

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0232号

灵康药业集团股份有限公司：

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“灵康转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级下调贵公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，同时下调“灵康转债”信用等级为 A+。



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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月15日至2024年6月14日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月15日



灵康药业集团股份有限公司

主体及“灵康转债”2023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
A+/稳定	2023/6/15	AA-/稳定	熊璘	谢笑也、宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
灵康转债	A+	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

灵康药业集团股份有限公司（以下简称“灵康药业”或“公司”）主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵芝和陶灵刚。

评级模型

基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入	20.00	6.55
	多样化	5.00	4.00
市场竞争力	产品竞争力	10.00	8.00
	研发能力	10.00	6.00
盈利能力	利润总额	15.00	2.52
	EBITDA 利润率	5.00	3.65
债务负担和保障程度	全部债务/EBITDA	10.00	3.00
	经营现金流动负债比	10.00	8.71
	EBITDA 利息倍数	10.00	6.29
	货币资金/短期有息债务	5.00	4.03

调整因素

个体信用状况	无
外部支持	无
评级模型结果	A+

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

公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场仍保持一定竞争力；跟踪期内，公司注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液分别中标第七批全国药品集中采购和第八批全国药品集中采购，预计可为公司经营业绩带来积极影响。同时，受门诊量下降及集采政策影响，2022年公司营业收入降幅明显，利润由盈转亏，公司业绩承压；受物流运输、人员流动受阻及项目方案调整影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内，公司产品销售回款承压，经营性净现金流下降明显，整体偿债能力有所下降。

综合分析，东方金诚下调灵康药业主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，下调“灵康转债”的信用等级为 A+。

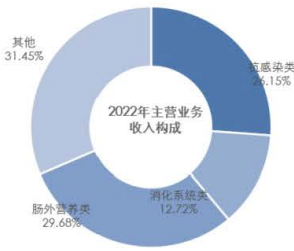
同业比较

项目	灵康药业	北京北陆药业股份有限公司	湖南九典制药股份有限公司	深圳翰宇药业股份有限公司
资产总额 (亿元)	18.55	28.16	23.00	36.11
营业总收入 (亿元)	2.89	7.66	23.26	7.04
毛利率 (%)	67.81	55.39	77.78	77.34
利润总额 (亿元)	-1.89	-0.15	2.90	-3.73
资产负债率 (%)	38.82	31.69	32.49	64.09
经营现金流动负债比 (%)	-21.94	42.23	60.54	1.38

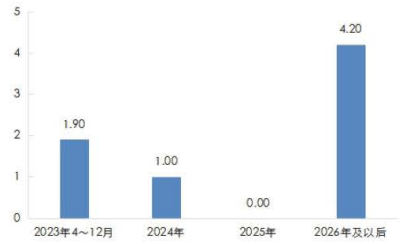
注：以上企业最新主体信用等级均为 A+/稳定，数据来源于企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2022年主营业务收入构成



2023年3月末债务期限结构（亿元）



主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额（亿元）	27.16	25.14	18.55	19.08
所有者权益（亿元）	14.80	14.59	11.35	11.12
全部债务（亿元）	10.87	9.64	6.36	7.11
营业总收入（亿元）	10.01	7.40	2.89	0.73
利润总额（亿元）	1.79	0.70	-1.89	-0.21
经营性净现金流（亿元）	1.27	1.29	-0.66	-0.17
营业利润率（%）	83.12	78.08	65.63	60.49
资产负债率（%）	45.52	41.98	38.82	41.71
流动比率（%）	278.69	275.61	374.32	319.29
全部债务/EBITDA（倍）	4.60	7.16	-4.69	-
EBITDA利息倍数（倍）	17.07	3.60	-5.56	-

注：表中数据来源于公司2020年~2022年的审计报告以及2023年1~3月未经审计的财务报表。

优势

- 公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场仍保持一定竞争力；
- 跟踪期内，公司注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液分别中标第七批全国药品集中采购和第八批全国药品集中采购，预计可为公司经营业绩带来积极影响。

关注

- 受门诊量下降及集采政策影响，2022年公司营业收入降幅明显，利润由盈转亏，公司业绩承压；
- 受物流运输、人员流动受阻及项目方案调整影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；
- 跟踪期内，公司产品销售回款承压，经营性净现金流下降明显，整体偿债能力有所下降。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额仍位居行业前列，在细分市场仍将保持一定竞争力

评级方法及模型

《医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202208）》

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-	2022/6/2	谢笑也、高君子	《医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202004）》	阅读原文
AA-/稳定	AA-	2020/6/23	谢笑也、高君子	《医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202004）》	阅读原文

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
灵康转债	2022/6/2	5.25	2020/12/1~2026/12/1	-	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及“灵康药业集团股份有限公司2020年可转换公司债券”（以下简称“灵康转债”）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”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

灵康药业主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵萍和陶灵刚。

公司前身为海南灵康制药有限公司（以下简称“海南灵康”），于2003年12月24日成立，初始注册资本为1000万元，首期出资250万元。2012年10月16日，海南灵康整体变更为股份有限公司，并在海南省工商行政管理局变更登记注册，2013年12月18日迁址至西藏山南市，总部位于西藏自治区山南市泽当镇。2015年5月28日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“灵康药业”，股票代码“603669.SH”。截至2023年3月末，公司股本为72123.82万股（每股面值1元），灵康控股持有公司47.09%的股份，为公司控股股东；陶灵萍通过灵康控股间接持有公司47.09%的股份，并直接持有公司6.68%的股份；陶灵刚直接持有公司0.99%的股份；陶灵萍、陶灵刚系为兄妹，其合计持有公司54.76%的股份为公司实际控制人。

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖了抗感染药、消化系统药和肠外营养药等重要领域。截至2023年3月末，公司取得了114个品种共202个药品生产批准文件。公司多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力。根据IMS数据统计，2022年，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在该注射剂型市占率为66.60%，排名全国第一；注射用盐酸头孢甲肟销售份额在该注射剂型市占率为24.54%，排名第二；注射用石杉碱甲为公司独家剂型。

截至2023年3月末，公司总资产19.08亿元，所有者权益11.12亿元，资产负债率41.71%。2022年和2023年1~3月，公司实现营业总收入分别为2.89亿元和0.73亿元，利润总额分别为-1.89亿元和-0.21亿元。

相关债项本息兑付及募集资金使用情况

本息兑付方面，截至2023年3月末，灵康药业发行的“灵康转债”利息已按期偿付，暂未到本金兑付日。

截至2023年3月31日，“灵康转债”累计共有人民币67143000元已转换为公司股票，转股数量为7798184股，占可转债开始转股前公司已发行股份总额的1.0930%。未转股可转债情况：截至2023年3月31日，尚未转股的可转债金额为人民币457857000元，占可转债发行总量的87.2109%。

募集资金使用情况方面，“灵康转债”扣除发行费用后，实际募集资金净额为人民币51778.16万元，截至2023年3月末，公司可转债募集资金已使用5959.07万元，剩余45819.09

万元尚未使用，已使用资金全部用于海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）（以下简称“募投项目”）。此外，公司对闲置募集资金进行现金管理并投资相关理财产品余额为25000.00万元。公司于2023年4月20日召开第四届董事会第七次会议及第四届监事会第七次会议，审议通过了《关于可转换公司债券募集资金投资项目延期的议案》，同意将可转债募集资金投资项目（以下简称“募投项目”）的建设期延长至2024年5月31日。延期原因主要是：一方面，因物流运输、人员流动受阻，公司的项目建设进度有所延后。另一方面，公司在项目实施过程中，根据业务的实际情况调整募投项目建设方案，导致募集资金投资项目实施进度延迟。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降

息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

行业分析

公司收入和毛利润主要来自化药处方药的研发、生产和销售业务，属于医药制造行业。

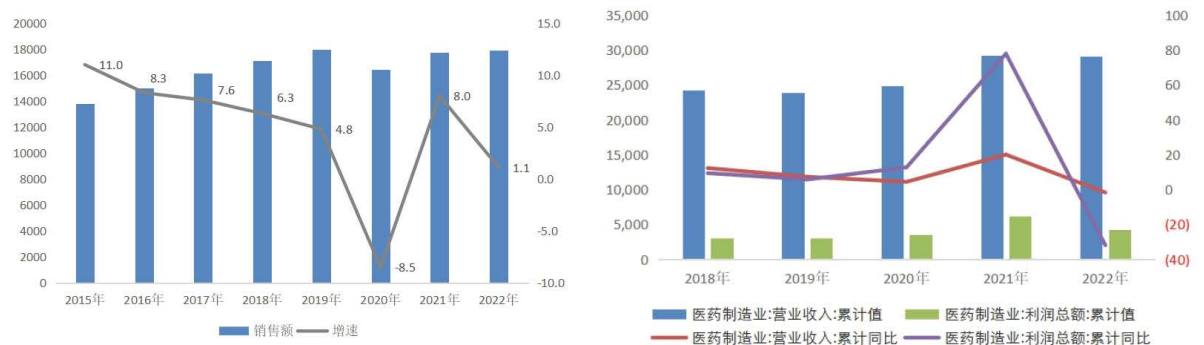
医药制造行业

2022年医药行业需求有所增加，但增速有所减缓，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长，但增速逐年下降。2015~2019年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020年，短期内对部分的医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，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，受延迟医疗需求释放以及部分医疗产业链需求增加影响，医药行业需求增加。2022年，我国三大终端六大市场药品销售额为17936亿元，同比增长1.1%，受年初上海、西安等多地由于外部事件医疗诊疗减少影响，增速有所减缓。预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

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和利润增速承压。2022年受国内外环境，叠加医保控费、物资价格下降等因素影响，医药制造行业收入和利润均有下降，盈利承压。中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，行业发展长期向好趋势不变。预计2023年，在国家经济稳增长背景下，行业整体将恢复性增长。

图表1 我国医药终端市场销售情况(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，wind，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，2022年末我国60岁以上人口达到2.8亿，65岁以上人口达到2.09亿，较2021年末增长了0.08亿，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，2015~2022年我国居民人均医疗保健消费支出由1165元增至2120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8.6%；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2022年底，基本医疗保险参保人数达134570万人，其中，参加职工基本医疗保险人数36242万人，

比 2021 年底增加 811 万人，同比增长 2.3%。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。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。2021 年 1 月, 国务院办公厅发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》, 从国家层面确定了药品带量采购常态化和制度化。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, 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品, 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，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。此外，医保目录调整亦逐渐固定为每年一次的常态化工作，根据 2022 年 6 月国家医保局公布新的医保目录调整工作方案，医保目录调整新增“鼓励仿制药品目录”“鼓励研发申报儿童药品清单”和“罕见病治疗药品”，同时公布谈判协议到期药品分类续约规则，未来将更加有利于发挥医保基金的保障作用，减轻患者的用药负担。

业务运营

经营概况

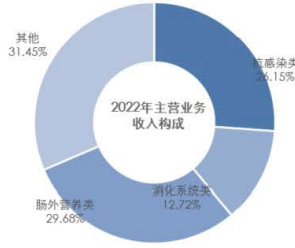
公司收入和毛利润仍主要来源于化药处方药的生产及销售业务，受集采政策等因素影响，公司部分药品价格大幅下跌，跟踪期内公司主营业务收入及毛利润规模均有明显下降，毛利率水平亦有所降低

公司主营化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药等三大领域。2022 年，公司主营业务收入为 2.82 亿元，同比下降 60.93%，主要系公司奥美拉唑钠等主要产品受到集采政策影响，销量大幅下降，同时因人员受限、物流受限及全国价格联动等的影响，使得部分产品销量下降，导致营业收入下降；毛利润规模亦有明显下降，为 1.94 亿元，同比下降 66.89%。2022 年，公司抗感染类、消化系统类和肠外营养类药品收入分别占公司主营业务收入的 26.18%、12.64%和 29.65%。2022 年公司综合毛利率同比下降 10.86 个百分点，主要系药品价格下降所致。

2023 年 1~3 月，公司主营业务继续受到集采政策影响，营业收入和毛利润均同比大幅下降，收入为 0.72 亿元，与上年同期相比下降 42.40%，毛利润为 0.46 亿元，同比下降 56.19%，综合毛利率为 63.90%，同比下降 14.17 个百分点。

图表 5：公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年		2023年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
抗感染类	3.81	38.04	2.94	40.00	0.74	26.18	0.32	44.45
消化系统类	2.56	25.62	1.47	20.00	0.36	12.64	0.05	6.94
肠外营养类	2.00	20.02	1.61	21.90	0.84	29.65	0.17	23.61
其他	1.63	16.32	1.33	18.10	0.89	31.53	0.18	25.00
合计	10.01 ¹	100.00	7.35	100.00	2.82	100.00	0.72	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
抗感染类	2.93	76.98	2.07	70.30	0.29	38.94	0.14	42.29
消化系统类	2.38	92.96	1.34	90.97	0.30	84.32	0.04	88.07
肠外营养类	1.58	78.61	1.18	73.63	0.52	61.93	0.11	65.25
其他	1.56	95.73	1.27	95.33	0.83	93.84	0.17	95.87
合计	8.45	84.46	5.86	79.69	1.94	68.80	0.46	63.90



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023年3月末，公司已有55个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有13个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供一定保障，同时多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场保持一定竞争力

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖肠外营养药、抗感染药和消化系统药三大领域，目前公司主要生产基地位于海南海口。截至2023年3月末，公司取得了114个品种共202个药品生产批准文件，较去年同期未发生变化。公司现阶段主导产品涵盖了肠外营养药、抗感染药、消化系统药等领域，主要为处方药。截至2023年3月末，公司纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录产品共计55个，被列入国家基药目录的品种13个，较去年同期品种数量无变化。公司主导产品具体情况如下表所示。

图表 6 公司主导产品具体情况

药品名称	产品系列	适应症状	进入新版医保目录情况	各省招标情况	是否处方药	是否进入集采
注射用丙氨酰谷氨酰胺	肠外营养类	用于肠外营养,为接受肠外营养的病人提供谷氨酰胺。	医保目录乙类	安徽、北京、广东、广西等24个省、自治区和直辖市	是	国采第八批
注射用奥美拉唑钠	消化系统类	主要用于:消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血;应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤;预防重症疾病等。	医保目录乙类	安徽、广东、贵州、浙江等19个省、自治区和直辖市	是	国采第七批
注射用头孢唑肟钠	抗感染类	主要用于:敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病。	医保目录乙类	安徽、北京、浙江、广西等20个省、自治区和直辖市	是	省采、联盟集采

¹ 合计数据略有差异系四舍五入所致。

注射用头孢呋辛钠	抗感染类	主要用于:呼吸道及耳鼻喉感染;泌尿道感染;皮肤及软组织感染;败血症;脑膜炎;淋病;骨及关节感染。	医保目录甲类	安徽、甘肃、浙江、广西等 16 个省、自治区和直辖市	是	国采第五批
注射用石杉碱甲	其他	适用于良性记忆障碍,提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。另外本品亦用于重症肌无力的治疗。	未进医保	安徽、福建、甘肃、广西等 25 个省、自治区和直辖市	是	否
注射用盐酸头孢甲肟	抗感染类	适用于头孢甲肟敏感的链球菌属(肠球菌除外)、肺炎链球菌、消化球菌属、消化链球菌属、大肠杆菌等引起的感染。	未进医保	安徽、广东、贵州、四川等 18 个省、自治区和直辖市	是	省采、联盟集采
注射用盐酸托烷司琼	消化系统类	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐。治疗手术后的恶心、呕吐。	医保目录乙类	安徽、北京、浙江、广东等 25 个省、自治区和直辖市	是	省采、联盟集采
氟马西尼注射液	其他	用于逆转苯二氮卓类药物所致的中枢镇静作用。1、终止用苯二氮卓类药物诱导及维持的全身麻醉。2、作为苯二氮卓类药物过量时中枢作用的特效逆转剂。3、用于鉴别诊断苯二氮卓类、其他药物或脑损伤所致不明原因的昏迷。	医保目录甲类	安徽、北京、浙江、广东等 30 个省、自治区和直辖市	是	否

数据来源:公司提供,东方金诚整理

公司多个主导产品市场份额位居行业前列,在细分市场具有一定竞争力。根据 IMS 数据统计,2022 年,注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在该注射剂型市占率为 66.60%,排名全国第一;注射用盐酸头孢甲肟销售份额在该注射剂型市占率为 24.54%,排名第二;注射用石杉碱甲为公司独家剂型。但注射用奥美拉唑钠由于未中标国家集采第七批名单,2022 年市场份额同比下降 3.08 个百分点;公司注射用头孢呋辛钠由于未通过一致性评价无法参与投标导致其 2022 年市场份额同比下降 2.44 个百分点,市场份额排名亦由 2021 年的第 12 名跌至第 19 名。

图表 7 2022 年公司主要产品市占率及细分领域排名情况 (%)

治疗领域	主导品种	公司的市场份额	公司排名
肠外营养类	注射用丙氨酰谷氨酰胺	66.60	1
消化系统类	注射用奥美拉唑钠	3.22	4
	注射用盐酸托烷司琼	17.24	3
抗感染类	注射用头孢唑肟钠	2.00	7
	注射用头孢呋辛钠	0.44	19
	注射用盐酸头孢甲肟	24.54	2
	注射用头孢孟多酯钠	6.87	6
其他类	注射用石杉碱甲	100.00	1
	氟马西尼注射液	17.00	2
	注射用盐酸纳洛酮	18.96	3

资料来源:IMS 数据,东方金诚整理

由于部分地区进院诊疗受限及部分主导产品未中标国家集采第七批名单，2022年公司主要产品产量和产能利用率同比均有明显下降

公司消化系统类药品主导产品包括注射用奥美拉唑钠、肠外营养类主导产品包括注射用丙氨酰谷氨酰胺、抗感染类主导产品包括注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟等，主要由子公司海南灵康制药有限公司（以下简称“灵康制药”）负责生产，截至2023年3月末，公司共计拥有11条生产线，较上年同期减少4条，主要系公司根据公司的产能利用率及实际业务开展情况，核减了4条生产线。

公司主要采用“以销定产”模式，视市场需求制定生产计划，同时保持合理库存以保证供货。公司主导产品之一注射用奥美拉唑钠未中标国家集采第七批名单，导致该产品销量大幅下降，同时公司主要产品均为处方药，2022年部分地区进院诊疗受限，需求下降导致公司主导产品销量下降，公司根据市场的销量情况来确定产量，销量的下降导致产量相应的下降，致使公司各主要产品产能利用率下降。2022年公司冻干粉生产车间产能利用率为8.45%，较上年下降12.31个百分点；粉针剂车间产能利用率同比下降5.88个百分点，产能利用率进一步下降；头孢粉针剂车间同比下降21.40个百分点。产量方面亦受到较大负面冲击，各主要产品产量均同比明显下降。

2023年一季度，进院诊疗人次仍未恢复，公司主导产品需求量受到的冲击依然持续，冻干粉针剂车间、粉针剂车间主要产品产能利用率整体较2022年继续下行；头孢粉针剂车间受益于注射用头孢唑肟钠和注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠的产量大幅上升，产能利用率有明显回升。

图表8 近年公司主要生产车间药品生产情况²（万瓶、%）

生产车间	主要生产产品	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
冻干粉针剂车间	注射用奥美拉唑钠、注射用盐酸托烷司琼、注射用石杉碱甲	产能 8000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量 2489.52	1660.91	675.90	161.17
		产能利用率 31.12	20.76	8.45	8.06
粉针剂车间	注射用丙氨酰谷氨酰胺	产能 3000.00	3000.00	3000.00	750.00
		产量 443.49	428.43	252.12	35.02
		产能利用率 14.78	14.28	8.40	4.67
头孢粉针剂车间	注射用头孢呋辛钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢唑肟钠	产能 8000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量 3103.98	2952.37	1240.07	755.68
		产能利用率 38.80	36.90	15.50	37.78
小容量制剂车间	氟马西尼注射液	产能 2,000.00	2,000.00	2,000.00	500.00
		产量 123.75	166.70	147.22	-
		产能利用率 6.19	8.34	7.36	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受集采政策及全国药品价格下降的影响，2022年公司主要药品销量和销售额降幅明显

公司部分产品受到集采政策影响，销量大幅下降，同时因人员受限、物流受限及全国价格联动等的影响，使得部分产品销量下降，2022年公司主要药品中除氟马西尼注射液销量和销售

² 其中注射用奥美拉唑钠和注射用盐酸托烷司琼共用冻干粉针剂生产线，注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟共用头孢粉针剂生产线，注射用丙氨酰谷氨酰胺在粉针剂车间生产，此外，公司各生产线还生产其他产品。该表中2020年~2022年产能数据均为对应车间仅生产相应产品时可实现的最大产能，2023年1~3月的产能数据为年度产能换算成季度产能而来。

额同比小幅提升外其他品种均有所下降。2022年，公司原主导产品之一注射用奥美拉唑钠未中标国家集采第七批名单，导致该产品销售量和销售额同比大幅下降，2022年注射用奥美拉唑钠销量和销售额分别为315.52万瓶和0.19亿元，分别同比下降71.11%和79.35%；注射用丙氨酰谷氨酰胺销量和销售额分别为211.63万瓶和0.76亿元，同比分别下降28.75%和46.48%；注射用头孢呋辛钠销量和销售额分别为307.41万瓶和0.08亿元，分别同比下降75.50%和90.00%，主要系该产品未通过一致性评价无法参与投标所致；注射用石杉碱甲销量和销售额分别为33.56万瓶和0.35亿元，分别同比下降18.84%和37.50%；注射用头孢唑肟钠、注射用盐酸头孢甲肟和注射用盐酸托烷司琼销量和销售额亦有所下降。2022年，公司新增重点产品氟马西尼注射液，该产品是国家基药、急救抢救药品、ICU、麻醉科必要药品，在全国市场销售已有20余年，市场基础好，客户多，产品市场成熟，该产品对公司的收入和利润贡献率均排到前五名，因此单独列为重点产品。2022年公司氟马西尼注射液销量为171.52万瓶，同比增长13.55%，销量增长主要系公司加大了对该产品的推广力度所致；销售额为0.35亿元，同比下降12.50%，主要系受到各省集采及全国价格联动的影响，销售价格下降所致。

2022年，公司化药处方药业务收入为2.82亿元，同比下降61.63%，毛利润为1.94亿元，同比下降66.89%；毛利率为68.80%，较2021年下降10.89个百分点。

图表9 近年公司主要药品销售情况

主要产品	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
注射用奥美拉唑钠	销量(万瓶)	1412.86	1092.28	315.52	17.52
	产销率(%)	114.23	118.17	189.65	38.24
	销售均价(元/瓶)	10.23	8.38	6.14	5.72
	销售额(亿元)	1.45	0.92	0.19	0.01
注射用丙氨酰谷氨酰胺	销量(万瓶)	316.88	297.02	211.63	52.29
	产销率(%)	96.03	98.04	101.20	110.21
	销售均价(元/瓶)	55.86	47.79	35.89	30.48
	销售额(亿元)	1.77	1.42	0.76	0.16
注射用头孢唑肟钠	销量(万瓶)	658.42	794.03	564.26	414.80
	产销率(%)	97.08	104.26	96.40	79.10
	销售均价(元/瓶)	13.42	11.38	6.62	5.10
	销售额(亿元)	0.88	0.90	0.37	0.21
注射用头孢呋辛钠	销量(万瓶)	1754.95	1254.76	307.41	57.54
	产销率(%)	108.33	105.70	122.28	71.47
	销售均价(元/瓶)	7.34	6.38	2.71	2.58
	销售额(亿元)	1.29	0.80	0.08	0.01
注射用石杉碱甲	销量(万瓶)	54.41	41.35	33.56	13.06
	产销率(%)	81.86	121.59	44.72	112.55
	销售均价(元/瓶)	145.10	136.32	105.66	107.81
	销售额(亿元)	0.79	0.56	0.35	0.14
注射用盐酸头孢甲肟	销量(万瓶)	282.99	315.59	91.05	10.07
	产销率(%)	381.79	91.74	188.78	51.32
	销售均价(元/瓶)	16.72	14.70	11.31	13.19

注射用盐酸托烷司琼	销售额 (亿元)	0.47	0.46	0.10	0.01
	销量 (万瓶)	214.50	177.84	124.21	27.77
	产销率 (%)	94.44	114.98	102.25	54.08
	销售均价 (元/瓶)	27.79	24.42	12.90	12.67
氟马西尼注射液	销售额 (亿元)	0.60	0.43	0.16	0.04
	销量 (万瓶)	135.21	151.05	171.52	7.80
	产销率 (%)	109.26	90.61	116.51	288.74
	销售均价 (元/瓶)	31.51	26.68	20.28	14.22
	销售额 (亿元)	0.43	0.40	0.35	0.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年7月和2023年3月，公司注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液分别中标第七批全国药品集中采购和第八批全国药品集中采购，预计可为公司经营业绩带来积极影响

2022年7月12日，灵康药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司海南灵康制药有限公司（以下简称“灵康制药”）参加了第七批全国药品集中采购的投标。根据联合采购办公室发布的全国药品集中采购拟中选结果公示，灵康制药产品注射用头孢美唑钠拟中标此次集中采购。注射用头孢美唑钠已通过仿制药质量和疗效一致性评价，于2022年5月收到国家药品监督管理局核准签发的《药品补充申请批件》（详见公告编号：2022-035）。该中标采购已于2022年11月开始执行。注射用头孢美唑钠2021年销售额为106.28万元，占公司2021年度营业收入比例为0.14%，2021年第一季度销售额为24.34万元，占公司2022年第一季度营业收入比例为0.19%。

2023年3月29日，灵康药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司海南灵康制药有限公司（以下简称“灵康制药”）参加了第八批全国药品集中采购的投标。根据联合采购办公室发布的全国药品集中采购拟中选结果公示，灵康制药产品丙氨酰谷氨酰胺注射液拟中标此次集中采购。丙氨酰谷氨酰胺注射液为首家按化学药品新注册分类批准的仿制药，于2021年12月通过受让取得（详见公告编号：2021-050）。该中标采购将于2023年7月开始执行。丙氨酰谷氨酰胺注射液2021年销售额为0万元，占公司2021年度营业收入比例为0%，2022年前三季度销售额为0万元，占公司2022年前三季度营业收入比例为0%。

目前，公司已与联合采购办公室签订了《全国药品集中采购拟中选品种备忘录》，上述产品的具体采购合同签订等后续事项具有不确定性。公司本次拟中选的品种若确定中选、签订购销合同并实施后，将有利于快速开拓市场，进一步提高市场占有率，对公司未来的业绩提升产生积极影响。

图表 10 公司中标产品基本情况

药品名称	产品系列	适应症状	规格包装	拟中选价格	折合中标数量	折合中标销售额	采购周期	拟供应省份
注射用头孢美唑钠	抗感染类	治疗由对头孢美唑钠敏感的金黄色葡萄球菌、大肠埃希菌、肺炎杆菌、变形杆菌属、摩氏摩根菌、普罗威登斯菌属、消化链球菌属、拟杆菌属、普雷沃菌属(双路普雷沃苗除外)所引起的下述感染:败血症;急性支气管炎、肺炎、肺脓肿、脓胸、慢性呼吸道疾病继发感染;膀胱炎,肾盂肾炎等。	1g*10瓶/盒	249.80元/盒	74.7957万瓶;为首年约定采购量 70%	1863.40万元	3年	北京市、云南省、辽宁省
丙氨酰谷氨酰胺注射液	肠外营养类	适用于需要补充谷氨酰胺患者的肠外营养,包括处于分解代谢和高代谢状况的患者。	100ml:20g/瓶	27.90元/瓶	43.6037万瓶;为首年约采购量 80%	1216.54万元	中选结果执行之日起至 2025年 12月 31日	河南、天津、贵州、海南

资料来源:公司公告,东方金诚整理

公司主要采取区域经销商的销售模式,跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系,客户集中度小幅下降

公司主要采取区域经销商的销售模式。截至 2023 年 3 月末,公司销售网络终端已覆盖逾 6500 家二级以上医院。随着国家两票制政策的实施,公司经销商逐渐向各个区域规模大、资金实力强、网络覆盖广的医药商业公司集中,下游客户主要为大型医药流通公司。2022 年,公司前五名客户销售额合计占主营业务收入的比重为 34.97%,同比下降 1.68 个百分点,跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系。

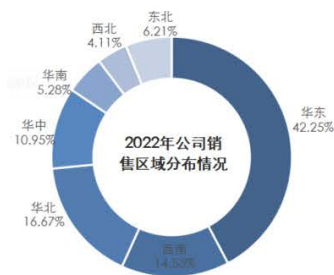
图表 11 2022 年公司前五大客户销售情况(亿元、%)

客户名称	销售额	占比	是否关联方
国药控股股份有限公司及其下属公司	0.45	16.08	否
华润医药商业集团有限公司下属公司	0.21	7.28	否
深圳海王集团股份有限公司及其下属公司	0.11	4.04	否
上药控股有限公司及其下属公司	0.11	3.84	否
成都同兴康药业有限公司	0.11	3.73	否
合计	0.99	34.97	-

资料来源:公司提供,东方金诚整理

2022 年公司主要药品生产所需化学原料药采购供应商集中度进一步提升

公司主要药品生产所需原料主要有丙氨酰谷氨酰胺、头孢呋辛钠、头孢唑肟钠等化学原料药。公司原料均为外部采购,所需原材料价格由市场定价,不同品种原材料价格走势不一。公司与供应商长期稳定合作,供应商集中度高,主要为福安药业集团重庆博圣制药有限公司、苏州盛达药业有限公司、远大生命科学(武汉)有限公司、珠海保税区丽珠合成制药有限公司和珠海联邦制药销售有限公司等。2022 年,公司前五大供应商采购金额合计占比为 72.31%,较上年提升 5.02 个百分点,供应商集中度进一步提升。



未来发展

受物流运输、人员流动受阻及项目方案调整影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力

截至 2023 年 3 月末，公司重点在建项目 1 个，为本期债券募投项目，预计总投资 8.00 亿元，累计已投入 1.54 亿元，尚需投入 6.46 亿元，资金来源主要为自有资金和本期债券募集资金，存在一定资金支出压力。受物流运输、人员流动受阻及项目方案调整影响，美安生产基地建设项目工程进度有所延迟。

图表 12 截至 2023 年 3 月末公司重点在建项目情况 (亿元、%)

项目名称	总投资额	2023 年 3 月末 已投资额	2023 年 4~12 月年拟投资额	2024 年 拟投资额	2025 年及以 后拟投资额	资金来源	项目 建设期
美安生产基地建设项目	8.00	1.54	1.93	3.00	1.53	自有资金+募集资金	2016 年 12 月至 2024 年 12 月

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，公司治理结构、组织架构、发展战略等均未发生重大变化，公司及公司实际控制人、董事长兼总经理陶灵萍、财务总监兼董事会秘书张俊珂因未按规定信息披露受到西藏证监局的行政处罚

跟踪期内，公司治理结构、组织架构、发展战略等均未发生重大变化。

2023 年 4 月 19 日，公司及相关当事人收到了西藏证监局下发的《行政处罚决定书》（[2023]1 号），公司及公司实际控制人、董事长兼总经理陶灵萍、财务总监兼董事会秘书张俊珂因未按规定披露非经营性资金占用形成的关联交易，导致信息披露不及时及 2021 年半年度报告存在重大遗漏受到西藏证监局的行政处罚：

（一）对灵康药业给予警告，并处以一百万元罚款；

（二）对陶灵萍给予警告，以灵康药业实际控制人身份处以一百五十万元罚款，以公司董事长身份处以五十万元罚款，合计处以两百万元罚款；

（三）对张俊珂给予警告，并处以一百万元罚款。

截至本报告出具日，公司及相关当事人已对上述处罚履行完毕，该事项尚未对公司生产经营情况产生重大影响。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年财务报告和 2023 年 1~3 月财务报表。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2023 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2023 年 3 月末，公司拥有 9 家直接控股子公司，跟踪期内无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内公司资产规模有所下降，资产结构仍以流动资产为主

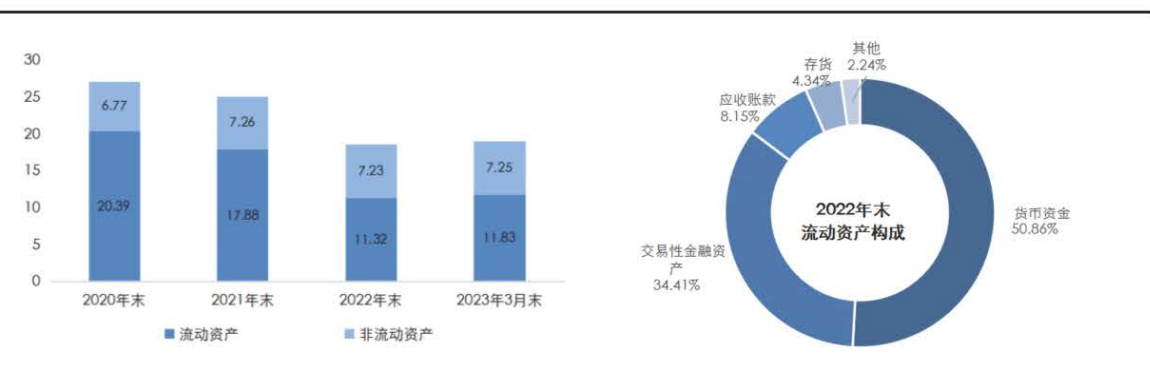
2022年末及2023年3月末，公司资产总额分别为18.55亿元和19.08亿元，其中流动资产占比分别为61.01%和62.01%，公司资产构成仍以流动资产为主。

截至2022年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成，合计占流动资产的比重为97.76%。截至2022年末，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，占比分别为96.98%和3.01%，其中其他货币资金0.17亿元，0.13亿元为受限资金，主要用于工程保函及对银行承兑汇票和银行借款的保证金等。2022年末，公司货币资金同比下降41.66%，主要系公司偿还银行借款所致。2022年末和2023年3月末，公司交易性金融资产分别为3.90亿元和4.84亿元，2022年末公司交易性金融资产较同比下降32.74%，主要是本期购买理财产品减少所致；公司应收账款分别为0.92亿元和1.03亿元，2022年末应收账款同比下降25.34%，主要系公司收入规模下降所致。公司应收账款账龄主要集中在1年以内，占比65.42%；应收账款坏账准备期末余额为0.22亿元，计提比例19.19%；同期期末公司存货分别为0.49亿元和0.65亿元，其中2022年末存货同比下降4.89%。2022年，公司应收账款周转率为2.68次，下降2.34次；存货周转率为1.85次，较2021年下降0.68次，公司运营周转效率有所下降。

2022年末和2023年3月末，公司非流动资产分别为7.23亿元和7.25亿元。2022年末，公司非流动资产同比下降0.37%，主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资构成，占比分别为41.91%、26.29%、16.01%和6.61%，合计占非流动资产比重为90.72%。2022年末和2023年3月末，公司固定资产分别为3.03亿元和2.95亿元，主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成；在建工程分别为1.90亿元和1.97亿元，主要包含美安生产基地建设项目等。公司无形资产分别为1.16亿元和1.14亿元，2022年末无形资产同比下降6.69%，主要是部分土地使用权转入投资性房地产所致；长期股权投资分别为0.48亿元和0.50亿元，2022年末，公司长期股权投资较2021年末下降28.30%，主要系公司本期计提海南省肿瘤医院成美国际医学中心有限公司的投资损失和资产减值准备所致。

截至2023年3月末，公司受限资产规模为1.11亿元，占资产总额的比重为5.81%，占净资产的比重为9.76%。其中受限货币资金0.27亿元，主要为银行承兑汇票保证金和贷款利差保证金等；固定资产0.76亿元，主要用于银行承兑汇票抵押；受限无形资产0.08亿元，主要用于银行承兑汇票抵押。

图表 13 公司资产构成及质量情况（亿元）



项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
货币资金	15.67	9.87	5.76	5.04
应收账款	1.71	1.24	0.92	1.03
存货	0.69	0.52	0.49	0.65
交易性金融资产	1.80	5.79	3.90	4.84
流动资产合计	20.39	17.88	11.32	11.83
长期股权投资	0.63	0.67	0.48	0.50
固定资产	3.06	2.78	3.03	2.95
在建工程	1.59	1.88	1.90	1.97
无形资产	1.03	1.24	1.16	1.14
非流动资产合计	6.77	7.26	7.23	7.25
资产总额	27.16	25.14	18.55	19.08

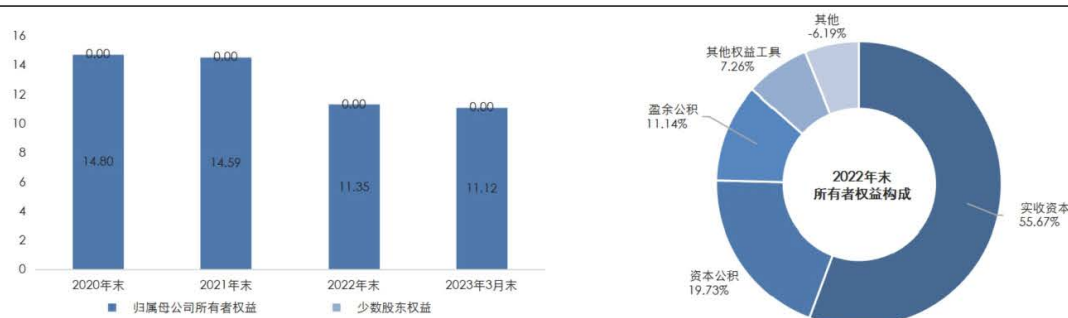
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积等构成，受亏损影响，跟踪期内公司所有者权益同比有所下降

2022年末和2023年3月末，公司所有者权益分别为11.35亿元和11.12亿元，2022年末，公司所有者权益较2021年末下降22.19%，主要系公司亏损导致未分配利润下降所致。截至2022年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积和其他权益工具构成。2022年末，公司实收资本、资本公积、其他权益工具同比基本无变化。

图表 14 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，公司负债以非流动负债为主，公司归还了部分银行借款，有息债务规模有所下降

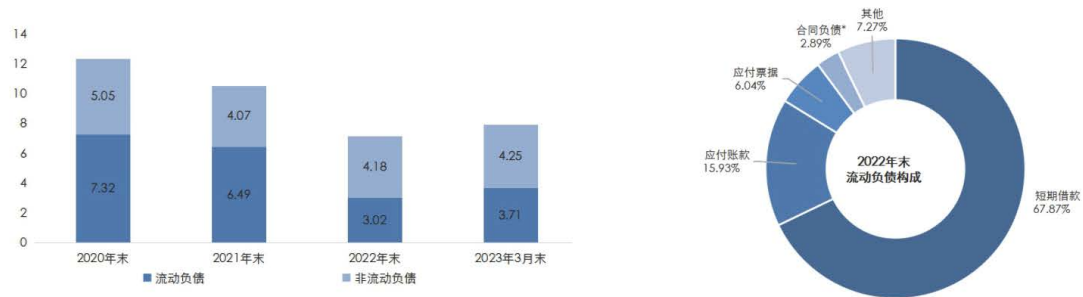
2022年末和2023年3月末，公司负债总额分别为7.20亿元和7.96亿元，2022年末，公司负债总额较2021年末下降31.76%，其中非流动负债的比重53.44%，负债构成以非流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和应付票据构成，2022年末占比分别为67.87%、15.93%和6.04%，合计占流动负债比重为92.73%。2022年末和2023年3月末，公司流动负债分别为3.02亿元和3.71亿元，其中2022年末，公司流动负债较2021年末下降53.39%，主要系归还了部分短期借款和一年内到期的长期借款所致。2022年末和2023年3月末，公司短期借款分别为2.05亿元和2.55亿元，2022年末，公司短期借款较2021年末下降55.41%，

系归还到期借款未续贷所致；公司应付账款主要为应付供应商货款和长期资产购置款，2022年末和2023年3月末分别为0.48亿元和0.37亿元；同期末公司应付票据分别为0.18亿元和0.35亿元，其中2022年末同比下降44.90%，主要系公司收入下降票据结算减少所致。

公司非流动负债主要由应付债券构成，2022年末和2023年3月末，公司非流动负债分别为4.18亿元和4.25亿元。2022年末，公司应付债券规模同比增长6.90%，主要系“灵康转债”折价摊销所致。

图表 15 公司负债情况（亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期借款	3.90	4.60	2.05	2.55
应付票据	0.10	0.33	0.18	0.35
应付账款	0.46	0.29	0.48	0.37
一年内到期的非流动负债	1.90	0.88	0.01	0.01
流动负债合计	7.32	6.49	3.02	3.71
长期借款	0.85	-	-	-
应付债券	4.13	3.86	4.13	4.20
非流动负债合计	5.05	4.07	4.18	4.25
负债总额	12.36	10.56	7.20	7.96

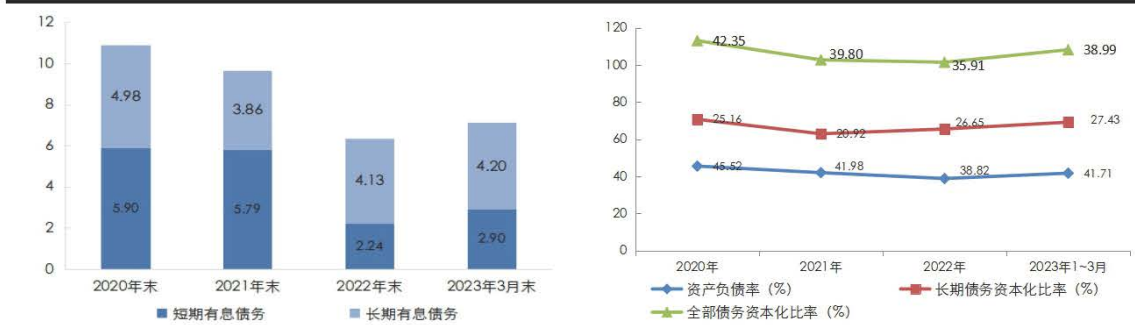
资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，截至2022年末，公司全部债务为6.36亿元，相比上年末下降34.05%，主要系公司归还了部分银行借款所致。短期有息债务和长期有息债务占比分别为35.14%和64.86%。同期末，公司资产负债率为38.82%，相比上年末下降3.16个百分点；长期债务资本化比率为26.65%，相比上年末提升5.74个百分点；全部债务资本化比率为35.91%，相比上年末下降3.89个百分点。

2023年3月末，公司全部债务为7.11亿元，相比上年末增长11.76%，其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为40.85%和59.15%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为41.71%和38.99%。

从债务期限结构来看，2023年4~12月、2024年、2025年、2026年及以后，公司有息债务到期偿还额分别为1.90亿元、1.00亿元、0.00亿元和4.20亿元。其中2026年到期有息债务全部为“灵康转债”，“灵康转债”存在有条件回售条款：最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人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的价格回售给公司。因此“灵康转债”在2024年12月1日以后存在回售的可能性。

图表 16 公司有息债务情况³ (亿元、%)



图表 17 截至 2023 年 3 月末公司债务期限结构情况 (万元)

债务到期时间	短期借款 到期偿还金额	应付票据 到期偿还金额	应付债券	合计
2023 年 4~12 月	15510.50	3511.74	-	19022.24
2024 年	10000.00	-	-	10000.00
2025 年	-	-	-	-
2026 年及以后	-	-	42046.87	42046.87
合计	25510.50	3511.74	42046.87	71069.11

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

受门诊量下降及集采政策影响，2022 年公司营业收入降幅明显，利润由盈转亏，利润空间进一步缩窄，公司业绩承压，预计 2023 年，门诊需求回升、注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液进入国家集采将有助于公司盈利能力的改善

2022 年，公司实现营业收入 2.89 亿元，同比下降 60.93%，下降幅度较大，主要系公司部分产品受到集采政策影响，销量大幅下降，同时因人员受限、物流受限及全国价格联动等的影响，使得部分产品销量下降，综合导致营业收入下降；同期，营业利润率为 65.63%，相比上年下降 12.45 个百分点；利润总额由 2021 年的 0.70 亿元降至-1.89 亿元。公司其他收益主要为与资产相关的政府补助，2022 年为 0.03 亿元，同比下降 87.33%；同期投资收益为-0.09 亿元。

期间费用方面，公司费用以销售费用为主，期间费用率高企，对利润空间挤占明显。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司销售费用率分别为 81.80%和 60.27%。2022 年，公司销售费用率较 2021 年下降了 24.54 个百分点，主要系公司营业收入大幅下降所致。2022 年，公司总资本收益率为-10.72%，同比下降 14.07 个百分点；净资产收益率为-17.24%，相比上年下降 21.76 个百分点。

2023 年 1~3 月，公司营业收入为 0.73 亿元，同比下降 42.06%，利润总额为-0.21 亿元，同比下降 44.19%，较上年同期由盈转亏，主要系门诊量下降，药品销售终端需求受到较大影响，公司主导产品销量及销售额均有所下跌，同时各省集采导致公司主导药品价格下跌，利润空间进一步缩窄所致。预计 2023 年，门诊需求回升将有助于公司盈利能力的改善，同时，注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液进入国家集采预计可为公司业绩带来积极影响。

³ 由于公司租赁负债全部为无息的经营租赁，因此计算有息债务时将一年内到期的非流动负债中的租赁负债做剔除处理，2021 年末数据同时做相应调整。

图 表 18 公司收入和盈利能力情况 (亿元、%)

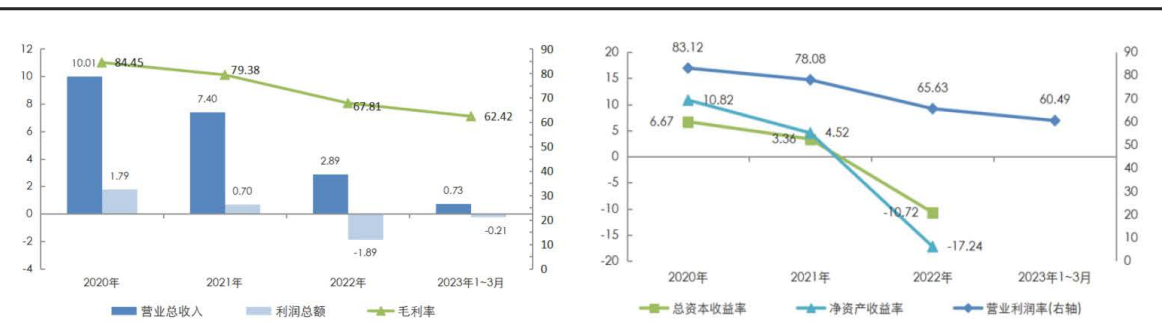


图 表 19 2020 年~2022 年及 2023 年 1~3 月公司期间费用情况 (亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
销售费用	6.25	4.24	2.37	0.44
管理费用	0.83	0.91	0.91	0.18
研发费用	0.20	0.23	0.32	0.03
财务费用	0.04	0.06	-0.01	0.00
期间费用合计	7.32	5.44	3.58	0.66
期间费用占营业收入比重	73.14	73.50	123.76	90.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司产品销售回款承压，经营性净现金流下降明显

受全国集采政策及门诊需求下降影响，产品销售回款短期承压，公司经营性净现金流大幅下降，2022 年经营活动现金流入为 4.19 亿元，相比上年下降 54.42%；经营活动现金流出为 4.85 亿元，相比上年下降 38.62%；经营活动产生的现金流量净额为-0.66 亿元，由上年的净流入转为净流出。2022 年公司现金收入比为 133.42%，同比提升 13.93 个百分点。

2022 年，公司投资活动现金流入为 13.45 亿元，相比上年下降 21.50%，主要系理财产品到期收回规模较上年下降所致；公司投资活动现金流出为 12.14 亿元，相比上年下降 43.46%，主要系支付的理财产品投资款下降所致；投资活动产生的现金流量净额为 1.32 亿元；筹资活动现金流入为 2.12 亿元，相比上年下降 56.37%，系融资活动减少所致；筹资活动现金流出为 6.86 亿元，相比上年下降 10.43%，系偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为-4.73 亿元。

2023 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.17 亿元、-1.09 亿元和 0.39 亿元。

图表 20 公司现金流和现金收入比情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内流动比率、速动比率均有所提升，经营现金流动负债比下降明显。截至 2023 年 3 月末，公司未受限货币资金期末余额 4.77 亿元，短期有息债务 2.90 亿元，账面资金对流动负债的覆盖倍数为 1.64 倍。长期偿债能力方面，2022 年末，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为-5.56 倍和-4.69 倍，偿债指标整体有所弱化。

截至本报告出具日，公司无未来一年到期的债券（含回售）。2022 年公司经营性净现金流为-0.66 亿元，投资性净现金流为 1.32 亿元，筹资活动前净现金流为 0.65 亿元，对短期债务的保障能力一般。预计 2023 年，门诊需求回升、注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液进入国家集采将有助于公司盈利能力的改善；2023 年公司资本支出计划主要为募投在建项目支出，重要在建项目 2023 年拟投资 1.93 亿元，预计 2023 年公司筹资活动前净现金流将有所增长，对短期有息债务的保障能力一般。

截至 2023 年 3 月末，公司已获银行授信总额 5.35 亿元，尚未使用银行授信 2.45 亿元。

图表 21 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
流动比率	278.69	275.61	374.32	319.29
速动比率	269.25	267.65	358.08	301.72
经营现金流动负债比	17.33	19.80	-21.94	
EBITDA 利息倍数	17.07	3.60	-5.56	
全部债务/EBITDA	4.60	7.16	-4.69	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2023 年 4 月 26 日，公司本部无不良信用记录。存续期内债券已按期支付利息。

抗风险能力及结论

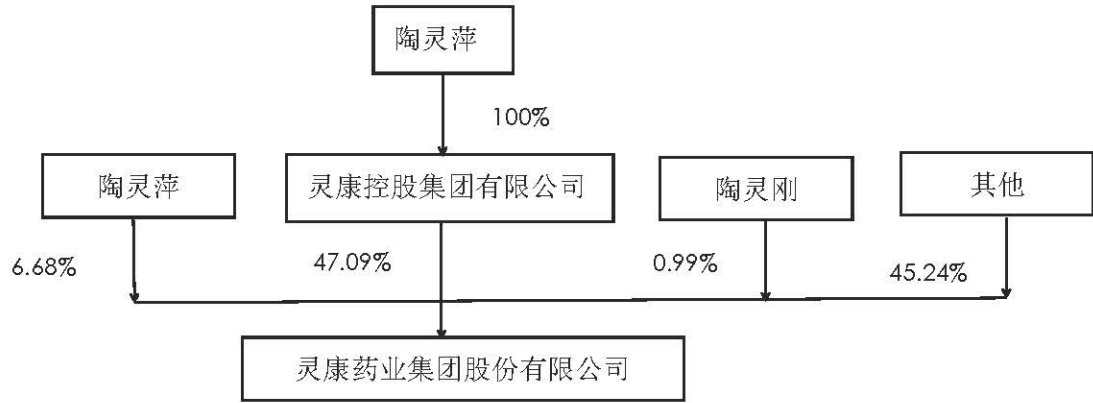
公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场仍保持一定竞争力；跟踪期内，公司注射用头孢美唑钠和丙氨酰谷氨酰胺注射液分别中标第七批全国药品集中采购和第八批全国药品集中采购，预计可为公司

经营业绩带来积极影响。

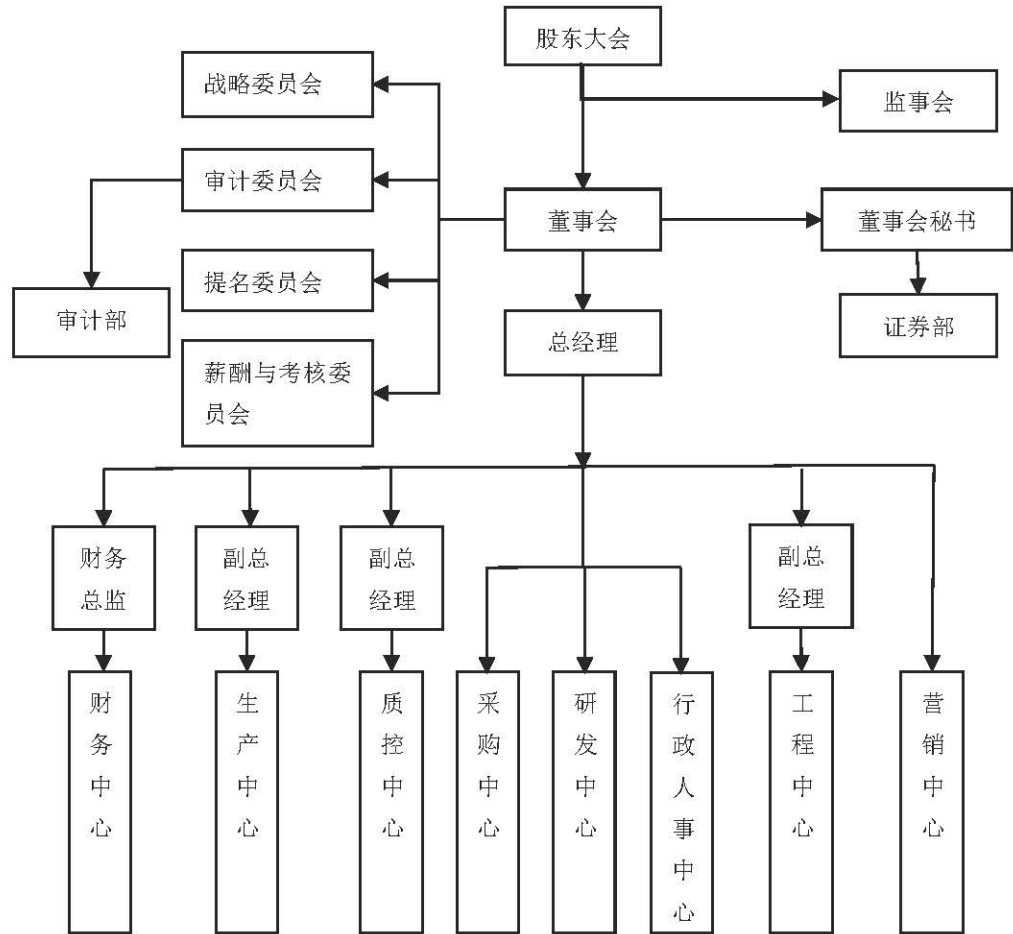
同时，东方金诚关注到，受门诊量下降及集采政策影响，2022年公司营业收入降幅明显，利润由盈转亏，公司业绩承压；受物流运输、人员流动受阻及项目方案调整影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内，公司产品销售回款承压，经营性净现金流下降明显，整体偿债能力有所下降。

综上，东方金诚下调灵康药业主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，并下调“灵康转债”的信用等级为 A+。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	27.16	25.14	18.55	19.08
所有者权益（亿元）	14.80	14.59	11.35	11.12
负债总额（亿元）	12.36	10.56	7.20	7.96
短期债务（亿元）	5.90	5.79	2.24	2.90
长期债务（亿元）	4.98	3.86	4.13	4.20
全部债务（亿元）	10.87	9.64	6.36	7.11
营业收入（亿元）	10.01	7.40	2.89	0.73
利润总额（亿元）	1.79	0.70	-1.89	-0.21
净利润（亿元）	1.60	0.66	-1.96	-0.23
EBITDA（亿元）	2.36	1.35	-1.36	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.27	1.29	-0.66	-0.17
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	1.28	-4.33	1.32	-1.09
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	8.12	-2.79	-4.73	0.39
毛利率（%）	84.45	79.38	67.81	62.42
营业利润率（%）	83.12	78.08	65.63	60.49
销售净利率（%）	15.99	8.90	-67.67	-31.36
总资本收益率（%）	6.67	3.36	-10.72	-
净资产收益率（%）	10.82	4.52	-17.24	-
总资产收益率（%）	5.89	2.62	-10.55	-
资产负债率（%）	45.52	41.98	38.82	41.71
长期债务资本化比率（%）	25.16	20.92	26.65	27.43
全部债务资本化比率（%）	42.35	39.80	35.91	38.99
货币资金/短期债务（%）	265.73	170.60	257.60	173.67
非筹资性现金净流量债务比率（%）	23.42	-31.56	10.25	-
流动比率（%）	278.69	275.61	374.32	319.29
速动比率（%）	269.25	267.65	358.08	301.72
经营现金流动负债比（%）	17.33	19.80	-21.94	-
EBITDA 利息倍数（倍）	17.07	3.60	-5.56	-
全部债务/EBITDA（倍）	4.60	7.16	-4.69	-
应收账款周转率（次）	11.68	5.02	2.68	-
销售债权周转率（次）	11.68	5.02	2.68	-
存货周转率（次）	4.51	2.53	1.85	-
总资产周转率（次）	0.74	0.28	0.13	-
现金收入比（%）	119.84	119.49	133.42	89.56

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

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。