疾病仿制药制剂的研发、制造和销售企业，产品以市场为导向，兼具剂型、规格、生产工艺等方面的差异化竞争优势，主要产品取得药品注册证书或补充申请批准通知书（视同通过一致性评价），并成功中选国家或广东联盟集采。花园药业拥有省级高新技术研发中心，通过引进先进技术和自主创新相结合的方式，不断进行新产品研发和技术创新，取得了多项技术成果，基本形成了稳定可持续的产品发展梯队。

### 3. 人员素质

**公司治理层和高层管理人员具备多年管理经验；员工岗位构成能够满足日常经营需求。**

公司实际控制人、董事邵钦祥先生，中国国籍，无境外永久居留权，1954年9月出生，高级经济师，一直在花园集团及花园村工作。现任公司董事、花园集团董事长兼总裁、花园联合党委书记、花园村党委书记、浙江省中小企业协会会长、中国村社发展促进会副会长等职务。

公司董事兼总经理马焕政先生，中国国籍，无境外永久居留权，1965年7月出生，本科学历，高级经济师，曾荣获国家科学技术进步奖二等奖。现任公司副董事长兼总经理、研发中心主任、东阳市第十六届人大代表。

截至2021年末，公司在职人员合计742人，以生产和技术人员为主，职能和学历条件能够基本满足公司日常生产经营需要。

表3 截至2021年末公司员工情况

项目	构成	人数
专业构成	生产人员	425
	销售人员	45
	技术人员	158
	财务人员	52
	行政人员	62
教育程度	本科及以上学历	173
	大专	259
	大专以下	310
合计		742

资料来源：公司年报，联合资信整理

### 4. 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基本信用信息报告（社会统一信用代码：91330000725871364C），截至2023年1月11日，公司无未结清/已结清关注类和不良/违约类贷款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

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。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

**按照《公司法》《证券法》等法律法规要求，公司结合自身实际完善法人治理结构，规范公司日常运作。**

股东大会是公司的权力机构，由全体股东组成，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，修改公司章程等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，设董事长1人，副董事长2人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会对股东大会负责，其职权包括召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、决定公司内部管理机构的设置、制定公司基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议。监事会职权包括应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程

或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；向股东大会提出提案等。

公司设总经理1名，由董事长提名并经董事会审议后聘任或解聘；公司根据需要设副总经理若干名，由总经理提名，董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

## 2. 管理水平

**公司建立了基本符合上市规范的内部控制制体系。**

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。

内部控制方面，公司建立的相关控制程序主要包括：交易授权控制、责任分工控制、凭证与记录控制、资产接触与记录使用控制、独立稽查控制、电子信息系统控制等。公司主要经营活动设有必要的控制政策和程序。管理层在预算、利润和其他财务和经营业绩设有清晰的目标。公司财务部按照《公司法》《会计法》和《企业会计准则》等法律法规及其补充规定，制订了财务管理制度，并明确了会计凭证、会计账簿和财务报告的处理程序，以保证：业务活动按照适当的授权进行；交易和事项能以正确的金额，在恰当的会计期间，及时记录于适当的科目，使财务报表的编制符合企业会计准则的相关要求；对资产的记录和记录的接触、处理均经过适当的授权；账面资产与实存资产定期核对；实行会计人员岗位责任制，聘用适当的会计人员，使其能够完成分配的任务。

人力资源方面，公司对人力资源的引进、员工培训、辞退与辞职、工资薪酬、福利保障、绩效考核、晋升与奖惩等方面进行了详细的规定，建立绩效考核体系。公司通过《部门职责及岗位说明书》《招聘管理暂行办法》等管理制度明确了岗位的任职条件，人员的胜任能力及评价标

准、培训措施等。

信息与沟通方面，公司建立了符合经营管理实际需要的信息系统，为管理层的决策活动提供及时、准确的信息。公司管理层提供了适当的人力、财力以保障信息系统的正常有效运行。公司针对可疑的不恰当事项和行为建立了有效地沟通举报渠道和机制。公司建立了涵盖治理层、管理层和员工的内部沟通机制，确保各级人员能获得履行职责所需要的相关信息。公司与客户、供应商、监管机构和其他外部人士保持有效地沟通，有助于公司及时采取措施以应对各种变化。

内部监督方面，公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引，建立了内部控制的监督体系，明确了内部审计部和其他内部机构在内部监督中的职责权限，以及时发现内部控制的缺陷并予以整改，完善公司的内部控制制度。公司确定了内部控制的缺陷认定标准，对于日常监督和专项监督中发现的内部控制缺陷，内部审计部对缺陷的性质和产生的原因进行分析，并提出整改方案，采取适当的形式及时向董事会及经理层报告。

## 七、重大事项

### 1. 非公开发行股票募集资金

2020年，公司向特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）股票7171.92万股，募集资金总额为人民币9.09亿元，扣除承销费和保荐费后，实收募集资金8.97亿元。公司非公开发行股票募集资金主要用于年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目等项目建设支出。

表4 非公开发行股票募集资金承诺使用情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	利用资金
年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目	5.92	4.65
年产3600吨饲料级VD3粉及540吨食品级VD3粉项目	0.76	0.60
年产26吨25-羟基维生素D3原项目	0.84	0.68
年产40.5吨正固醇项目	1.27	0.92
年产15.6吨25-羟基维生素D3结晶项目	0.49	0.42
补充流动资金	1.83	1.83
<b>合计</b>	<b>11.11</b>	<b>9.09</b>

资料来源：公司公告，联合资信整理

## 2. 收购花园药业

根据公司与花园集团有限公司（以下简称“花园集团”）及31名自然人等交易对方于2021年10月27日签署的《浙江花园药业有限公司股权转让协议》（以下简称“《股权转让协议》”）及银信资产评估有限公司出具的《浙江花园生物高科股份有限公司拟股权收购所涉及的花园药业股东全部权益价值资产评估报告》，花园药业100%股权于评估基准日2021年9月30日经收益法评估的价值为10.70亿元，经资产基础法评估的价值为4.94亿元。本次交易定价经双方协商确定，最终按收益法评估值确定花园药业100%股权对应交易作价为10.70亿元。2021年11月，公司完成了对花园药业100%股权的收购，花园药业成为公司的全资子公司。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

#### 2019—2021年，公司营业总收入规模波动

增长，毛利率有所波动。其中，医药制造业务在国家药品集采的大背景影响下经营业绩大幅增长；传统食品制造业务受市场供需和原材料价格波动影响，收入规模和盈利能力有所下降。

2019—2021年，公司营业总收入波动增长，其中食品制造业务收入波动下降，主要系饲料级维生素D3价格和销量下降所致；医药制造业务在国家药品集采政策的推动下，营业收入快速增长。

2019—2021年，公司综合毛利率波动增长，其中食品制造业务毛利率受饲料级维生素D3价格下降和主要原材料羊毛粗脂价格上涨影响，呈逐年下降趋势；医药制造业务毛利率大幅增长，主要系花园医药收入规模快速提升，规模效应和经营业绩显现所致。

2022年1—3月，公司实现营业总收入3.87亿元，同比增长120.77%，主要系医药制造业务收入大幅增长所致；公司综合毛利率为72.44%，同比有所增长，主要系高毛利率的医药制造业务收入贡献增长所致。

表 5 公司营业总收入和毛利率情况

项目	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 (%)	
食品制造	维生素 D3 及 D3 类似物	5.24	72.90	80.66	3.94	59.70	72.10	4.16	37.28	68.00
	羊毛脂及其衍生品	1.87	26.06	39.59	2.11	31.99	39.73	1.92	17.22	44.11
	小计	7.11	98.96	69.84	6.05	91.69	60.81	6.09	54.50	60.45
医药制造	--	--	--	0.42	6.44	30.44	4.99	44.63	79.14	
其他	0.07	1.04	57.47	0.12	1.87	34.04	0.10	0.87	45.51	
合计	7.18	100.00	69.71	6.59	100.00	58.35	11.17	100.00	68.66	

注：公司 2020 年收入和毛利率采用 2021 年期初数，即假设花园药业已经于 2020 年纳入合并范围

资料来源：公司提供

### 2. 食品制造

公司食品制造业务围绕维生素D3及D3类似物展开，建立了相对完整的产业链条，符合自身发展的经营模式。近年来，受维生素D3系列产品中主要产品饲料级维生素D3粉价格和销量下降影响，食品制造业务收入和毛利率呈下降态势。

公司食品制造业务主要为维生素D3上下游系列产品的研发、生产和销售，其中维生素D3及D3类似物产品为25-羟基维生素D3和维生素

D3（分为饲料级和食品医药级）；羊毛脂及衍生品主要为维生素D3产品生产过程中的中间产品及副产品，具体包括羊毛脂胆固醇（为中间产品）和副产品（主要用于生物燃料，生物燃料主要成分为羊毛粗脂在提纯分离过程中产生的低价值副产品，其燃烧产生的蒸汽供生产系统使用）等。

#### （1）采购

公司食品制造业务生产所需主要原材料为羊毛粗脂、化工辅料（氯化锌、金属锂、甲醇、玉米淀粉明胶）等，公司主要采用询价方式采购。

其中，羊毛粗脂的主要提供方为江苏和山东地区的羊毛清洗加工企业，公司采用现款方式与供应商进行结算；化工辅料由公司按需采购，其中金属锂、氯化锌主要采用款到发货的结算方式进行结算，其他化工辅料采用货到检测合格后现款支付的结算方式，结算账期在30天左右。2019—2021年，公司原材料采购以羊毛粗脂为主，羊毛粗脂采购数量波动下降，采购均价不断上升。羊毛粗脂价格走势对食品制造业务成本影响较大。

表6 公司食品制造业务主要原材料采购情况

项目		2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
羊毛粗脂	数量(吨)	7277.57	5300.33	6482.68	624.34
	金额(亿元)	1.36	1.35	2.04	0.19
	均价(元/吨)	18719.18	25391.58	31526.26	30809.56
	采购占比(%)	60.98	65.49	74.89	46.81

注：采购占比为采购金额占原材料采购总额比例；羊毛粗脂是公司主要原材料，公司有一定库存储备；近年来该原料市场行情波动较大，公司择机集中进行采购，导致采购占比在2022年一季度出现波动

资料来源：公司提供

公司生产用电由花园集团内部和以及生产基地所在地的供电局供应；生产用水由生产基地所在的自来水公司供应；生产用煤炭由公司对外采购。

2021年，公司食品制造业务前五名供应商集中度为52.02%，不存在关联方采购情况，集中度较高。

表7 公司食品制造业务前五名供应商情况

名称	金额(亿元)	占比(%)
供应商一	0.59	21.12
供应商二	0.28	9.94
供应商三	0.22	7.75
供应商四	0.20	7.09
供应商五	0.17	6.12
合计	1.46	52.02

资料来源：公司提供

## (2) 生产和销售

生产方面，公司按月度生产计划组织生产，月度生产计划一般由生产部门根据库存情况、销售订单情况和销售部门的市场预期情况，以及生产工艺特点编制生产排程计划，生产领料及产品出入库情况每天由车间上报生产部门，

生产部门根据客户订单时间和工艺特点作出相应调整。

产品成本构成方面，公司食品制造业务成本主要构成为原材料，羊毛粗脂等产品采购价格波动对食品制造业务成本影响明显。

表8 2021年公司食品制造业务成本构成

项目	金额(亿元)	占比(%)
原材料	1.83	74.62
人工成本	0.11	4.56
制造费用	0.23	9.39
燃料动力	0.19	7.66
运输成本	0.05	1.98
其他业务成本	0.04	1.79
合计	2.45	100.00

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

产能方面，2019年—2021年，公司食品制造业务主要产品产能均维持不变。产量和产能利用率方面，饲料级维生素D3粉产量波动下降，产能利用率尚有待提升；25-羟基维生素D3原和NF级胆固醇产能利用率有所提高，总体处于较高水平，主要系公司持续进行技术改造和工艺优化所致。

销售方面，2019年—2021年，公司食品制造业务销售收入和毛利率呈下降趋势，主要系饲料级产品价格和销量下降所致。销量方面，饲料级维生素D3粉受市场需求阶段性波动影响，呈逐年下降趋势；25-羟基维生素D3原和NF级胆固醇销售量呈增长态势。产销率方面，公司食品制造各主要产品产销率在不同年份有所波动，整体处于良好状态。

表9 公司食品制造业务主要产品产销情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
饲料级维生素D3粉	产能(吨)	2000.00	2000.00	2000.00	500.00
	产量(吨)	1628.64	1881.27	1389.12	435.44
	销量(吨)	1775.60	1628.33	1551.90	335.50
	产能利用率(%)	81.43	94.06	69.46	87.09
	产销率(%)	109.02	86.55	111.72	77.05
25-羟基维生素D3原	产能(吨)	3.41	3.41	3.41	0.85
	产量(吨)	2.75	2.83	4.04	0.83
	销量(吨)	2.39	2.93	3.53	0.88
	产能利用率(%)	80.83	83.04	118.49	98.03
	产销率(%)	86.77	103.38	87.47	105.10
	产能(吨)	200.00	200.00	200.00	50.00
	产量(吨)	173.50	255.43	222.18	30.08

NF 级胆 固醇	销量(吨)	169.39	247.60	206.81	38.30
	产能利用率(%)	86.75	127.71	111.09	60.15
	产销率(%)	97.63	96.93	93.08	127.35

注: 25-羟基维生素 D3 原客户高度集中, 订单数量少, 单笔金额大, 公司按订单组织生产, 存在上期末生产的产品在本期期初销售以及本期末生产的产品在下期初销售的情况, 因此造成产销率的波动; 公司持续进行技术改造和工艺优化, 部分产品产能利用维持在较高水平

资料来源: 公司提供

食品制造业务销售模式方面, 公司根据行业市场状况、销售区域特点、客户规模和类型建立了以直销和经销并存的销售模式。公司产品以境外销售为主。内销产品在公司已根据合同约定将产品交付给购货方且购货方已确认收货时确认收入。公司对境内客户销售通常不设账期, 采用现款方式进行结算。境外销售方面, 公司在已根据合同约定将产品报关, 交付提单, 且产品销售收入金额已确定, 已经收回货款或取得收款权利凭证且相关的经济利益很可能流入, 产品相关的成本能够可靠地计量时确认收入, 结算账期通常在90天左右。公司财务部门负责监控公司外币交易和外币资产及负债的规模, 以最大程度降低面临的汇率风险; 公司可能会以签署远期外汇合约或货币互换合约方式来达到规避汇率风险的目的。

表10 2021年公司食品制造业务销售区域分布情况

区域	2019年	2020年	2021年	2022年 1-3月
国内销售(%)	24.34	27.96	27.82	25.80
国外销售(%)	75.66	72.04	72.18	74.20
合计(%)	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司提供

公司的主要客户为行业内知名经销商或预混料企业, 如DSM Nutritional Products、DSM Nutritional Products GmbH、安迪苏生命科学制品(上海)有限公司、Trouw Nutrition LatAm等。公司已与国际知名生产商和经销商建立了长期稳定的战略合作关系。2021年, 公司食品制造业务向前五名客户销售金额占该项业务销售额的54.82%, 销售集中度较高。

表11 2021年公司食品制造业务前五名客户情况

名称	占比(%)
DSM Nutritional Products	26.47
DSM Nutritional Products GmbH	9.84
安迪苏生命科学制品(上海)有限公司	7.24
Trouw Nutrition LatAm	7.19
ADISSEO FRANCE S.A.S.	4.08
合计	54.82

资料来源: 公司提供

### 3. 医药制造

**2021年, 公司完成对花园药业的同一控制下企业合并, 药品制造业务在国家药品集采政策背景下经营业绩大幅提升。**

花园药业的主营业务以化学制剂的研发、生产和销售为主, 拥有片剂、硬胶囊剂、茶剂、小容量注射剂等多种剂型的生产线, 通过了GMP认证。

截至2021年末, 花园药业资产总额4.47亿元, 所有者权益1.50亿元; 2021年, 花园药业实现营业收入5.00亿元, 净利润1.63亿元。

花园药业专注于心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售。花园药业的主要产品有缬沙坦氨氯地平片(D)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片、阿奇霉素分散片和罗红霉素胶囊等品种。花园药业子公司浙江花园润嘉医疗器械有限公司(以下简称“润嘉医疗”)以眼科医疗器械的研发、生产和销售为主, 目前已取得干眼综合治疗仪的批准证书。

2021年之前, 花园药业以普药的生产销售为主。随着第4批、第5批国家药品集中采购中选, 花园药业收入规模实现大幅增长。

#### (1) 采购

采购模式方面, 花园药业生产所需的原材料主要包括原料、辅料、包装材料等, 原材料采购基本遵循“以产定购”的模式。采购部根据生产部门物料需求计划, 结合物料库存、市场供求情况等, 在充分了解相关原材料价格走势并向供应商进行询价、比价后, 综合考虑并选择供应商进行采购。

采购内容方面, 花园药业主要外购原材料为缬沙坦、苯磺酸氨氯地平、左氧氟沙星、多索

茶碱、硫辛酸等原料药及其他医药辅料等。

药业销售收入主要源于缙沙坦氨氯地平片和多索茶碱注射液。

表12 公司医药制造业务采购情况 (单位: 万元)

项目	2020年	2021年	2022年 1-3月
罗红霉素原料药	450.20	629.60	--
阿奇霉素原料药	308.47	313.27	--
盐酸左氧氟沙星原料药	271.98	71.47	--
多索茶碱原料药	--	1244.07	--
硫辛酸原料药	--	192.48	--
缙沙坦、苯磺酸氨氯地平原料药	101.59	2578.64	1706.33
其他医药辅料	21.68	342.04	106.42

资料来源: 公司提供

结算方式方面, 花园药业采用议价方式采购, 签订合同后收到货物验收合格后双方约定一定账期(一般为一个月)结算支付, 支付方式包括现金和商业承兑汇票。

## (2) 生产和销售

生产模式方面, 公司医药制造业务主要采用“以销定产”的生产模式, 根据订货合同和预计销售情况, 并结合库存情况制定生产计划, 按照GMP标准组织生产。花园药业现有生产线共计4条, 包括小容量注射剂生产线1条, 口服固体制剂生产线(片剂、颗粒)2条, 中药提取生产线1条。

生产成本构成方面, 公司医药制造业务主要成本构成以原材料、产品权益分成为主, 制造费用和人工费用等占比相对较低。花园药业存在权益分成的药品包括缙沙坦氨氯地平片、草酸艾司西酞普兰片等品种。公司按照销售数量形成对合作方对应金额的权益分成, 计入营业成本。

表13 2021年公司医药制造业务成本构成

项目	金额(亿元)	占比(%)
原材料	0.54	51.83
直接人工	0.06	6.06
制造费用	0.10	9.54
产品权益分成	0.32	30.66
运输成本	0.01	1.02
其他业务成本	0.01	0.89
<b>合计</b>	<b>1.05</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司年度报告, 联合资信整理

受国家药品集采政策推动, 2021年, 花园药业销售收入大幅增长, 全年生产各类药品2440.93万盒, 销售各类药品2234.03万盒。花园

表14 公司医药产品产销量情况

项目	2020年	2021年
产量(万盒)	1426.15	2440.93
销量(万盒)	1371.88	2234.03

资料来源: 公司年度报告, 联合资信整理

表15 公司医药产品销售情况 (单位: 万元)

药品名称	2020年	2021年	2022年 1-3月
铝碳酸镁咀嚼片	1038.23	347.07	3.57
盐酸左氧氟沙星胶囊	1007.21	278.24	49.16
左氧氟沙星片	--	3070.93	1219.40
心脑血管片、胶囊	465.31	146.71	42.03
阿奇霉素分散片	498.99	494.39	161.53
罗红霉素胶囊	591.57	1729.88	229.31
缙沙坦氨氯地平片	645.12	30628.50	14917.13
多索茶碱注射液	--	10660.80	6011.79
硫辛酸注射液	--	2494.45	892.14
草酸艾司西酞普兰片	--	--	174.89
<b>合计</b>	<b>4246.43</b>	<b>49850.97</b>	<b>23700.95</b>

资料来源: 公司提供

销售模式方面, 花园药业已建立了覆盖全国大部分地区的销售网络, 销售终端以医院为主, 主要采用行业内通行的“经销+学术推广”的销售模式, 具体可细分为以下模式:

花园药业普药的营销模式主要为全国总代理方式: 阿奇霉素分散片、盐酸左氧氟沙星胶囊、铝碳酸镁咀嚼片、罗红霉素胶囊等部分产品按总代理的方式现款结算销售。

花园药业国家药品集中采购药品的营销模式: 2021年2月以来, 花园药业有四个品种中选第四批、第五批国家药品集中采购, 包括缙沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液和硫辛酸注射液, 该模式采用预付款方式结算, 降低了企业占款和融资成本, 可以通过规模效应降低药品的单位生产成本。

2021年, 花园药业多款产品先后在国家或联盟集采中入选, 生产销售规模迅速扩大, 销售收入和产销量大幅增长, 毛利率维持在较高水平。同时, 联合资信也关注到随着药品价格改革, 医药市场竞争的加剧, 医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的出台或调整, 以及集中采购等一系列药品价格调控政策的进一步推进,

预计国内药品降价趋势仍将持续，医药行业的平均利润率可能会继续下降，从而对公司盈利能力产生不利影响；国家组织药品集中采购和使用试点工作，核心是以量换价、以款换价、降低药价和医保控费，带量采购政策已逐步推广至全国，涉及药品种类也进一步增加。2020—2021年，公司缬沙坦氨氯地平片（I）、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片先后取得药品注册证书或补充申请批准通知书（视同通过一致性评价）。其中，缬沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液于2021年2月中选国家第4批集采，中选价格分别为2.7627元/片、17.776元/支，中选周期为1年。根据2022年6月7日公布的“十三省（区、市、兵团）药品集中带量采购中选结果”，公司缬沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液中选价格分别为0.6500元/片、3.5900元/支，下降幅度较大。左氧氟沙星片、硫辛酸注射液于2021年6月中选国家第5批集采，中选价格分别为2.6086元/片、24.61元/支，中选周期为3年；草酸艾司西酞普兰片在广东联盟集团带量采购中中选，中选价格为1.5925元/片（10mg）和0.9368元/片（5mg）。随着带量采购药品范围逐渐扩大，如果公司部分产品被纳入集采范围，且公司未中选，将有可能对公司相应产品的销售产生不利影响。

#### 4. 经营效率

近年来，公司应收账款和存货周转效率持续向好，资产周转效率有所波动，公司整体经营效率良好。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数和存货周转次数呈上升态势，2021年分别为13.55次和0.93次；总资产周转次数有所波动，2021年为0.31次。同业对比方面，公司采购原材料主要为羊毛粗脂等存在季节性的生物制品，存货周转次数处于较低水平；同时，公司在建项目规模较大，达产周期较长，造成公司总资产周转效率相对偏低；公司应收账款周转效率处于行业内领先水平。

表 16 2021 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
浙江医药	2.96	6.91	0.79
安迪苏	4.49	7.46	0.62
兄弟科技	3.18	8.46	0.50
金达威	2.32	9.25	0.65
新和成	2.59	5.47	0.45
花园生物	0.93	14.28	0.31

注：联合资信根据公开资料整理

#### 5. 未来发展

公司制定了具有自身经营特色的未来发展策略。

公司将围绕“一纵一横”发展新战略，在坚持打造完整的维生素D3上下游产业链及向医药领域纵向延伸（一纵）基础上，利用公司在全球维生素市场的行业优势及营销通道，开展维生素产品的横向扩张（一横），丰富优化公司产品结构，提高公司抗风险能力及盈利能力。公司医药制造板块将紧紧抓住医药行业改革的机遇，持续加大研发投入。坚持高端仿制药的市场定位，选择仿制技术壁垒高、未来市场竞争格局良好的具有差异化的药品进行重点研发，力争持续推出高价值的新产品。

#### 6. 在建项目

公司在建项目围绕食品制造主业展开，主要现存项目投资基本完毕或接近完毕，投资主要源于募股资金和自有积累资金。在建项目达产后，公司食品制造业务产能将有显著提升。

公司在建项目围绕食品制造业务展开。截至2022年3月末，公司在建项目投资金额为17.74亿元，完成投资17.56亿元，主要资金来源为募股资金和自有积累资金，现存在在建项目投资支出需求较低。在建项目设计产能较大，达产后食品制造业务产能将得到显著提升。

表 17 截至2022年3月末公司主要在建项目情况

项目名称	总投资（亿元）	完成投资（亿元）	资金来源
年产 180 吨 7-去氢胆固醇项目	1.40	1.47	募股资金
年产 750 吨饲料级 VD3 油剂项目	0.99	1.11	募股资金
花园生物研发中心项目	2.51	2.37	募股资金
年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目	5.92	6.96	募股资金

年产 3600 吨饲料级 VD3 粉及 540 吨食品级 VD3 粉项目	1.10	0.90	募股资金
年产 18 吨胆钙化醇项目	0.48	0.47	自有资金
年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目	0.49	0.35	募股资金
年产 40.5 吨正固醇项目	1.27	1.10	募股资金
年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目	0.84	0.95	募股资金
花园生物（金西）科技园倒班宿舍等生活配套设施项目	2.19	1.70	自有资金
年产 1200 吨 25-羟基维生素 D3 粉项目	0.55	0.18	自有资金
<b>合计</b>	<b>17.74</b>	<b>17.56</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019—2021年财务报告，大华会计师事务所会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2022年一季度财务报表未经审计。

截至2019年末，公司纳入合并范围内子公司4家；截至2020年末，公司纳入合并范围内子公司5家，新纳入合并范围子公司1家；截至2021年末，公司纳入合并范围子公司7家，新纳入合并范围立子公司2家，分别为花园药业及其下属全资子公司润嘉医疗。截至2022年3月末，公司

合并范围较上年末新增1家，为公司投资设立全资子公司杭州唯晟医疗科技有限公司。公司在完成对花园药业的同一控制下企业合并后，依据会计准则对2020年财务数据进行追溯调整，合并范围变化对财务数据可比性构成重大影响。

截至2021年末，公司合并资产总额35.25亿元，所有者权益22.79亿元（不含有少数股东权益）；2021年，公司实现营业总收入11.17亿元，利润总额5.85亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额38.76亿元，所有者权益24.30亿元（不含有少数股东权益）；2022年1—3月，公司实现营业总收入3.87亿元，利润总额1.77亿元。

### 2. 资产质量

**2019—2021年末，公司资产规模波动增长。截至2021年底，公司资产构成中非流动资产所占比重高；资产中存货规模较大，但现金类资产储备充实，资产质量良好。**

2019—2021年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长30.20%。截至2021年末，公司合并资产总额较上年末下降1.24%。公司资产以非流动资产为主。

表 18 公司资产主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
<b>流动资产</b>	<b>10.13</b>	<b>48.69</b>	<b>17.96</b>	<b>50.31</b>	<b>11.10</b>	<b>31.50</b>	<b>13.83</b>	<b>35.67</b>
货币资金	5.06	24.32	11.61	32.52	5.02	14.24	7.61	19.64
应收账款	0.63	3.03	0.72	2.01	0.88	2.50	0.83	2.14
存货	3.07	14.76	3.20	8.96	4.29	12.17	4.31	11.11
<b>非流动资产</b>	<b>10.67</b>	<b>51.31</b>	<b>17.74</b>	<b>49.69</b>	<b>24.15</b>	<b>68.50</b>	<b>24.94</b>	<b>64.33</b>
固定资产	3.87	18.62	4.27	11.96	6.40	18.16	6.34	16.37
在建工程（合计）	3.79	18.21	9.91	27.76	14.75	41.83	15.61	40.27
无形资产	1.71	8.24	1.80	5.05	1.66	4.71	1.65	4.25
<b>资产总额</b>	<b>20.80</b>	<b>100.00</b>	<b>35.70</b>	<b>100.00</b>	<b>35.25</b>	<b>100.00</b>	<b>38.76</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

#### (1) 流动资产

2019—2021年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长4.72%。截至2021年末，流动资产较上年末下降38.17%，主要系伴随募投项目的实施，公司投入大量货币资金投入金西科技园区的项目建设造成货币资金下降所致。流动资产主

要由货币资金、应收账款和存货等构成。

2019—2021年末，公司货币资金出现波动。截至2021年末，公司货币资金较上年末下降56.75%，主要系公司支付对花园药业股权收购款7.90亿元所致；其中使用权受限货币资金为0.29亿元，全部为银行承兑汇票保证金。

2019—2021年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长18.29%。截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末增长22.91%，主要系期末尚未到期的产品销售货款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主（占99.62%），坏账计提比例为3.02%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款账面余额占比为67.31%，集中度很高。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长18.24%。截至2021年末，公司存货较上年末增长34.10%，主要系期末库存原材料及自制半成品增加所致。存货主要由原材料、库存商品和自制半成品构成，累计计提存货跌价准备和合同履约成本减值准备6.57万元，计提比例很低。

#### （2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长50.44%，主要系公司在建项目投资增加所致。截至2021年末，公司非流动资产较上年末增长36.15%，主要由固定资产和在建工程（合计）等构成。

2019—2021年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长28.60%。截至2021年末，公司固定资产较上年末增长49.98%，主要系在建工程转入所致；主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧2.12亿元；固定资产成新率68.49%，成新率尚可。

2019—2021年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长97.33%。截至2021年末，公司在建工程（合计）较上年末增长48.79%，主要系公司进行非公开发行股票募投项目资金投入所致。

截至2021年末，公司所有权或使用权受限资产为0.55亿元，分别为使用受限的货币资金（0.29亿元，银行承兑汇票保证金）、固定资产（0.11亿元，抵押借款）和投资性房地产（0.16亿元，抵押借款），资产受限比例很低。

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末增长9.95%，主要系货币资金增长所致。资产结构较上年末变化不大。

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

2019—2021年末，公司留存收益积累持续增长，但因2021年溢价并购花园药业并造成资本公积大幅下降，公司所有者权益有所下降；截至2021年末，公司所有者权益中未分配利润所占比例偏高，结构稳定性偏弱。

2019—2021年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长14.34%。截至2021年末，公司所有者权益22.79亿元，较上年末下降20.85%，主要系公司完成对花园药业的同一控制下企业合并造成资本公积大幅下降所致。所有者权益中股本、资本公积和未分配利润分别占24.18%、0.09%和73.07%。

截至2022年3月末，公司所有者权益24.30亿元，较上年末增长6.63%。所有者权益构成较上年末变化不大。公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性偏弱。

#### （2）负债

2019—2021年末，公司并完成对花园药业并购，主营业务扩张，负债规模快速增长，负债结构以流动负债为主；公司短期债务规模持续增长，债务结构有待改善。

2019—2021年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长92.45%。截至2021年末，公司负债总额较上年末增长80.45%，主要系公司新增银行流动资金借款以及因并购花园药业确认部分长期应付款、应付工程设备款增加以及花园药业应付市场推广服务费增加，使得应付账款规模扩大所致。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表 19 公司负债主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>3.33</b>	<b>98.90</b>	<b>5.79</b>	<b>83.77</b>	<b>8.98</b>	<b>72.01</b>	<b>11.08</b>	<b>76.57</b>
短期借款	2.55	75.76	2.40	34.79	4.14	33.24	6.21	42.92
应付账款	0.39	11.45	1.59	22.96	3.20	25.67	2.90	20.05
<b>非流动负债</b>	<b>0.04</b>	<b>1.10</b>	<b>1.12</b>	<b>16.23</b>	<b>3.49</b>	<b>27.99</b>	<b>3.39</b>	<b>23.43</b>
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	2.80	22.46	2.80	19.36
<b>负债总额</b>	<b>3.37</b>	<b>100.00</b>	<b>6.91</b>	<b>100.00</b>	<b>12.47</b>	<b>100.00</b>	<b>14.46</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长64.21%。截至2021年末，公司流动负债较上年末增长55.13%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成。

2019—2021年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长27.48%。截至2021年末，公司短期借款较上年末增长72.39%，主要为保证借款（2.94亿元）和抵押及保证借款（0.99亿元）。

2019—2021年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长188.18%。截至2021年末，公司应付账款较上年末增长101.68%，主要系合并花园药业，应付工程设备款和市场推广服务费增加所致。

2019—2021年末，公司非流动负债持续增长。截至2021年末，公司非流动负债较上年末增长211.11%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期应付款构成。

截至2021年末，公司长期应付款2.80亿元，全部为应付股权收购款。根据花园集团及其他花园药业公司原自然人股东与公司签订的《股权转让协议》，公司以现金9.33亿元收购花园集团持有的花园药业公司87.2258%股权，在完成股权交割之后已累计向花园集团支付了70%收购价款6.53亿元，剩余30%的股权转让价款2.80亿元作为股权转让的尾款，由公司根据协议业绩承诺及补偿的约定，分别以花园集团的股权转让价款的10%即0.93亿元作为协议约定的三年业绩承诺期内每年应当支付的股权转让价款，并应当在各业绩承诺年度结束并经公司聘请的审计机构审计，在审计报告出具日后的30个工作日内，由公司依据扣除花园集团应支付的业绩补偿（若有）后的余额进行支付，若当年度应补偿业绩数额大于当年度应支付的股权转让款的，不足部分由花园集团向公司支付。

截至2022年3月末，公司负债总额较上年末增长16.03%，主要系短期借款增长所致。公司负债结构较上年末变化不大。

债务方面，2019—2021年末，公司全部债务波动增长。截至2021年末，公司全部债务4.24亿元，较上年末增长76.49%，主要系短期借款

增长所致。债务结构方面，公司债务全部为短期债务。从债务指标来看，2019—2021年，公司资产负债率持续上升，2021年为35.36%；全部债务资本化比率波动上升，2021年为15.69%。

截至2022年3月末，公司全部债务6.31亿元，较上年末增长48.83%，主要系短期借款增长所致。债务全部为短期债务。从债务指标来看，截至2022年3月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为37.31%和20.62%。

#### 4. 盈利能力

**2019—2021年，医药制造业务显著增长，公司营业总收入和利润总额波动增长，资产处置损益和其他收益对利润总额有一定影响，公司整体盈利指标表现良好。**

2019—2021年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长24.70%；营业成本持续增长，年均复合增长26.85%，主要系医药制造业务收入增长所致。

2019—2021年，公司期间费用总额持续增长，期间费用率持续上升。2021年，公司期间费用总额同比增长108.35%，主要系医药业务规模扩大所致。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59.55%、25.74%、19.28%和-4.57%。

2019—2021年，公司其他收益持续增长，2021年为0.57亿元；资产处置收益持续增长，2021年为0.76亿元。2021年，公司其他收入和资产处置收益之和相当于利润总额的22.71%。

2019—2021年，公司利润总额波动增长，其他收益和资产处置收益对利润总额有一定影响。

盈利指标方面，2019—2021年，公司营业利润率略有下降，总资产收益率和净资产收益率波动上升。公司各盈利指标表现良好。

2022年1—3月，公司实现营业总收入同比增长143.17%；营业成本同比增长81.52%；利润总额同比增长66.44%。

表20 公司收入和盈利能力指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
营业总收入	7.18	6.59	11.17	3.87
营业成本	2.18	2.75	3.50	1.07

期间费用	1.10	1.48	3.08	1.24
其中：销售费用	0.16	0.16	1.83	0.82
管理费用	0.57	0.84	0.79	0.21
研发费用	0.43	0.45	0.59	0.17
财务费用	-0.05	0.03	-0.14	0.04
利润总额	3.99	2.88	5.85	1.77
营业利润率	68.21	57.30	67.35	71.55
总资本收益率	17.52	8.90	19.27	--
净资产收益率	19.72	9.05	22.38	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

## 5. 现金流

2019-2021年，伴随销售规模增长，公司经营现金流入和净额持续增长，收入实现质量良好；公司完成对花园药业并购和主业相关项目建设，发生大规模资金支出；同时，通过非公开发行募集在建项目配套资金，短期借款有所增长，筹资压力相对可控。

表 21 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1-3月
经营活动现金流入小计	9.20	10.42	14.76	4.66
经营活动现金流出小计	5.53	6.15	9.72	2.20
经营活动现金流量净额	3.67	4.27	5.04	2.46
投资活动现金流入小计	12.49	6.49	8.24	0.11
投资活动现金流出小计	13.81	12.57	20.02	2.00
投资活动现金流量净额	-1.33	-6.08	-11.78	-1.88
筹资活动前现金流量净额	2.34	-1.81	-6.74	0.57
筹资活动现金流入小计	2.56	13.70	4.97	2.56
筹资活动现金流出小计	1.69	5.34	5.09	0.55
筹资活动现金流量净额	0.86	8.36	-0.13	2.01
现金收入比（%）	105.76	106.77	108.33	102.88

资料来源：公司年度报告、联合资信整理

从经营活动来看，2019-2021年，公司经营现金流入和经营活动现金流出分别持续增长；经营活动现金净额持续增长；现金收入比持续上升，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019-2021年，公司投资活动现金流入波动下降；投资活动现金流出波动增长；投资活动现金净额分别为-1.33亿元、-6.08亿元和-11.78亿元。

2019-2021年，公司筹资活动前现金流量净额分别为2.34亿元、-1.81亿元和-6.74亿元。

从筹资活动来看，2019-2021年，公司筹资活动现金流入和现金流出均波动增长；筹资活动现金净额分别为0.86亿元、8.36亿元和-0.13亿元。

2022年1-3月，公司经营现金流入4.66亿元；经营现金净流入2.46亿元；现金收入比为102.88%；投资活动现金净流出1.88亿元；筹资活动现金净流入2.01亿元。

## 6. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标表现较强，偿债指标表现良好。

表 22 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年 3月末
短期 偿债 能力	流动比率（%）	304.19	310.38	123.70	124.84
	速动比率（%）	212.00	255.10	75.91	85.94
	经营现金/流动负债（%）	110.11	73.86	56.15	22.18
	经营现金/短期债务（倍）	1.44	1.78	1.19	0.39
长期 偿债 能力	现金类资产/短期债务（倍）	2.38	5.67	1.19	1.29
	EBITDA（亿元）	4.44	3.50	6.40	--
	全部债务/EBITDA（倍）	0.57	0.69	0.66	--
	经营现金/全部债务（倍）	1.44	1.78	1.19	0.39
	EBITDA/利息支出（倍）	69.80	20.72	59.24	--
	经营现金/利息支出（倍）	57.62	25.28	46.64	--

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

从短期偿债指标看，2019-2021年，公司短期债务规模波动增长，公司流动比率、速动比率波动下降、经营现金流动负债比率以及现金短期债务比呈下降趋势。流动资产对流动负债的保障程度良好；现金类资产对短期债务的保障程度很高。

从长期偿债指标看，2019-2021年，公司EBITDA波动上升；EBITDA对利息的覆盖程度非常高；全部债务/EBITDA波动上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度很高。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司不存在对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月末，公司获得人民币银行授信76000.00万元，外币授信1000.00万美元，已使用人民币授信54972.00万元，外币授信783.68万美元，尚未使用人民币授信21028.00万元，外币授信216.32万美元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部（母公司）财务分析

**公司本部承担部分食品制造业务和对外筹融资职能；本部所有者权益结构稳定性偏弱；债务结构有待改善，债务负担相对可控。**

截至 2021 年末，公司本部资产总额 29.34 亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产 6.80 亿元（占 23.16%），非流动资产 22.54 亿元（占 76.84%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 32.31%）、应收账款（占 11.71%）和存货（占 51.55%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 86.56%）和固定资产（占 10.69%）构成。

截至 2021 年末，公司本部负债总额 9.12 亿元。其中，流动负债占 68.87%，非流动负债占 31.13%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 44.57%）和其他应付款（合计）（占 46.89%）构成；非流动负债主要为长期应付款（合计）（占 98.65%）。公司本部资产负债率为 31.07%；全部债务为 2.99 亿元，全部为短期债务；全部债务资本化比率 12.89%。

截至 2021 年末，公司本部所有者权益为 20.22 亿元，较上年末下降 24.42%。所有者权益中，股本占 27.25%、资本公积合计占 7.67%、未分配利润占 62.01%、盈余公积占 8.02%。

2021 年，公司本部营业收入为 7.17 亿元，利润总额为 2.46 亿元。公司本部经营活动现金流净额为 4.91 亿元，投资活动现金流净额为-7.89 亿元，筹资活动现金流净额-0.02 亿元。

## 十、本次债券偿还能力分析

**本次公司债券的发行对公司债务结构影响很大。考虑到未来转股因素，本次可转换公司债券发行后，公司未来债务负担有低于预测值的可能。**

### 1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

本次债券基础发行规模为不超过 12.00 亿元，按发行金额上限 12.00 亿元测算，以 2022 年 3 月末财务数据为基础，本次债券发行规模为公司全部债务的 1.90 倍，对公司现有债务结构影响很大。

本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 37.31%、20.62% 和 0.00% 上升至 52.13%、42.98% 和 33.06%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。从本次可转债的发行条款来看，由于公司设定了转股价格向下修正条款和有条件回售条款，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，本次可转换公司债券发行后，预计公司的债务负担有下降可能。

### 2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2021 年的财务数据为基础，按本次债券发行额度上限（12.00 亿元）测算，本次可转换公司债券发行后，公司长期债务将上升至 12.00 亿元，2021 年，公司经营活动现金流入量对发行后长期债务总额覆盖倍数为 1.23 倍，经营活动现金流净额对发行后长期债务总额覆盖倍数为 0.42 倍，发行后长期债务总额为 2021 年公司 EBITDA 的 1.87 倍。

表 23 本次可转换公司债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	12.00
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.23
经营活动现金流净额/发行后长期债务（倍）	0.42
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.87

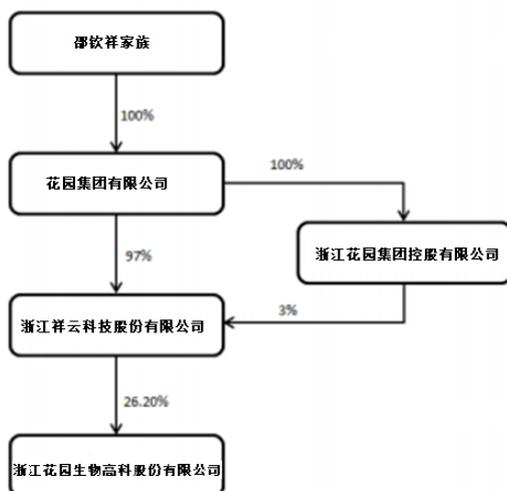
注：发行后长期债务为将本次可转换公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十一、结论

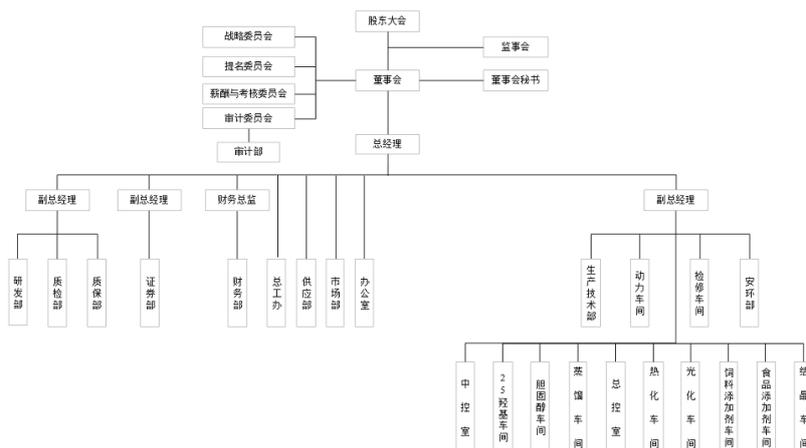
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，本次可转换公司债券信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末浙江花园生物高科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 月末浙江花园生物高科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 年末浙江花园生物高科股份有限公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	
			直接	间接
浙江花园药业有限公司	金华	化学药品及中成药生产、销售	100.00%	--
杭州下沙生物科技有限公司	杭州	经营医药中间体的制造、销售	100.00%	--
杭州朋茂进出口有限公司	杭州	商业	100.00%	--
杭州洛神科技有限公司	杭州	化工产品生产、销售	100.00%	--
浙江花园营养科技有限公司	金华	饲料添加剂、食品添加剂研发、生产、销售	100.00%	--
浙江花园博创股权投资有限公司	金华	股权投资；创业投资；信息咨询服务	90.00%	10.00%
浙江花园润嘉医疗器械有限公司	金华	医疗器械生产销售	100.00%	--

资料来源：公司年度报告

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
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	6.07	13.63	5.05	8.12
资产总额 (亿元)	20.80	35.70	35.25	38.76
所有者权益 (亿元)	17.43	28.79	22.79	24.30
短期债务 (亿元)	2.55	2.40	4.24	6.31
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	2.55	2.40	4.24	6.31
营业总收入 (亿元)	7.18	6.59	11.17	3.87
利润总额 (亿元)	3.99	2.88	5.85	1.77
EBITDA (亿元)	4.44	3.50	6.40	--
经营性净现金流 (亿元)	3.67	4.27	5.04	2.46
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	8.37	9.50	13.55	--
存货周转次数 (次)	0.78	0.88	0.93	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.23	0.31	--
现金收入比 (%)	105.76	106.77	108.33	102.88
营业利润率 (%)	68.21	57.30	67.35	71.55
总资本收益率 (%)	17.52	8.90	19.27	--
净资产收益率 (%)	19.72	9.05	22.38	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	12.76	7.71	15.69	20.62
资产负债率 (%)	16.18	19.35	35.36	37.31
流动比率 (%)	304.19	310.38	123.70	124.84
速动比率 (%)	212.00	255.10	75.91	85.94
经营现金流动负债比 (%)	110.11	73.86	56.15	--
现金短期债务比 (倍)	2.38	5.67	1.19	1.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	69.80	20.72	59.24	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.57	0.69	0.66	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 公司 2019 年财务数据采用 2020 年期初数, 2020 年财务数据采用 2021 年期初整数, 即假设花园药业自 2020 年起纳入合并范围; 3. 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

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
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	5.48	5.01	2.22
资产总额 (亿元)	21.79	29.88	29.34
所有者权益 (亿元)	15.36	26.76	20.22
短期债务 (亿元)	2.55	2.00	2.99
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	2.55	2.00	2.99
营业收入 (亿元)	7.54	6.19	7.17
利润总额 (亿元)	3.64	2.79	2.46
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	6.82	-3.13	4.91
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数 (次)	10.36	10.90	10.36
存货周转次数 (次)	1.41	1.27	1.48
总资产周转次数 (次)	0.41	0.24	0.24
现金收入比 (%)	107.32	104.99	99.46
营业利润率 (%)	53.10	44.02	34.38
总资本收益率 (%)	17.88	8.83	9.72
净资产收益率 (%)	20.64	9.18	10.84
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	14.24	6.96	12.89
资产负债率 (%)	29.52	10.45	31.07
流动比率 (%)	137.60	327.20	108.24
速动比率 (%)	96.56	237.39	52.44
经营现金流动负债比 (%)	106.57	-101.40	78.21
现金短期债务比 (倍)	2.15	2.50	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1.公司 2019 年财务数据采用 2020 年期初数, 2020 年财务数据采用 2021 年期初数, 即假设花园药业自 2020 年起纳入合并范围; 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

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

## 联合资信评估股份有限公司关于 浙江花园生物高科股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。