



内部编号: 2026060185

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

定期跟踪评级报告

项目负责人: 王婷亚  wty@shxsj.com
项目组成员: 郝泽  haoze@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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2026)100102】

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/2026 年 6 月 26 日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2025 年 6 月 26 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，在制剂国际化领域走在前列。并且，公司为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、上海、武汉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。
- 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，且公司目前拥有一定规模的现金类资产和上市公司股权，加之融资渠道畅通，可为公司的债务偿付提供较好保障。

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，制药行业竞争日益加剧，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。因客户结算周期相对较长、回款较慢且产品规模增长，跟踪期内华海药业的存货及应收账款规模仍较大，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。
- 即期债务压力。跟踪期内，华海药业的债务规模随着业务规模的扩大和项目资金的投入而进一步增长，且增量以短期刚性债务为主，加之一年内到期的非流动负债余额显著增长，公司面临的即期偿债压力加大。
- 公司治理及管理风险。截至 2026 年 3 月末，华海药业实控人持有公司股份 24.64%，第二大股东持股 14.99%，需持续关注公司治理稳定性情况。2024 年 4 月，华海药业因部分闲置募集资金使用期限超过十二个月，收到浙江证监局出具的警示函，尽管公司已在自查发现后将超期使用资金全部归还至相关账户，但上述事件说明公司管理环节存在漏洞，需关注相关管理风险及资金使用状况。
- 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，公司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 16.50 元/股。公司目前转股规模较小，若后续剩余可转债未能实现转股，公司存在较大的偿债压力。本期可转债将于 2026 年 11 月到期，新世纪评级将密切关注后续进展情况。

- 募投项目经营效益不及预期。华海药业部分募投项目因前期投资大且产能尚处于爬坡阶段，项目净利润亏损，效益不及预期。

跟踪评级结论

通过对华海药业主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持华海转债 AA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计华海药业信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 原料药产品市场需求进一步放缓，且公司竞争优势削弱导致公司未来出现亏损；
- ② 公司原料药及制剂业务产品销售价格进一步下滑造成大额资产减值损失；
- ③ 重大药品质量、环保安全事件影响正常经营；
- ④ 国内医药行业政策或国际经贸政策变动导致公司产品竞争力大幅削弱，市场份额明显下滑。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 项目新增产能达产后使得公司经营业绩和现金流状况显著提升，公司市场竞争地位明显突出；
- ② 公司产品研发取得重大突破，研发成果商业化价值突出。

主要财务数据及指标

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	4.30	7.36	3.71	4.10
刚性债务（亿元）	54.57	60.17	60.28	65.79
所有者权益（亿元）	106.16	125.49	139.28	141.13
经营性现金净流入量（亿元）	19.15	13.32	11.45	3.42
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	186.00	202.61	215.03	222.16
总负债（亿元）	103.49	112.41	120.47	123.62
刚性债务（亿元）	72.39	80.42	85.59	91.67
所有者权益（亿元）	82.51	90.20	94.56	98.55
核心业务收入（亿元）	82.49	94.95	85.32	23.22
净利润（亿元）	8.17	11.07	2.27	3.98
经营性现金净流入量（亿元）	22.17	21.73	12.30	3.99
EBITDA（亿元）	21.22	26.16	17.02	—
毛利率[%]	60.42	61.91	60.16	57.67
总资产报酬率[%]	7.25	8.66	3.24	—
营业周期[天]	490.82	447.22	503.57	—
总资产周转率[次/年]	0.45	0.49	0.41	—
资产负债率[%]	55.64	55.48	56.02	55.64
权益资本与刚性债务比率[%]	113.98	112.16	110.47	107.50
EBITDA/利息支出[倍]	7.75	10.46	7.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.34	0.21	—
流动比率[%]	139.97	141.96	95.94	101.25

注：根据华海药业经审计的 2023~2025 年及未经审计的 2026 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（2025.5）		
评级要素		结果
个体信用	业务风险	3

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（2025.5）

评级要素			结果
	财务风险		2
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	-
		②科技赋能因素	-
		③跨业多元化因素	-
		④流动性因素	-
		⑤表外因素	-
		⑥其他因素	-
	个体信用级别		aa
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别			AA

调整因素：（/）

不涉及。

支持因素：（/）

不涉及。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
新世纪评级工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2025.5）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33347&cid=114&listype=1
《医药制造与流通行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35460&cid=91&listype=1

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 2025 年财务报表、未经审计的 2026 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。

截至本评级报告出具日，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，截至 2026 年 3 月末累计 2,170 张华海转债转股，剩余 1,842.38 万张尚未转股，剩余未转股余额为 18.42 亿元，公司最新转股价格为 16.50 元/股，目前转股率低，存在一定的转股压力。2026 年 5 月 21 日，公司审议通过了《关于确定向下修正“华海转债”转股价格的议案》，同意将“华海转债”转股价格由 33.06 元/股向下修正为 16.60 元/股（本次修正后的“华海转债”转股价格自 2026 年 5 月 25 日起生效）。2026 年 6 月，因公司实施 2025 年度权益分派，每股派发现金红利 0.1 元，最新转股价格调整为 16.50 元/股（生效日期为 2026 年 6 月 18 日）。

图表 1. 公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	最新利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	备注
华海转债	18.43	6 年	2.00	2020-11	18.43 亿元/2020-11	正常付息

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，上述项目已建成投入运营并结项。其中，“年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目”2025 年实现净利润-2.14 亿元，因前期投资大且产能尚处于爬坡阶段，跟踪期内该项目未达预计效益；“生物园区制药及研发中心项目”2025 年实现净利润-0.48 亿元，该项目中多个临床期项目已经转移至园区，正在积极推进上市许可申请工作，因前期投资大且持续的研发投入，加之产能尚处于爬坡阶段，跟踪期内该项目未达预计效益。

2024 年 8 月，因“年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目”及“生物园区制药及研发中心项目”均已结项，公司将节余的预计 11,131.27 万元募集资金用于“浙江华海生物科技有限公司 ADC 产业化技改项目”及永久补充流动资金。其中“浙江华海生物科技有限公司 ADC 产业化技改项目”总投资 5,334.00 万元，拟使用募集资金 3,503.53 万元，该项目由全资子公司浙江华海生物科技有限公司负责实施，拟利用其已建成的 A 楼 3 层东南侧 A2、A3 区域进行 ADC 产业化技改，计划建设一条 ADC 偶联纯化生产线以及一条配套的西林瓶隔离器灌装（冻干）生产线，截至 2025 年末该项目已达到预定可使用状态并结项。截至 2025 年末，公司可转债资金累计使用规模为 18.40 亿元，募投项目均已结项，但相关项目回收周期较长，需关注项目后续效益实现情况。

图表 2. 截至 2025 年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 (调整前)	拟使用募集资金 (调整后)	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	6.93	6.97 ¹	2024 年
生物园区制药及研发中心项目	14.94	6.00	5.10	5.10	2022 年
补充流动资金	5.50	5.29	5.29	5.29	—
浙江华海生物科技有限公司 ADC 产业化技改项目	0.53	—	0.35	0.27 ²	2025 年
节余募集资金永久补充流动资金	0.67	—	0.76	0.77	—
合计	29.59	18.22	18.43	18.40	—

¹ 已投入募集资金超出拟使用募集资金主要系募集资金产生的利息收入一并投入本项目所致。

² 截至 2025 年末，公司募投项目“浙江华海生物科技有限公司 ADC 产业化技改项目”已建成并结项，由于支付进度原因尚存在部分款项未支付，因此募集资金投入进度与项目建设进度存在差异。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2023-2025 年财务报表及 2026 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023-2025 年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 2026 年第一季度财务报表未经审计。

2025 年末及 2026 年第一季度，该公司合并范围内子公司数量较上年末分别减少 0 家和 1 家，合并范围变化对公司财务状况影响较小，财务数据具有可比性。

2. 业务

该公司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。跟踪期内受市场竞争加剧、集采政策深化等因素影响，公司主要产品价格下滑，叠加较高的研发支出，公司营业收入及盈利水平同比均有下降。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。公司后续在建项目规模仍较大，关注项目的投融资压力和新增产能的释放压力。

（1）外部环境

宏观因素

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，我国经济有望保持稳定增长，长期向好的基本面依然稳固。

2026 年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026 年我国经济有望继续保持稳定增长；深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持的制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的

趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

行业因素

2024 年以来，受市场竞争加剧、消费疲软以及控费政策等因素综合影响，我国规模以上医药制造企业经营业绩承压。但得益于创新药支持政策落地见效，出海成果频出，叠加行业内企业持续推进降本增效，2025 年前三季度利润降幅同比收窄，盈利能力有所修复。近年来，医药行业研发投入始终维持高位，政策对创新驱动精准扶持，行业创新势能得到持续释放，创新药和高端医疗器械等赛道成果较多，产业转型步伐持续加快，行业高质量发展内生动力不断增强。2025 年以来，行业投融资呈现减量提质、资金高度集中的特征，资源持续向优质项目与高价值标的集聚。医药流通行业整体呈现规模稳步增长且结构持续优化的态势，行业发展逐步从增量扩张转向存量调整与效率提升。其中零售药店表现活跃，市场份额进一步提升，而公立医院终端受政策影响，经营规模则有所收缩。行业集中度持续提升，头部企业优势明显，但与此同时零售端洗牌加速，闭店现象突出，受医保支付压力加大因素影响，企业回款周期整体有所拉长，经营环节占款规模大，财务杠杆持续偏高，且债务集中于短期，即期偿付压力相对较大。

预计 2026 年，随着人口老龄化程度持续加深、慢性病年轻化趋势凸显及全民健康管理意识不断增强，我国医药行业刚性需求将稳步释放，同时在政策赋能与医保体系持续完善的支持下，行业总体发展前景仍保持良好。数字化将推动医药流通行业加快转型升级，行业内企业将不断向新业态发展。预计政策端将继续鼓励创新、规范行业生态。支付端将持续深化医保支付体系价值导向改革，而商业健康保险预计将更有效地对基本医保形成补充。预计仿制药竞争或将加剧，企业将加大对国际市场拓展力度，需持续关注部分海外市场的政策壁垒及影响。行业内并购活动预计将更侧重于创新药研发、高端制造及产业链协同等领域，市场份额或将进一步向综合实力较强的头部企业集中。行业财务状况和现金流水平有望总体保持稳定，在相对宽松的货币政策环境下，预计债券偿付风险总体可控，但仍需留意少数企业可能因经营不善、过度扩张或治理缺陷等原因引发的个体信用风险。

详见：《医药制造与流通行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
营业收入合计	83.09	95.47	85.87	23.35	23.69
其中：核心业务营业收入合计	82.49	94.95	85.32	23.22	23.56
制剂产品销售	49.32	57.59	50.01	13.83	15.47
在核心业务营业收入中占比	59.78	60.65	58.62	59.53	65.66
原料药及中间体销售	31.60	36.46	34.69	9.30	7.85
在核心业务营业收入中占比	38.31	38.41	40.66	40.04	33.34
其他	1.58	0.90	0.61	0.10	0.24
在核心业务营业收入中占比	1.91	0.94	0.72	0.43	1.00
毛利率	60.42	61.91	60.16	57.67	64.78
其中：核心业务毛利率	60.55	62.08	60.22	57.58	64.88
制剂产品销售	68.43	71.56	69.32	68.62	72.27
原料药及中间体销售	47.79	47.39	47.28	41.38	49.79
其他	69.79	50.37	49.64	37.42	82.90

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

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。公司原料药产品以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主，逐步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等延伸，心血管类主要产品包含普利类、沙坦类等系列产品，精神

障碍类及神经系统类主要产品包括帕罗西汀、左乙拉西坦等。公司制剂产品覆盖心血管系统、精神障碍、神经系统、抗感染、消化系统等众多治疗领域，主要产品有厄贝沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾片、厄贝沙坦片、盐酸帕罗西汀片等。

2025 年及 2026 年第一季度，该公司营业收入分别为 85.87 亿元和 23.35 亿元，同比分别下降 10.06%和 1.40%，其中 2025 年受公司所处制剂及原料药市场竞争加剧，产品价格承压，且新产品未能形成规模贡献，当年各业务销售收入同比均有所下滑。2026 年第一季度，公司原料药及中间体业务销售收入同比有所增长，但制剂业务受集采政策扩面深化影响，产品价格持续承压，销售收入同比继续下滑。同期，公司毛利率分别为 60.16%和 57.67%，受市场竞争加剧以及产品销售结构变化影响，跟踪期内公司制剂及原料药业务毛利率水平同比均有所下滑。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等，经营规模很小，对其营收及毛利总额的影响有限。

① 经营状况

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以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主，逐步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等延伸。公司是国内特色原料药的龙头企业，在国际原料药市场也处于行业领先地位，是全球主要的心血管类原料药供应商。目前，公司产品销售覆盖上百个国家和地区，其中 50 多个国家实现收入增长，十大核心市场收入突破亿元，合作客户增至近 1,300 家。

该公司主要原料药产品为普利类、沙坦类等心血管类产品，2025 年合计占原料药销售收入的 55.29%，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来发展迅速，在原料药业务中占据一定规模。公司原料药及中间体产品 80%以上均销往海外市场。2025 年及 2026 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为 34.69 亿元和 9.30 亿元，分别同比变动-4.86%和 18.38%，同期毛利率分别为 47.28%和 41.38%，其中 2025 年受部分产品行业价格下行、市场终端需求偏弱以及新项目产业化未达预期等因素影响，当年销售收入和毛利率同比有小幅下滑，2026 年第一季度，受产品价格同比上年一季度下降以及销售结构变化影响，当期销售收入同比增长但毛利率仍下滑。

图表 4. 公司原料药及中间体销售情况（单位：亿元、%）

原料药及中间体	2023 年度		2024 年度		2025 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	17.28	48.67	19.46	50.79	19.18	51.56
神经系统类	9.80	49.53	11.78	48.85	9.74	50.53

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

制剂产品

2025 年及 2026 年第一季度，该公司制剂产品销售收入分别为 50.01 亿元和 13.83 亿元，分别同比下降 13.15%和 10.61%，同期毛利率分别为 69.32%和 68.62%，较上年同期均有下滑。2025 年以来受国家集采政策扩面深化影响，行业竞争加剧，公司面临产品价格下降与生产运营等成本上涨的双重压力，跟踪期内公司制剂业务营业收入及毛利率均有所下滑。公司制剂业务以国内销售为主，2025 年公司国内制剂销售收入为 36.00 亿元，同比下降 18.19%，占当年制剂业务销售收入的 71.98%；国外制剂销售收入 14.01 亿元，同比小幅增长 3.18%。

图表 5. 公司制剂产品销售情况（单位：亿元、%）

成品药	2023 年度		2024 年度		2025 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	22.21	68.72	26.92	71.72	23.69	71.17
神经系统类	12.62	71.61	15.21	72.61	14.21	72.32

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司国内制剂产品已涵盖心血管系统、精神障碍、神经系统、抗感染、消化系统等众多治疗领域，近年依托欧美制剂品质、中间体、原料药、制剂一体化的成本优势及带量采购等对公司业绩产生了一定的积极影响。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相比有一定程度下降。截至 2025 年末，公司累计 48 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中选，2025 年公司相关中标产品的全部销售金额合计 32.32 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、草酸艾司西酞普兰片等；原研药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，目前已和默沙东等公司达成合作。公司在美国销售网络已基本覆盖大中型药品采购商，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。

该公司是国内首家通过美国 FDA 制剂认证的企业，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 6. 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、浙江华海建诚药业有限公司、湖北赛奥生物制药有限公司等
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等
制剂产品	华海药业制剂生产基地、浙江华海制药科技有限公司、长兴制药股份有限公司和美国的夏洛特工厂 ³ 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。产能方面，因华海制药项目部分投产，2024 年以来公司制剂产能增加至 350 亿片，跟踪期内受夏洛特工厂产量较低以及新增的华海制药项目产能尚未完全铺开影响，公司制剂产能利用率仍处于较低水平。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，公司持续通过原料药生产线项目的建设提升产品生产能力，2025 年公司原料药产能同比有小幅下滑，但随着前期建设的部分产线产能逐渐释放，当年产能利用率有所提升。

图表 7. 公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品		2023 年度	2024 年度	2025 年度
制剂	产能（亿片/年）	295.00	350.00	350.00
	产量（亿片）	164.29	187.49	186.64
	产能利用率（%）	55.69	53.57	53.33
原料药	产能（吨）	10,707.69	10,710.27	10,339.63
	产量（吨）	8,602.83	7,871.81	9,311.97
	产能利用率（%）	80.34	73.50	90.06

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司设立采购管理中心统一负责公司及部分下属子公司的采购工作。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，公司从供应保障、价格、质量、服务四个维度进行综合考核后选择最优性价比供应商。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 30-60 天内支付；对大宗原材料里与石油相关的采购及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 30 至 60 天内全额电汇支付。2025 年度公司前五名供应商采购额合计 2.85 亿元，占当年采购总额的 13.77%，前五名供应商采购额

³ 该公司于 2017 年出资 0.14 亿美元（约 9638 万元人民币）完成了对 Par Pharmaceutical, 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。因当地生产成本优势较低，该工厂不生产大宗仿制药，其生产的产品主要为管控类产品及美国政府订单的产品，产能更多为后续管控类及政府订单类产品做准备，故夏洛特工厂的产能利用率持续保持低位。2025 年夏洛特工厂制剂产量为 8.3 亿片。

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。2025 年度，公司原料药及中间体和成品药的原料成本分别为 11.61 亿元和 10.74 亿元，分别占当年总成本的 34.20%和 31.65%。采购价格方面，跟踪期内公司相关化工原料及原料药价格多数呈下降趋势，公司成本压力有一定缓解。

图表 8. 公司主要原材料采购情况

主要原材料		2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
乙酸乙酯	采购量（吨）	8,286.24	10,560.67	10,732.49	2,173.34	2,066.86
	采购单价（元/公斤）	6.04	5.41	4.78	4.78	4.86
2-溴丁酸乙酯	采购量（吨）	1,268.75	1,680.00	1,634.00	490.00	344.00
	采购单价（元/公斤）	28.44	26.23	26.46	32.74	25.16
邻氯苯腈	采购量（吨）	2,057.22	2,507.40	2,584.96	584.87	648.17
	采购单价（元/公斤）	16.77	14.20	13.68	12.93	14.59
咪唑醛	采购量（吨）	362.10	243.35	331.80	76.50	54.40
	采购单价（元/公斤）	151.76	127.07	115.44	113.26	114.34
无水乙醇	采购量（吨）	5,494.47	7,510.22	8,695.96	2,579.50	1,949.25
	采购单价（元/公斤）	7.28	6.61	6.09	6.07	6.01

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司已在临海、杭州、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⁴。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”）、普霖强生生物制药股份有限公司（以下简称“普霖强生”）和 Solco Healthcare US,LLC.,⁵（以下简称“寿科健康”），其中华海美国负责原料药美国地区的销售；普霖强生公司主要是经营美国市场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。随着全球一体化趋势的加强，非药政市场国家也在提高药品的准入门槛，药政和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外贸易商、中间商销售等，其中自营出口为公司最重要的出口方式，该模式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；贸易公司/中间商出口销售主要借助于国内外的贸易公司和中间商进行销售，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多元化销售结构和创新营销模式，优化多元立体销售网络。公司国外销售可分为自营销售模式、合作销售模式和代理销售模式，其中自营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。公司对美国制剂销售主要为公司及下属子公司将相关制剂产品出口至美国子公司寿科健康后，由寿科健康进行对外销售，2025 年出口至寿科健康的金额约 7.13 亿元。2025 年 2 月以来，美国对我国持续加征关税，公司出口美国的产品由原来的零关税增加至 20%的关税，相关关税主要由公司承担。自 2025 年 11 月 10 日起，药品类关税税率下调至 10%，2026 年 2 月 24 日，停止征收相关关税⁶。需关注地缘政治等因素对公司出口业务的影响情况。

2025 年，该公司原料药及制剂产品销量出现分化，公司主要的原料药产品销量有所增长，但受竞争加剧，终端市场分流影响，当年公司主要国内制剂产品销量有所下滑。销售单价方面，2025 年因集采政策的持续推进以及市场竞争加剧，公司主要制剂及原料药产品销售价格均有不同程度的下滑。2025 年度，公司前五大客户⁷销售额

⁴ 公司出口的原料药及制剂产品实行“免、抵、退”税政策，退税率为 6%、9%、13%，2025 年公司收到出口退税金额为 0.82 亿元。

⁵ 2012 年 3 月 13 日，华海药业下属子公司普霖斯通与 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。

⁶ 美国海关与边境保护局（CBP）已于 2026 年 4 月 20 日正式启动对 2025-2026 年初依据 IEEPA 征收的关税的进行退税程序，美国公司已安排了专门的部门专项跟进处理退税事项，目前已在美国要求的相应系统中完成了第一阶段退税的申报。

⁷ 2025 年公司将属于同一控制人控制的客户视为同一客户合并列示，当年前五大客户有所变化。

为 20.81 亿元，占营业收入比重的 24.24%，当年公司前五大客户销售额及销售占比有所增长，尚不存在对少数客户的依赖情况。

关于缙沙坦杂质事件⁸，该公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月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。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。但本次缙沙坦杂质事件对公司前期的经营业绩产生了一定不利影响。截至目前，公司已收到关于山德士相关仲裁的《最终裁决书》，最终裁定公司无须承担任何违约责任，并收到了山德士支付的律师费、仲裁费等合计 704.59 万美元；美国消费者诉讼方面，除 GastonRoberts 案件外，公司在美国的其余缙沙坦诉讼案件尚无最新重大进展，相关诉讼结果仍存在不确定性⁹，需关注上述案件的进展及对公司经营、财务的影响。

未来，该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，目前公司主要建设项目包括华海建诚项目、华海制药项目、头门港人才公寓等建设项目。其中华海建诚项目建设地点位于华海建诚厂区内，由全资子公司浙江华海建诚药业有限公司负责实施，项目包含 20 吨/年培哌普利、50 吨/年雷米普利等 16 个原料药的可转债募投项目以及其他非募投项目的车间及配套建设，相关项目投资规模较小但数量较多，除募投项目、酶解车间、特殊原料药车间及三废处理区域建设项目已完工外，其他车间尚处前期建设阶段，项目整体预计于 2030 年底全部完工；华海制药项目涵盖定增募投项目制剂数字化智能制造建设项目及其他非募投项目等多个子项目，预计总投资 56.78 亿元，投资规模较大，项目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，建成后该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，建成后产能和技术可匹配公司所有品类制剂产品的生产，截至 2026 年 3 月末，华海制药项目已累计投资 26.23 亿元，其中 60 亿片制剂生产线、F4 高架库及 F8 综合仓库等已投入使用，厂房主体预计 2027 年底完工。

图表 9. 截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目情况(单位：亿元)

分类	项目名称	总投资	预计完工时间	累计投资额	资金来源
原料药及中间体业务在建项目	华海南通工程	7.85	由于前期园区环评批复滞后，影响项目进度，公司调整产能布局，致使南通项目暂停 ¹⁰	3.03	自有资金
	华海建诚项目	21.77	预计 2030 年底	15.35	自有资金、可转债募集资金
制剂业务在建项目	华海制药项目	56.78	厂房主体预计 2027 年底完工	26.23	自有资金、定增募集资金
生活配套项目	头门港人才公寓建设项目	4.30	预计 2027 年底	2.47	自有资金
	合计	90.70	—	47.08	—

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司 2025 年定增募投项目为制剂数字化智能制造建设项目，该项目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。项目总投资 13.23 亿元，拟定增¹¹募集资金 4.20 亿元，不足部分以自有资金补齐，项目实施主体为公司全资子公司浙江华海制药科技有限公司¹²，建设期为 3 年，计划于 2026 年 12 月达到预定可使用状态。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）。截至 2026 年 3 月末，制剂数字化智能制造建设项目已投入募集资金 2.47 亿元，其中 F4 高架仓库已建成并投入使用。2026 年 4 月，根据公司最新披露的相关公告，受全球医药行业格局深度调整、地缘政治冲突加剧贸易碎片化、关税等影响，叠加国内集采政策常态化推进，行业同质化竞争产能过剩引发的“内卷式”价格竞争，使得传统制剂产品盈利空间被大幅压缩。

⁸ 该公司 2018 年 7 月和 10 月分别公告了《关于缙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《关于缙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》，并就相关事件采取了主动向中国、美国以及欧盟等药品监管部门报告等一系列措施，当年公司收到 FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告；此后通过新工艺开发，上述禁令已陆续解除，销售资格已全部恢复。

⁹ 详见“表外事项”。

¹⁰ 目前园区环评已批复，因受园区环评延期影响，公司项目已过最佳投资期，目前项目推进缓慢。

¹¹ 2025 年 3 月向特定对象发行人民币普通股（A 股）41,152,263 股，募集资金总额为 6.00 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为 5.82 亿元（用于制剂数字化智能制造建设项目及补充流动资金）。

¹² 为有效推进募集资金使用计划的实施，公司拟于 2026 年 6 月末前分四次对华海制药科技以募集资金及部分自有资金分批增资共计 2.00 亿元，全部增资完成后，华海制药科技注册资本将由 6.00 亿元增加至 8.00 亿元，仍为公司的全资子公司。

为进一步优化资源配置，提高募集资金使用效率，公司计划将原募投项目“制剂数字化智能制造建设项目”的剩余募集资金约 1.49 亿元全部变更投入至新项目“年产 8,000kg 索马鲁肽（同司美格鲁肽）中间体建设项目”以及永久补充流动资金¹³，本次募投项目变更后，原募投项目将以自有资金投资建设，不再使用募集资金投入。新募投项目计划总投资 1.10 亿元，项目建设期 1.5 年，预计内部收益率为 17.33%（税后），静态投资回收期为 5.37 年（税后，含建设期）。目前，该事项已经股东会审议通过，需关注后续进展以及相关项目建设投产情况。

整体来看，该公司主要在建项目预计完工时间较长，总体所需投入资金仍有一定规模，关注项目投融资压力及后续产能释放压力。

② 竞争地位

该公司是国内原料药龙头企业，在国际原料药市场也处于行业领先地位，是全球主要的普利类、沙坦类原料药供应商，销售网络覆盖全球上百个国家和地区，与全球超千家制药企业建立了稳定的合作关系，主要市场头部客户覆盖率超 90%，截至 2025 年末公司通过国家药监局审评审批的原料药登记号 86 个，获得美国 DMF87 个，在其他主要境外市场取得原料药批文合计 105 个。制剂方面，公司国内制剂产品销售网络覆盖全国。截至 2025 年末，公司通过国内仿制药质量与疗效一致性评价（含视同）产品共 100 个，有 26 个产品国内市场占有率居前三；此外公司累计 92 个产品获得美国 FDA 正式批准（含替格瑞洛片 90mg），15 个产品获得美国 FDA 暂时批准（含替格瑞洛片 60mg），据美国 IQVIA 统计(2026 年 2 月数据)，公司在美国市场销售的被纳入统计的 60 个产品中，有 34 个产品的市场份额占有率位居前三，其中 13 个产品市场份额占有率位居第一。此外，公司还布局了生物药及创新药业务，截至 2025 年末已获得国内外专利 70 余项，在研项目 20 余个，其中 12 个项目已进入临床研究阶段。公司原料药业务与制剂业务具有一定的协同效应。公司从原料药及医药中间体开始，向产业链下游的制剂领域拓展，公司生产的原料药部分可用于制剂的生产和研发，具备从中间体、原料药到制剂的一体化供应链优势。

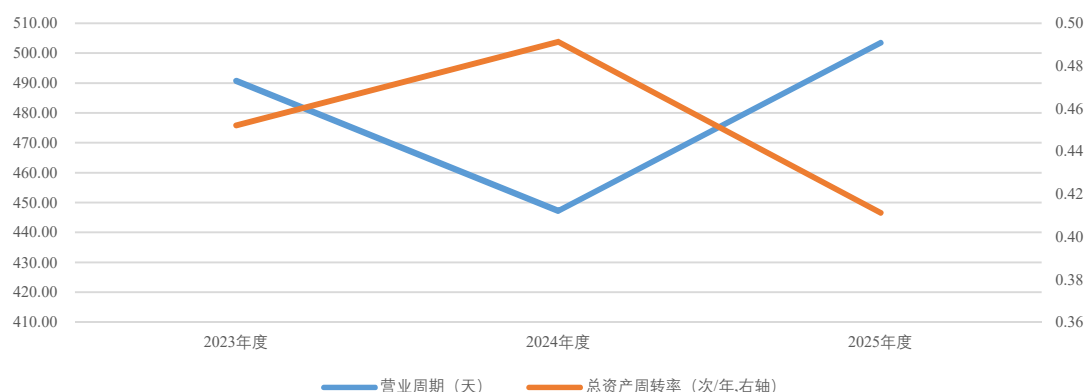
研发方面，近年来该公司坚持创新发展，不断加大研发投入。2023-2025 年度，公司研发投入分别为 11.70 亿元、12.00 亿元和 14.80 亿元（其中，费用化的研发投入分别为 9.83 亿元、9.87 亿元和 12.29 亿元），研发投入占营业收入的比例分别为 14.08%、12.57%和 17.23%，2025 年公司为加快生物创新药研发项目进度，部分治疗用生物制品 1 类药物研发项目投入加大，当年研发投入及费用化金额均同比增长。截至 2025 年末，公司拥有研发人员 2,082 人，已建立起以华海美国为前沿技术信息平台，以上海张江研发中心为自主仿创平台，以临海总部技术中心为基础技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的完整研发体系，形成从实验室研究、到中试放大、再到商业化生产的完整研发体系。2025 年度，公司原料药通过审评审批 32 个，完成新产品申报 49 个，中试验证生产 17 个，小试研发 31 个，新产品立项 33 个；国内制剂方面实现新产品获批 21 项，完成产品注册申报 29 项；生物创新药方面全年获得创新药临床批件 6 个，小分子创新药方面，公司全资子公司华武生物医药技术（湖北）有限责任公司聚焦抗感染小分子创新药物研发，目前已开展 5 条项目管线的抗病毒创新药物研发，其中多个项目已确定 PCC 并申请相关专利，3 个项目进入临床前研究阶段。

2023-2025 年，该公司核心业务收入分别为 82.49 亿元、94.95 亿元和 85.32 亿元，其中 2025 年受产品价格下降等因素影响，当年业务收入同比有所下滑。总体来看，公司所处行业市场竞争较为激烈，近年来主营业务收入有所波动，但受益于相对丰富的产品条线以及较高的研发投入，公司仍保持一定的竞争优势。

¹³ 结余的募集资金中 1.10 亿元将用于投资建设新项目，新项目由子公司湖北赛奥实施，剩余约 3,850.00 万元用于永久补充流动资金。

③ 经营效率

图表 10. 反映公司经营效率要素的主要指标值

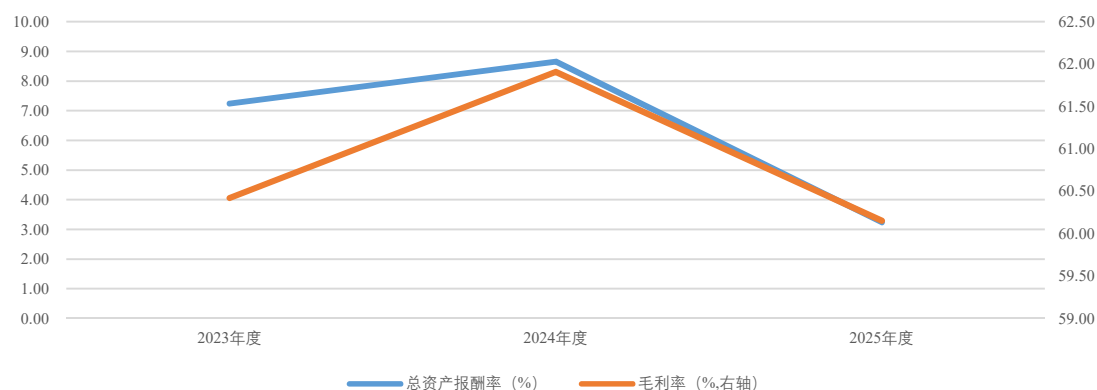


资料来源：根据华海药业所提供数据整理、绘制。

2023-2025 年度，该公司营业周期分别为 490.82 天、447.22 天和 503.57 天，2025 年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 380.08 天和 123.49 天，较上年均有所增长。公司原料药及中间体产品有 80%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，公司从产品备料到成品发货的周期较长。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。此外，公司原料药及中间体较大部分为出口业务，相对国内原料药业务账期较长，同时跟踪期内受地缘政治及国内医保控费等因素影响，公司原料药及制剂业务账期水平均有延长。同期公司总资产周转率分别为 0.45 次、0.49 次和 0.41 次，处于较低水平。整体来看，受应收账款及存货占款规模较大影响，公司经营效率一般。

④ 盈利能力

图表 11. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据华海药业所提供数据整理、绘制。

该公司利润主要来源于主业经营收益。2023~2025 年及 2026 年一季度，公司营业毛利分别为 50.20 亿元、59.11 亿元、51.66 亿元和 13.47 亿元，同期公司毛利率分别为 60.42%、61.91%、60.16%和 57.67%，受产品价格下行等因素影响，跟踪期内公司营业毛利有所波动，但毛利率相对稳定。

2023~2025 年及 2026 年一季度，该公司期间费用分别为 37.12 亿元、42.25 亿元、46.13 亿元和 11.32 亿元，公司期间费用以销售费用、管理费用、研发费用为主，2025 年上述费用在期间费用中占比分别为 34.19%、33.79%和 26.64%，其中 2025 年因公司加快生物创新药研发项目进度，当年研发费用有所增长；公司管理费用主要为人工支出以及环保费等，近年来有所增长；此外，2025 年公司财务费用有所增长，主要系当年美元汇率下降，汇兑损失同比增加所致。同期公司期间费用率分别为 44.67%、44.26%、53.72%和 48.49%，近年来有所上升。同期，公司的资产减值损失分别为 1.17 亿元、1.23 亿元、2.05 亿元和 0.08 亿元，主要为存货跌价损失和开发支出减值

损失，2025 年分别为 1.65 亿元和 0.25 亿元，受产品销售价格下滑以及对近效期的存货全额计提等因素影响，当年存货跌价损失有所增加。2023~2025 年及 2026 年一季度，公司的经营收益¹⁴分别为 11.03 亿元、14.09 亿元、2.45 亿元和 1.55 亿元，2025 年以来因主业盈利水平下降以及创新药研发投入增加，跟踪期内公司经营收益同比有所下滑。

图表 12. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
营业毛利（亿元）	50.20	59.11	51.66	13.47	15.34
期间费用（亿元）	37.12	42.25	46.13	11.32	11.36
其中：销售费用（亿元）	12.95	16.79	15.77	4.75	5.15
管理费用（亿元）	12.97	14.64	15.59	3.35	3.34
研发费用（亿元）	9.83	9.87	12.29	2.19	2.39
财务费用（亿元）	1.37	0.95	2.48	1.04	0.47
期间费用率（%）	44.67	44.26	53.72	48.49	47.95
其中：财务费用率（%）	1.65	1.00	2.89	4.45	2.00
资产减值损失（亿元）	1.17	1.23	2.05	0.08	0.19
经营收益（亿元）	11.03	14.09	2.45	1.55	3.36
全年利息支出总额（亿元）	2.74	2.50	2.39	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.42	0.30	0.06	-	-

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

2023~2025 年及 2026 年一季度，该公司其他收益分别为 1.85 亿元、1.57 亿元、1.44 亿元和 0.41 亿元，主要为政府补助；同期投资收益分别为-0.63 亿元、-0.29 亿元、0.19 亿元和 2.43 亿元，2025 年公司因处置部分金融工具产生投资收益 0.31 亿元，当年投资收益转正，2026 年第一季度公司将持有的全资子公司华海天衡（上海）药物研究股份有限公司 67%的股权暨控制权以 28,665 万元的价格转让给自然人王晶翼，当期处置长期股权投资产生的投资收益有所增长。此外近年来公司权益法核算的长期股权投资收益持续为负，主要系公司投资的相关医药科技公司持续进行较大的研发投入产生亏损，关注公司主要参股投资企业后续研发产出效益的情况。同期，公司公允价值变动损益分别为-1.00 亿元、-0.69 亿元、0.49 亿元和 0.05 亿元，主要为公司持有的君实生物、盟科药业以及共同药业股权公允价值变动所致。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
其他收益（亿元）	1.85	1.57	1.44	0.41	0.36
投资净收益（亿元）	-0.63	-0.29	0.19	2.43	-0.08
公允价值变动损益（亿元）	-1.00	-0.69	0.49	0.05	0.13
营业外净收入（亿元）	-0.24	-0.07	-0.13	0.00	-0.02

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

2023~2025 年，该公司总资产报酬率分别为 7.25%、8.66%和 3.24%，其中 2025 年因主业盈利水平下降，研发费用及资产减值损失增长，当年总资产报酬率有所下降。2023~2025 年及 2026 年一季度，公司净利润分别为 8.17 亿元、11.07 亿元、2.27 亿元和 3.98 亿元，受上述因素综合影响，2025 年公司净利润大幅下滑，2026 年第一季度净利润水平同比有所回升。

3. 财务

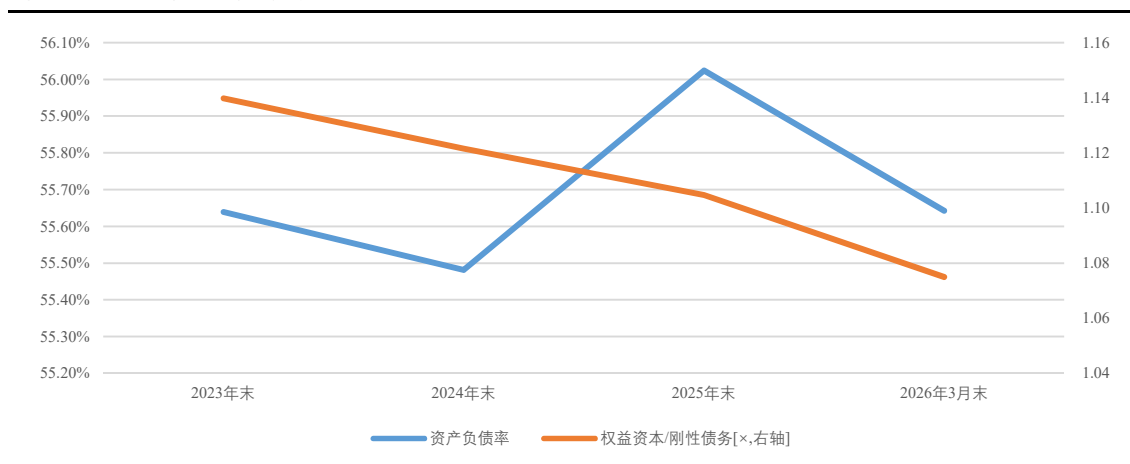
跟踪期内，该公司资产负债率仍处于较合理水平，但即期偿债压力较大。公司持有一定规模的现金类资产和上

¹⁴ 经营收益=营业利润-其他经营收益。

市公司股权，且经营获现能力仍较强，整体财务状况良好。公司应收账款和存货规模较大，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）财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据华海药业所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 55.64%、55.48%、56.02%和 55.64%，其中 2025 年公司向特定对象发行股票完成后权益资本有所增长，但当年公司债务规模也有所上升，综合影响下，近年来公司财务杠杆保持相对平稳。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.14 倍、1.12 倍、1.10 倍和 1.08 倍，近年来随着刚性债务规模的增长，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度有所下滑。整体来看公司财务杠杆仍处于相对合理水平，但考虑到公司在建项目规模较大，未来公司财务杠杆可能逐渐上升。

① 资产

图表 15. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	76.22	84.83	87.42	92.19
	40.98	41.87	40.66	41.50
其中：货币资金（亿元）	13.42	15.37	15.04	18.97
应收款项（亿元）	24.81	29.43	28.68	27.20
存货（亿元）	34.32	34.13	37.12	36.46
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	109.78	117.78	127.61	129.97
	59.02	58.13	59.34	58.50
其中：固定资产（亿元）	56.20	63.53	73.80	73.64
在建工程（亿元）	23.17	21.88	19.87	21.61
其他非流动金融资产（亿元）	3.67	3.75	3.97	4.00
无形资产（亿元）	11.13	11.96	11.58	11.40
长期股权投资（亿元）	4.18	4.22	3.73	5.11
商誉（亿元）	0.64	0.64	0.64	0.64
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.88	7.09	8.03	8.07
受限资产账面余额/总资产（%）	3.16	3.50	3.73	3.63
期末抵质押融资余额（亿元）	12.60	11.97	10.36	9.33

注：根据华海药业所提供数据整理、计算。

近年来该公司资产规模持续增长，2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，公司资产总额分别为 186.00 亿元、202.61 亿元、215.03 亿元和 222.16 亿元。同期末，公司流动资产在资产总额中的占比分别为 40.98%、41.87%、40.66%和 41.50%，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货币资金、应收账款和存货构成。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末公司货币资金分别为 13.42 亿元、15.37 亿元、15.04 亿元和 18.97 亿元，其中 2026 年一季度公司银行借款规模增长，当期末货币资金较上年末有所增长，期末受限货币资金合计 0.51 亿元，主要为诉讼冻结资金以及保证金等。同期末公司应收账款账面价值分别为 24.81 亿元、29.43 亿元、28.68 亿元和 27.20 亿元，跟踪期内公司应收账款规模有所下降。公司应收账款账龄集中在一年以内，2025 年末公司应收账款余额 30.53 亿元，其中 1 年以内占比 98.02%，总体已计提坏账准备 1.86 亿元，应收账款主要是给予国内外大型的医药企业、经销商及医药商业公司等账期，2025 年末公司应收账款前五名合计占比 24.48%，总体而言，公司应收账款回收风险较为可控。同期末，存货规模分别为 34.32 亿元、34.13 亿元、37.12 亿元和 36.46 亿元，跟踪期内随着公司产品种类及数量增长以及对部分原材料进行战略性储备，公司存货规模有所增长。截至 2025 年末，存货中库存商品、原材料、在产品和自制半成品账面余额分别为 24.14 亿元、7.34 亿元、5.71 亿元和 1.01 亿元，合计已计提存货跌价准备 2.39 亿元，其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，自制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、长期股权投资和其他非流动金融资产等构成。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，公司固定资产及在建工程账面价值合计分别为 79.37 亿元、85.41 亿元、93.67 亿元和 95.25 亿元，主要为公司生产所需的机器设备和厂房等房屋及建筑物，近年来随着对项目的持续投入以及完工转固，公司固定资产及在建工程规模持续增长；同期末，无形资产账面价值分别为 11.13 亿元、11.96 亿元、11.58 亿元和 11.40 亿元，主要为土地使用权，2025 年末为 8.77 亿元，其余主要为软件和非专利技术。同期末，公司其他非流动金融资产分别为 3.67 亿元、3.75 亿元、3.97 亿元和 4.00 亿元，截至 2026 年 3 月末公司其他非流动金融资产主要包括杭州多禧生物科技有限公司（1.71 亿元）、湖北共同药业股份有限公司（0.42 亿元）、上海盟科药业股份有限公司（0.22 亿元）、Vivo Panda Fund, L.P（0.46 亿元）等；同期末，公司长期股权投资分别为 4.18 亿元、4.22 亿元、3.73 亿元和 5.11 亿元，截至 2025 年末公司长期股权投资主要包括对 ELPIS BIOPHARMACEUTICALS, CORP.,（1.52 亿元）、Eutilex Co., Ltd（0.64 亿元）和湖北甬领药业有限公司（简称“甬领药业”，原湖北华海共同药业有限公司）0.75 亿元等，2026 年一季度因公司转让全资子公司华海天衡（上海）药物研究股份有限公司 67%的股权后丧失对其控制权，并对剩余股权由成本法转为权益法核算，影响当期末公司长期股权投资有所增长；近年来公司商誉账面价值保持为 0.64 亿元，2025 年末主要包括长兴制药股份有限公司（0.38 亿元）和寿科健康美国有限责任公司（0.26 亿元）。

截至 2026 年 3 月末，该公司受限资产为 8.07 亿元，占资产总额的 3.63%，整体受限资产规模不大。

图表 16. 截至 2026 年 3 月末，公司受限资产情况（单位：亿元）

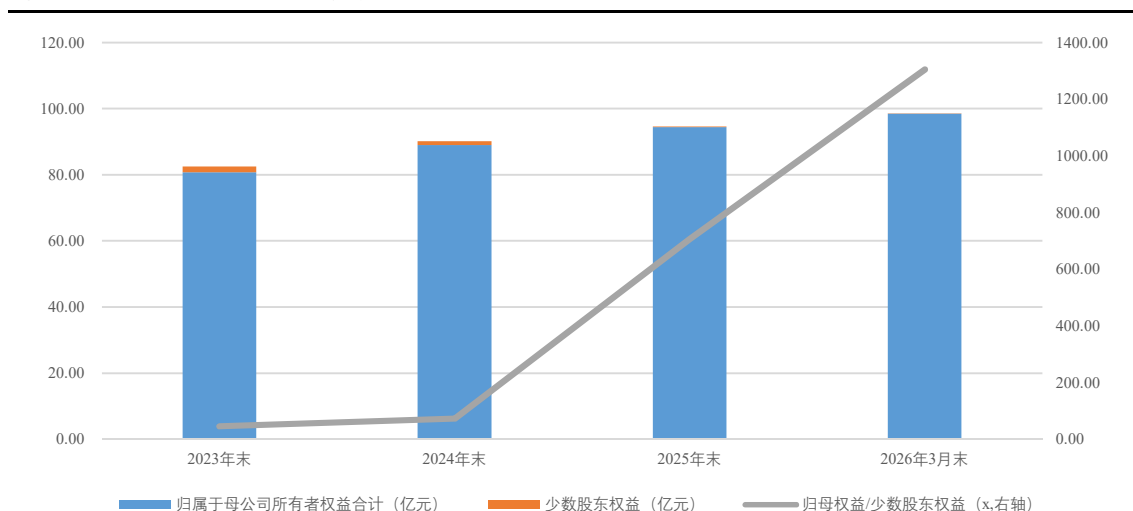
项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.51	诉讼冻结资金 ¹⁵ 、保函保证金、银行承兑汇票保证金
固定资产	5.55	借款抵押
在建工程	0.77	借款抵押
无形资产	1.23	借款抵押
合计	8.07	—

注：根据华海药业所提供数据整理、计算。

¹⁵ 截至 2026 年 3 月末，受限货币资金中因诉讼冻结受限的为 0.20 亿元，主要为缬沙坦相关诉讼事项。

② 所有者权益

图表 17. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据华海药业所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 82.51 亿元、90.20 亿元、94.56 亿元和 98.55 亿元，跟踪期内随着向特定对象发行股票以及盈利积累，所有者权益规模持续上升，公司权益资本实力得到进一步增强。同期末归属于母公司的所有者权益分别为 80.77 亿元、88.98 亿元、94.43 亿元和 98.47 亿元，主要为未分配利润、实收资本和资本公积，截至 2026 年 3 月末分别为 58.46 亿元、14.97 亿元和 16.12 亿元，其中 2025 年 3 月，公司通过向特定对象定向发行方式发行人民币普通股（A 股）股票 41,152,263 股，发行价为每股人民币 14.58 元，募集资金总额为 599,999,994.54 元，扣除发行费用后募集资金净额 582,319,365.51 元，其中计入股本 41,152,263.00 元，计入资本公积（股本溢价）541,167,102.51 元。此外随着经营积累，公司未分配利润占比较大，近年进行了多次分红，2023-2025 年公司对上一年度分别进行现金分红 3.53 亿元、2.90 亿元和 3.73 亿元，2026 年公司拟向全体股东每股派送现金红利 0.1 元（含税）。需关注后续分红政策对公司权益资本稳定性的影响。

③ 负债

图表 18. 公司债务结构及核心债务（亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
刚性债务	72.39	80.42	85.59	91.67
其中：短期刚性债务	32.17	36.48	67.18	69.29
中长期刚性债务	40.22	43.94	18.41	22.38
应付账款	9.44	9.90	11.80	10.80
其他应付款	6.47	7.89	6.79	7.55
长期递延收益	6.65	6.99	6.62	6.44
预计负债	1.67	1.52	1.40	1.32
综合融资成本（%）	3.83	3.27	2.89	-

资料来源：华海药业。

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]。

该公司债务主要由刚性债务及应付账款、其他应付款构成。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，公司刚性债务分别为 72.39 亿元、80.42 亿元、85.59 亿元和 91.67 亿元，随着公司项目的持续投入以及资金储备，跟踪期内公司刚性债务规模持续增长；同期末，应付账款余额分别为 9.44 亿元、9.90 亿元、11.80 亿元和 10.80 亿元，主要为应付材料款、工程款及设备款等，跟踪期内随着公司生产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 6.47 亿元、7.89 亿元、6.79 亿元和 7.55 亿元，主要是应付的产品推广服务费、押金保证金及应付暂收款等，2025 年末分别为 4.85 亿元、0.93 亿元和 0.91 亿元；同期末，公司的递延收

益分别为 6.65 亿元、6.99 亿元、6.62 亿元和 6.44 亿元，主要为与资产相关的政府补助；同期末，预计负债为 1.67 亿元、1.52 亿元、1.40 亿元和 1.32 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。2026 年 2 月，根据公司相关公告，公司收到国际商会仲裁院仲裁庭作出的案件《裁决书》，公司无须承担任何违约责任；驳回了山德士及其下属两家企业对公司提出的全部仲裁请求；并要求山德士及其下属两家企业向公司补偿公司为应对本案仲裁所支出的律师费、仲裁费等合计约 700 万美元，目前相关款项公司已收到¹⁶。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续增长，主要系近年来在建项目投入以及资金储备，公司银行借款增长所致。截至 2026 年 3 月末，公司刚性债务规模为 91.67 亿元，其中因“华海转债”即将到期，跟踪期内短期刚性债务规模及占比提升，存在一定的即期偿债压力。同期末，公司刚性债务中银行借款和一年内到期的应付债券分别为 66.61 亿元和 19.69 亿元，其中银行借款以信用借款为主，借款利率集中于 1.20-4.50%；同时，公司发行的“华海转债”将于 2026 年 11 月到期，跟踪期内公司将其转入一年内到期的非流动负债。截至 2026 年 3 月末，累计 2,170 张“华海转债”转股，剩余 1,842.38 万张尚未转股，转股率低。跟踪期内，受益于市场融资成本的下降，2025 年公司综合融资成本下降至 2.89%。

该公司根据《筹资管理制度》及《对外投资管理制度》等进行投融资管理，其中筹资方面，证券管理部承办公司股票、债券、中期票据等的发行相关工作，财务管理中心承办借款管理相关工作，权益资本筹资由证券管理部提出方案，总裁批准后上报董事会、股东会批准，按国家规定的法定程序向上海证券交易所递交申报材料，债务资本筹资根据借款规模由股东会、董事会、总裁及首席财务官在其各自权限范围内，对公司的筹资作出决策与授权。公司定期召开财务工作会议，对公司的筹资风险进行多维度评价。对外投资方面，公司股东会、董事会为公司对外投资的决策机构和授权机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资作出决策与授权。总裁根据《公司章程》及相关制度规定的权限对公司的对外投资作出决策。公司总裁为对外投资实施的主要责任人，投资发展部为对外投资的管理部门，财务管理中心为对外投资的财务管理部门，审计部按公司相关规定对对外投资进行相应审计。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 19. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度	2025 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	22.17	21.73	12.30	3.99	1.95
其中：业务现金收支净额（亿元）	42.47	44.69	38.45	9.51	7.65
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-16.23	-19.20	-18.68	-5.77	-4.32
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金	15.92	18.53	19.66	4.46	3.86
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-6.44	-1.33	6.17	6.25	9.56

资料来源：华海药业。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司经营性现金净流量分别为 22.17 亿元、21.73 亿元、12.30 亿元和 3.99 亿元，其中 2025 年公司销售规模下降且研发费等付现费用增加，当年经营活动现金净流入额同比有所下滑；2026 年第一季度因销售回款同比增长，当期业务收支及经营环节现金流净流入额同比均有所上升。

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净流出规模较大。2023-2025 年及 2026 年第一季度，公司投资性现金流净额分别为-16.23 亿元、-19.20 亿元、-18.68 亿元和-5.77 亿元。随着公司在建项目的推进，预计在未来短期仍将会有较多的投资性现金支出。

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等方式满足。2023-2025 年及 2026 年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为-6.44 亿元、-1.33 亿元、6.17 亿元和 6.25 亿元，2025 年公

¹⁶ 详见“表外事项”。

司完成非公开发行股票，且偿还借款规模下降，期内筹资活动现金流转为净流入。公司后续在建项目仍有一定的资本性支出需求，面临一定的投融资压力。

② 偿债能力

图表 20. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度
EBITDA（亿元）	21.22	26.16	17.02
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.75	10.46	7.11
EBITDA/刚性债务（倍）	0.30	0.34	0.21

资料来源：根据华海药业所提供数据整理、计算。

2023-2025 年度，该公司 EBITDA 分别为 21.22 亿元、26.16 亿元和 17.02 亿元，受利润总额下降影响，2025 年 EBITDA 较上年大幅下滑。同期，EBITDA/刚性债务分别为 0.30 倍、0.34 倍和 0.21 倍，EBITDA/全部利息支出分别为 7.75 倍、10.46 倍和 7.11 倍，跟踪期内 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所下降。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动比率（%）	139.97	141.96	95.94	101.25
速动比率（%）	75.81	83.25	54.36	60.28
现金比率（%）	27.75	31.63	20.68	25.15

资料来源：根据华海药业所提供数据整理、计算。

截至 2026 年 3 月末，该公司的流动比率、速动比率和现金比率分别为 101.25%、60.28%和 25.15%，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，且经营创现能力较强，整体流动性较好。

截至 2026 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 122.27 亿元，其中尚未使用的额度为 48.46 亿元，后续仍有一定的融资空间。

（2）ESG 因素

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先生。2025 年，随着公司向特定对象发行股票完成，公司主要股东所持有的公司股权均有所稀释。截至 2026 年 3 月末，陈保华先生共持有公司股份 3.69 亿股，占公司总股本的 24.64%，目前无股权处于质押状态；同期末公司第二大股东周明华先生共持有公司股份 2.24 亿股，占公司总股本的 14.99%，其中 5,240 万股股份处于质押状态，周明华先生目前未在公司担任职务，但持股比例不低，仍需关注未来的公司治理风险。公司产权情况详见附录一。人事变动方面，跟踪期内公司进行了董事会换届选举，部分人员有所调整，同时公司取消监事会，监事会的职权将由董事会审计委员会承接并行使，此外原公司副总裁何斌因工作调动离任，公司聘任陈宏烈为新任副总裁。

2024 年 3 月，因该公司相关管理人员疏忽，部分暂时用于补充流动资金的闲置募集资金使用期限已超过十二个月，涉及金额 1,150 万元，公司自查发现上述情况后随即归还了该部分募集资金。同年 4 月，因上述事件浙江证监局对公司及相关人员分别采取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。上述事件表明公司管理环节存在纰漏，需关注公司后续资金管理、使用等的状况。

在社会责任方面，该公司坚持通过各种形式积极参与社会公益事业，通过设立冠名基金、华海教育基金等方式，定向资助贫困学生、长期激励先进教育工作者等。2025 年公司合计对外捐赠 658.07 万元。在环境方面，公司及下属分子公司共有 10 家单位纳入环境信息依法披露企业名单。公司成立了专门的检测公司，为各分子公司建立了环境自测管理规定，根据环保相关法规要求定期进行环境自测。

(3) 表外事项

受缬沙坦杂质事件影响，该公司尚存未决诉讼，且案件耗时较长，需关注后续进展情况。

根据该公司于 2018 年披露的相关公告，美国市场消费者因公司缬沙坦原料药的未知杂质中发现含量极微的基因毒性杂质（NDMA）事件，陆续向美国各州的法院提起诉讼，要求包括公司在内的多名被告承担相应的法律责任，公司绝大部分缬沙坦相关诉讼案件均已移交美国新泽西州联邦法院合并处理。2025 年 11 月，美国新泽西州联邦法院在案件池中选择 GastonRoberts 案件作为首例领头羊案件进行审理并做出简易判决，在该案件中支持了公司的全部意见，驳回了原告的全部诉讼请求。此后，原告就该一审简易判决提起了上诉。2026 年 2 月，公司收到通知，美国联邦第三巡回上诉法院作出裁定，驳回上诉人就 GastonRoberts 案件一审判决所提起的上诉。截至目前，GastonRoberts 案件的法律程序全部结束。除 GastonRoberts 案件外，公司在美国的其余缬沙坦诉讼案件尚无最新重大进展，相关诉讼结果仍存在不确定性。

根据该公司于 2020 年披露的相关公告，山德士及其下属公司因公司供应的缬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。山德士提起仲裁后，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），由 ICC 仲裁庭进行审理。2026 年 2 月，公司收到 ICC 仲裁庭作出的国际商会第 26079/PTA/XZG 号案件《最终裁决书》，仲裁庭裁定，公司无须承担任何违约责任；驳回了山德士及其下属两家企业对公司提出的全部仲裁请求；并要求山德士及其下属两家企业向公司补偿公司为应对本案仲裁所支出的律师费、仲裁费等合计约 700 万美元。该裁决为终局裁决，不得上诉。根据公司于 2026 年 6 月披露的最新公告，公司近日收到了山德士向公司支付公司为应对本次仲裁案件所支出的律师费、仲裁费等折合 7,045,930.69 美元，同时结合仲裁结果公司冲回原先针对该仲裁事项计提的预计负债 4,847 万元人民币，预计将增加公司 2026 年度净利润合计约人民币 8,200 万元。最终会计处理及影响金额须以会计师审计确认后的结果为准。

2026 年 3 月末，该公司合并范围外的对外担保金额为 1.79 亿元，为对参股公司留领药业¹⁷提供的借款担保。截至 2025 年末，留领药业总资产及所有者权益分别为 6.69 亿元和 1.61 亿元，2023-2025 年净利润分别为-314.97 万元、-787.34 万元和-1,593.87 万元。

此外，根据该公司提供的 2026 年 5 月 11 日的《企业信用报告》及相关资料，跟踪期内公司不存在借款违约及欠息事项。

(4) 其他因素

根据该公司于 2026 年 4 月披露的相关公告，为拓宽融资渠道，加速推动创新药业务的发展，公司拟筹划控股子公司上海华奥泰生物药业股份有限公司（简称“华奥泰”）分拆上市事宜，华奥泰自成立以来始终深耕大分子创新药物的研发，聚焦肿瘤、自身免疫疾病两大领域，已构建起覆盖早期研发、中试生产、临床试验、专利管理、注册申请的一体化生物新药研发平台和体系。截至 2026 年 4 月末，公司持有华奥泰 79.69%的股权，同时公司拟以债转股的方式，以持有的对应华奥泰总额为人民币 20 亿元的债权为对价，认购华奥泰新增的 18,285.7143 万元注册资本暨 18,285.7143 万股股份，债转股事项实施完成后，公司将持有其 87.07%的股权。截至 2025 年末，华奥泰总资产 6.81 亿元，净资产-13.65 亿元，2025 年分别实现营业收入及净利润 0.04 亿元和-3.96 亿元。本次分拆上市尚处于前期筹划阶段，需关注后续进展情况。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了湖南九典制药股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以医药制造为主业的上市公司，具有较高的可比性。

该公司业务规模相比较较大，但盈利能力对债务规模及利息支出的保障程度相对较弱，财务杠杆相对较高。

¹⁷ 截至 2025 年末，公司持有留领药业 46.92%股权。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

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。

跟踪期内，该公司股价波动较大，多次触发转股价格向下修正条款。根据公司最新披露的相关公告，自 2026 年 3 月 27 日至 2026 年 4 月 17 日期间，公司股价已出现任意三十个连续交易日中至少十五个交易日收盘价格低于当期转股价格 80%（即 26.45 元/股）的情形，“华海转债”转股价格已触发向下修正条款，根据公司《募集说明书》的相关条款及公司 2025 年年度股东会授权公司董事会决定将“华海转债”转股价格由 33.06 元/股向下修正为 16.60 元/股。2026 年 6 月，因公司实施 2025 年度权益分派，每股派发现金红利 0.1 元，最新转股价格调整为 16.50 元/股，生效日期为 2026 年 6 月 18 日。总体看，目前“华海转债”转股率低，如剩余可转债未能实现转股，或因股价波动触发有条件提前回售条款，公司将面临可转债偿付压力。

2. 偿债保障措施跟踪分析

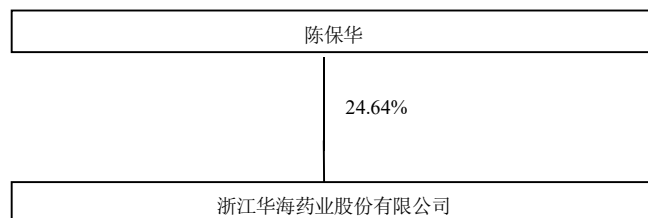
跟踪期内该公司经营活动现金流保持一定规模净流入，经营创现能力较强，整体流动性较好。同时公司银行授信剩余未使用规模较大，融资渠道畅通，资本补充能力较强。整体来看，公司偿债保障能力较强。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定华海药业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，华海转债信用等级均为 AA。

附录一：

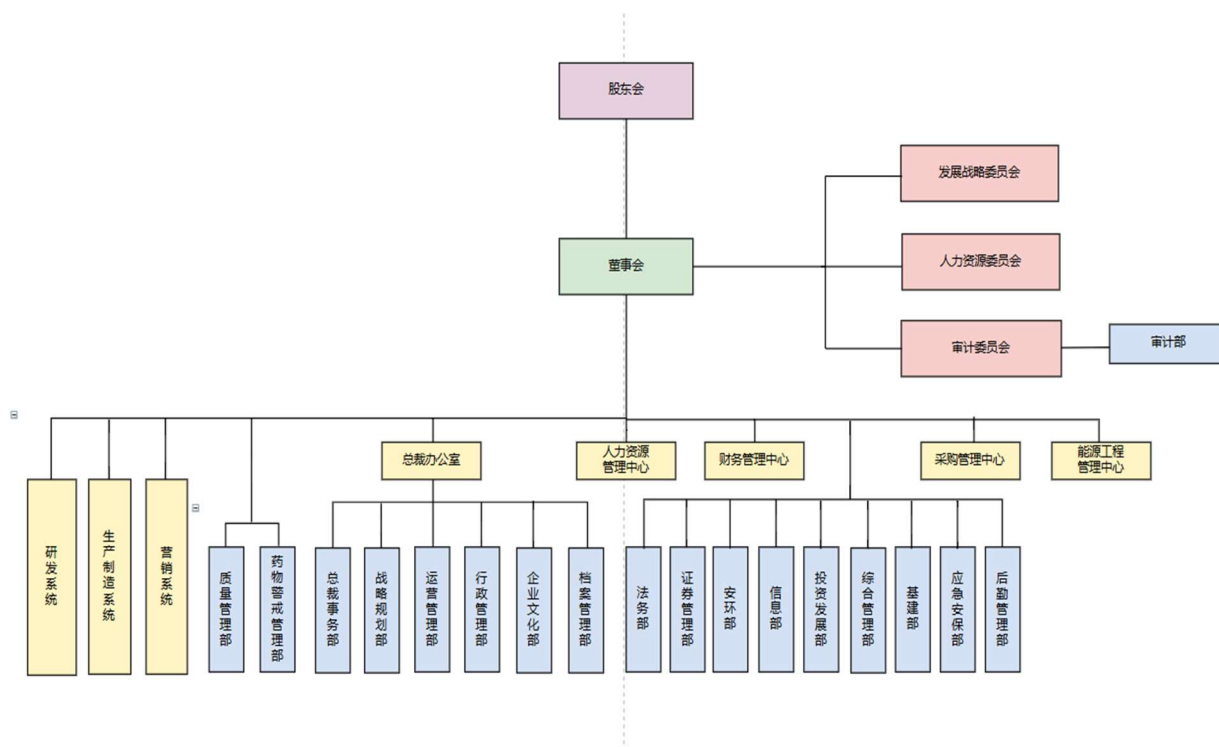
公司与实际控制人关系图



注：根据华海药业提供的资料整理绘制（截至 2026 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整理绘制（截至 2026 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2025 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
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	60.28	139.28	60.46	11.62	11.45	19.40	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	1.63	6.73	5.77	0.76	1.08	1.49	
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	0.00	3.28	26.78	3.49	2.98	4.82	
华海（美国）国际有限公司	华海美国	子公司	100.00	进出口贸易	0.01	3.41	13.64	-0.43	1.34	0.29	
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	0.00	0.00	0.00	-0.23	-0.02	-0.14	
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	0.00	0.93	1.08	0.05	-0.05	0.10	
长兴制药股份有限公司	长兴制药	子公司	60.31	医药化工	1.01	4.07	4.66	0.62	0.81	0.82	
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	9.61	6.52	2.81	-0.23	2.02	1.27	
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	0.00	10.83	1.00	-0.32	0.25	0.50	
湖北赛奥生物制药有限公司	湖北赛奥	子公司	100.00	医药化工	1.90	1.93	0.21	-0.36	-1.11	-0.18	
浙江华海建诚药业有限公司	华海建诚	子公司	100.00	医药化工	6.63	4.64	0.31	-2.05	-2.01	-0.84	

注：根据华海药业 2025 年度审计报告及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：原料药及制剂生产、销售 归属行业：医药制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2025 年度经营数据				2025 年末财务数据/指标			
		核心业务收入 （亿元）	总资产报酬率 （%）	营业周期（天）	总资产周转率 （次/年）	权益资本与刚性债务 比率 （×）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
湖南九典制药股份有限公司	A+/稳定	30.90	14.65	194.31	0.84	5.29	30.67	41.09	1.56
发行人	AA/稳定	85.32	3.24	503.57	0.41	1.10	56.02	7.11	0.21

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	186.00	202.61	215.03	222.16
货币资金 [亿元]	13.42	15.37	15.04	18.97
刚性债务[亿元]	72.39	80.42	85.59	91.67
所有者权益 [亿元]	82.51	90.20	94.56	98.55
营业收入[亿元]	83.09	95.47	85.87	23.35
净利润 [亿元]	8.17	11.07	2.27	3.98
EBITDA[亿元]	21.22	26.16	17.02	—
经营性现金净流入量[亿元]	22.17	21.73	12.30	3.99
投资性现金净流入量[亿元]	-16.23	-19.20	-18.68	-5.77
资产负债率[%]	55.64	55.48	56.02	55.64
权益资本与刚性债务比率[%]	113.98	112.16	110.47	107.50
流动比率[%]	139.97	141.96	95.94	101.25
现金比率[%]	27.75	31.63	20.68	25.15
利息保障倍数[倍]	4.87	6.73	2.83	—
担保比率[%]	1.07	1.37	1.79	1.82
营业周期[天]	490.82	447.22	503.57	—
毛利率[%]	60.42	61.91	60.16	57.67
营业利润率[%]	13.53	15.41	5.32	19.02
总资产报酬率[%]	7.25	8.66	3.24	-
净资产收益率[%]	10.22	12.82	2.46	-
净资产收益率*[%]	10.63	13.18	2.91	-
营业收入现金率[%]	103.53	94.64	101.43	106.48
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	43.29	38.05	16.31	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.73	2.34	-5.47	-
EBITDA/利息支出[倍]	7.75	10.46	7.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.34	0.21	—

注：表中数据依据华海药业经审计的 2023~2025 年度及未经审计的 2026 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%
速动比率(%)=[期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付款项余额-期末待摊费用余额]/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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
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。
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 级、CCC 级及以下等级外，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：

信用等级	含义
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。
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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

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	2025年6月26日	AA/稳定	王婷亚、翁斯喆	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）	报告链接
	本次评级	2026年6月26日	AA/稳定	王婷亚、郝泽	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2025.5）	—
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	2025年6月26日	AA	王婷亚、翁斯喆	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）	报告链接
	本次评级	2026年6月26日	AA	王婷亚、郝泽	新世纪评级方法总论（2022） 新世纪评级工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2025.5）	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。