

# 信用评级公告

联合〔2023〕3206号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江花园生物医药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江花园生物医药股份有限公司主体长期信用等级为AA-，“花园转债”信用等级为AA-，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：

二〇二三年五月二十四日

# 浙江花园生物医药股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江花园生物医药股份有限公司	AA <sup>-</sup>	稳定	AA <sup>-</sup>	稳定
花园转债	AA <sup>-</sup>	稳定	AA <sup>-</sup>	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
花园转债	12.00 亿元	12.00 亿元	2029/03/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；截至报告出具日，“花园转债”转股价格为 15.05 元/股

评级时间：2023 年 5 月 24 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已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
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa <sup>-</sup>
个体调整因素：--				--
个体调整信用等级				aa <sup>-</sup>
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”）对浙江花园生物医药股份有限公司（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 and 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，在维生素 D3 系列产品市场具备综合竞争优势。2022 年，受益于医药集采中选产品放量，公司营业收入规模较上年增长。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；所有者权益中未分配利润所占比例偏高，结构稳定性偏弱；公司在建项目达产后产能将大幅增长，需关注后续去化压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对“花园转债”保障能力尚可。考虑到未来可能的转股因素，公司资本实力有望逐步增强，公司对“花园转债”的保障能力有望增强。

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。

综合评估，联合资信确定维持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、骨化醇原料药及制剂，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、硫酸辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片取得药品注册证书或

分析师：蒲雅修 刘哲  
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)

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2023年3月底，公司现金类资产充足，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. **公司所有者权益稳定性偏弱；2022年，公司利润总额和经营活动现金净流入规模同比下降。**截至2022年底，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。2022年，公司利润总额4.42亿元，同比下降24.33%；公司经营活动现金净流入3.77亿元，同比下降25.19%。

#### 主要财务数据：

项目	合并口径			
	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产(亿元)	13.63	5.05	5.55	18.89
资产总额(亿元)	35.70	35.25	41.32	54.36
所有者权益(亿元)	28.79	22.79	25.72	29.44
短期债务(亿元)	2.40	4.24	6.46	7.44
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	8.78
全部债务(亿元)	2.40	4.24	6.46	16.21
营业总收入(亿元)	6.59	11.17	14.18	3.17
利润总额(亿元)	2.88	5.85	4.42	0.58
EBITDA(亿元)	3.50	6.40	5.25	--
经营性净现金流(亿元)	4.27	5.04	3.77	1.40
营业利润率(%)	57.30	67.35	64.90	60.98

净资产收益率(%)	9.05	22.38	14.92	--
资产负债率(%)	19.35	35.36	37.75	45.84
全部债务资本化比率(%)	7.71	15.69	20.08	35.51
流动比率(%)	310.38	123.70	105.96	196.97
经营现金流动负债比(%)	73.86	56.15	28.80	--
现金短期债务比(倍)	5.67	1.19	0.86	2.54
EBITDA 利息倍数(倍)	20.72	59.24	24.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.69	0.66	1.23	--

公司本部(母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	29.88	29.34	31.03	/
所有者权益(亿元)	26.76	20.22	22.40	/
全部债务(亿元)	2.00	2.99	4.83	/
营业总收入(亿元)	6.19	7.17	6.79	/
利润总额(亿元)	2.79	2.46	3.35	/
资产负债率(%)	10.45	31.07	27.82	/
全部债务资本化比率(%)	6.96	12.89	17.73	/
流动比率(%)	327.20	108.24	128.51	/
经营现金流动负债比(%)	-101.40	78.21	-60.42	/

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 公司 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；4. 公司本部 2023 年一季度报表未披露

### 评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
花园转债	AA-	AA-	稳定	2023/02/28	华艾嘉 李敬云	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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

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

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

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

# 浙江花园生物医药股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江花园生物医药股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司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”。2023 年 4 月，公司名称变更为现名。经过历次股权结构变更，截至 2023 年 3 月底，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 2023 年 5 月 11 日，公司控股股东累计质押所持公司股票 0.75 亿股，占其所持股份的 51.67%。

公司主营业务包括维生素 D3 上下游系列产品的研发、生产和销售，以及心血管、神经系统等慢性疾病领域制剂产品的研发、生产和销售。截至 2023 年 3 月底，公司主营业务未发生重大变化。

截至 2022 年底，公司合并范围内子公司共 8 家，较上年底增加 1 家；公司组织结构较上年未发生重大变化。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 41.32 亿元，所有者权益 25.72 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 14.18 亿元，利润总额 4.42 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 54.36 亿元，所有者权益 29.44 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.17 亿元，利润总额 0.58 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。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表；公司以募集资金置换预先投入募投项目及已支付发行费用的自筹资金合计 1474.63 万元，并使用募集资金 1.60 亿元对全资子公司浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）进行增资，以实施可转债募投项目“高端仿制药品研发项目”，其中 0.88 亿元计入注册资本，0.72 亿元计入资本公积。截至 2023 年 3 月底，“花园转债”尚未到达付息日。截至报告出具日，“花园转债”转股价格为 15.05 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
花园转债	12.00	12.00	2023/03/06	6 年

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季

度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

## 五、行业分析

### 1. 维生素行业

近年来，受宏观经济环境波动、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。

饲料级维生素 D3 产品市场呈现一定的周期性，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，这种周期性主要体现为行业产能增减变化及产品价格涨跌。维生素 D3 生产企业较多，2020—2021 年持续超卖，2022 年市场价格震荡下跌至较低水平，部分企业处于亏损状态，产销量下降。维生素 D3 市场后期价格走势不确定性较大，尤其是 2022 年在价格低迷时，部分厂家停产或减产，随着库存的消化，后期采购回暖可能拉动价格反弹；在价格上涨时，闲置产能又面临重新开工；另外，行业领导者对原料及市场的整合也会令供需格局和价格频繁变动。

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

2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年 1—10 月，由于宏观经济波动，医药制造企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

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 2022

年底，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年底增加了 919 万，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和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，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。2022 年 1—9 月，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—9 月，我国医院累计总诊疗人次 29.84 亿人，同比下降 2.56%。

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业总收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入 29288.5 亿元，同比增长 20.10%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.90%。2022 年 1—10 月，规模以上医药制造企业营业总收入为 23247.00 亿元，同比下降 2.10%；利润总额为 3496.30 亿元，同比下降 29.30%。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司总股本为 5.51 亿股，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 2023

年 3 月底，公司控股股东累计质押所持公司股票 0.75 亿股，占其所持股份的 51.67%。

### 2. 企业规模及竞争力

**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%，中国境内最大规模化生产羊毛胆固醇和25-羟基维生素D3供应商，全球NF级羊毛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、骨化醇原料药及制剂，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。公司建立了省级重点企业研究院，并建立了国家示范院士专家工作站、国家级博士后工作站。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. 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4月20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被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

**2022年，公司部分董事、高管人员发生变动，管理制度未发生重大变化，管理运作正常。**

2022年，公司部分董事、高管人员发生变动，具体情况如下表。其他董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

表2 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
陈谊	副总经理	离任	2022/01/28	达到退休年龄
刘建刚	董事	离任	2022/04/19	岗位调整
钱国平	董事	离任	2022/04/19	岗位调整
魏忠岚	副董事长	被选举	2022/04/19	岗位调整
方福生	董事	被选举	2022/04/19	岗位调整

资料来源：公司年报

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**2022年，随着药品业务收入增长，公司营**

**业总收入同比增长；受宏观经济下行、维生素D3行业低位运行等因素影响，公司毛利率同比下降，但仍保持在较高水平。**

公司主营业务包括维生素D3上下游系列产品的研发、生产和销售，以及心血管、神经系统等慢性疾病领域制剂产品的研发、生产和销售。2022年及2023年一季度，公司主营业务未发生重大变化。

受益于药品销售规模增长，2022年，公司实现营业收入总收入14.18亿元，同比增长26.89%；同时，受国内外宏观环境影响，维生素市场需求疲软，维生素D3价格震荡下跌至底部区域，叠加公司的金西科技园项目投产，固定资产折旧费用大幅增加，2022年，公司实现利润总额4.42亿元，同比下降24.33%。

从收入构成来看，2022年，公司食品制造业务收入较上年略有下降，主要系受外部社会环境波动影响叠加维生素D3行业波动所致。2022年，公司医药制造（药品）业务收入同比大幅增长，主要系公司集采中标产品放量所致；医药制造（药品）业务收入在公司营业总收入中的占比达到56.55%，较上年有所提升。

从毛利率来看，2022年，公司食品制造业务毛利率同比下滑，主要系维生素D3行业持续低位运行，产品销售价格下降所致；公司医药制造（药品）业务毛利率变化不大。整体看，公司综合毛利率依然保持在较高水平。

2023年1-3月，由于宏观经济压力延续、维生素D3行业波动以及集采药品中选价格下降，公司实现营业收入3.17亿元，同比下降17.97%；公司实现利润总额0.58亿元，同比下降67.54%。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

项目	2021年			2022年			2022年收入同比变化（%）	2022年毛利率同比变化（百分点）	
	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	4.16	37.28	68.00	3.86	27.23	55.47	-7.32	-19.71
	羊毛脂及其衍生物	1.92	17.22	44.11	2.09	14.74	36.83	8.58	-16.50
	小计	6.09	54.50	60.45	5.95	41.97	48.93	-2.30	-11.52

医药制造（药品）	4.99	44.63	79.14	8.02	56.55	78.55	60.82	-0.75
其他	0.10	0.87	45.51	0.21	1.48	73.98	114.78	62.56
合计	11.17	100.00	68.66	14.18	100.00	66.05	26.89	-2.61

注：1. 尾差系数数据四舍五入所致；2. 上表中“食品制造小计”“医药制造（药品）”的收入和毛利率口径与公司2022年年报中“食品制造行业”“医药制造行业”差异系年报中将“其他”项拆分至“食品制造行业”“医药制造行业”。而上表未做此处理所致

资料来源：公司提供

## 2. 食品制造

2022年，公司食品制造业务仍然围绕维生素D3及D3类似物展开，建立了相对完整的产业链条；随着金西基地投产，公司维生素D3产能同比增加；由于维生素D3行业低位运行叠加原材料价格上行，公司食品制造业务毛利率较上年下降；公司食品制造业务采购和销售客户集中度保持在较高水平。

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，2022年，公司食品制造业务主要产品较上年未发生重大变化。

采购方面，公司食品制造业务主要采购的原材料包括羊毛粗脂、化工辅料（氯化锌、金属锂、甲醇、玉米淀粉明胶）等，2022年，公司主要采用询价方式采购，羊毛粗脂主要采用现款现货的方式结算，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，结算方式和结算账期均未发生重大变化。

羊毛粗脂是公司食品制造业务最主要的原材料。2022年，由于羊毛粗脂市场价格上行，

羊毛粗脂采购均价较上年有所增长；由于公司食品制造业务产销量增长，公司羊毛粗脂的采购数量较上年增长。原材料在公司食品制造业务成本中的占比为71.12%，保持在较高水平，原材料价格对公司成本影响明显。

供应商集中度来看，2022年，公司食品制造业务向前五大供应商合计采购金额为2.37亿元，在总采购金额中的占比为54.09%，较上年提高2.07个百分点，仍属较高。

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，2022年，公司生产模式较上年未发生重大变化。从产能来看，2022年，随着金西基地投产，公司饲料级维生素D3产能较上年增长，25-羟基维生素D3原和NF级胆固醇均保持不变。从产能利用率来看，2022年，饲料级维生素D3产能利用率较上年上升，25-羟基维生素D3原产能利用率有所下降，但仍保持在较高水平。2022年，公司NF级胆固醇产量大幅下降，主要系公司金西产地产能置换原有产能，原有产能于2022年8月停产，金西基地产能尚未达产所致。

表4 公司食品制造业务主要产品产销情况

产品	项目	2021年	2022年
饲料级维生素D <sub>3</sub> 粉	产量（吨）	1389.12	1696.23
	销量（吨）	1551.90	1685.42
	产销率（%）	111.72	99.36
25-羟基维生素D <sub>3</sub> 原	产量（吨）	4.04	3.14
	销量（吨）	3.53	3.44
	产销率（%）	87.47	109.59
NF级胆固醇	产量（吨）	222.18	64.67
	销量（吨）	206.81	120.79
	产销率（%）	93.08	186.79

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很高水平

资料来源：公司提供

销售方面，2022年，公司仍为直销与经销并存的销售模式；销售区域方面，国外销售收入占比较高，达到79.89%，较上年提高7.71个百分点。公司与国内客户一般采用现款现货模式结算，与国外客户通常存在90天左右账期，较上年未发生重大变化。产销率方面，2022年，公司饲料级维生素D<sub>3</sub>粉和25-羟基维生素D<sub>3</sub>原产销率有所波动，仍维持在较高水平；由于公司NF级胆固醇产量下滑，以销售存货为主，2022年公司NF级胆固醇产销率非常高。客户集中度方面，公司食品制造业务前五大客户销售额在总销售额中占比达到66.64%，较上年提高11.22个百分点，主要客户仍为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等行业内知名经销商或预混料企业。

### 3. 医药制造

**2022年，受益于集采中选药品放量，公司医药制造业务收入同比大幅增长。**

公司医药制造业务的经营主体为花园药业，主营业务以心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售为主。截至2022年底，花园药业主要产品包括缙沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液和草酸艾司西酞普兰片。

公司的缙沙坦氨氯地平片（I）和多索茶碱注射液均于2021年2月中选第四批国家集采，中选周期1年，集采到期后，花园药业陆续展开该产品的接续工作，除原中选省市外，缙沙坦氨氯地平片（I）新增10个省市中选（入围），累计中选省市25个；多索茶碱注射液除原中选省市外，新增12个省市中选，累计中选省市18个。缙沙坦氨氯地平片（I）和多索茶碱注射液虽然完成接续，但集采中标价格较之前大幅下滑。

左氧氟沙星片于2021年2月中选第四批国家集采，中选周期3年；硫辛酸注射液于2021年6月中选第5批国家集采，中选周期3年；草酸艾司西酞普兰片于2021年11月中选广东联盟集团带量采购，中选周期2年。

受益于集采中选产品放量，花园药业2022年实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润2.19亿元，完成2021年合并时承诺的2022年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润达到1.00亿元的目标。

采购方面，2022年，公司医药制造业务仍采取“以产定采”的模式，公司主要采购原材料如下表所示。2022年，原材料在公司医药制造业务成本中的占比为52.55%，较上年的51.83%变化不大。

表5 公司医药制造业务采购情况（单位：万元）

项目	2021年	2022年
罗红霉素原料药	629.60	759.12
阿奇霉素原料药	313.27	228.72
盐酸左氧氟沙星原料药	71.47	--
多索茶碱原料药	1244.07	544.87
硫辛酸原料药	192.48	42.35
缙沙坦氨氯地平原料药	2578.64	6297.93
左氧氟沙星原料药	--	387.80
草酸艾司西酞普兰原料药	--	1143.36
其他医药辅料	342.04	766.80

资料来源：公司提供

生产和销售方面，公司医药制造业务主要采用以销定产的模式，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”模式，较上年未发生重大变化。受益于集采中标药品放量，2022年，公司医药制造业务主要产品产销量及销售收入均同比大幅增长。未来随着带量采购药品范围逐渐扩大，若公司部分产品被纳入集采范围，但公司未中选，可能对公司相应产品的销售产生不利影响。

2023年1-3月，公司暂无新产品集采中选。

表6 公司医药产品产销量情况

项目	2021年	2022年
产量（万盒）	2440.93	3100.96
销量（万盒）	2234.03	2982.16

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

表7 公司医药产品销售情况(单位:万元)

药品名称	2021年	2022年
铝碳酸镁咀嚼片	347.07	162.55
盐酸左氧氟沙星胶囊	278.24	251.19
左氧氟沙星片	3070.93	5390.03
心脑血管片、胶囊	146.71	170.15
阿奇霉素分散片	494.39	490.41
罗红霉素胶囊	1729.88	1511.90
缬沙坦氨氯地平片	30628.50	54244.36
多索茶碱注射液	10660.80	12158.36
硫酸庆大霉素注射液	2494.45	5239.48
草酸艾司西酞普兰片	--	551.91
合计	49850.97	80170.34

资料来源:公司提供

#### 4. 经营效率

2022年,公司整体经营效率指标表现良好。

从经营效率指标看,2022年,公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为10.90次、0.99次和0.37次,分别较上年下降3.33次、提高0.04次和0.05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8 2022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	2.75	5.92	0.65
安迪苏	4.78	7.55	0.69
兄弟科技	2.90	8.45	0.60
金达威	2.14	8.30	0.54
新和成	2.74	6.09	0.44
花园生物	0.99	11.00	0.37

注:为便于对比,以上数据均来自wind

资料来源:联合资信根据公开资料整理

#### 5. 在建项目

公司主要在建项目基本完成,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年底,公司在建项目预计投资金额为20.67亿元,完成投资20.67亿元,已基本完工。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。

2022年3月29日,公司第六届董事会第五次会议审议通过了《关于2022年度关联交易预计的议案》,并于2022年4月19日经公司2021年年度股东大会审议通过,公司浙江花园营养科技有限公司的在建工程项目(“金西科技园项目”)由浙江花园建设集团有限公司提供工程施工建设,2022年度预计交易金额不超过15000万元。报告期内关联交易实际发生金额12028.58万元。

表9 截至2022年底公司主要在建项目情况(单位:亿元)

项目名称	预计总投资	完成投资	资金来源
年产180吨7-去氢胆固醇项目	1.40	1.46	募股资金
年产4000吨胆钙化醇(维生素D3)环保杀鼠剂项目	0.84	0.44	自有资金
花园生物研发中心项目	2.51	2.67	募股资金
后勤配套设施项目(生活区)	2.19	2.10	自有资金
年产750吨饲料级VD3油剂项目	0.99	1.13	募股资金
年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目	7.60	8.19	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	0.98	募股资金
年产1200吨25-羟基维生素D3粉项目	0.55	0.22	自有资金
年产18吨胆钙化醇项目	0.48	0.50	自有资金
年产15.6吨25-羟基维生素D3结晶项目	0.49	0.54	募股资金
年产40.5吨正固醇项目	1.27	1.26	募股资金

年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目	1.20	1.18	募股资金
<b>合计</b>	<b>20.62</b>	<b>20.67</b>	--

资料来源：公司提供

## 6. 未来发展

公司制定了具有自身经营特色的未来发展战略。

公司将推动“一纵一横”发展战略的实施，继续加大研发投入，完善产业链纵向布局；加强市场整合，拓展横向产品布局。2023年，公司将确保现有生产经营平稳运行，推进可转债募投项目建设，切入生物产业链，启动化学合成和生物合成的双布局。公司计划进行多产品协同发展，推动全球化战略。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，大华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

截至2022年底，公司合并范围内子公司共8

家，较上年底增加1家，合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额41.32亿元，所有者权益25.72亿元(含少数股东权益0.00亿元)；2022年，公司实现营业总收入14.18亿元，利润总额4.42亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额54.36亿元，所有者权益29.44亿元(含少数股东权益0.00亿元)；2023年1-3月，公司实现营业总收入3.17亿元，利润总额0.58亿元。

### 2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模同比增长，非流动资产占比较高。截至2023年3月底，由于公司收到可转债募集资金，公司流动资产占比较上年底快速上升。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底增长17.21%；公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10 公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底		2022 年较上年变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
<b>流动资产</b>	<b>11.10</b>	<b>31.50</b>	<b>13.87</b>	<b>33.57</b>	<b>26.94</b>	<b>49.56</b>	<b>24.91</b>
货币资金	5.02	45.22	5.55	40.01	18.89	70.13	10.52
应收账款	0.88	7.95	1.69	12.21	1.49	5.53	91.92
存货	4.29	38.63	5.46	39.36	5.85	21.71	27.25
<b>非流动资产</b>	<b>24.15</b>	<b>68.50</b>	<b>27.45</b>	<b>66.43</b>	<b>27.42</b>	<b>50.44</b>	<b>13.66</b>
固定资产	6.40	26.51	17.60	64.11	17.42	63.54	174.82
在建工程 (合计)	14.75	61.07	6.72	24.49	6.76	24.65	-54.42
无形资产	1.66	6.87	1.66	6.04	1.65	6.00	-0.06
<b>资产总额</b>	<b>35.25</b>	<b>100.00</b>	<b>41.32</b>	<b>100.00</b>	<b>54.36</b>	<b>100.00</b>	<b>17.21</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底增长24.91%，主要系随着业务规模扩张，存货和应收账款规模增加所致。

截至2022年底，公司货币资金较上年底增长10.52%，主要系公司增加银行借款所致。货币资金中有0.31亿元受限资金，受限比例为

5.55%，主要为国内信用证保证金及银行承兑汇票保证金。

截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底增长91.92%，主要系业务规模增加所致。应收账款账龄以1年以内(含1年)为主，累计计提坏账准备0.05亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.33亿元，占比为76.06%，集中度高。

截至2022年底，公司存货较上年底增长27.25%，主要系公司增加原材料储备所致。存货主要由原材料（28.69%）、在产品（14.50%）、库存商品（15.84%）、周转材料（0.72%）、发出商品（2.17%）以及自制半成品（38.09%）构成，累计计提跌价准备18.67万元，计提比例为0.03%。

## （2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长13.66%。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增长174.82%，主要系子公司浙江花园营养科技有限公司在建工程完工转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（61.37%）、机器设备（36.70%）、运输工具（0.17%）以及电子设备（1.76%）构成，累计计提折旧2.65亿元；固定资产成新率83.43%，成新率较高。

截至2022年底，公司在建工程（合计）较上年底下降54.42%，主要系在建工程完工转入固定资产所致。在建工程（合计）包括在建工程（95.09%）和工程物资（4.91%），未计提减值准备。

截至2022年底，公司无形资产较上年底下降0.06%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（94.16%）和专利权（4.52%）等构成，累计摊销0.48亿元，未计提减值准备。

表 11 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
固定资产	0.33	0.79	以固定资产作为抵押取得银行短期借款
其他货币资金	0.31	0.75	国内信用证保证金及银行承兑汇票保证金

表 12 公司负债主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底		2022 年底较上年底变化（%）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
流动负债	8.98	72.01	13.09	83.93	13.68	54.89	45.83
短期借款	4.14	46.16	5.32	40.67	6.23	45.59	28.48
应付账款	3.20	35.64	4.23	32.29	3.80	27.80	32.13
其他应付款	0.54	6.06	0.99	7.54	0.00	0.00	81.52
一年内到期的非流动负债	0.00	0.02	0.93	7.13	0.93	6.82	--

投资性房地产	0.15	0.36	以投资性房地产作为抵押取得银行短期借款
合计	0.79	1.90	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额54.36亿元，较上年底增长31.55%，主要系公司发行可转债收到募集资金所致；公司资产结构相对均衡，流动资产占比较上年底上升较快。

## 3. 资本结构

### （1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比高，权益结构稳定性偏弱。

截至2022年底，公司所有者权益25.72亿元，较上年底增长12.88%，主要系未分配利润增长所致；公司所有者权益均为归属于母公司所有者权益。在所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占21.42%和74.62%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性偏弱。

截至2023年3月底，公司所有者权益29.44亿元，较上年底增长14.45%，主要系公司所发行可转债计入其他权益工具3.13亿元所致；公司所有者权益结构较上年底变化不大，权益结构稳定性偏弱。

### （2）负债

截至2022年底，公司负债规模较上年底增长，流动负债占比很高；债务全部为短期债务。截至2023年3月底，由于发行可转债，公司负债规模快速增长，非流动负债占比大幅提升；公司债务中长期债务全部为“花园转债”。

非流动负债	3.49	27.99	2.51	16.07	11.24	45.11	-28.17
长期应付款（合计）	2.80	80.25	1.87	74.48	1.87	16.61	-33.33
递延收益	0.69	19.73	0.64	25.38	0.59	5.29	-7.64
负债总额	12.47	100.00	15.60	100.00	24.92	100.00	25.12

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年底，公司负债总额较上年底增长25.12%；公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长45.83%。

截至2022年底，公司短期借款较上年底增长28.48%，主要系公司为补充营运资金增加银行借款所致。

截至2022年底，公司应付账款较上年底增长32.13%，主要系应付工程款及应付市场推广服务费所增加致。

截至2022年底，公司其他应付款较上年底增长81.52%，主要系公司新增限制性股票回购义务计入其他应付款所致。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期应付款0.93亿元，无一年内到期的租赁负债。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底下降28.17%。

截至2022年底，公司长期应付款（合计）较上年底下降33.33%，主要系2022年度完成业绩承诺，应付花园集团有限公司股权转让价款的10%重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2022年底，公司递延收益较上年底下降7.64%，主要系整体搬迁补偿款减少所致。

截至2023年3月底，由于发行可转债，公司负债总额较上年底增长59.75%；公司流动负债与非流动负债相对均衡，非流动负债占比大幅提升。

有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务6.46亿元，较上年底增长52.38%，主要系公司新增短期银行借款所致；公司债务全部为短期债务。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为37.75%和20.08%，较上年底分别提高2.39个百分点和

4.39个百分点，公司债务负担较轻。

截至2023年3月底，公司全部债务16.21亿元，较上年底增长150.81%，主要系公司发行可转债所致。债务结构方面，短期债务占45.87%，长期债务占54.13%，结构相对均衡，其中，短期债务7.44亿元，较上年底增长15.05%，主要系公司增加短期银行借款所致；长期债务8.78亿元，均为所发行“花园转债”。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为45.84%、35.51%和22.97%，较上年底分别提高8.09个百分点、提高15.43个百分点和提高22.97个百分点。

截至报告出具日公司存续债券为“花园转债”，“花园转债”情况请见本报告“三、债券概况及募集资金使用情况”。

#### 4. 盈利能力

**2022年，公司收入规模同比增长，利润总额同比下降，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。2023年一季度，受宏观经济波动等因素影响，公司收入和利润规模均有所下降。**

2022年，受益于医药制造业务的集采产品放量，公司实现营业总收入同比增长26.89%；营业成本4.81亿元，同比增长37.46%。2022年，公司营业利润率同比下降2.45个百分点，同比变化不大；受宏观经济波动、维生素D3市场低位运行等因素影响，公司利润总额同比下降24.33%。

2022年，公司费用总额为5.19亿元，同比增长68.51%。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64.94%、21.68%、13.56%和-0.18%，以销售费用为主。其中，销售费用为3.37亿元，同比增长83.77%，主要系子公司花园药业为拓展市场增加市场推广

服务费所致；管理费用为1.13亿元，同比增长41.92%，主要系在建工程转固后折旧费用增加、管理人员提高薪酬以及股权激励成本增加所致；研发费用为0.70亿元，同比增长18.47%，主要系工资薪酬福利以及委外研发增加所致；财务费用为-0.01亿元，上年为-0.14亿元，主要系2022年利息支出增加所致。2022年，公司期间费用率为36.61%，同比提高9.04个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在一定侵蚀。

2022年，公司实现投资收益0.01亿元，占营业利润比重为0.33%；其他收益0.21亿元，占营业利润比重为4.92%；资产处置收益0.18亿元，占营业利润比重为4.08%。公司投资收益、其他收益和资产处置收益均对营业利润影响不大。2022年，公司营业外收入0.07亿元，占利润总额比重为1.64%；营业外支出0.01亿元，占利润总额比重为0.23%，均对利润影响不大。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2021年	2022年
营业总收入（亿元）	11.17	14.18
营业成本（亿元）	3.50	4.81
利润总额（亿元）	5.85	4.42
营业利润率（%）	67.35	64.90
总资本收益率（%）	19.27	12.60
净资产收益率（%）	22.38	14.92

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降6.67个百分点和7.46个百分点。与所选公司比较，公司各盈利指标均表现良好。

表 14 2022年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
浙江医药	34.47	4.22	3.73
安迪苏	27.51	7.42	8.36
兄弟科技	25.27	7.54	9.06
金达威	40.49	6.49	6.68
新和成	36.94	11.94	15.38
花园生物	66.05	11.24	14.92

资料来源：Wind

2023年1—3月，受宏观经济波动压力延续以及维生素D3市场持续低位运行等因素影响，公司实现营业总收入3.17亿元，同比下降17.97%；营业成本1.22亿元，同比增长14.68%；营业利润率为60.98%，同比下降10.57个百分点。2023年1—3月，实现利润总额0.58亿元，同比下降67.54%。

## 5. 现金流

2022年，公司经营活动现金仍为净流入状态，净流入规模有所下降；公司投资活动现金净流出规模较上年有所下降；公司筹资活动现金由净流出转为净流入。

从经营活动来看，2022年，随着销售规模增长，公司经营活动现金流入17.11亿元，同比增长15.90%；经营活动现金流出13.34亿元，同比增长37.20%，主要系支付货款及市场推广服务费较上年同期增加所致。2022年，公司经营活动现金净流入3.77亿元，同比下降25.19%。2022年，公司现金收入比为104.33%，同比下降3.99个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入1.47亿元，同比下降82.18%，主要系收回的理财产品较上年同期减少所致；投资活动现金流出5.19亿元，同比下降74.18%，主要系取得子公司及购建固定资产支付的现金较上年同期减少所致。2022年，公司投资活动现金净流出3.72亿元，流出规模较上年同比下降68.40%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为0.05亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入10.31亿元，同比增长107.59%，主要系取得的银行借款较上年同期增加所致；筹资活动现金流出9.87亿元，同比增长93.85%，主要系到期偿还的银行借款较上年同期增加所致。2022年，公司筹资活动现金净流入0.44亿元，同比净流出转为净流入。

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流入1.40亿元，同比下降43.11%；公司实现投资活动现金净流出0.87亿元，同比下降



53.69%；由于发行可转债，公司实现筹资活动现金净流入 12.76 亿元，同比增长 534.21%。

## 6. 偿债指标

2022 年，公司偿债能力指标表现良好。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	123.70	105.96
	速动比率 (%)	75.91	64.26
	经营现金/流动负债 (%)	56.15	28.80
	经营现金/短期债务 (倍)	1.19	0.58
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.19	0.86
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	6.40	5.25
	全部债务/EBITDA (倍)	0.66	1.23
	经营现金/全部债务 (倍)	1.19	0.58
	EBITDA/利息支出 (倍)	59.24	24.07
	经营现金/利息 (倍)	46.64	17.28

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率较上年底下降，流动资产对流动负债的保障程度尚可；公司经营现金流动负债比率、经营现金/短期债务和现金短期债务比均较上年底下降，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比下降 17.94%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧 (占 10.67%) 和利润总额 (占 84.24%) 构成。2022 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 较上年提高，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高；经营现金/全部债务较上年下降，经营现金对全部债务的保障程度尚可；经营现金/利息支出较上年下降，经营现金对利息支出的保障程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现良好。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月底，公司无合并口径之外的对外担保。

未决诉讼方面，截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2023 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 10.02 亿元，尚未使用授信 3.81 亿元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部财务分析

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 2022 年底，公司本部资产总额 31.03 亿元，较上年底增长 5.76%。其中，流动资产 8.65 亿元 (占比 27.89%)，非流动资产 22.38 亿元 (占比 72.11%)。从构成看，流动资产主要由应收账款 (占 11.51%)、其他应收款 (占 45.11%) 和存货 (占 37.17%) 构成；非流动资产主要由长期股权投资 (占 87.21%) 和固定资产 (合计) (占 10.02%) 构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 0.28 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 8.63 亿元，较上年底下降 5.32%。其中，流动负债 6.73 亿元 (占比 78.02%)，非流动负债 1.90 亿元 (占比 21.98%)。从构成看，流动负债主要由短期借款 (占 56.30%)、其他应付款 (合计) (占 22.78%)、一年内到期的非流动负债 (占 13.86%) 构成；非流动负债主要由长期应付款 (合计) (占 98.40%) 构成。公司本部 2022 年资产负债率为 27.82%，较 2021 年下降 3.26 个百分点。截至 2022 年底，公司本部全部债务 4.83 亿元，均为短期债务。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 17.73%，公司本部债务负担很轻。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 22.40 亿元，较上年底增长 10.76%。在所有者权益中，实收资本为 5.51 亿元 (占 24.60%)、资本公积合计 1.17 亿元 (占 5.21%)、未分配利润合计 14.33 亿元 (占 63.96%)、盈余公积合计 1.93 亿元 (占 8.63%)，未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。

2022 年，公司本部营业总收入为 6.79 亿元，利润总额为 3.35 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.62 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 -4.07 亿元，投资活动现金流净额 1.50 亿元，筹资活动现金流净额 0.73 亿元。

截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 75.10%；公司本部负债占合并口径的 55.34%；公司本部全部债务占合并口径的 74.68%；公司本部所有者权益占合并口径的 87.08%。2022 年，公司本部营业总收入占合并口径的 47.92%；公司本部利润总额占合并口径的 75.66%。

## 十、债券偿还能力分析

**考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。**

截至 2023 年 3 月底，公司存续期可转换公司债券“花园转债”余额 12.00 亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现尚可。

考虑到本次可转换公司债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换公司债券将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 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审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 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），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

## 十一、结论

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

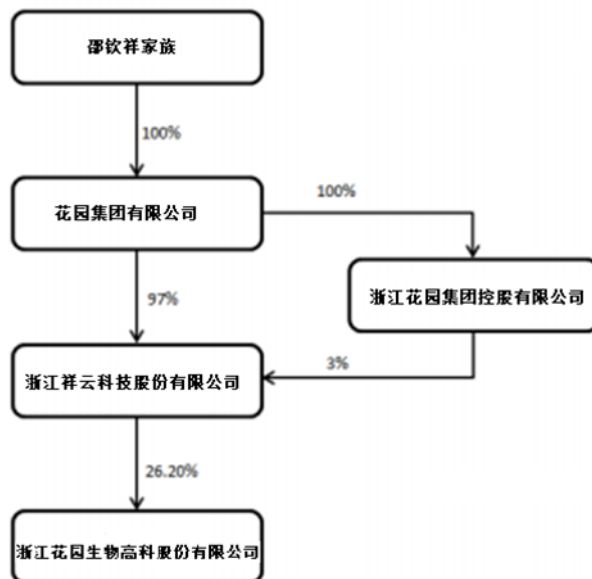
表 16 公司债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务*（亿元）	12.00
经营现金流入/长期债务（倍）	1.43
经营现金/长期债务（倍）	0.31
长期债务/EBITDA（倍）	2.28

注：1. 上表中的长期债务为将可转债全额计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

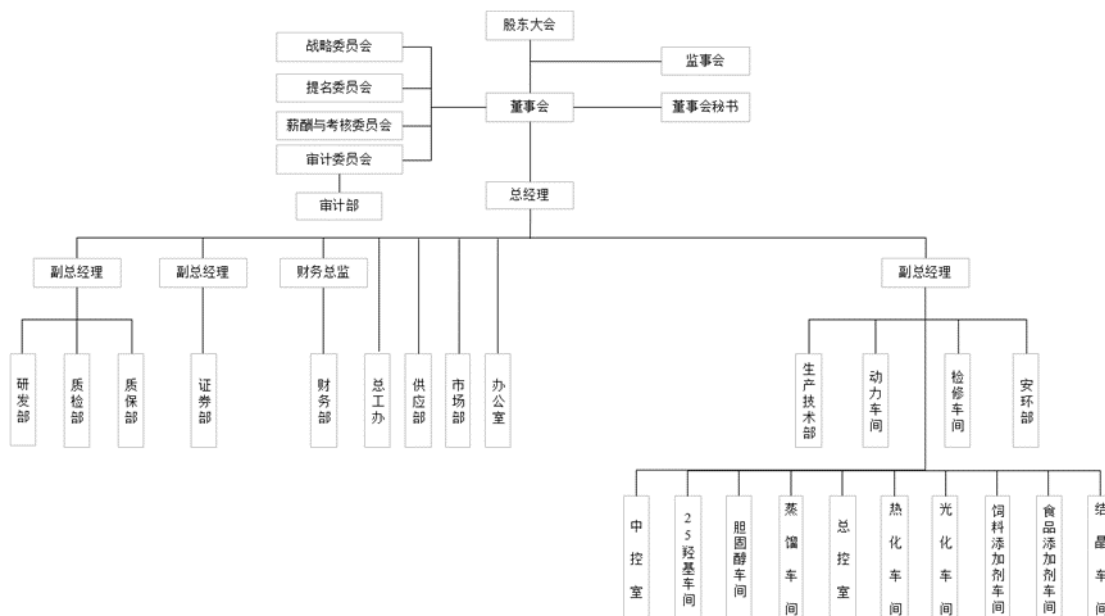
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底浙江花园生物医药股份有限公司股权结构图



注：截至 2023 年 3 月底，公司尚未更名为现名  
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底浙江花园生物医药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 2023 年 3 月底浙江花园生物医药股份有限公司  
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%
杭州唯晟医疗科技有限公司	杭州	技术服务	--	100.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.63	5.05	5.55	18.89
资产总额 (亿元)	35.70	35.25	41.32	54.36
所有者权益 (亿元)	28.79	22.79	25.72	29.44
短期债务 (亿元)	2.40	4.24	6.46	7.44
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	8.78
全部债务 (亿元)	2.40	4.24	6.46	16.21
营业总收入 (亿元)	6.59	11.17	14.18	3.17
利润总额 (亿元)	2.88	5.85	4.42	0.58
EBITDA (亿元)	3.50	6.40	5.25	--
经营性净现金流 (亿元)	4.27	5.04	3.77	1.40
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	9.50	14.23	10.90	--
存货周转次数 (次)	0.88	0.95	0.99	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.32	0.37	--
现金收入比 (%)	106.77	108.33	104.33	129.54
营业利润率 (%)	57.30	67.35	64.90	60.98
总资本收益率 (%)	8.90	19.27	12.60	--
净资产收益率 (%)	9.05	22.38	14.92	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	22.97
全部债务资本化比率 (%)	7.71	15.69	20.08	35.51
资产负债率 (%)	19.35	35.36	37.75	45.84
流动比率 (%)	310.38	123.70	105.96	196.97
速动比率 (%)	255.10	75.91	64.26	154.21
经营现金流动负债比 (%)	73.86	56.15	28.80	--
现金短期债务比 (倍)	5.67	1.19	0.86	2.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.72	59.24	24.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.69	0.66	1.23	--

注: 1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计; 2. 公司 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;

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/公司本部口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	5.01	2.22	0.28
资产总额 (亿元)	29.88	29.34	31.03
所有者权益 (亿元)	26.76	20.22	22.40
短期债务 (亿元)	2.00	2.99	4.83
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	2.00	2.99	4.83
营业总收入 (亿元)	6.19	7.17	6.79
利润总额 (亿元)	2.79	2.46	3.35
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.13	4.91	-4.07
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数 (次)	10.90	10.36	7.49
存货周转次数 (次)	1.27	1.48	1.26
总资产周转次数 (次)	0.24	0.24	0.23
现金收入比 (%)	104.99	99.46	103.74
营业利润率 (%)	44.02	34.38	37.14
总资本收益率 (%)	8.54	9.44	11.45
净资产收益率 (%)	9.18	10.84	13.92
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	6.96	12.89	17.73
资产负债率 (%)	10.45	31.07	27.82
流动比率 (%)	327.20	108.24	128.51
速动比率 (%)	237.39	52.44	80.75
经营现金流流动负债比 (%)	-101.40	78.21	-60.42
现金短期债务比 (倍)	2.50	0.74	0.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

资料来源: 公司财务报告

### 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) <sup>1/(n-1)</sup> -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、发展中等四种。

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