



内部编号:2023060444

2020 年浙江华海药业股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

分析师: 王科柯  wkk@shxsj.com
熊梓  xh@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构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。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100380】

评级对象：2020年浙江华海药业股份有限公司公开发行可转换公司债券

| 华海转债 | |
|---------------|---------------------|
| 主体/展望/债项/评级时间 | |
| 本次跟踪： | AA/稳定/AA/2023年6月27日 |
| 前次跟踪： | AA/稳定/AA/2022年6月24日 |
| 首次评级： | AA/稳定/AA/2020年6月3日 |



跟踪评级观点

主要优势：

- 医药制造业发展趋势良好。随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，未来中长期我国医药市场发展空间仍很大，医药制造行业发展前景良好。
- 产品竞争和研发优势。华海药业是我国通过美国 FDA、欧洲 EDQM、澳大利亚 TGA 等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一，并且是国内特色原料药行业的龙头企业，其普利类和沙坦类原料药产品规模全球领先，具有一定产品竞争优势。此外，公司已建立临海汛桥研发中心、杭州、南京、上海研发中心及美国研发中心，研发体系覆盖了从化学合成、中间体、原料药和制剂的完整产业链。
- 经营规模不断扩大。跟踪期内，随着国内制剂业务的持续拓展，美国 FDA 禁令解除后市场的快速恢复，加上原料药及中间体产品销售增长，华海药业收入规模进一步显著增加，经营规模继续不断扩大。
- 经营创现能力较强，融资渠道畅通。跟踪期内华海药业经营环节现金净流入仍较多且进一步增加，经营创现能力较强，公司目前拥有一定规模的现金类资产和上市公司股权，且融资渠道畅通，可为公司的债务偿付提供较好保障。公司拟定增募集 15.6 亿元，关注后续定增进展。

主要风险：

- 业务经营受国内医改政策、海外市场变化、汇率和原材料价格波动等影响较大。受国家医保控费、带量采购等医改政策影响，行业竞争日益加剧，华海药业持续面临一定的经营压力。跟踪期内，公司海外销售占比仍较高，需关注地区政治、国际贸易摩擦、汇率波动等对公司经营业绩的影响。此外，公司产品的原材料成本占比较高，持续面临原材料价格波动风险。
- 投融资压力和产能释放压力。华海药业目前在建及拟建项目数量多、投资规模大，且项目建设周期较长，公司持续面临资本性支出压力及产能释放压力。
- 应收账款和存货规模大且不断增长。因客户结算周期相对较长，回款较慢，跟踪期内，随着经营规模不断扩大，华海药业的存货及应收账款规模仍大且进一步显著增加，且存货中库存商品占比高，需关注由此带来的营运资金周转压力和存货跌价损失风险。
- 股权结构较分散。华海药业股权结构较为分散，截至 2023 年 3 月末，实控人持有公司股份 24.65%，持股比例不高，且待定增完成后，实控人持股比例或进一步下降；同期末，公司第二大股东持有公司股份 15.13%。
- 缙沙坦杂质事件的相关诉讼及仲裁事项仍存在不确定性。截至目前，华海药业因缙沙坦杂质事件收到山德士提起的仲裁结果及美国消费者集体诉讼结果尚存在不确定性，需关注后续可能需支付的赔偿情况对公司的影响。
- 环保及安全生产压力大。近年来，各级主管部门对于环境保护及治理的监管不断趋严，多条法规和政策陆续实施。华海药业主营业务产品的生产过程均涉及化学危险品和三废，持续面临一定的环保及安全生产风险。
- 可转债转股压力。华海转债已于 2021 年 5 月进入转股期，当前转股价格为 33.91 元/股。公司目前股

价低迷，存在较大的债转股压力。

未来展望

通过对华海药业及其发行的华海转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为华海转债还本付息安全性很强，并维持华海转债 AA 信用等级。

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 (亿元) | 9.00 | 3.30 | 5.00 | 9.73 |
| 刚性债务 (亿元) | 38.07 | 48.89 | 51.96 | 55.94 |
| 所有者权益 (亿元) | 72.72 | 79.77 | 92.92 | 94.53 |
| 经营性现金净流入量 (亿元) | 12.92 | 7.86 | 10.59 | 11.52 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 (亿元) | 129.91 | 154.68 | 181.52 | 186.94 |
| 总负债 (亿元) | 62.67 | 86.92 | 104.06 | 107.65 |
| 刚性债务 (亿元) | 45.52 | 57.97 | 70.59 | 77.37 |
| 所有者权益 (亿元) | 67.24 | 67.76 | 77.46 | 79.30 |
| 营业收入 (亿元) | 64.85 | 66.44 | 82.66 | 20.59 |
| 净利润 (亿元) | 9.95 | 4.81 | 11.76 | 1.69 |
| 经营性现金净流入量 (亿元) | 15.55 | 9.38 | 12.43 | 3.74 |
| EBITDA (亿元) | 18.24 | 15.19 | 24.08 | — |
| 资产负债率[%] | 48.24 | 56.19 | 57.33 | 57.58 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 147.73 | 116.89 | 109.72 | 102.49 |
| 流动比率[%] | 225.64 | 160.84 | 164.78 | 164.99 |
| 现金比率[%] | 79.47 | 45.64 | 34.89 | 39.70 |
| 利息保障倍数[倍] | 9.69 | 5.19 | 6.89 | — |
| 净资产收益率[%] | 15.91 | 7.12 | 16.20 | — |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 49.79 | 26.34 | 27.51 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.53 | -18.96 | -12.46 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 13.08 | 8.27 | 9.60 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.45 | 0.29 | 0.37 | — |

注：根据华海药业经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）

| 评级要素 | | 风险程度 | |
|------------|------------|--------|----|
| 个体信用 | 业务风险 | 2 | |
| | 财务风险 | 2 | |
| | 初始信用级别 | | aa |
| | 调整因素 | 流动性因素 | 0 |
| | | ESG 因素 | 0 |
| | | 表外因素 | 0 |
| 其他因素 | | 0 | |
| 调整理由： 无 | | | |
| 个体信用级别 | | aa | |
| 外部支持 | 支持因素 | 0 | |
| | 支持理由： 无 | | |

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）

| 评级要素 | 风险程度 |
|--------|------|
| 主体信用级别 | AA |

同类企业比较表

| 企业名称（简称） | 2022 年/末主要经营及财务数据 | | | | |
|----------|-------------------|----------|-----------|----------|-------------|
| | 研发投入（亿元） | 总资产（亿元） | 总资产收益率（%） | 资产负债率（%） | EBITDA/利息支出 |
| 复星医药 | 58.85 | 1,071.64 | 3.94 | 49.51 | 7.91 |
| 以岭药业 | 8.95 | 163.36 | 16.12 | 33.09 | 111.94 |
| 海正药业 | 4.42 | 187.78 | 2.58 | 55.64 | 7.11 |
| 九典制药 | 2.10 | 23.00 | 13.34 | 32.49 | 20.05 |
| 华海药业 | 12.02 | 181.52 | 7.00 | 57.33 | 9.60 |

注 1：复星医药全称为上海复星医药(集团)股份有限公司，以岭药业全称为石家庄以岭药业股份有限公司，海正药业全称为浙江海正药业股份有限公司，九典制药全称为湖南九典制药股份有限公司，华海药业全称为浙江华海药业股份有限公司。

注 2：研发投入=资本化研发投入+费用化研发投入。

注 3：EBITDA/利息支出指标计算中，因数据获取的局限性，以岭药业、海正药业及九典制药的利息支出不包括资本化利息支出

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年浙江华海药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“华海转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华海药业提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对华海药业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“华海转债”，发行规模为 18.43 亿元，期限为 6 年，募集资金主要用于项目建设和补充流动资金，该债券已于 2021 年 5 月 6 日进入转股期，当前转股价远高于股票市价，存在较大的债转股压力。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行未到期债券概况

| 债项名称 | 发行金额 (亿元) | 期限 (天/年) | 票面利率 (%) | 发行时间 | 本息兑付情况 |
|------|--------------|-------------|---|---------|-----------|
| 华海转债 | 18.43 | 6 年 | 20201102-20211101,票面利率:0.3%; 20211102-20221101,票面利率:0.5%; 20221102-20231101,票面利率:1.0%; 20231102-20241101,票面利率:1.5%; 20241102-20251101,票面利率:1.8%; 20251102-20261101,票面利率:2.0% | 2020-11 | 正常付息、尚未到期 |

资料来源：华海药业

“华海转债”的募集资金总额为 18.43 亿元，主要用于年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目，生物园区制药及研发中心项目和补充流动资金项目，其中年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目预计完工时间为 2025 年，建成后可进一步提升公司原料药工业化生产水平，并为公司制剂业务提供原料；生物园区制药及研发中心项目为集生物药的研发、生产于一体的生产基地，目前项目已达到预定可使用状态，尚存在一部分款项未支付，待全部建设完成后公司业务将由化学仿制药进一步向高端生物药拓展。截至 2023 年 3 月末，可转债资金累计使用规模为 16.82 亿元，相关项目回收周期较长，关注项目建设进度及投产后效益实现情况。

图表 2. 截至 2023 年 3 月末募集资金用途情况（单位：亿元）

| 发行时间 | 投资总额 | 拟使用募集资金 | 已投入募集资金 | 预计完工时间 |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| 年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目 | 7.95 | 6.93 | 6.97 | 2025 年 |
| 生物园区制药及研发中心项目 | 14.94 | 6.00 | 4.55 | 2022 年 |
| 补充流动资金 | 5.50 | 5.29 | 5.29 | — |
| 合计 | 28.39 | 18.22 | 16.82 | — |

资料来源：华海药业

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

2022 年以来，受外部因素叠加医保控费、带量集采等因素影响，医药制造业整体经营业绩明显承压，但随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，未来中长期我国医药市场发展空间仍很大，医药制造行业发展前景良好，并且我国医疗体系改革持续深化，推动医药制造行业向创新驱动转型和高质量发展，行业集中度将逐步提升。

A. 行业概况

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断

加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

2022 年，受外部管控因素影响，居民就医需求有所下降，叠加医保控费、带量采购等影响，当年医药制造行业规模以上企业实现营业收入 29,111.40 亿元，同比下降 1.60%；实现利润总额 4,288.70 亿元，同比下降 31.80%。2023 年医保控费趋势延续，集采范围持续扩大，2023 年 1~4 月，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 8,560.60 亿元，同比下降 4.10%；实现利润总额 1,125.20 亿元，同比下降 23.80%。2022 年以来，我国医药制造业整体经营业绩短期承压明显。但随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，未来中长期我国医药市场发展空间仍很大，医药制造行业发展前景良好。

图表 3. 2018 年以来我国医药制造业规模以上企业营业收入和利润总额情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind、国家统计局

B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响，医保控费仍是当前医药行业政策主基调。2022 年以来带量采购范围持续扩大，推动医药产业向创新驱动转型和高质量发展。

图表 4. 2022 年以来我国医药行业主要政策情况

| 发布时间 | 部门 | 政策名称 | 主要内容 | 作用及影响 |
|--------|----------------------|---------------------------------------|--|--|
| 2022.4 | 国家医保局 | 《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》 | 明确国家医保局依托全国统一的医保信息平台开发 DRG/DIP 功能模块基础版，将推进 DRG/DIP 支付方式改革向纵深发展 | 为 DRG/DIP 支付改革做准备，同时将进一步倒逼医院精细化管理，合理使用医保资金 |
| 2022.5 | 国务院办公厅 | 《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》 | 从加快构建有序的就医和诊疗新格局、深入推广三明医改经验、推进医药卫生高质量发展提出 4 个方面 21 项重点任务 | 促进优质医疗资源扩容和均衡布局，深化医疗、医保、医药联动改革，持续推动从以治病为中心转变为以人民健康为中心，持续推进解决看病难、看病贵的问题 |
| 2022.6 | 国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室 | 《全国药品集中采购文件（GYSD2022-1）》 | 本次采购纳入 61 种药品，涉及包括高血压、糖尿病、抗感染、消化道疾病等常见病、慢性病用药，以及肺癌、肝癌、 | 拟中选产品平均降价 48%，涉及包括常见病、慢性病用药，以及重大疾病用药，将进一步降低群众用药负担 |

| 发布时间 | 部门 | 政策名称 | 主要内容 | 作用及影响 |
|--------|----------------------|---------------------------|---|--|
| | | | 肾癌、肠癌等重大疾病用药 | |
| 2022.8 | 全国中成药联合采购办公室 | 《全国中成药联盟采购公告》 | 主要涉及心脑血管疾病用药复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素、接骨七厘、乐脉、脉管复康、脑安、藤黄健骨、香丹、心可舒、醒脑静、鸦胆子油、银杏达莫、银杏叶提取物、振源等 16 种中成药 | 累计 157 家企业的 182 个产品参与报价，采购规模近 100 亿元，中选率 62%，中选价格平均降幅 42.27%，根据 19 省份联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元 |
| 2023.4 | 国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室 | 《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》 | 本次集采共纳入 39 种药品，涵盖抗感染、心脑血管疾病、抗过敏、精神疾病等常见病、慢性病用药。 | 本次拟中选药品平均降价 56%，按约定采购量测算，预计每年可节省 167 亿元。 |

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

化学原料药行业在医药制造行业子行业中技术壁垒相对较低，行业成熟度高，竞争更为激烈，毛利率处于较低水平。目前全球原料药市场规模保持持续增长。近年来，受环保、成本等因素影响，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移。我国原料药产能占据全球 28% 份额，65% 原料药产品用于出口，具有较强的产能和成本优势。从产品看，我国原料药市场大体可划分为大宗原料药和特色原料药。大宗原料药以低附加值加工，产品同质化程度高，行业竞争异常激烈，毛利率水平相对较低。受海外需求疲弱，环保压力加大、生产成本上升不断压榨利润空间等因素影响，大宗原料药价格均处于历史较低水平，生产企业开始纷纷转型，使得大宗原料药市场产能过剩现象有所缓解。特色原料药主要是提供给仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品的原料药。特色原料药市场容量相对较小，产品技术含量较高，毛利率较高。此外，随着仿制药市场竞争的激烈、市场扩张的加快，特色原料药需求不断增大。我国的特色原料药企业由于规模和成本优势，承接了较多全球产业转移的订单并和跨国知名医药企业进行合同订制生产，行业前景较好。

化学制剂药行业以生产仿制药为主，市场集中度不高，整体竞争较为激烈。近年来，受国际形势复杂多变和宏观经济转型、国家药品集中采购常态化运行、医保支付方式改革、“医保控费”政策导向等多因素影响，行业竞争进入优胜劣汰、转型升级新周期。2018 年以来医保目录谈判已进行了 7 轮，谈判成功药品平均降价幅度达 50% 左右，仿制药高利润模式难以为继，盈利下行压力增大，企业主要通过以量换价方式实现增长。高端专科用药方面，竞争相对来说并不激烈，招标限价压力也相对较小。在医保控费的背景下，品牌仿制药企业迎来较好发展机遇，价格优势有助其进一步扩大市场份额。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

总体看，我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向。

D. 风险关注

医药制造业务发展面临的风险主要表现在：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

2. 业务运营

该公司是全球规模居前的普利类、沙坦类原料药供应商，主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售业务。跟踪期内，随着国内制剂业务的持续拓展，美国 FDA 禁令解除后市场的快速恢复，加上原料药及中间体产品销售增长，公司营业收入显著增长，整体经营业绩同比大幅提升。目前，公司海外销售占比仍较大，原材料成本占比仍较高，仍需关注汇率波动及原材料价格浮动等对公司业绩产生的影响。公司后续在建拟建项目规模仍很大，关注定增事项进展、项目的投融资压力和新增产能的释放压力。

该公司于 2018 年发生缙沙坦杂质事件，随着公司陆续收到缙沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缙沙坦片国内市场销售资格以及美国 FDA 的禁令解除，该事件对公司经营影响正逐步消除。但目前，对于原料药客户山德士提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估，相关诉讼及仲裁周期较长，需关注事件进展及对公司业务经营的影响。

该公司以特色原料药及医药中间体为发展起点，在特色原料药产业化的基础上，利用国际合作平台以及国际主要原研药专利保护集中到期的契机，将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸，形成了中间体、原料药、制剂垂直一体化的完整产业链。公司形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等为主导的产品系列，主要产品有缙沙坦片、氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、盐酸帕罗西汀片、盐酸多奈哌齐片、左乙拉西坦片、拉莫三嗪控释片、安立生坦片等。原料药方面，公司主要产品包括心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等特色原料药。

图表 5. 公司主业基本情况

| 主营业务/产品或服务 | 市场覆盖范围/核心客户 | 业务的核心驱动因素 |
|------------|-------------|--------------|
| 原料药及中间体 | 国内/国外 | 规模/成本/市场/技术等 |
| 制剂（成品药） | 国内/国外 | 规模/成本/市场/技术等 |

资料来源：华海药业

2022 年及 2023 年第一季度，该公司主营业务收入分别为 81.83 亿元和 20.36 亿元，分别同比增长 23.94% 和 15.16%，同期主营业务毛利率分别为 62.54% 和 58.81%。跟踪期内，随着国内制剂业务的持续拓展，美国 FDA 禁令解除后市场的快速恢复，加上原料药及中间体产品销售增长，公司主营业务收入显著增长，2022 年毛利率水平保持相对稳定，2023 年一季度毛利率有所下滑主要系产品销售结构变化以及部分产品降价所致。公司的其他业务主要是销售非自产产品取得的贸易收入及对外部企业生产工艺技术开发取得的技术服务收入。公司其他业务经营规模很小，对其营收及毛利总额的影响有限。

（1） 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司主营业务收入构成及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|---------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 主营业务收入合计 | 64.56 | 66.03 | 81.83 | 20.36 | 17.68 |
| 其中：（1）制剂产品销售 | 30.98 | 36.46 | 47.21 | 13.10 | 10.04 |
| 在主营业务收入中占比（%） | 47.99 | 55.22 | 57.69 | 64.34 | 56.80 |
| （2）原料药及中间体销售 | 31.02 | 27.71 | 32.88 | 7.17 | 7.20 |
| 在主营业务收入中占比（%） | 48.05 | 41.97 | 40.18 | 35.23 | 40.71 |

| 主导产品或服务 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| (3) 其他 | 2.56 | 1.86 | 1.74 | 0.09 | 0.44 |
| 在主营业务收入中占比 (%) | 3.96 | 2.82 | 2.13 | 0.43 | 2.48 |
| 主营业务毛利合计 | 41.20 | 39.73 | 51.18 | 11.97 | 10.94 |
| 其中：制剂产品销售 | 22.78 | 27.55 | 35.44 | 9.01 | 7.75 |
| 在主营业务毛利中占比 (%) | 55.29 | 69.35 | 69.25 | 75.26 | 70.82 |
| 原料药及中间体销售 | 17.04 | 11.71 | 15.50 | 2.94 | 3.13 |
| 在主营业务毛利中占比 (%) | 41.36 | 29.47 | 30.29 | 24.55 | 28.61 |
| 其他 | 1.38 | 0.47 | 0.23 | 0.02 | 0.06 |
| 在主营业务毛利中占比 (%) | 3.34 | 1.19 | 0.45 | 0.18 | 0.57 |
| 主营业务毛利率 (%) | 63.82 | 60.17 | 62.54 | 58.81 | 61.89 |
| 其中：制剂产品销售 (%) | 73.54 | 75.58 | 75.07 | 68.79 | 77.16 |
| 原料药及中间体销售 (%) | 54.95 | 42.25 | 47.14 | 41.00 | 43.49 |
| 其他 (%) | 53.86 | 25.32 | 13.26 | 24.55 | 14.23 |

资料来源：华海药业

原料药及中间体

从业务分类来看，该公司原料药及中间体产品主要包括氯沙坦钾、缬沙坦、厄贝沙坦、赖诺普利、卡托普利、依那普利、坎地沙坦酯等，以心血管类产品（主要包括：普利类、沙坦类产品）、神经系统类产品、抗感染类产品等系列为主。目前，公司产品销售覆盖 106 个国家和地区，与全球近千家制药企业建立了稳定合作关系，已形成一定的网络优势和品牌效应。

该公司主要原料药产品为心血管类中的普利类和沙坦类产品，2022 年合计占原料药销售收入的 62.14%，其中普利类和沙坦类在药政市场占有率领先。此外，其他原料药如神经系统类产品近年发展迅速，已成为公司新的增长点。近年来公司原料药及中间体产品 85% 以上销往海外市场。2022 年及 2023 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为 32.88 亿元和 7.17 亿元，分别同比变动 18.66% 和 -0.42%，2022 年收入上升系公司进一步开拓全球市场，原料药业务稳步上升；美国 FDA 禁令解除后相关产品销售逐步恢复；国内制剂业务快速增长；制剂销量增长带动心血管类及神经系统类原料药产销量上升加之当年美元汇率大幅增长所致；同期，公司原料药及中间体毛利率分别为 47.14% 和 41.00%，2022 年毛利率上升主要系普利类、沙坦类等部分产品销售均价有所上涨以及企业降本增效所致。2023 年一季度，公司原料药及中间体的收入及毛利率均有所下滑，主要系 2023 年一季度部分产品售价略有下降以及产品销售结构变化，相对低毛利率的产品销售占比增加所致。

图 7. 公司原料药及中间体销售情况（单位：亿元、%）

| 原料药及中间体 | 2020 年度 | | 2021 年度 | | 2022 年 | | 2023 年 第一季度 | | 2022 年 第一季度 | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 心血管类 | 19.36 | 58.54 | 16.34 | 44.16 | 20.43 | 48.55 | 4.40 | 40.62 | 4.65 | 46.29 |
| 其中：普利类 | 5.76 | 63.13 | 4.94 | 54.13 | 7.32 | 55.15 | 1.07 | 55.05 | 1.83 | 54.56 |
| 沙坦类 | 13.50 | 56.34 | 11.38 | 39.76 | 12.92 | 44.85 | 3.28 | 35.95 | 2.80 | 40.64 |
| 神经系统类 | 7.66 | 47.28 | 6.81 | 41.99 | 8.25 | 44.04 | 1.99 | 41.79 | 1.73 | 39.64 |
| 其他 | 4.00 | 52.20 | 4.56 | 35.77 | 4.21 | 46.38 | 0.78 | 41.24 | 0.82 | 35.78 |
| 合计 | 31.02 | 54.95 | 27.71 | 42.25 | 32.88 | 47.14 | 7.17 | 41.00 | 7.20 | 43.49 |

资料来源：华海药业

制剂产品

2022 年及 2023 年第一季度，该公司制剂产品销售收入分别为 47.21 亿元和 13.10 亿元，分别同比增长 29.48%和 30.48%。跟踪期内，公司制剂业务收入增长主要受益于国家集中采购中标规模的扩大、美国 FDA 禁令解除后的销售恢复和新产品的上市及销售渠道扩展等。2022 年公司国内制剂销售收入较上年继续增长 31.09%至 37.48 亿元；而公司的国外制剂收入较 2021 年同比增长 23.68%至 9.73 亿元，主要系美国 FDA 禁令已于 2021 年 11 月底解除，国外制剂业务收入逐渐恢复。同期，公司制剂产品毛利率分别为 75.07%和 68.79%，毛利率水平较 2021 年有所下滑，主要受集采降价影响，尤其是 2023 年一季度集采基础量销售占比较高，使得毛利率降幅进一步扩大。

图表 8. 公司制剂产品销售情况（单位：亿元、%）

| 成品药 | 2020 年度 | | 2021 年度 | | 2022 年度 | | 2023 年第一季度 | | 2022 年第一季度 | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 |
| 心血管类 | 17.53 | 80.10 | 21.40 | 80.89 | 24.50 | 78.59 | 5.64 | 70.52 | 5.04 | 80.25 |
| 其中：普利类 | 3.73 | 64.23 | 3.05 | 54.34 | 2.69 | 53.82 | 0.90 | 52.16 | 0.64 | 61.95 |
| 沙坦类 | 13.74 | 84.34 | 18.12 | 85.15 | 21.35 | 81.40 | 4.60 | 74.10 | 4.33 | 82.66 |
| 神经系统类 | 9.11 | 77.03 | 8.39 | 72.32 | 11.60 | 75.92 | 3.27 | 69.84 | 2.67 | 79.72 |
| 其他 | 4.34 | 39.71 | 6.67 | 62.60 | 11.10 | 66.43 | 4.19 | 65.62 | 2.33 | 67.54 |
| 合计 | 30.98 | 73.54 | 36.46 | 75.58 | 47.21 | 75.07 | 13.10 | 68.79 | 10.04 | 77.16 |

资料来源：华海药业

该公司国内制剂产品销售主要包括氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、安立生坦片等心血管药，盐酸帕罗西汀片、盐酸舍曲林片、利培酮片等抗抑郁药系列，近年依托欧美制剂品质、原料药龙头企业成本优势及带量采购等实现了较快增长。截止本报告出具日，公司共涉及 28 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满接续”中中选，国采及接续政策中要求医疗机构优先使用集中采购中选品种，并确保完成约定采购量。中标价格与原销售价格有一定程度下降，但通过集中采购产品销售量有所增加，同时也相应降低了销售推广费用，对其经营业绩产生了积极的影响。2020-2022 年，相关中标产品销售金额分别为 18.81 亿元、26.54 亿元和 32.50 亿元。

该公司制剂产品国外销售主要包括自主仿制药业务及原研药代加工业务，产品主要销往美国市场，其中自主仿制药主要产品包括安非他酮缓释片、强力霉素缓释片、苯那普利片、赖诺普利片、西酞普兰片等；原研代加工药品主要包括苯甲酸利扎曲普坦片等。原研厂家合作方面，公司依托 GMP 认证、较高的 EHS 管理水平和知识产权关注度等优势，积极同原研厂家开展新项目合作机会、承接跨国药企专利即将到期或已到期产品的转移生产工作，目前已和默沙东及 ParPharmaceutical,Inc.等公司达成合作。目前，公司已自主拥有美国 ANDA 文号 79 个（不含暂时性批准），多个产品市场占有率名列前茅。公司在美国销售网络已覆盖 95%以上的仿制药药品采购商，并逐步打开了欧洲等其他国际市场。经过多年发展，公司制剂产品海外销售方面积累了大规模生产、销售和物流一体化的管理经验，供应链日趋成熟。

规模因素：

该公司是国内首家通过美国 FDA 制剂认证的企业，自主拥有 79 个 ANDA 制剂文号（不含暂时性批准），同时也是目前国内通过美国 FDA、欧洲 EDQM、澳大利亚 TGA（澳大利亚药品管理局）等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一，现有生产基地均较规范。

图表 9. 公司生产主体情况

| 产品 | 生产主体 |
|-----|--|
| 原料药 | 华海药业汛桥生产基地、华海药业川南生产基地等 |
| 中间体 | 临海市华南化工有限公司、昌邑华普医药科技有限公司和南通华宇化工科技有限公司等 |

| 产品 | 生产主体 |
|------|---|
| 制剂产品 | 华海药业制剂生产基地、长兴制药股份有限公司和美国的夏洛特工厂 ¹ 等 |

资料来源：华海药业

该公司生产模式以自主生产为主、定制化生产为辅。自主生产方面，以销定产并保留适当安全库存；定制化生产目前占比较小，主要包括委托加工、合同定制化生产、合作研发生产等。跟踪期内，公司制剂业务产能利用率继续下滑主要系当年境内制剂新投入使用 100 亿片车间所致，但产量同比有大幅增长，系国内制剂销售持续增长和美国 FDA 禁令于 2021 年 11 月底解除后市场快速恢复所致。目前，公司主要原料药生产基地的产能利用率相对较高，制剂产能的整体利用率还不高，需关注后续制剂产能利用率提升情况。公司为满足不断扩大的业务发展需要及在研新药未来的生产能力，拟通过原料药、制剂药生产线项目的建设提升产品生产能力，满足相关产品的供应。跟踪期内制剂产能由 2021 年的 195 亿片/年提升至 2022 年的 295 亿片/年；原料药产能由 2020 年的 7143 吨/年提升至 2022 年的 7997.80 吨/年，其中 2022 年原料药产能较 2021 年有所下降主要系存在部分车间推倒重建，对应车间产能淘汰所致。

图表 10. 公司主要产品产能、产量及产能利用情况

| 产品 | | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------------|----------------|
| 制剂（包括境内及境外） | 产能（亿片/年） | 190.00 | 195.00 | 295.00 | 73.75 | 73.75 |
| | 产量（亿片） | 106.76 | 101.79 | 144.82 | 36.58 | 29.20 |
| | 产能利用率（%） | 56.19 | 52.20 | 49.09 | 49.60 | 39.59 |
| 原料药 | 产能（吨） | 7,143.00 | 8,292.00 | 7,997.80 | 1,999.45 | 2,073.00 |
| | 产量（吨） | 5,715.78 | 5,651.79 | 6,442.00 | 1,657.79 | 937.45 |
| | 产能利用率（%） | 80.02 | 68.16 | 80.55 | 82.91 | 45.22 |

资料来源：华海药业

注：境外制剂指夏洛特工厂生产的制剂，主要包括乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品。2020-2022 年度及 2023 年第一季度，原料药产品含中间体。

成本因素：

该公司设立采购管理中心统一负责公司及下属分子公司的采购工作。采购内容主要包括外购原料药、原辅料、包装材料；生产设备、配件及辅助材料；分析仪器、实验室耗材和试剂等，其中制剂的活性成分原料大部分由公司自行生产供应。公司大宗或大额物资实行公开招标模式采购，由多家合格供应商提供报价，公司从质量、技术、服务、价格四个维度进行考核后选择。公司对大宗原材料及采购金额较大产品采购货款以银行票据结算为主，承兑一般半年期，支付承兑的期限一般为货到检测合格 30 天内支付；对金额较小的原材料以电汇结算为主，付款期多数为货到化验合格 15 至 30 天内全额电汇支付。2022 年度公司前五名供应商采购额合计 2.60 亿元，占当期采购总额的 11.77%，前五名供应商采购额中无关联方。

该公司制剂的原材料主要为原料药，原料药的原材料主要为化工原料。2020~2022 年度，公司原材料采购成本分别为 16.20 亿元、18.49 亿元和 22.07 亿元，分别占营业成本的 68.88%、69.60%和 70.94%。采购价格方面，跟踪期内相关化工原料及原料药价格除部分原材料降价外，整体继续呈上涨趋势，对公司成本控制产生了较大压力。

¹ 该公司于 2017 年出资 0.14 亿美元（约 9638 万人民币）完成了对 ParPharmaceutical, Inc. 位于夏洛特市的工厂的收购。夏洛特工厂拥有生产厂房约 54,295 平方英尺、租用仓库约 109,520 平方英尺，拥有制剂生产产能 70 亿片，可生产对乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品，且通过了 FDA、DEA 等的认证，在当地拥有良好的信誉。

图表 11. 公司主要原材料采购情况

| 主要原材料 | | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|-----------------|-------------|-----------|----------|----------|----------------|----------------|
| 钯粉 ² | 采购量（公斤） | 74.16 | 20.08 | 72.97 | - | 14.00 |
| | 采购单价（万元/公斤） | 50.55 | 42.47 | 46.79 | - | 50.35 |
| 乙酸乙酯 | 采购量（吨） | 10,054.58 | 7,640.98 | 7,829.98 | 1,861.74 | 1,337.92 |
| | 采购单价（元/公斤） | 5.14 | 8.09 | 6.78 | 6.14 | 7.46 |
| 2-溴丁酸乙酯 | 采购量（吨） | 1,569.50 | 1,675.25 | 823.25 | 205.00 | 205.50 |
| | 采购单价（元/公斤） | 44.81 | 46.61 | 53.03 | 40.02 | 61.47 |
| 邻氯苯腈 | 采购量（吨） | 2,239.13 | 1,862.54 | 1,731.48 | 395.46 | 291.04 |
| | 采购单价（元/公斤） | 37.38 | 23.40 | 25.59 | 21.33 | 27.70 |
| 咪唑醛 | 采购量（吨） | 314.70 | 320.64 | 519.21 | 80.90 | 99.00 |
| | 采购单价（元/公斤） | 230.43 | 216.22 | 196.30 | 161.48 | 207.67 |
| 无水乙醇 | 采购量（吨） | 4,462.10 | 5,367.85 | 6,030.91 | 1,217.19 | 1,191.70 |
| | 采购单价（元/公斤） | 6.31 | 7.41 | 7.88 | 7.72 | 7.51 |

注：根据华海药业提供的数据整理

市场因素：

该公司已在临海、杭州、上海、欧洲及美国等地区或国家建立了营销中心，形成了特色原料药、国内制剂、国外制剂相结合的营销体系。公司海外销售平台主要包括华海（美国）国际有限公司（以下简称“华海美国”）、普霖强生物制药股份有限公司（以下简称“普霖强生”）和 Solco Healthcare US, LLC.³（以下简称“寿科健康”），其中华海美国负责原料药美国地区的境外销售；普霖强生公司是经营境外仿制药业务的控股型公司；寿科健康公司系于 2012 年 3 月收购的在美国地区从事仿制药销售业务的公司。

该公司原料药的销售市场按照药政法规严格程度大体可以分为药政市场和半药政/非药政市场。药政市场主要包括美国、欧盟、澳大利亚、日本、韩国等。随着全球一体化趋势的加强，半药政/非药政市场国家也在提高药品的准入门槛，药政和半药政/非药政市场的差距逐渐缩小。公司原料药以出口为主，出口销售方式可分为自营出口及通过国内贸易商、中间商销售等，其中自营出口主要系为减少中间环节的费用，提高市场竞争力采取的重要销售方式，近年在原料药销售占比中呈增加趋势；贸易公司/中间商出口销售主要借助于国内的贸易公司和中间商进行的销售，整体销售占比较小。此外，公司部分原料药于境内销售，主要通过直接销售或国内贸易商、中间商销售。

该公司制剂国内销售实施“省区经营管理责任制”、“大流通”、“类事业部合作管理制”等多元混合销售模式。公司国外销售可分为自行销售模式、合作销售模式和代理销售模式，其中自行销售模式主要是通过境外子公司寿科健康的销售队伍和分销渠道销往最终客户；合作销售模式主要是与境外公司合作，双方按合同共同分担研发费用和风险、注册制剂产品，所有合作产品的费用和利润由双方共同分担和分享；代理销售主要系销售其他公司的产品。

近年来，随着该公司原料药、中间体及制剂产品市场的逐步打开，相关产品销量整体有所增加。销售单价方面，美国 FDA 禁令解除后，部分美洲及非洲客户全面恢复业务，叠加公司在行业内有较强的规模产能优势，2022 年原料药产品销售价格持续上升；制剂产品由于带量采购原因产品销售价格有所下降。2022 年度，公司前五大客户销售额为 8.81 亿元，占营业收入比重的 10.66%，不存在对少数客户的依赖情况。

从毛利率来看，近年来原料药销售价格波动较大，主要是原材料价格持续上涨，使得公司原料药

² 钯粉属于贵金属，可回收使用，2023 年一季度公司尚有库存，不需要采购

³ 2012 年 3 月 13 日，华海药业孙公司普霖斯通与 Legacy Pharmaceuticals（卢森堡）国际有限公司签订收购协议，以 55.1 万美元完成了对寿科健康的收购。

业务毛利率波动较大；制剂产品业务竞争力较强，整体售价能根据原料药成本做出相应调整，使得公司制剂业务毛利率维持在 70%左右，2023 年第一季度有所下降主要系部分产品价格有所下降以及产品销售结构变化所致。

技术因素：

近年来，该公司坚持创新发展，不断加大研发投入。2020-2022 年度，公司研发投入分别为 6.88 亿元、11.06 亿元和 12.02 亿元（其中，费用化的研发投入分别为 5.66 亿元、9.42 亿元和 9.26 亿元），研发投入占营业收入的比例分别为 10.61%、16.64%和 14.54%。截至 2022 年末，公司拥有研发人员 1,646 人，形成了以华海美国为前沿技术信息平台，以上海张江研发中心为自主仿创平台，以临海总部技术中心为基础技术创新和科技转化平台的创新体系，以湖北武汉研发中心为抗病毒药物研发平台，具备固体缓控释、复杂注射剂、难溶药物增溶、首仿和挑战专利产品等高端仿制药以及生物药、创新药的研发能力，并设立了杭州、南京研究院，开展复杂制剂和改良型新药开发，有效实现了信息、人才、技术等研发资源的互动与整合。

该公司医药研发涵盖化学原料药、化学制剂、生物制剂、创新药等领域，聚焦心血管类、神经系统类、抗肿瘤类、抗感染类、糖尿病类等治疗领域。2022 年度，公司获得国内制剂注册批件 11 个（涉及 9 个产品），完成新产品申报 20 个；获得美国 ANDA 文号 24 个（包括 5 个暂时性批准），完成新产品申报 10 个；获得原料药注册批件 16 个（其中国内 5 个，欧洲 4 个，美国 5 个，其他国家 2 个），完成新注册申报 29 个（其中国内 12 个，欧洲 3 个，美国 4 个，其他国家 10 个）；生物药方面，公司提交了 4 个中国 IND 申请、1 个 FDA IND 申请，新获得国内外临床批件 5 个，累计在研项目 20 余个，11 个产品进入临床阶段。此外，生物类似药项目 HOT-3010 头对头与原研药比较疗效和安全性的 III 期临床患者入组工作已经全部完成；多个重点临床试验阶段的项目比如 HB0025 作为靶向 PD-L1/VEGF 的双特异性分子，目前在中美同时开展的 I 期初步出现积极临床疗效信号且安全性可控；HB0034 是国内同类药物进展最快的用于泛发性脓疱型银屑病（GPP）治疗用生物制品 1 类新药，已经在中国启动用于 GPP 发作患者的 Ib 期临床；中重度斑块型银屑病患者中开展 HB0017 的 II 期临床研究和治疗晚期恶性实体瘤的 HB0030 的 I 期临床研究均在快速推进中。

缬沙坦原料药杂质事件：

该公司于 2018 年 7 月和 10 月分别公告了《关于缬沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的公告》和《关于缬沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的进展公告》⁴。2018 年 9 月，该公司分别收到 FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告，对公司出口美国市场的原料药业务及制剂业务及欧盟的缬沙坦原料药业务造成一定的影响。2017 年度，FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告所涉及产品的销售总额约为 5.62 亿元，占公司当期总销售额的比例为 11.24%；2018 年 1-8 月，所涉及产品的销售总额约为 4.30 亿元，占公司当期总销售额的比例为 13.04%。

图表 12. 公司受 FDA 及欧盟禁令影响的产品销售情况（单位：亿元）

| | 2017 年销售收入 | 2018 年 1-8 月销售收入 |
|----------------------------|-------------|------------------|
| 川南生产基地出口美国市场的原料药销售额 | 0.02 | 0.02 |
| 使用川南生产基地原料药生产的出口美国市场的制剂销售额 | 3.60 | 3.10 |
| 公司欧洲市场缬沙坦原料药销售额 | 2.00 | 1.18 |
| 合计 | 5.62 | 4.30 |

资料来源：华海药业

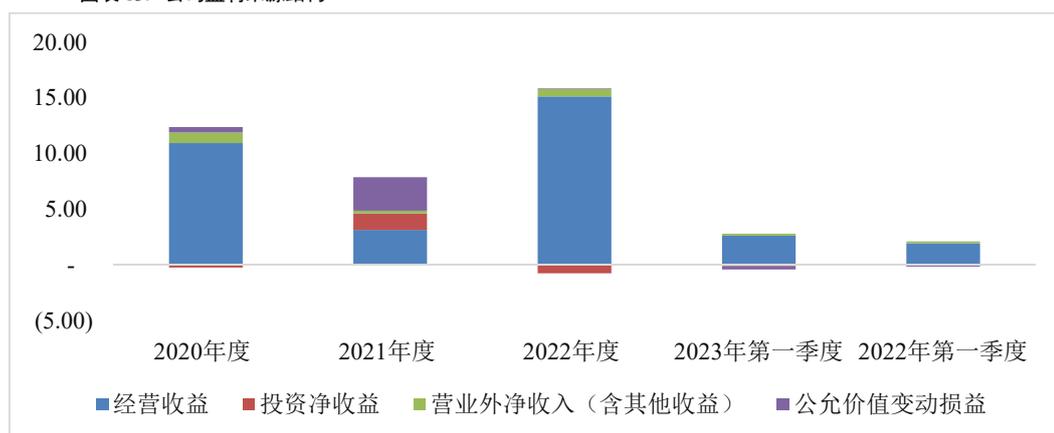
受缬沙坦杂质事件影响，该公司 2018 年度承担了因产品召回、客户补偿、推进缬沙坦杂质事件处置等发生的损失；同时，公司基于谨慎性原则，对于召回产品及库存产品计提跌价准备，对未来可能发生的召回费用、客户补偿等进行较为充分、合理的估计并计提，该部分损失对于公司 2018-2019 年度经

⁴ 浙江华海药业股份有限公司临 2018-059 号、临 2018-061 号、临 2018-064 号、临 2018-065 号、临 2018-068 号、临 2018-071 号和临 2018-089 号。

营业绩产生较大影响。2018 年度，公司列支及计提的与缬沙坦杂质事件相关的直接损失合计 4.14 亿元。2019 年度，系受缬沙坦事件影响，公司暂停了相关产品的生产和销售。公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月收到缬沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缬沙坦片国内市场销售资格。美国 FDA 禁令已于 2021 年 11 月底解除，2022 年 1 月欧洲药典适应症（CEP）也已恢复。截至 2022 年末，由于根据目前掌握的信息和案件进展，难以判断公司可能面临的判决结果或赔偿金额，公司未对缬沙坦事件的诉讼仲裁计提预计负债。本次缬沙坦杂质事件对公司的经营业绩产生了一定不利影响。对于原料药客户 SANDOZ（山德士制药有限公司，以下简称“山德士”）提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估。目前案件尚未开庭，关注案件进展及对公司财务的影响。

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构



资料来源：根据华海药业所提供数据绘制。

该公司利润主要来源于主业经营收益。2020~2022 年及 2023 年第一季度，公司营业毛利分别为 41.33 亿元、39.86 亿元、51.55 亿元和 12.12 亿元，跟踪期内，随着国内制剂业务的持续拓展，美国 FDA 禁令解除后市场的快速恢复，加上原料药及中间体产品销售增长，公司营业毛利同比有显著提升。

该公司 2020~2022 年及 2023 年第一季度期间费用分别为 29.10 亿元、35.78 亿元、34.48 亿元和 9.19 亿元，2022 年期间费用规模有所下滑主要系当年美元汇率大幅增长，汇兑收益增加导致财务费用转为净收益所致，并且使得期间费用率也有显著下降，同期期间费用率分别为 44.88%、53.86%、41.72% 和 44.65%。公司期间费用以销售费用和管理费用（含研发费用）为主，财务费用支出相对较少。近年来公司销售费用及管理费用规模较为稳定。同期，公司的资产减值损失（含信用减值损失）分别为 0.62 亿元、0.29 亿元、1.16 亿元和 0.02 亿元，主要为存货跌价损失和坏账减值损失，2022 年资产减值损失（含信用减值损失）大幅增长系当年销售大幅增加，期末应收账款增加，相应计提的坏账准备增加以及部分新上市产品及工艺改进老产品由于成本高于预计售价，公司分析其可变现净值后计提存货跌价准备金额较大所致。2020-2022 年及 2023 年一季度公司的经营收益分别为 10.95 亿元、3.14 亿元、15.14 亿元和 2.65 亿元，受益于收入规模的显著增长，跟踪期内公司主业经营收益大幅增加。

图表 14. 公司经营收益结构分析

| 公司经营收益结构 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|----------------|---------|---------|--------|----------------|----------------|
| 营业毛利（亿元） | 41.33 | 39.86 | 51.55 | 12.12 | 10.93 |
| 期间费用（亿元） | 29.10 | 35.78 | 34.48 | 9.19 | 8.80 |
| 其中：销售费用（亿元） | 9.96 | 11.79 | 12.44 | 3.45 | 3.57 |
| 管理费用（含研发费用，亿元） | 16.49 | 22.11 | 22.15 | 4.87 | 4.68 |
| 财务费用（亿元） | 2.65 | 1.88 | -0.11 | 0.88 | 0.55 |
| 期间费用率（%） | 44.88 | 53.86 | 41.72 | 44.65 | 49.65 |

| 公司经营收益结构 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|-----------------------|---------|---------|--------|----------------|----------------|
| 其中：财务费用率（%） | 4.08 | 2.83 | -0.13 | 4.27 | 3.12 |
| 资产减值损失（含信用减值损失）（亿元） | 0.62 | 0.29 | 1.16 | 0.02 | -0.02 |
| 经营收益（亿元） | 10.95 | 3.14 | 15.14 | 2.65 | 1.96 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 1.39 | 1.84 | 2.51 | - | - |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 0.04 | 0.17 | 0.31 | - | - |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司取得营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）分别为 0.94 亿元、0.26 亿元、0.65 亿元和 0.15 亿元，其中政府补助分别为 1.46 亿元、1.07 亿元、1.00 亿元和 0.18 亿元，营业外支出分别为 0.73 亿元、0.82 亿元、0.42 亿元和 0.03 亿元，主要为固定资产处置损失以及与缙沙坦原料药杂质事件相关的客户补偿支出。同期，公司的投资收益分别为-0.22 亿元、1.47 亿元、-0.75 亿元和-0.11 亿元，其中 2020-2022 年权益法核算的长期股权投资收益分别为-0.28 亿元、-0.42 亿元和-0.42 亿元，亏损主要来自联营企业 Eutilex Co., Ltd、IVIEW Therapeutics, Inc.和 ELPIS BIOPHARMACEUTICALS 等，主要系相关医药科技公司持续较大的研发投入产生的亏损，关注公司主要参股投资企业后续研发产出效益的情况；其中，2021 年公司投资收益相对较多主要系当年处置了 Eutilex Co., Ltd 和杭州多禧生物科技有限公司（简称“多禧生物”）部分股权获得投资收益 1.76 亿元。2020-2022 年公司公允价值变动净收益分别为 0.48 亿元、3.00 亿元和 0.05 亿元，2021 年公允价值变动损益变动较大主要系当年公司处置多禧生物部分股权失去重大影响，故将对多禧生物的剩余投资从以权益法核算的长期股权投资转换为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，产生公允价值变动收益 1.55 亿元。

2022 年及 2023 年一季度该公司净利润分别为 11.76 亿元和 1.69 亿元，分别同比增加 6.95 亿元和 0.29 亿元，跟踪期内公司经营业绩大幅改善。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

| 影响公司盈利的其他因素 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 | 2023 年 第一季度 | 2022 年 第一季度 |
|--------------------------|---------|---------|--------|----------------|----------------|
| 投资净收益（亿元） | -0.22 | 1.47 | -0.75 | -0.11 | -0.05 |
| 营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）（亿元） | 0.94 | 0.26 | 0.65 | 0.15 | 0.17 |
| 公允价值变动损益（亿元） | 0.48 | 3.00 | 0.05 | -0.28 | -0.10 |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

未来，公司将持续加快产业转型升级步伐，推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，不断提升研发创新能力，加速生物药和创新药领域的发展。公司资本性支出计划主要围绕在建项目和研发支出等展开。在建项目方面，目前主要项目包括年产 200 亿片（粒）出口制剂工程、南洋区块厂区工程 16 个原料药项目、制剂抗肿瘤车间、华海制药项目和华海生物项目、华海南通工程、川南原料药生产基地等项目。其中华海生物项目为本次可转债募投项目生物园区制药及研发中心⁵项目重要子项目，建设完成后可为在研的高端生物药提供生产能力；华海制药项目预计投资规模为 56.78 亿元，系临海国际医药小镇华海制药科技产业园项目一期工程⁶重要组成部分

⁵ 项目总投资金额为 14.94 亿元，功能主要为生物类药品的生产、研发、仓储等，项目建设期为 2 年。该研发、生产基地可为公司生物药研发生产提供支撑。

⁶ 临海国际医药小镇华海制药科技产业园项目预计总投资 100 亿元，为满足公司未来业务发展的需要，公司规划在临海国际医药小镇内征用土地约 1200 亩，拟建设研发办公基地、高端医药生产基地、华海技术学校、医药文化中心、高层次人才公寓和职工宿舍等项目，项目规划建设周期约为 8 年，共分两期建

分，主要建设内容包括研发办公基地、医药生产基地、高层次人才公寓和职工宿舍等，规划建设时间约为5年。该规划园区将接轨国际高端医药市场，按照欧美cGMP标准，引进国际一流设备，布局高端制剂、创新药、新型抗生素、抗肿瘤、高致敏、原研合作六大板块及相应的配套设施，建成后可以承接公司所有制剂药产品的生产。

图表 16. 截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目情况(单位：亿元)

| 项目名称 | 总投资 | 预计完工时间 | 累计投资额 | 资金来源 |
|--|---------------|---------------------|--------------|-----------|
| 年产 200 亿片（粒）出口制剂工程 | 13.16 | 预计 2024 年 | 11.91 | 自筹资金、募集资金 |
| 华海南通工程 | 7.85 | 因受前期环评批复延期影响，项目进度暂缓 | 3.02 | 自筹资金 |
| 川南生产基地 | 8.50 | 工程基本完工 | 8.96 | 自筹资金 |
| 川南车间改造项目 | 4.80 | 2023.12 | 4.48 | 自筹资金 |
| 南洋区块厂区工程-年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目 | 10.00 | 车间已完工，2023 年设备安装完毕 | 8.16 | 自筹资金、募集资金 |
| 制剂抗肿瘤车间 | 2.00 | 2023.12 | 1.61 | 自筹资金 |
| 华海制药项目 | 56.78 | 2024.12 | 13.36 | 自筹资金 |
| 华海生物项目-生物园区制药及研发中心子项目 | 10.47 | 主体基本完工 | 8.98 | 自筹资金、募集资金 |
| F5 高架库项目 | 4.20 | 2023 年底 | 1.03 | 自筹资金 |
| 华南西厂区项目 | 4.02 | 2023 年底 | 3.36 | 自筹资金 |
| 湖北奥赛项目 | 5.05 | 2023 年底 | 4.16 | 自筹资金 |
| 头门港人才公寓建设项目 | 4.30 | 2024 年底 | 0.42 | 自筹资金 |
| 合计 | 131.13 | — | 69.47 | — |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

注：公司未提供未来投资计划。

该公司 2022 年 8 月公告，拟非公开发行股票募集不超过 15.60 亿元，其中 4 亿元用于补充流动资金，其余主要用于制剂数字化智能制造建设项目以及抗病毒等特色原料药多功能生产平台建设，在募集资金到位之前，公司将以自筹资金先行投入。

其中，制剂数字化智能制造建设项目于华海制药科技产业园的一期生产区内建设，包括固体制剂车间和高架仓库，其中固体制剂车间设计产能 150 亿片/年，产品包括神经系统类、心血管类、激素及影响内分泌类、其他类四大类药物。该项目总投资 13.23 亿元，拟使用募集资金 9.30 亿元，实施主体为公司全资子公司浙江华海制药科技有限公司，建设期为 3 年，计划 2025 年投入使用。本项目预计内部收益率（税后）23.76%，静态投资回收期为 7.08 年（所得税后，含建设期）。抗病毒等特色原料药多功能生产平台分为年产 100 吨莫那匹韦、60 吨奈玛特韦原料药建设项目和年产 100 吨达比加群酯、50 吨维格列汀、10 吨拉考酰胺、10 吨布瓦西坦特色原料药建设项目两个项目，拟使用募集资金 2.30 亿元，实施主体为华海药业，建设期为 3 年，计划 2025 年投入使用。本项目预计内部收益率（税后）22.37%，静态投资回收期为 7.53 年（所得税后，含建设期）。

图表 17. 公司定增拟投资项目概况（亿元）

| 序号 | 项目名称 | 实施主体 | 项目总投资 | 拟使用募集资金 |
|----|---------------|--------------|-------|---------|
| 1 | 制剂数字化智能制造建设项目 | 浙江华海制药科技有限公司 | 13.23 | 9.30 |

设。

| 序号 | 项目名称 | 实施主体 | 项目总投资 | 拟使用募集资金 |
|----|------------------|---|-------|---------|
| 2 | 抗病毒等特色原料药多功能生产平台 | 年产 100 吨莫那匹韦、60 吨奈玛特韦原料药建设项目 | 3.71 | 2.30 |
| | | 年产 100 吨达比加群酯、50 吨维格列汀、10 吨拉考酰胺、10 吨布瓦西坦特色原料药建设项目 | | |
| 3 | 补充流动资金 | 华海药业 | 4.00 | 4.00 |
| 合计 | | | 20.94 | 15.60 |

资料来源：华海药业（截至 2023 年 3 月末）

该公司主要在建拟建项目计划总投资 152.07 亿元，截至 2023 年 3 月末已投入 69.47 亿元，相关项目所需资金规模较大，关注项目投融资压力及后续产能释放压力。

管理

跟踪期内，该公司实控人持股比例保持相对稳定，但持股比例仍不高，待定增事项完成后，实控人持股比例或进一步下降，且第二大股东持股比例超过 15%，公司股权结构仍较分散。公司发生了一定的高管变动，需关注对公司后续经营管理的影响。

该公司为自然人控股的上海证券交易所上市企业，公司实际控制人为陈保华。截至 2023 年 3 月末，陈保华共持有公司股份 3.66 亿股，占公司总股本的 24.65%，较 2021 年末的 24.51% 有小幅上升；目前无股权处于质押状态。同期末，公司第二大股东周明华持有公司股份 15.13%。总体看，公司控股股东持股比例不高，待定增完成后，或进一步下降，公司整体股权结构较为分散。公司产权情况详见附录一。

关联交易方面，该公司关联交易主要体现为与关联方的资金往来，日常经营交易活动规模均较小，对公司业绩影响相对有限。

2022 年以来，该公司发生了一定的高管变动。2022 年 1 月，公司原副总裁王杰离职，不再在公司担任任何职务；2022 年 10 月，因原独立董事李昕由于个人原因连续三次未亲自出席公司董事会会议，根据相关规定，公司对独立董事予以变更；2023 年 4 月，公司原副总裁尚飞女士离职。需关注相关高管变动对公司后续正常经营管理的影响。

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，跟踪期内公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常。

未决诉讼方面，受缙沙坦事件影响，该公司及子公司尚存在未决诉讼，由于该诉讼目前均尚未结案，诉讼结果存在不确定性，公司目前无法可靠预计上述未决诉讼对公司的影响。

未决仲裁方面，该公司于 2020 年 5 月 14 日披露了《浙江华海药业股份有限公司关于公司涉及仲裁的公告》，根据公告“山德士及其下属公司因公司供应的缙沙坦原料药的杂质问题，认为公司违反了与其签订的《框架供货协议》项下的义务导致其遭受损失，向位于德国汉堡的中欧仲裁中心提起仲裁，申请公司赔偿因杂质事件所遭受的所有直接和间接损失，包括已发生的以及部分未来可能发生的损失，赔偿总额约 1.15 亿美元（其中主要组成部分为因该产品的销售损失所导致的利润损失约 6,840 万美元）。2017 年及 2018 年 1-6 月，公司分别出售给山德士及其下属公司的缙沙坦原料药合计金额约为 531 万美元和 673 万美元。截至目前，公司与除山德士外的其他客户已达成共识，就其召回产品的相关直接成本进行适当补偿，并签署了相关协议或做了相应的安排。”目前，该仲裁案件尚未开庭，公司已聘请专业律师团队代理应对该仲裁案件，由于涉及国际仲裁，公司聘请的律师认为此案的程序处理可能需耗

时二到三年，但也有可能随着仲裁案件的推进耗时有所增减。仲裁结果尚存在不确定性，公司亦无法准确判断对本期利润及期后利润的影响。

根据该公司 2021 年 9 月 2 日发布的《关于公司所涉仲裁案件的进展公告》，经公司与山德士协商一致，双方同意将仲裁机构变更为国际商会仲裁院（ICC），国际商会仲裁院（ICC）已成立本案仲裁庭，由三名仲裁员共同组成仲裁庭对本案进行审理；仲裁庭组成后，公司向仲裁庭申请在程序上先行就本案的管辖权（即 ICC 是否有权受理本案）问题进行裁决；仲裁庭已对此作出裁定：同意将先行就本案的管辖权问题进行裁决。因上述仲裁案件仍处于仲裁程序初期阶段，仲裁结果尚存在不确定性，公司亦无法准确判断对本期利润及期后利润的影响。

图表 18. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 控股股东 | 母公司 | 核心子公司 | 存在担保等风险敞口的非核心子公司 |
|----------|--------------|------------|------|-----|-------|------------------|
| 欠贷欠息 | 中国人民银行征信局 | 2023.05.12 | 不涉及 | 无 | 无 | 未提供 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2023.05.12 | 不涉及 | 正常 | 不涉及 | 不涉及 |
| 诉讼 | 公开信息披露 | 2023.06.15 | 无 | 有 | 有 | 无 |
| 工商 | 国家企业信用信息公示系统 | 2023.06.15 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 质量 | 公司情况说明 | 2023.06.15 | 无 | 有 | 有 | 无 |
| 安全 | 公开信息披露 | 2023.06.15 | 不涉及 | 无 | 无 | 无 |

资料来源：根据华海药业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司经营规模继续显著扩大，并继续产能扩张，资产和债务规模继续显著增长，公司资产负债率仍处于较合理水平，债务主要集中于长期，并持有一定规模的现金类资产和上市公司股权，经营获现能力较强，整体财务状况良好。公司应收账款和存货规模较大且继续显著增长，需关注由此带来的营运资金周转压力，以及以库存商品为主的存货面临的跌价损失风险。

1. 数据与调整

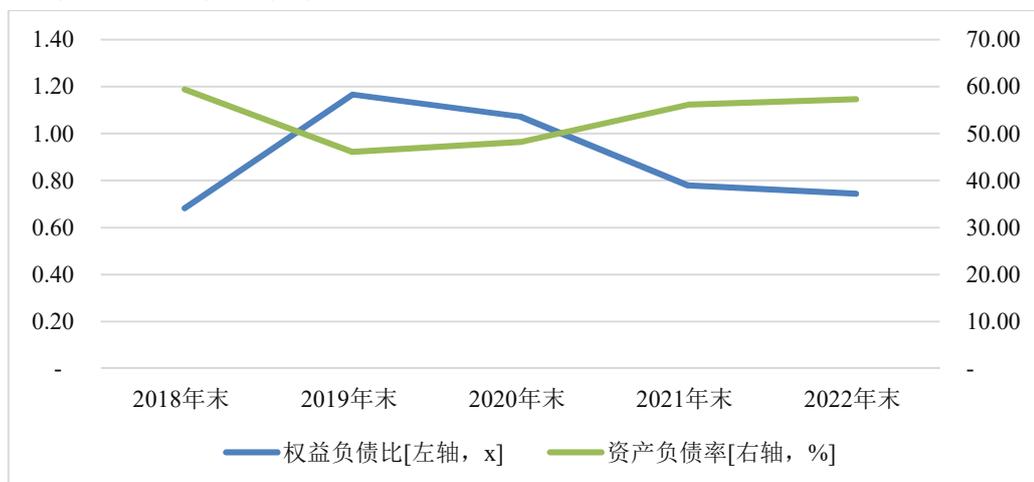
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。公司 2023 年第一季度财务报表未经审计。

该公司于 2022 年 10 月 19 日召开第八届董事会第四次临时会议，会议审议通过了《关于下属子公司上海华奥泰生物药业股份有限公司定向减资的议案》，董事会同意公司控股子公司上海华奥泰生物药业股份有限公司（以下简称“华奥泰”）以定向减资的方式减少公司享有的华奥泰注册资本 13,451.8210 万元（即减少股本 13,451.8210 万股），并以其所持有的浙江华海生物科技有限公司（以下简称“华海生物”）100%的股权作为减资对价向公司支付。定向减资完成后，华奥泰将不再持有华海生物的股权，公司将持有华海生物 100%的股权。截至 2022 年末，上述事项已全部完成。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



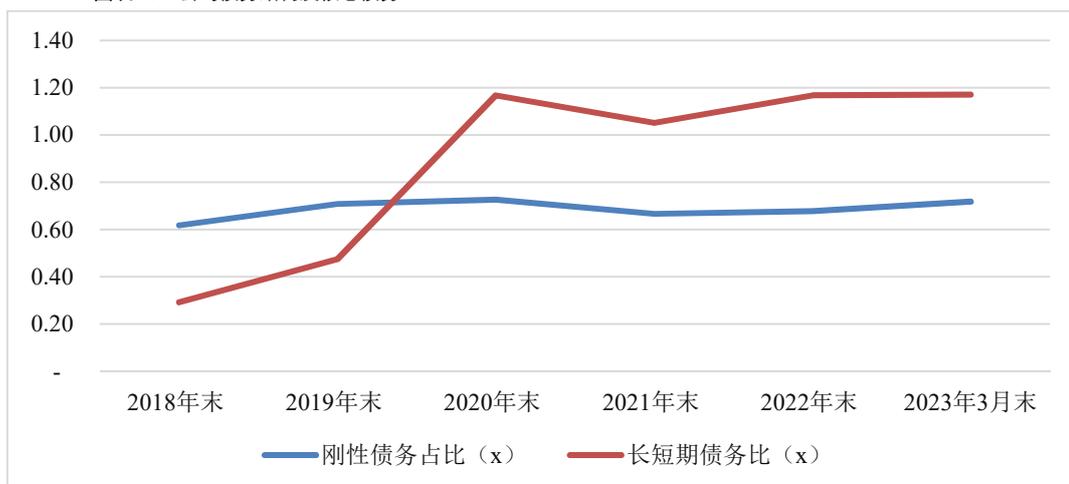
资料来源：根据华海药业所提供数据绘制。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 67.24 亿元、67.76 亿元、77.46 亿元和 79.30 亿元，跟踪期内随着盈利的积累，公司所有者权益规模继续上升。截至 2023 年 3 月末，公司未分配利润为 44.19 亿元，占所有者权益的 55.72%。公司未分配利润占比较大，且近年进行了多次分红⁷，需关注后续分红对公司权益资本稳定性的影响。公司拟定增 15.6 亿元，有望进一步增强公司权益资本实力，关注后续定增进展情况。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 62.67 亿元、86.92 亿元、104.06 亿元和 107.65 亿元，近年来随着公司不断进行产能扩张，债务规模不断上升；同期末资产负债率分别为 48.24%、56.19%、57.33%和 57.58%，跟踪期内公司财务杠杆稳中有升，总体仍处于相对合理水平。但公司在建及拟建项目规模还很大，未来公司财务杠杆可能将有明显上升。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



⁷ 2017-2022 年公司分别对 2016-2020 年利润进行分配 1.88 亿元、2.08 亿元、0 亿元、2.64 亿元、2.91 亿元和 3.53 亿元；2023 年对 2022 年的利润分配正在进行中（2022 年利润分配方案为每股分 0.24 元（含税））。

| 核心债务 | 2020 年末 | | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年第一季度末 | |
|-------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-------------|-----------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 刚性债务 | 45.52 | 72.63 | 57.97 | 66.7 | 70.59 | 67.84 | 77.37 | 71.88 |
| 应付账款 | 3.92 | 6.26 | 5.27 | 6.07 | 8.53 | 8.19 | 7.95 | 7.39 |
| 递延收益 | 2.99 | 4.78 | 4.48 | 5.16 | 5.32 | 5.11 | 5.79 | 5.38 |
| 其他应付款 | 3.62 | 5.77 | 6.56 | 7.54 | 6.88 | 6.61 | 7.05 | 6.55 |

资料来源：根据华海药业所提供数据绘制。

该公司债务主要由刚性债务及应付账款、其他应付款构成。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务分别为 45.52 亿元、57.97 亿元、70.59 亿元和 77.37 亿元，随着公司不断投入资金进行扩产建设，跟踪期内公司刚性债务规模继续较快增长；同期末，应付账款余额分别为 3.92 亿元、5.27 亿元、8.53 亿元和 7.95 亿元，主要为应付材料款、应付工程款及应付设备款等，跟踪期内随着公司生产销售规模扩大和项目建设的持续投入，相应的应付材料、设备款持续增长；其他应付款余额分别为 3.62 亿元、6.56 亿元、6.88 亿元和 7.05 亿元，主要是应付的产品及业务推广服务费，押金保证金及应付暂收款等，2022 年末分别为 5.06 亿元、0.56 亿元和 1.15 亿元，跟踪期内公司继续加大产品推广力度，其他应付款规模有所增加；同期末，公司的递延收益分别为 2.99 亿元、4.48 亿元、5.32 亿元和 5.79 亿元，基本上为与资产相关的政府补助，主要包括国际医药小镇项目建设补助、生产线技术改造项目等；同期末，预计负债为 1.52 亿元、1.79 亿元、1.74 亿元和 1.72 亿元，主要系缙沙坦杂质事件发生后，公司计提的召回费用和对客户的补偿等。

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

| 刚性债务种类 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年第一季度末 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期刚性债务合计 | 16.30 | 22.99 | 23.81 | 29.00 |
| 其中：短期借款 | 10.05 | 13.14 | 13.97 | 16.86 |
| 应付票据 | 5.02 | 3.54 | 3.50 | 4.03 |
| 交易性金融负债 | - | - | 0.04 | 0.01 |
| 一年内到期长期借款 | 1.24 | 6.31 | 6.22 | 8.01 |
| 其他短期刚性债务 | - | - | 0.09 | 0.09 |
| 中长期刚性债务合计 | 29.21 | 34.98 | 46.78 | 48.37 |
| 其中：长期借款 | 13.26 | 18.27 | 28.89 | 30.16 |
| 应付债券 | 15.95 | 16.71 | 17.46 | 17.68 |
| 其他中长期刚性债务 | - | - | 0.43 | 0.53 |
| 综合融资成本（年化，%） | 3.46 | 3.55 | 3.91 | - |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/ [（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]。

截至 2023 年 3 月末，该公司刚性债务规模为 77.37 亿元，主要集中于中长期，中长期刚性债务占比 62.51%，债务期限结构较好。期末，公司刚性债务主要集中于银行借款和应付债券，金额分别为 55.03 亿元和 17.68 亿元，其中银行借款以信用借款为主。随着公司银行借款逐年增长，综合融资成本有所上升，目前综合融资成本在 4%左右。

3. 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年第 一季度 | 2022 年第 一季度 |
|--------------------------|--------------|-------------|--------------|----------------|----------------|
| 营业周期（天） | 439.03 | 447.44 | 458.32 | - | - |
| 营业收入现金率（%） | 88.96 | 94.30 | 88.32 | 105.05 | 105.10 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 29.73 | 26.24 | 31.69 | 7.02 | 4.25 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -14.18 | -16.86 | -19.26 | -3.28 | -3.23 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 15.55 | 9.38 | 12.43 | 3.74 | 1.01 |
| EBITDA（亿元） | 18.24 | 15.19 | 24.08 | - | - |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.45 | 0.29 | 0.37 | - | - |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 13.08 | 8.27 | 9.60 | - | - |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020~2022 年度，该公司营业周期分别为 439.03 天、447.44 天和 458.32 亿元，营业期较长，主要系存货周转速度及应收账款周转速度较慢所致。存货周转方面，公司原料药及中间体产品有 85%以上销往国外规范药政市场，而规范药政市场对特色原料药、生产工艺、产品检验等方面有较高要求，增加了公司从产品备料到成品发货的周期（一般为 6~8 月）。公司近年不断通过增加以销定产占总体销售的比例，并根据年度的销售计划及市场情况适时调节原材料库存比例，并引进 SAP 系统来提升存货管理的能力。公司应收账款周转速度较慢，主要系公司原料药及中间体业务较大部分为出口业务，账期为 1~4 个月左右，相对国内原料药业务账期较长，同时随着 2022 年公司部分产品随着国家集采独家中选到期，广东省牵头多省份联盟等团体在续标时转为了多家中选，市场竞争激烈，商业政策根据竞争企业情况、行业环境变化和商业服务支持等进行了调整，该部分市场的客户由原预付款调整为给予一定信用账期，导致应收账款有所增加。

公司 2020-2022 年及 2023 年第一季度经营性现金净流量分别为 15.55 亿元、9.38 亿元、12.43 亿元和 3.74 亿元，因当年销售收入大幅增长，相应的公司回款增加，2022 年公司经营活动净现金流入同比增长 32.52%。同期营业收入现金率分别为 88.96%、94.30%、88.32%和 105.05%，营收现金率存在一定波动，但回款情况整体尚可。

2020-2022 年度，该公司 EBITDA 分别为 18.24 亿元、15.19 亿元和 24.08 亿元，受益于经营利润的增长，2022 年 EBITDA 较上年有大幅增加。同期，EBITDA/刚性债务分别为 0.45 倍、0.29 倍和 0.37 倍，EBITDA/全部利息支出分别为 13.08 倍、8.27 倍和 9.60 倍，跟踪期内 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所上升，总体覆盖程度较高。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年第 一季度 | 2022 年第 一季度 |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -1.15 | 0.64 | -1.03 | -0.07 | -0.12 |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -12.44 | -24.25 | -23.06 | -5.12 | -5.39 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | 0.02 | 0.04 | -0.24 | -0.02 | -0.08 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -13.58 | -23.57 | -24.33 | -5.21 | -5.58 |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

由于该公司近年在建项目和研发项目持续投入，致使公司投资性现金流净流出规模持续增大。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司投资性现金流净额分别为-13.58 亿元、-23.57 亿元、-24.33 亿元

和-5.21 亿元。随着公司在建项目和定增拟投项目的推进，预计在未来短期仍将会有较多的投资性现金支出。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年第一 季度 | 2022 年第一 季度 |
|----------------------|-------------|--------------|-------------|----------------|----------------|
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 5.96 | 11.18 | 6.09 | 5.49 | 3.29 |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及非公开发行股票的方式满足。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 5.96 亿元、11.18 亿元、6.09 亿元和 5.49 亿元，2022 年同比下降 45.53%，主要系当年银行借款净增加额较去年大幅减少以及 2021 年发行限制性股票，而本年只完成预留部分的发行且发生限制性股票回购注销等所致。公司后续在建拟建项目的资本性支出规模仍很大，资金来源主要为定增和自筹，后续仍面临较大的投融资压力。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年第一 季度末 |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 65.23 | 68.13 | 79.07 | 81.81 |
| | 50.21% | 44.04% | 43.56 % | 43.76 % |
| 其中：现金类资产（亿元） | 22.97 | 19.33 | 16.74 | 19.68 |
| 应收款项（含合同资产，亿元） | 16.72 | 18.50 | 26.65 | 26.29 |
| 存货（亿元） | 23.68 | 27.39 | 33.75 | 33.49 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 64.68 | 86.56 | 102.45 | 105.14 |
| | 49.79% | 55.96% | 56.44 % | 56.24 % |
| 其中：固定资产（亿元） | 32.09 | 33.79 | 44.32 | 45.10 |
| 在建工程（亿元） | 11.57 | 25.02 | 28.03 | 29.51 |
| 公允价值计量的权益工具投资（亿元） | 1.96 | 5.38 | 4.76 | 4.82 |
| 无形资产（亿元） | 8.07 | 9.71 | 10.72 | 10.88 |
| 长期股权投资（亿元） | 4.45 | 4.89 | 3.88 | 3.76 |
| 商誉（亿元） | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.71 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 5.49 | 6.66 | 11.71 | 11.87 |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 4.23 | 4.31 | 6.45 | 6.35 |
| 期末抵质押融资余额（亿元） | 7.81 | 9.26 | 15.96 | 16.08 |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

该公司近年来经营规模持续扩大，资产规模持续增长，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司资产总额分别为 129.91 亿元、154.68 亿元、181.52 亿元和 186.94 亿元。同期末，公司流动资产在资产总额中的占比分别为 50.21%、44.04%、43.56%和 43.76%，目前公司资产分布相对集中于非流动资产。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款（含合同资产）和存货构成。截至 2023 年 3 月末，公司现金类资产为 19.68 亿元（其中受限货币资金为 0.33 亿元），主要为货币资金 17.29 亿元、交易性金融资产 1.12 亿元和应收银行票据 1.28 亿元，其中交易性金融资产主要为上市公司股票和衍生金融资产等。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末公司应收账款（含合同资产）账面价值分别为 16.72 亿元、18.50 亿元、26.65 亿元和 26.29 亿元，跟踪期内随着公司经营规模不断扩大，应收账款（含合同资产）规模继续显著增长；公司应收账款账龄集中在一年以内，2022 年末公司应收账款余额 28.42 亿元，其中 1 年以内占比 98.70%，总体已计提坏账准备 1.77 亿元，应收账款主要是给

予例如 Mckesson Financial Center、AmerisourceBergen Health Corp 等国内外大型的医药企业及经销商的账期，以及给予国内各级医院客户较长账期所致，2022 年末公司应收账款前五名合计占比 31.28%；总体而言，公司应收账款回收风险较为可控，应收账款质量较高。同期末，存货规模分别为 23.68 亿元、27.39 亿元、33.75 亿元和 33.49 亿元，随着产能规模的扩张，加之制剂产品整体生产周期相对较长，公司库存规模不断上升；截至 2022 年末，存货中库存商品、原材料、在产品和半成品账面余额分别为 19.50 亿元、7.74 亿元、4.71 亿元和 1.74 亿元，合计已计提存货跌价准备 1.00 亿元；存货中原材料主要为基础化工原料，在产品为公司正在生产中的产品，半成品系主要工序基本完成但尚未包装验收入库的产品，库存商品包括验收入成品库的各类原料药、医药中间体及制剂；公司的存货规模较大，且主要集中于库存商品，面临一定的存货跌价损失风险。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、金融和股权投资（包括：公允价值计量的权益工具投资和长期股权投资）等构成。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司固定资产及在建工程账面价值合计分别为 43.66 亿元、58.82 亿元、72.35 亿元和 74.61 亿元，主要为公司生产所需的机器设备和房屋及建筑物，2022 年以来随着对项目的持续投入，公司固定资产及在建工程规模继续增长；同期末，无形资产账面价值分别为 8.07 亿元、9.71 亿元、10.72 亿元和 10.88 亿元，主要为土地使用权，2022 年末为 9.01 亿元，其余主要为软件和非专利技术。同期末，公司的金融和股权投资分别为 6.42 亿元、10.27 亿元、8.64 亿元和 8.58 亿元，跟踪期内有所减少主要系 2022 年公司出售所持部分共同药业股票，加之当年公司所持共同药业公允价值下降所致；截至 2022 年末，公司的长期股权投资账面价值为 3.88 亿元，主要包括对 ELPIS BIOPHARMACEUTICALS 1.64 亿元、Eutilex Co., Ltd 0.93 亿元和湖北华海共同药业有限公司 0.43 亿元等，公司按公允价值计量的权益工具投资为 4.76 亿元，主要包括共同药业 0.84 亿元、盟科药业 1.30 亿元和多禧生物 1.73 亿元等。

截至 2023 年 3 月末，该公司受限资产为 11.87 亿元，占资产总额的 6.35%，整体受限资产规模不大。

图表 26. 截至 2023 年 3 月末，公司受限资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 期末账面价值 | 受限原因 |
|-----------|--------------|--------------------------------------|
| 货币资金 | 0.33 | 银行存款冻结、定期存单质押、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金 |
| 存货、应收账款 | 2.78 | 借款抵押及质押 |
| 固定资产 | 2.21 | 借款抵押 |
| 无形资产 | 1.49 | 借款抵押 |
| 在建工程 | 5.06 | 借款抵押 |
| 合计 | 11.87 | — |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年第一季度末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%） | 225.64 | 160.84 | 164.78 | 164.99 |
| 速动比率（%） | 141.36 | 94.32 | 92.95 | 95.70 |
| 现金比率（%） | 79.47 | 45.64 | 34.89 | 39.70 |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理。

截至 2023 年 3 月末，该公司的流动比率、速动比率和现金比率分别为 164.99%、95.70%和 39.70%，公司目前拥有一定规模的现金类资产和上市公司股权，受限资产规模不大，且经营活动现金流持续较多净流入，经营创现能力较强，整体流动性较好。

6. 表外事项

截至目前，该公司因缙沙坦杂质事件收到客户山德士的仲裁及美国市场消费者诉讼的损失尚无法准确预估。相关仲裁及诉讼结果尚存在不确定性，公司无法准确判断上述事件可能对公司造成的影响，关注上述事项进展。

2023年3月末，该公司对外担保金额为0.57亿元，为对参股公司湖北华海共同药业有限公司按照公司所持44%的持股比例提供的信用借款担保。目前该参股公司仍处于筹建期。2022年末湖北华海共同药业有限公司总资产及所有者权益分别为1.92亿元和0.98亿元，2020-2022年净利润分别为-17.23万元、-48.51万元和-113.81万元

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料药及制剂等产品的生产、销售及研发业务。2022年，公司本部营业收入为56.06亿元，净利润为14.58亿元；经营活动现金流净额为10.59亿元。截至2022年末，本部资产总额为172.37亿元，资产负债率为46.09%；负债总额为79.45亿元，其中刚性债务为51.96亿元。总体看，公司本部负债率不高，业务和资产较好，且对下属子公司控制力强，整体偿债能力强。

外部支持

截至2023年3月末，该公司获得的银行授信总额为86.22亿元，其中尚未使用的额度为24.97亿元，后续仍有一定的融资空间。

图表 28. 来自金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 其中：贷款授信 | 未使用授信余额 | 利率区间 | 附加条件/增信措施 |
|------------------|-------|---------|---------|-------------|-----------|
| 全部（亿元） | 86.22 | 81.31 | 24.97 | 2.70%-4.45% | 信用、抵押、质押 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 7.00 | 7.00 | - | 2.70%-3.99% | 信用、抵押 |
| 工农中建邮五大商业银行（亿元） | 38.15 | 33.25 | 10.87 | 3.05%-3.70% | — |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 52.36 | 49.50 | 43.55 | — | — |

资料来源：根据华海药业所提供数据整理（截至2023年3月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 华海转债：可转债

本次债券为可转换为该公司A股股票的可转换公司债券，债券期限为6年，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司A股股票连续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%（含130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3000万元时，公司董事会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。

在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30个交易日的收盘价格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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司实控人持股比例保持相对稳定，但持股比例仍不高，待定增事项完成后，实控人持股比例将进一步下降，且第二大股东持股比例超过 15%，需关注未来的公司治理风险。公司发生了一定的高管变动，需关注对公司后续经营管理的影响。

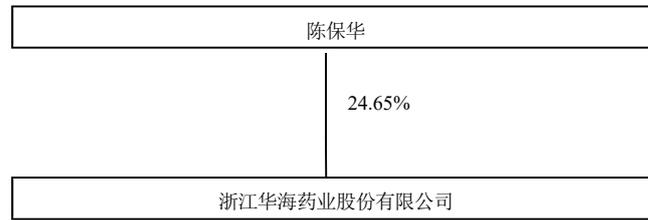
该公司是全球规模居前的普利类、沙坦类原料药供应商，主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售业务。跟踪期内，随着国内制剂业务的持续拓展，美国 FDA 禁令解除后市场的快速恢复，加上原料药及中间体产品销售增长，公司营业收入显著增长，整体经营业绩同比大幅提升。目前，公司海外销售占比仍较大，原材料成本占比仍较高，仍需关注汇率波动及原材料价格浮动等对公司业绩产生的影响。公司后续在建拟建项目规模仍很大，关注定增事项进展、项目的投融资压力和新增产能的释放压力。

该公司于 2018 年发生缙沙坦杂质事件，随着公司陆续收到缙沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缙沙坦片国内市场销售资格以及美国 FDA 的禁令解除，该事件对公司经营影响在逐步消除。但目前，对于原料药客户山德士提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估，相关诉讼及仲裁周期较长，需关注事件进展及对公司业务经营的影响。

跟踪期内，公司经营规模继续显著扩大，并继续产能扩张，资产和债务规模继续显著增长，公司资产负债率仍处于较合理水平，债务主要集中于长期，并持有一定规模的现金类资产和上市公司股权，经营获现能力较强，整体财务状况良好。公司应收账款和存货规模较大且继续显著增长，需关注由此带来的营运资金周转压力，以及以库存商品为主的存货面临的跌价损失风险。

附录一：

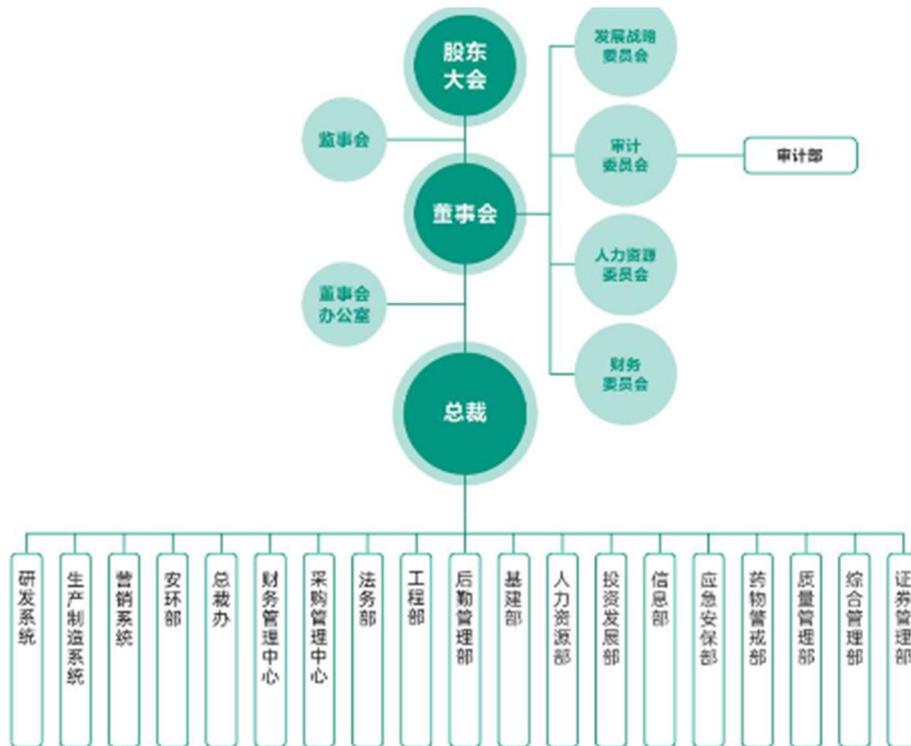
公司与实际控制人关系图



注：根据华海药业提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华海药业提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）、华海药业的生产制造系统包括原料药生产及制剂生产。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 基本情况 | | | | | 2022年（末）主要财务数据（亿元） | | | | | | |
|--------------|-------|--------|------------|-------|--------------------|-----------|----------|---------|----------------|------------|-------|
| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例（%） | 主营业务 | 刚性债务余额（亿元） | 所有者权益（亿元） | 营业收入（亿元） | 净利润（亿元） | 经营环节现金净流入量（亿元） | EBITDA（亿元） | 备注 |
| 浙江华海药业股份有限公司 | 华海药业 | 本级/母公司 | — | 医药化工 | 51.96 | 92.92 | 56.06 | 14.58 | 10.59 | 22.32 | 母公司口径 |
| 临海市华南化工有限公司 | 华南化工 | 子公司 | 100.00 | 医药化工 | 1.49 | 4.03 | 3.75 | 0.71 | 0.26 | 1.23 | |
| 浙江华海医药销售有限公司 | 华海医药 | 子公司 | 95.00 | 零售批发 | - | 7.57 | 28.89 | 6.59 | 4.59 | 8.88 | |
| 华海（美国）国际有限公司 | 华海美国 | 子公司 | 100.00 | 进出口贸易 | 2.82 | -1.57 | 9.58 | -1.13 | 7.95 | -0.56 | |
| 华海药业南通股份有限公司 | 华海南通 | 子公司 | 100.00 | 医药化工 | - | 1.05 | 0.00 | -0.18 | 0.11 | -0.05 | |
| 南通华宇化工科技有限公司 | 华宇化工 | 子公司 | 100.00 | 医药化工 | - | 1.84 | 2.79 | 0.26 | 0.04 | 0.37 | |
| 江苏云舒海进出口有限公司 | 江苏云舒海 | 子公司 | 100.00 | 进出口贸易 | 0.13 | 0.27 | 1.80 | 0.07 | 0.26 | 0.10 | |
| 昌邑华普医药科技有限公司 | 华普科技 | 子公司 | 51.00 | 医药化工 | - | 1.35 | 1.49 | 0.16 | 0.15 | 0.28 | |
| 长兴制药股份有限公司 | 长兴制药 | 子公司 | 65.00 | 医药化工 | 0.07 | 3.06 | 3.21 | 0.60 | 0.60 | 0.75 | |
| 浙江华海制药科技有限公司 | 华海科技 | 子公司 | 100.00 | 医药化工 | 11.92 | 3.49 | 0.00 | -0.27 | 1.14 | -0.03 | |
| 浙江华海投资管理有限公司 | 华海投资 | 子公司 | 100.00 | 投资管理 | - | 1.06 | - | -0.01 | -0.59 | -0.02 | |
| 浙江华海生物科技有限公司 | 华海生物 | 子公司 | 100.00 | 科研开发 | - | 12.24 | 0.00 | -0.62 | -0.01 | -0.35 | |

注：根据华海药业 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 129.91 | 154.68 | 181.52 | 186.94 |
| 货币资金 [亿元] | 22.12 | 18.76 | 13.65 | 17.29 |
| 刚性债务[亿元] | 45.52 | 57.97 | 70.59 | 77.37 |
| 所有者权益 [亿元] | 67.24 | 67.76 | 77.46 | 79.30 |
| 营业收入[亿元] | 64.85 | 66.44 | 82.66 | 20.59 |
| 净利润 [亿元] | 9.95 | 4.81 | 11.76 | 1.69 |
| EBITDA[亿元] | 18.24 | 15.19 | 24.08 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 15.55 | 9.38 | 12.43 | 3.74 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -13.58 | -23.57 | -24.33 | -5.21 |
| 资产负债率[%] | 48.24 | 56.19 | 57.33 | 57.58 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 147.73 | 116.89 | 109.72 | 102.49 |
| 流动比率[%] | 225.64 | 160.84 | 164.78 | 164.99 |
| 现金比率[%] | 79.47 | 45.64 | 34.89 | 39.70 |
| 利息保障倍数[倍] | 9.69 | 5.19 | 6.89 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | 0.72 |
| 营业周期[天] | 439.03 | 447.49 | 458.32 | — |
| 毛利率[%] | 63.73 | 60.00 | 62.36 | 58.87 |
| 营业利润率[%] | 19.84 | 13.07 | 18.72 | 11.83 |
| 总资产报酬率[%] | 11.39 | 6.70 | 10.29 | — |
| 净资产收益率[%] | 15.91 | 7.12 | 16.20 | — |
| 净资产收益率*[%] | 15.34 | 7.46 | 16.56 | — |
| 营业收入现金率[%] | 88.96 | 94.30 | 88.32 | 105.05 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 49.79 | 26.34 | 27.51 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.53 | -18.96 | -12.46 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 13.08 | 8.27 | 9.60 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.45 | 0.29 | 0.37 | — |

注：表中数据依据华海药业经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|--|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]} |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-------|-----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投机级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-------|----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投机级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-----|--------------------------|
| A 等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B 等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C 等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D 等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间 | 评级结果 | 评级分析师 | 所使用评级方法和模型的名称及版本 | 报告（公告）链接 |
|------|--------|------------|-------|---------|--|----------------------|
| 主体评级 | 首次评级 | 2020年6月3日 | AA/稳定 | 李一、王婷亚 | 新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8） | — |
| | 前次评级 | 2022年6月24日 | AA/稳定 | 王科柯、王婷亚 | 新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8） | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2023年6月27日 | AA/稳定 | 王科柯、熊桦 | 新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12） | — |
| 债项评级 | 首次评级 | 2020年6月3日 | AA | 李一、王婷亚 | 新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8） | — |
| | 前次评级 | 2022年6月24日 | AA | 王科柯、王婷亚 | 新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8） | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2023年6月27日 | AA | 王科柯、熊桦 | 新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12） | — |

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。