

信用等级公告

联合〔2020〕2224号

南京健友生化制药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

南京健友生化制药股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇二〇年七月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

南京健友生化制药股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券规模：不超过 7.80 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2020 年 7 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	26.95	34.02	50.78	53.85
所有者权益（亿元）	20.52	24.21	30.04	32.15
长期债务（亿元）	0.06	0.06	0.06	0.06
全部债务（亿元）	4.49	5.30	15.73	17.12
营业收入（亿元）	11.13	17.00	24.70	7.34
净利润（亿元）	3.14	4.25	6.06	2.04
EBITDA（亿元）	4.02	5.17	7.48	--
经营性净现金流（亿元）	-2.35	0.62	-8.41	-0.90
营业利润率（%）	46.03	49.23	51.07	55.59
净资产收益率（%）	18.67	18.98	22.35	6.56
资产负债率（%）	23.84	28.84	40.85	40.31
全部债务资本化比率（%）	17.94	17.95	34.36	34.75
流动比率（倍）	3.61	3.00	2.11	2.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.90	0.98	0.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	90.65	57.42	33.84	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.52	0.66	0.96	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2020 年 1-3 月份财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；长期应付款调入长期债务计算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”或“健友股份”）的评级反映了公司作为国内肝素钠原料药主要生产企业的地位，在行业地位、技术水平、经营规模以及客户质量等方面具有较强的综合竞争优势。公司通过产业链延伸进入肝素制剂及 CDMO 领域，进一步完善了产业链布局。近年来，公司产销情况良好，收入规模及盈利水平逐年提升，整体盈利能力很强。同时联合评级也关注到原材料价格波动较大、大额存货对营运资金形成占用、债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司制剂收入进一步拓展销售，在申报和在研品种等不断上市，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 7.80 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险“很低”。

优势

1. **行业地位突出。** 公司是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，经营规模较大，行业地位突出。

2. **技术水平先进，客户质量较高。** 公司生产技术先进、质量管理严格，与 Sanofi、Pfizer、

Sandoz 和 Sagent 等主流肝素类制剂公司建立了长期稳定的合作关系，客户质量较高、产品市场接受度较高，产业布局较好。

3. **整体经营情况良好。**近年来，公司产销情况良好，收入规模及盈利水平逐年提升，盈利能力很强，经营活动现金流状况持续改善。

关注

1. **原材料价格波动较大。**公司标准肝素原料药业务的上游原材料价格波动较大，不利于公司生产成本控制，此外公司境外收入占比比较高，存在一定汇率波动风险。

2. **存货规模大，对营运资金形成占用。**2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 59.07%，占流动资产的比例分别为 59.03%、68.76%和 76.34%，存货规模较大，对营运资金形成占用。

3. **债务规模增长较快，且债务结构有待调整。**2017—2019 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 87.22%；短期债务占比高，分别为 98.66%、98.87%和 99.62%。

分析师

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-851712818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

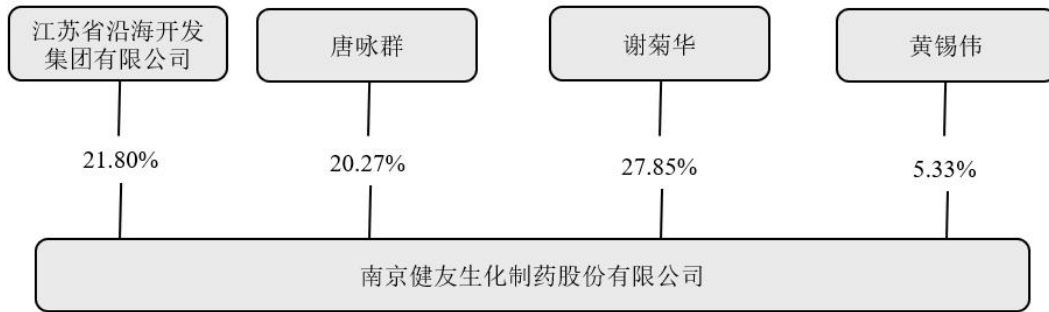
 李敬之

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“健友股份”或“公司”）由南京健友生物化学制药有限公司于2011年改制设立，改制设立时公司注册资本为12,000万元，历经多次股权划转和增资，2017年7月，经证监许可（2017）1026号核准，公司首次公开发行股票，公司注册资本增至4.23亿元，股票代码：603707.SH，股票简称“健友股份”。后经资本公积转增股本、限制性股票激励计划等事项，截至2020年3月末，公司注册资本增加至7.18亿元，谢菊华、唐咏群和丁莹¹通过一致行动人协议合计持有公司48.52%的股权，为公司控股股东和实际控制人；谢菊华累计质押公司股份9,802,000股，占其所持公司股份总数的4.90%，唐咏群累计质押公司股份19,500,000股，占其所持公司股份总数的13.39%。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：药品生产（按许可证所列范围经营）；销售自产产品。药品的研发及其技术成果转让、技术咨询和服务。从事与本企业生产同类产品的批发、佣金代理（拍卖除外）和技术的进出口业务（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）；自有房屋租赁。（涉及许可证经营的凭许可证经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年末，公司本部设有采购部、生产部、研究开发中心部、国际营销部等职能部门（详见附件1）；纳入合并范围子公司6家；拥有在职员工919人。

截至2019年末，公司合并资产总额50.78亿元，负债合计20.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.04亿元，其中归属于母公司所有者权益29.66亿元。2019年，公司实现营业收入24.70亿元，净利润（含少数股东损益）6.06亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润6.05亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.41亿元，现金及现金等价物净增加额-0.39亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额53.85亿元，负债合计21.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.15亿元，其中归属于母公司所有者权益31.76亿元。2020年1-3月，公司实现营业收入7.34亿元，净利润（含少数股东损益）2.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.04亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.90亿元，现金及现金等价物净增加额1.29亿元。

公司注册地址：江苏省南京高新开发区MA010-1号地；法定代表人：唐咏群。

¹ 谢菊华、唐咏群系母子关系，丁莹女士系谢菊华女士子女的配偶

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在上海证券交易所上市。本次可转债发行规模为不超过人民币 7,8000.00 万元，按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转债票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次可转债转股而增加的股本）、配股使公司股份发生变化及派送现金股利等情况时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

$$\text{派送股票股利或转增股本： } P_1 = P_0 / (1+n) ;$$

$$\text{增发新股或配股： } P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k) ;$$

$$\text{上述两项同时进行： } P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k) ;$$

$$\text{派送现金股利： } P_1 = P_0 - D ;$$

$$\text{上述三项同时进行： } P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k) 。$$

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述 30 交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价

格和收盘价计算。上述方案须经参加表决的全体股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票交易均价。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后5个交易日内，公司将以本次可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转债转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债。本次可转债的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满6个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。此外，当本次可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次可转债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次可转债的最后两个计息年度，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。

附加回售条款

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次募集资金投资项目的实施，有助于公司提升综合实力，优化公司资本结构，增强其抗风险能力和可持续发展能力。

本次可转债募集资金总额不超过 78,000 万元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	高效智能化高端药品制剂生产线建设项目	95,352.30	57,000.00
2	补充流动资金	21,000.00	21,000.00
	合计	116,352.30	78,000.00

资料来源：公司提供

高效智能化高端药品制剂生产线建设项目（以下简称“本项目”）拟建设生产符合新版 GMP 标准、FDA 标准、欧盟 CEP 等国际标准的高端药品制剂生产线，产品类别均为高端仿制类药品，包括抗微生物类注射剂、泌尿系统类注射剂、麻醉类注射剂、抗凝血类注射剂以及心血管系统类注射剂等。本项目投资总额 95,352.30 万元，设计产能为 4,907.45 万支/年。本项目完全达产后可实现营业收入为 177,910.13 万元（不含税），年利润总额为 100,565.84 万元，项目投资财务税后内部收益率为 42.06%，项目动态投资回收期（税后）为 5.48 年（含 3 年建设期）。

本次公开发行可转债，公司拟使用募集资金 21,000.00 万元用于补充流动资金，以满足公司未来业务发展的资金需求，优化公司资本结构，降低财务费用，增强公司资本实力。

三、行业分析

公司主营业务为肝素钠原料药和低分子肝素制剂的生产及销售，属于医药工业。

1. 医药工业

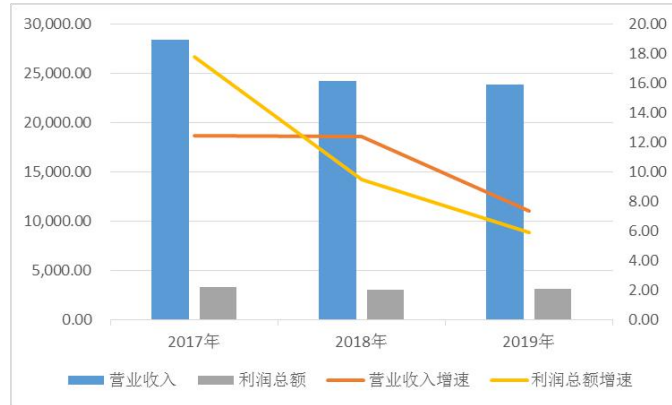
（1）行业概况

我国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。2017 年以来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，我国医药制造业行业增速不断放缓。

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七种子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。国家统计局发布的数据显示，近年来医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深远影响，我国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年我国医药制造业企业实现营业收入 23,908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3,119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图2 2017—2019年中国医药工业总产值变化（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

(2) 行业竞争

我国医药生产企业众多，行业集中度较低，呈粗放型发展态势。

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2019 年末已超过 7,300 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品呈产能过剩状态。

(3) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等政策均对医药行业产生了很大影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 2 2017 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2017年2月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017年2月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017年7月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振

			兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出36条具体意见	继2015年8月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018年4月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种有原来的520种增加到685种，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议《4+7城市药品集中采购试点方案》	选取了31中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年7月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力

资料来源：联合评级整理

（4）行业关注

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，将加速行业分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2019 年 9 月 24 日，新一轮药品带量采购扩面开标，本次联盟采购共有 77 家企业，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

（5）未来发展

未来，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

随着药品消费水平的快速提高，社会保障体系的不断完善，再加上我国人口数量的增长以及城镇化、老龄化趋势，未来医药制造仍将保持稳定的发展趋势。政府对医疗事业投入的加大及部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

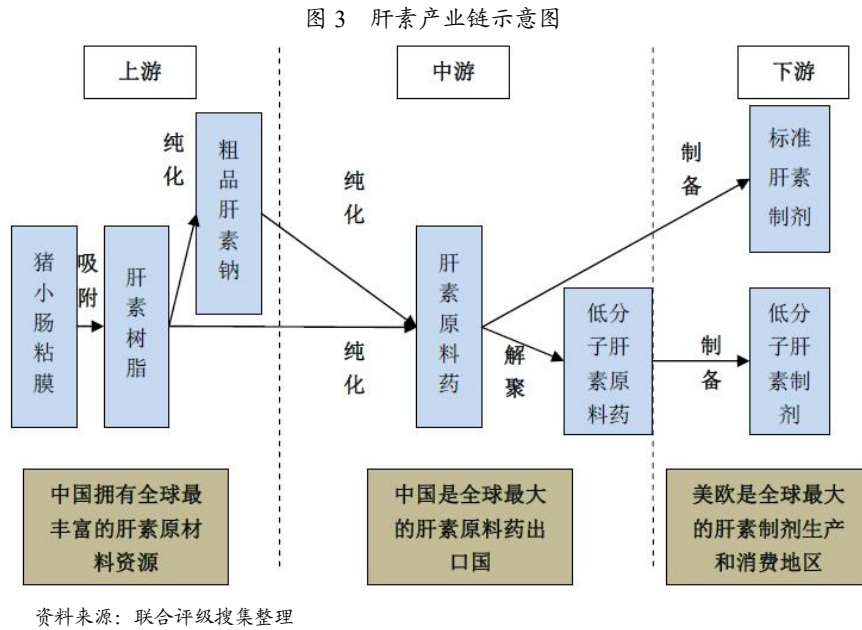
2. 肝素钠原料药

（1）肝素产业链

肝素英文名为 Heparin，简称为 Hep。肝素因首先从肝脏发现而得名，天然存在于肥大细胞，主要从猪小肠粘膜提取。生产企业首先需要从生猪小肠粘膜中提取并制成肝素粗品，因肝素粗品中含有杂蛋白，不能直接应用于临床治疗，需进一步提取纯化加工成肝素原料药，肝素原料药可直接用于制成标准肝素制剂，或进一步加工制为低分子肝素原料药，最终制成低分子肝素制剂。标准肝素制剂和低分子肝素制剂可直接应用于临床治疗。

肝素产业在过去 70 余年的发展过程中，已形成一条完整的产业链，其中肝素原料药是该产业

价值链中非常重要且不可或缺的中间环节，而肝素类制剂（包括低分子肝素制剂）为该产业链上的最终产品。全球肝素产业链及产业分布可简要归纳如下：



根据肝素产业链上下游实际情况，肝素产品主要包括肝素树脂、粗品肝素钠、肝素原料药、低分子肝素原料药、标准肝素制剂和低分子肝素制剂。

（2）肝素原料药

肝素原料药处于肝素产业链中游。首先生产企业从健康生猪的小肠粘膜中提取并制成粗品肝素钠，由于含有杂蛋白等杂质，需经进一步提纯后成为肝素原料药。肝素原料药通常以钠盐或钙盐的形式存在，称为标准肝素钠（Heparin Sodium）或标准肝素钙（Heparin Calcium），在实际使用中以标准肝素钠为多。肝素原料药主要用于生产标准肝素制剂或低分子肝素原料药，后者可进一步用于低分子肝素制剂的生产。

肝素原料药的主要质量指标为效价，含义为每毫克（mg）肝素原料药中的肝素活性单位（IU）的数量。每毫克肝素原料药含有的活性单位越多，表示其抗凝血的生物活性越强。用于直接制备成肝素类制剂的肝素原料药，其效价指标需符合各国药典的标准；用于进一步生产低分子肝素原料药的肝素原料药，其效价指标需符合低分子肝素制剂企业要求的特定标准。

（3）我国肝素类产品出口情况

我国是肝素类原料药出口大国，近年来，肝素类原料药出口数量稳定增长，出口单价呈现增长趋势。

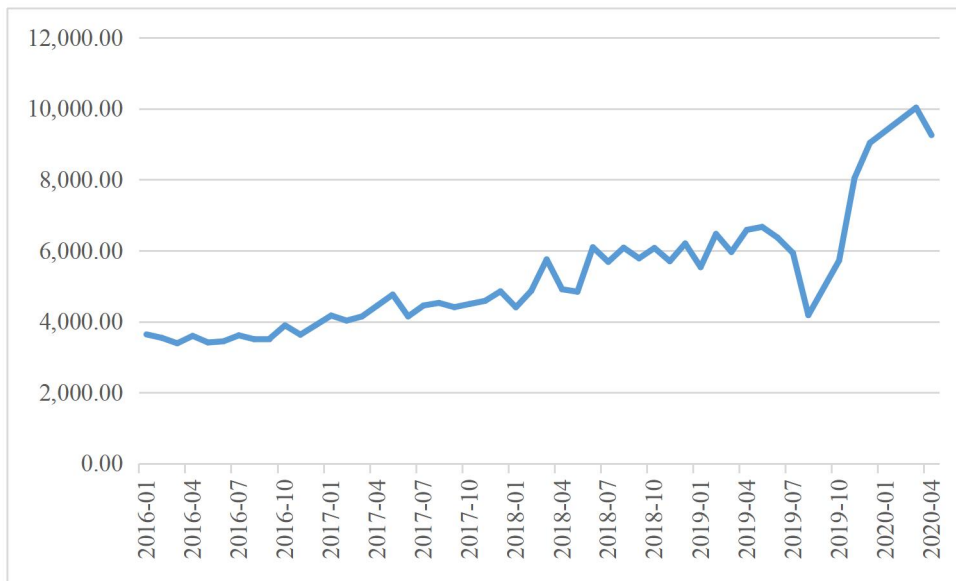
我国是全球最大的肝素类产品出口国，主要包括肝素粗品、肝素原料；而肝素类制剂基本在国内销售，只有少量出口到亚非拉等发展中国家。由于全球肝素类制剂生产企业主要为美欧国家的大型制药公司，我国临床使用的肝素类制剂，特别是低分子肝素制剂，也大部分从国外进口。

我国肝素原料药的生产始于上世纪 70 年代。2007 年，我国肝素类产品出口量已经达到 89.45 吨，出口额达到 1.38 亿美元；2008 年，受“百特事件”（美国百特公司使用中美合资常州凯普公司原料生产的“肝素钠注射液”，在美国引起严重药品不良反应的事件）和金融危机的影响，我国肝素类产品的出口仅为 65.09 吨；之后随着“百特事件”影响的消退，我国肝素类产品出口呈现价量齐升的态势，2017 年，我国肝素类产品的出口量为 177.64 吨，同比分别增长 4.41%。2018

年累计出口量达 205.18 吨，同比增长 10.67%。2019 年，我国肝素类产品累计出口量达 208.25 吨，同比增长 1.50%。

2011 年至 2016 年中旬，肝素价格从景气高点的 11,000 美元/kg 下降至 2016 年的 3,400 美元/kg。主要是肝素原料药企业扩产，供给增加；同时下游制剂企业出于对于仿制药替代和口服抗凝剂替代的担忧减少了对肝素原料药的采购，库存周期不断下降所致。2016 年中旬至 2019 年 5 月，下游企业考虑到制剂的稳定增长，进入新一轮的补库存周期，而上游肝素粗品由于生猪屠宰的减少，供给减少，肝素粗品和原料药由于供需失衡，进入新一轮景气周期。2018 年 12 月份我国肝素出口均价为 6,201.63 美元/kg，同比增长 27.80%。2019 年 12 月份我国肝素出口均价为 8,976.83 美元/千克，同比增长 45.82%，肝素出口价格整体上涨幅度较大。

图 4 近年来我国肝素类产品出口均价（单位：美元/kg）



资料来源：Wind

（4）肝素原料药行业市场化程度及竞争格局

肝素原料药生产企业众多，行业竞争激烈。

美国主要的肝素原料药生产企业包括 Pfizer、SPL 等。Pfizer 生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备，少量对外销售。欧洲主要的肝素原料药生产企业包括 Sanofi、Leo、Bioiberica 等。其中，Sanofi 和 Leo 公司生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备，Bioiberica 为欧洲主要的肝素原料药供应商。

我国企业生产的肝素原料药主要出口至美国和欧洲等发达国家和地区。由于全球肝素类药品的需求巨大且持续增长，而美欧地区本身的肝素原料药资源已接近被完全利用，因此我国企业与美欧地区肝素原料药企业的竞争较小，行业内竞争主要为国内企业间的竞争。

根据 CFDA 网站信息，截至 2020 年 6 月末，我国持有 CFDA 颁发的肝素原料药（包含肝素钠与肝素钙）生产批准文号的企业有 68 家。行业内主要企业包括健友股份、深圳市海普瑞药业集团股份有限公司、常州千红生化制药股份有限公司、河北常山生化药业股份有限公司、烟台东诚药业集团股份有限公司等。

（5）肝素制剂

近年来，肝素制剂产品销售额保持较快增长；国内低分子肝素制剂对进口产品的替代加速。

作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一，肝素类药物在抗血栓医药市场上占据重要地位。全球老龄化加剧、肥胖人群规模不断增长以及新兴医药市场的快速发展将推动全球肝素类药物市场需求持续增加，具有极强抗凝血和抗血栓能力的肝素类药物市场具有较好的发展潜力。

近几年我国低分子肝素制剂销售保持快速增长，样本医院销售额由 2012 年的 6.64 亿元增长到 2017 年的 12.99 亿元，年均复合增长率为 14.38%，其中 2017 年同比增长 16.61%；2018 年销售额为 16.13 亿元，同比增长 24.17%。

我国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低，但发展非常快速，生产企业较多，低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。2010 年 11 月 15 日，国家药品监督管理局审评中心发文，建议低分子肝素注册进行分类申报，同时对国内已上市的低分子肝素制剂在一定的时间内根据其工艺等进行细分，质量标准进行提高。目前，除进口原研药外，国内获批的低分子肝素制剂情况如下：

表 3 截至 2020 年 6 月末国内获批的低分子肝素制剂情况（单位：个）

产品	企业数量	批文数量
低分子肝素钠	8	21
低分子肝素钙	9	17
依诺肝素钠	10	28
那屈肝素钙	6	15
达肝素钠	3	8

资料来源：CFDA

从竞争格局来看，目前国内各低分子肝素制剂中赛诺菲、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位，健友股份、深圳市天道医药有限公司等国内低分子肝素制剂生产商处于对进口产品的快速替代的发展趋势之中。

表 4 国内低分子肝素制剂市场竞争格局（单位：个、亿元、%）

产品名称	企业家数	2017 年样本市场规模	增长率	2018 年 Q1~Q3 市场规模	增长率
低分子肝素钠	5	1.58	1.77	1.26	5.12
低分子肝素钙	7	4.14	4.92	3.25	4.22
依诺肝素钠	8	3.2	19.35	3.63	29.28
那曲肝素钙	5	2.05	19.45	1.81	17.43
达肝素钠	4	0.98	48.07	0.97	35.62
合计/平均	29	11.95	13.19	10.92	16.40

数据来源：中国产业信息网

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司作为肝素钠原料药的头部企业，具有较高的品牌认知度，在肝素钠原料药领域拥有质量管理、客户资源优势，市场竞争力强。未来，随着公司开展无菌注射剂等领域的业务布局，公司竞争力或将得到持续提升。

公司是中国肝素原料药生产的主要企业之一，是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，同时拥有三种低分子肝素制剂批件，依诺肝素钠制剂在欧洲、

巴西、美国等国际市场相继获批，肝素原料药的市场占有率处于领先地位，与 Sanofi、Pfizer、Sandoz、Sagent 等主流肝素类制剂公司建立了长期稳定的合作关系，形成了有效的客户黏性。

公司及子公司健进制药有限公司（以下简称“健进制药”）共拥有四条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线，是国内少数几家无菌注射剂产品可以在美国上市的企业之一。健进制药首个无菌制剂产品于 2013 年出口美国，是中国第一批无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。公司累计申报产品数量超过 40 个。公司无菌制剂获批 13 项（含 2 项 FDA 暂批），国际市场获批注册批件超过 20 个，包括卡铂注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液、氟维司群注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、度骨化醇注射液、米力农注射液等产品在美国获批。未来随着在申报和在研品种等在美国不断上市，美国无菌注射液销售有望成为公司业务的重要增长点。

2. 研发情况

公司研发人员储备充足，研发储备丰富，新产品结构较为多元化。

公司近年来陆续被认定为江苏省粘多糖类生化药物工程技术研究中心、江苏省企业技术中心、省级工程中心。截至 2019 年末，公司拥有 FDA 认证的研发中心，为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构，同时公司拥有超过 300 人的研发团队。截至 2019 年末，公司共有在研项目 65 项，其中已申报项目 28 项，主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等。2017—2019 年，公司研发费用分别为 0.77 亿元、1.01 亿元和 1.66 亿元，占营业收入比例分别为 6.94%、5.95%和 6.74%。

2018 年，公司通过高新技术企业资格认定，并取得编号为 GR201832002859 的“高新技术企业证书”，有效期 3 年，根据《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国企业所得税法实施条例》《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32 号）等相关规定，公司所得税税率自 2018 年起三年内减按 15.00%计缴。

截至本报告出具日，公司已获批超过 20 个注射剂 ANDA。其中，公司生产的肝素钠注射液于 2018 年 12 月获美国 FDA 批准上市、于 2019 年 3 月获英国药监机构（MHRA）上市许可（MA），为公司肝素制剂的国际化布局奠定基础；此外，公司拥有卡铂注射液、阿糖胞苷注射液、博来霉素注射液、氟尿嘧啶注射液等抗肿瘤产品 ANDA，注射剂产品管线较为丰富。

3. 人员素质

公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司员工学历和专业构成能够满足公司经营发展的需要。

截至 2019 年末，公司有董事、监事、高级管理人员共 10 名，管理团队整体素质高。

公司董事长兼总经理唐咏群先生，1975 年出生，硕士研究生学历，美国国籍；1996 年至 2004 年在美国富士通、朗讯和阿尔卡特公司担任工程师、高级工程师、项目经理等职务；2004 年回国担任本公司副总经理，负责公司科研、生产和国际市场开拓；2008 年起至今，任公司董事长、总经理。

截至 2019 年末，公司在职员工合计 919 人。按专业构成划分，技术人员占比为 47.77%，生产人员占比为 34.82%，行政人员占比为 10.01%，财务人员占比为 1.52%，销售人员占比为 5.88%；按学历构成划分，本科及以上学历占比为 53.97%，专科学历占比为 29.16%，其他学历占比为 16.87%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司法人治理结构完善，可以满足其日常经营所需。

公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，设立股东大会、董事会、监事会和总经理的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司执行机构，监事会是监督层，总经理负责公司的日常经营管理。股东大会、董事会、监事会和总经理按照《公司章程》规定各司其职，各负其责。

依据公司章程，公司设股东大会，由全体股东组成，股东大会作为公司最高权力机构行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会、监事会的报告等股东大会职权，股东大会定期会议每半年召开一次。

公司董事会由 6 人组成，其中独立董事 2 名，不设职工代表董事，董事每届任期三年，期满可连选连任，董事会设董事长 1 人，由公司半数以上董事选举产生，董事会负责召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会决定、决定年度经营计划和投资方案等相关工作。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事每届任期 3 年，期满可连选连任，监事会设主席 1 名，监事会行使对董事会定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责，负责公司生产经营管理工作。

2. 管理体制

公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，为公司可持续发展提供了内部制度保障。

公司设立了采购部、生产部、质量保证部、营销中心、内审监察部等职能部门，并根据经营发展需要制定了各项管理制度。

财务管理方面，公司拥有独立的财务部门，按照《会计法》《企业会计准则》及其他财务会计法规、条例，结合自身实际情况，制订了财务管理制度等内部财务会计制度，建立了独立的财务核算体系，制定了财务会计制度和对子公司的财务管理制度，配备了专业的财务人员，开设了独立的银行账户，不存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户的情况，依法独立申报纳税和缴纳税款，独立作出财务决策，自主决定资金使用事项，公司与关联方在财务上严格分开，独立运行。

针对公司产品的生产工艺特点、监管要求，公司建立了相关质量控制体系，对员工培训、供应商资格认定、物料购入、物料验收、取样检测、生产工艺过程控制、中间体质量控制、成品检验及放行等影响产品质量的所有关键环节均制定了管理制度，并对各关键环节进行重点监控，以保证产品质量。公司质量部履行 cGMP 和 GMP 规定的职责，并设置专人负责留样观察、质量档案等方面的工作。

公司已建立安全标准化管理体系并按文件规定开展各项安全管理工作，公司制定了《安全管理制度》和《操作规程》等制度文件，明确了安全方针和目标，修订、完善和落实《安全生产责任制》。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司主营业务突出，销售收入逐年增长，收入主要来自国外客户，但国内收入占比逐年提升；综合毛利率水平逐年提升且处于较高水平。

公司主要从事肝素全系列产品研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药和低分子肝素制剂。

2017—2019年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长48.98%，主要系产品结构优化和标准肝素原料药销售量、销售价格齐升所致；公司营业利润分别为3.52亿元、4.60亿元和6.68亿元，净利润分别为3.14亿元、4.25亿元和6.06亿元，均呈大幅增长态势。2017—2019年，公司主营业务收入占比均在99%以上，公司主营业务突出。

从主营业务收入构成来看，2017—2019年，标准肝素原料药是公司主要收入来源，其收入逐年增长，年均复合增长28.78%，2019年，公司标准肝素原料药业务收入为15.24亿元，较上年增长28.72%，主要系肝素原料药市场价格上升，同时公司积极开拓与下游优质国际医药巨头的合作带来的肝素原料药销量增加所致，占主营业务收入的比重下降7.91个百分点至61.78%；制剂收入逐年增长，年均复合增长129.24%，2019年，公司制剂业务收入为7.62亿元，较上年增长90.98%，增幅较大，主要系积极开拓国内、美国和南美市场所致，占主营业务收入的比重上升7.41个百分点至30.89%；CDMO及其他产品业务收入呈现逐年增长趋势，年均复合增长96.24%，2019年，公司CDMO及其他产品业务收入1.81亿元，较上年增长56.03%，主要系CDMO业务增长所致，占主营业务收入的比重上升0.50个百分点至7.33%。

表5 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
标准肝素原料药	9.19	82.72	45.65	11.84	69.69	40.55	15.24	61.76	41.75	4.39	59.81	49.94
制剂	1.45	13.05	48.70	3.99	23.48	76.54	7.62	30.88	72.53	2.84	38.69	65.34
CDMO及其他产品	0.47	4.23	55.67	1.16	6.83	48.19	1.82	7.36	41.82	0.11	1.50	37.78
合计	11.11	100.00	46.49	16.99	100.00	49.51	24.67	100.00	51.26	7.34	100.00	55.72

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2017—2019年，标准肝素原料药业务毛利率存在一定波动，2018年毛利率为40.55%，较上年下降5.10个百分点，主要系2018年肝素粗品原材料价格上涨所致，2019年毛利率为41.75%，较上年上升1.20个百分点，增长幅度不大。2017—2019年，国内制剂业务毛利率波动提升，2018年毛利率达到81.69%，较上年上升13.81个百分点，主要系公司肝素制剂产品销售价格有所上升所致，2019年毛利率为72.53%，较上年下降4.01个百分点，主要系国外制剂业务增长较多，但毛利率相对国内制剂偏低所致；CDMO及其他产品业务毛利率逐年下降，2019年毛利率为41.82%，较上年下降6.37个百分点，主要系一部分业务的成本结算模式由原来的只结算加工费方式，变为现在的加工费加材料费的结算方式所致。综上，2017—2019年，公司综合毛利率逐年上升，分别为46.49%、49.51%和51.26%。

从销售区域来看，2017—2019年，公司境内收入均呈现逐年增长趋势，境外收入呈现波动上升趋势，境内收入占比逐年提升，2019年境内收入占比28.20%，境外收入占比71.80%。

表 6 近年来公司营业收入来源区域分布情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	1.37	12.31	4.73	27.88	6.96	28.20	1.43	19.49
境外	9.74	87.69	12.25	72.12	17.71	71.80	5.91	80.51
合计	11.10	100.00	16.99	100.00	24.67	100.00	7.34	100.00

资料来源: 公司提供

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 7.34 亿元, 较上年同期增长 20.35%, 主要系产品结构优化、研发产品的不断获批所致; 实现净利润 2.04 亿元, 较上年同期增长 37.04%。

2. 肝素钠 (原料药) 业务

(1) 原材料采购

公司原材料主要为肝素粗品, 集中洗脱模式在一定程度上增强了公司原材料的供应稳定性和可溯性, 供应商集中度较高。

公司生产所需主要原材料为肝素粗品, 肝素粗品由猪小肠黏膜提取加工而成, 主要通过从供应商采购取得。肝素粗品的供给情况主要取决于生猪出栏量、小肠资源利用率以及肝素粗品的收率水平。我国生猪养殖和屠宰量占全球总量 50% 以上, 拥有全球最丰富的猪小肠资源, 但我国生猪集约化养殖比例较低, 小肠资源利用率水平和发达国家相比仍有一定差距。由此导致肝素粗品生产企业相对于发达国家而言产业集中度较低。

公司采购模式分为一般采购模式和集中洗脱模式。在一般采购模式下, 肝素原料企业直接向供应商采购肝素粗品, 即从“树脂洗涤”到“干燥”等程序均在供应商处进行。在集中洗脱模式下, 由公司统一采购树脂、蛋白酶等辅料, 提供给体系内长期合作的肝素粗品供应商进行小肠黏膜的加工, 公司派遣专人至现场予以技术指导和质量监测, 待酶解、吸附完成后将树脂运回工厂进行洗涤和集中洗脱, 树脂可以循环多次使用。通过将洗脱环节收拢至公司的方式, 除有效提升洗脱效率外, 有利于保证对原材料来源的追溯和杂质的控制。该模式下的供应商均为经过公司考核的长期供应商, 公司为保证供应链稳定, 对其供应的原材料会有相对稳定的采购量, 同时, 此种方式给上游供应商带来生产工序上的节省, 深化了公司与供应商的长期合作, 有利于公司加强对供应商的管理。此外, 集中洗脱模式也加强了公司产品的可溯性。2017—2019 年, 公司肝素粗品采购总额分别为 10.60 亿元、13.19 亿元和 20.91 亿元, 呈现逐年增长趋势。2019 年, 公司肝素粗品采购总额为 20.91 亿元, 较上年增长 58.53%, 主要系采购价格上涨所致。

对于肝素粗品采购, 公司一般根据年度销售计划、生产计划, 制定年度采购计划; 同时, 公司为降低肝素粗品价格上涨或供应短缺风险, 在满足生产及销售需求的情况下, 会参考肝素粗品的市场环境, 适时加大肝素粗品的采购。由于肝素粗品供应商众多, 市场化程度较高, 公司采购的肝素粗品均按照不同质量参数下的市场价格确定。针对集中洗脱模式下的肝素粗品采购, 公司通常会在洗脱完成并验收入库后的 30 日内付款; 一般模式下的肝素粗品采购, 公司通常会即时支付。

从供应商集中度来看, 2017—2019 年, 公司前五大供应商均为原料药采购供应商, 采购金额分别为 4.79 亿元、7.34 亿元和 9.07 亿元, 占年度采购总额的比重分别为 41.34%、49.49%和 37.57%。由于公司原料药主要出口销售, 对供应原料的质量要求高, 根据药品质量可追溯性的要求, 公司肝素原料药的国内供应商全部为环保合格的大型肉制品相关企业, 因而采购集中度较高。

表 7 2017-2019 年公司肝素钠（原料药）业务前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购额	占采购总金额的比例
2017 年	第一大供应商	20,072.26	17.33
	第二大供应商	14,019.35	12.10
	第三大供应商	4,902.12	4.23
	第四大供应商	4,563.19	3.94
	第五大供应商	4,326.85	3.74
	合计	47,883.77	41.34
2018 年	第一大供应商	40,312.39	27.18
	第二大供应商	15,671.31	10.57
	第三大供应商	7,423.17	5.01
	第四大供应商	5,749.42	3.88
	第五大供应商	4,232.30	2.85
	合计	73,388.59	49.49
2019 年	第一大供应商	35,843.14	14.85
	第二大供应商	26,888.19	11.14
	第三大供应商	10,430.84	4.32
	第四大供应商	9,205.50	3.81
	第五大供应商	8,285.02	3.43
	合计	90,652.69	37.57

注：经企业确认，2017-2018 年数据采用企业提供数据，与当年年报披露不符
资料来源：公司提供

（2）产品生产

2017-2019 年，公司标准肝素原料产能未变化，受下游需求增长影响，产量逐年提升，产能利用率水平很高。

公司主要产品为标准肝素原料。公司采取以销定产为主、结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。生产过程中，公司严格遵守 cGMP 和国家 GMP 标准的要求，保证药品质量及药品的安全性、有效性。同时，结合公司直接对接国际主流肝素类制剂生产企业的经验，进一步提高生产管理水平。

产能方面，2017-2019 年，公司主要产品标准肝素原料产能无变化，均为 3.31 万亿单位/年。产量方面，标准肝素原料产量逐年增长，年均复合增长 2.01%，2019 年，公司标准肝素原料产量为 4.26 亿单位，较上年增长 0.19%；产能利用率均大于 100%，主要系公司延长生产时间、加大生产力度等以满足下游客户需求的扩张及自身制剂的生产需求所致。

表 8 2017-2019 年公司标准肝素原料产能产量情况（单位：亿单位、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产能	33,100.00	33,100.00	33,100.00
产量	40,907.53	42,487.82	42,568.37
产能利用率	123.59	128.36	128.61

注：上表未区分投入自用和外销的数据
资料来源：公司提供

（3）产品销售

2017-2019 年，公司产品销量逐年增长，销售均价逐年上升，整体销售情况良好，销售集中度高。

在肝素原料销售模式上，公司采取以“直接销售为主、经销商销售为辅”的模式。

美欧地区是全球最主要的肝素制剂用药市场和肝素原料进口市场，由于药政管理要求严格以及技术壁垒较高，美欧肝素制剂生产企业的数量有限，市场集中度较高。以生产低分子肝素制剂的 Sanofi、Pfizer、Sandoz 等公司以及生产标准肝素制剂的 APP、Sagent 等公司为代表，美欧市场中的少数医药公司具有一定的产品溢价并占据大部分市场份额。

由于肝素原料药的供给受到肝素原材料资源的限制，其中高品质的原料药更受制于较高的技术工艺门槛以及严格的质量控制要求，供应增长相对有限。基于行业特性，美欧肝素制剂生产企业与原料药供应商一旦确立合作关系后，出于全程可追溯性等药政监管要求以及对交易成本和产品质量的考虑，往往倾向于维持稳定的合作关系。

公司为 Pfizer 全球主要的标准肝素原料药供应商；公司是全球肝素制剂龙头企业 Sanofi 的长期合格供应商，2017 年公司凭借前瞻性的战略库存储备在高品质肝素原料药供应紧张的时期恢复了向 Sanofi 的销售。整体上，公司与 Sanofi、Pfizer、Sandoz、Sagent 等主流肝素类制剂公司建立了长期稳定的合作关系，形成了有效的客户黏性。

公司与主要客户签订长期供货协议，通常情况下，公司与客户定期确定供货协议有效期内的年度供应量和价格，客户一般按照月度或者季度向公司发订单，公司根据订单向客户供货以及收取货款。公司出口的产品一般采用电汇 T/T 等结算方式，并视客户的采购金额、合作历史等情况给予一定的账期，以外币结算。

从主要产品销售情况来看，2017—2019 年，公司标准肝素原料销量逐年增长，年均复合增长 7.70%，2019 年，公司标准肝素原料销量为 41,612.97 亿单位，同比增加 8.38%；由于 2017 年起，上游肝素粗品行业整体供应不足，公司生产成本上涨，加之公司对下游客户具有一定议价能力，主动上调产品售价，公司销售均价逐年提升，2019 年达到 36,620.01 元/亿单位；公司产销率逐年提升，2019 年达到 97.76%。

表 9 2017—2019 年公司标准肝素原料销售情况（亿单位、元/亿单位、万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销量	35,873.90	38,395.66	41,612.97
销售均价	25,612.57	30,830.01	36,620.01
销售额	91,882.27	118,373.85	152,386.73
产销率	87.70	90.37	97.76

资料来源：公司提供

由于销售收入主要来自于国外，公司主要使用金融市场工具，包括利用出口押汇，远期外汇交易等工具来降低汇率波动产生的汇兑损失风险。

从客户集中度来看，公司主要客户为境外生产型企业，2017—2019 年，前五大客户销售额占销售收入的比重分别为 74.83%、64.47%和 58.67%，集中度高但呈逐年下降趋势。

表 10 2017—2019 年公司肝素钠（原料药）业务前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	占比
2017 年	第一名客户	41,493.73	37.29
	第二名客户	20,549.14	18.47
	第三名客户	8,961.03	8.05
	第四名客户	6,452.65	5.80
	第五名客户	5,803.37	5.22
	合计	83,259.92	74.83

2018 年	第一名客户	48,496.99	28.52
	第二名客户	37,989.98	22.34
	第三名客户	11,839.25	6.96
	第四名客户	6,365.74	3.74
	第五名客户	4,927.46	2.90
	合计	109,619.42	64.47
2019 年	第一名客户	59,038.69	23.91
	第二名客户	34,267.66	13.88
	第三名客户	21,606.06	8.75
	第四名客户	20,319.87	8.23
	第五名客户	9,661.94	3.91
	合计	144,894.21	58.67

注：经企业确认，2018 年数据采用企业提供数据，与当年年报披露不符
资料来源：公司提供

3. 制剂板块

2017—2019 年，公司制剂产销量逐年增长，成为公司营业收入来源的重要补充，是肝素药物产业链的有效延伸，但产能利用率偏低。

公司制剂主要产品包括依诺肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液和达肝素钠注射液等。

在肝素制剂的销售模式上，公司目前主要以国内经销商代理为主，由全国各地专业经销商将肝素制剂推向终端医院销售市场。目前，公司肝素制剂经销商已经覆盖全国各主要省区。截至 2019 年末，公司肝素制剂经销商共 974 家。

公司均直接与经销商发生交易（未按行政区域级别等标准划分经销商级次），全部采用买断式销售，产品送至经销商指定地点后，产品权利义务即发生转移。公司与经销商并无其他返利政策和利益分配机制，双方交易价格根据公司指导协商确定。公司经销商的最终客户主要为各类医院，截至 2019 年末，公司经销商涵盖 28 个省级行政单位，医院 230 余家。

公司制剂生产所需的原材料主要为肝素原料药，为保证原材料质量、可溯源性，降低原材料采购成本，目前肝素相关制剂的原料药均为公司自产。公司制剂药采用以销定产的生产模式，根据年度销售计划及库存量制定年度生产计划，每月根据销售提供的当月预测销售量及仓库库存量制定月度生产计划及班次计划，按照班次计划组织生产。

2017—2019 年，低分子肝素制剂产能未发生变化，产能均为 5,000 万只/年；低分子肝素制剂产量逐年增长，年均复合增长 81.25%，2019 年低分子肝素制剂产量为 2,145.24 万只，较上年增长 145.20%，增幅较大，主要系公司加大低分子肝素制剂业务推广力度使得需求增加所致。2017—2019 年，随着公司积极拓展销售，低分子肝素制剂销量逐年提升，年均复合增长 96.92%，2019 年达到 2,106.67 万只。2017—2019 年，公司产销率波动上升，分别为 83.20%、134.05%和 98.20%。从销售均价上看，低分子肝素制剂销售均价波动增长，年均复合增长 18.16%，主要系受原材料涨价而提价所致，2018 年达到 30.48 元/只，2019 年销售均价为 27.95 元/只，较上年降低 8.30%，主要系外销肝素制剂规格和价格不同于国内所致。

表 11 2017—2019 年公司低分子肝素制剂产销情况（万只/年、万只、%、万只、%、元/只）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产能	5,000.00	5,000.00	5,000.00
产量	653.00	874.90	2,145.24
产能利用率	13.06	17.50	42.90
销量	543.29	1,172.81	2,106.67

产销率	83.20	134.05	98.20
销售均价	20.02	30.48	27.95

资料来源：公司提供

4. CDMO 及其他产品

2017—2019 年，公司 CDMO 及其他产品收入大幅增长，对公司收入和利润起到良好的补充作用。

公司 CDMO 业务为对有无菌注射剂研发、生产需求的客户提供制剂端一站式的产业服务。客户以全球知名的药企和有全球产业化诉求的国内大型药企为主。业务执行上，针对不同客户，公司以项目组为核心提供差异化、定制化的研发、申报、生产服务，利用公司较强的全球化研发、申报经验和高质量的生产、制造体系与客户开展深度合作提供多方位的服务。

2019 年，公司 CDMO 及其他产品实现收入 1.82 亿元，较上年增长 55.86%，其中，一部分 CDMO 业务的成本结算模式由原来的只结算加工费方式，变为加工费加材料费的结算方式，占营业收入的比重为 7.33%，对公司收入和利润起到良好的补充作用。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司应收账款周转率、总资产周转率处在行业领先水平，存货周转率处在行业中下水平，公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 7.17 次、8.24 次和 8.53 次；受存货大幅增加影响，公司存货周转次数逐年下降，分别为 0.60 次、0.53 次和 0.46 次；总资产周转次数逐年提升，分别为 0.53 次、0.56 次和 0.58 次。

从同行业比较情况来看，公司应收账款周转率、总资产周转率处在行业领先水平，存货周转率处在行业中下水平。

表12 2019年同行业可比上市公司经营效率情况指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
千红制药	4.66	3.55	0.55
常山药业	6.72	0.45	0.53
东诚药业	3.11	1.63	0.42
海普瑞	3.89	1.49	0.32
上述平均值	4.60	1.78	0.46
健友股份	8.74	0.46	0.58

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

6. 经营关注

(1) 原材料价格波动风险

近年来，公司上游原材料肝素粗品原料和猪小肠价格波动较大，给公司成本控制带来压力。若未来原材料价格持续上涨，依然存在价格上涨到一定程度无法完全对外转嫁的风险，不利于生产成本控制，进而对公司的经营业绩产生影响。

(2) 客户集中度高

公司对欧美主流肝素制剂生产企业的销售占比较大。尽管公司将贯彻实施客户维护及开发计

划的相关措施，但鉴于肝素类药品的市场格局以及药政管理要求等因素所产生的原料行业特点，公司仍面临销售客户集中的风险。

(3) 海外销售风险

公司产品绝大部分出口，且合并报表范围内有部分位于国外的子公司，人民币汇率波动将带来汇兑损失风险。近年来，国际贸易形势严峻，尤其是中美贸易摩擦逐步升级，如果公司主要出口国的政治、经济、社会形势以及贸易政策发生重大变化，将对公司的海外销售产生一定影响。

7. 未来发展

公司发展战略清晰可行，有利于提升公司综合竞争力。

(1) 巩固高品质肝素原料药的领先地位

公司将通过加强与上游供应商和下游制剂生产厂商的连接，提高生产效率和生产能力，维持公司在高品质肝素原料药的领先地位。同时，公司将加强对高品质肝素原料药市场的引导，促进产业持续稳定发展，保证公司高品质肝素原料药业务能够长期稳定为公司发展作出贡献。

(2) 加快销售网络建设，提升低分子肝素制剂市场地位

公司将进一步通过互联网平台加强对销售伙伴的支持和帮助，快速扩大制剂产品进入医院的数量，提升单位医院销量，在高品质低分子肝素制剂仿制药市场格局分化的重要时期，快速扩大国内制剂产品销量，争取在未来竞争中获得有利地位。

(3) 实现海外制剂产品销售快速增长

目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液、标准肝素钠注射液、依诺肝素钠注射液等产品在美国市场销售。通过美国控股子公司 Meitheal Pharmaceuticals，公司建立了较为完整的美国市场销售渠道和运营经验，美国无菌注射液销售已成为公司业务的重要增长点。非美国市场，公司主要采取代理模式，选择当地有较大影响力的代理商进行合作，南美市场已实现销售，未来有望进一步增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度财务报表由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。本报告财务分析部分中的 2017 年度和 2018 年度财务数据分别采用 2018 年度和 2019 年度经审计的财务报告期初数/上年数，2019 年度财务数据引自 2019 年度经审计的财务报告期末数。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

2019 年，公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）和企业会计准则的要求编制 2019 年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法；自 2019 年 1 月 1 日起执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》。

2017—2018 年，公司合并范围未发生变更，截至 2019 年末，公司合并范围内子公司数量为 6 家，较年初增加 1 家。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 7 家，较年初新增 1 家。近年来，公司主营业务未发生变化，会计政策连续，合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 50.78 亿元，负债合计 20.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 29.66 亿元。2019 年，公司实现营业收入

24.70 亿元，净利润（含少数股东损益）6.06 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.39 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 53.85 亿元，负债合计 21.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 31.76 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.34 亿元，净利润（含少数股东损益）2.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.29 亿元。

2. 资产质量

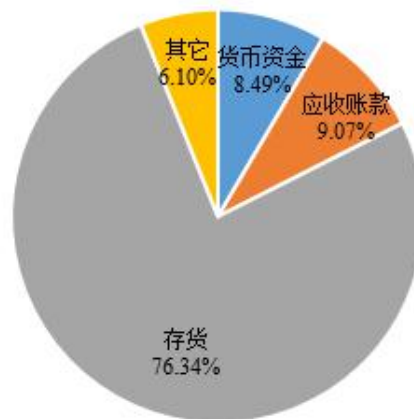
2017—2019 年，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，整体资产受限比例很低；但存货规模很大，对资金形成占用，且存在一定减值风险，公司资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 37.28%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 50.78 亿元，较年初增长 49.26%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 84.45%，非流动资产占 15.55%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 39.88%。截至 2019 年末，公司流动资产为 42.89 亿元，较年初增长 51.12%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 8.49%）、应收账款（占 9.07%）和存货（占 76.34%）构成，具体情况如下图所示。

图 5 截至 2019 年末公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 123.16%。截至 2018 年末，公司货币资金账面价值为 4.35 亿元，较年初增长 494.59%，主要系公司理财到期回收所致。截至 2019 年末，公司货币资金为 3.64 亿元，较年初下降 16.25%；货币资金中有 1.16 亿元受限资金，受限比例为 31.78%，主要为外汇交易保证金、结构性存款，受限比例较高。

2017—2019 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 30.15%。截至 2018 年末，公司应收账款账面价值 1.76 亿元，较年初降低 23.34%，主要系 2018 年客户结构发生部分变化使得当年账期降低所致。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 3.89 亿元，较年初增长 120.96%，主要系销售额增加所致；应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 0.08 亿元；应收账款前五大欠款方合计欠款金额为 2.83 亿元，占应收账款余额比为 72.78%，集中度高。

2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 59.07%。截至 2019 年末，公司存货为 32.74

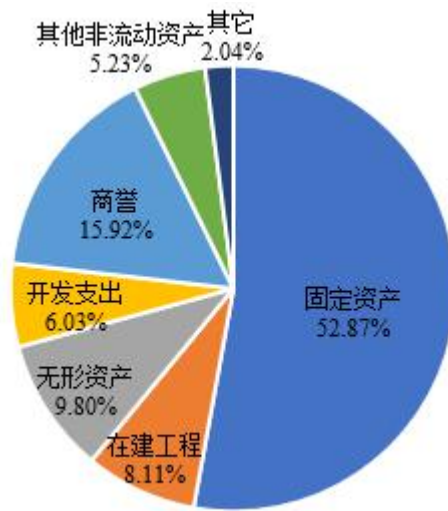
亿元，较年初增长 67.76%，主要系原材料价格上涨，采购数量增加所致；存货主要由原材料（占 80.33%）构成，累计计提存货跌价准备 0.11 亿元。公司存货规模大，若未来肝素市场发生重大波动，相关产品市场价格下降，公司存货将面临一定减值风险。

2017—2019 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 64.69%。截至 2019 年末，公司其他流动资产为 0.70 亿元，较年初下降 51.21%，主要系理财产品到期赎回所致。

(2) 非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 25.31%。截至 2019 年末，公司非流动资产为 7.90 亿元，较年初增长 39.93%，公司非流动资产主要由固定资产（占 52.87%）、在建工程（占 8.11%）、无形资产（占 9.80%）、开发支出（占 6.03%）、商誉（占 15.92%）和其他非流动资产（占 5.23%）构成。

图 6 截至 2019 年末公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 23.41%。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 2.44 亿元，较年初下降 10.97%，主要系计提折旧所致。截至 2019 年末，公司固定资产 4.17 亿元，较年初增长 71.06%，主要系在建工程完工转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 23.88%）、机器设备（占 56.80%）构成，累计折旧 2.70 亿元；固定资产成新率 42.07%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 29.38%。截至 2018 年末，公司在建工程账面价值为 2.27 亿元，较年初大幅增长 77.04%，主要系公司增加注射用药品生产线技改扩能项目、低分子肝素钠产能扩大项目和研发中心建设项目等项目投入所致。截至 2019 年末，公司在建工程为 0.64 亿元，较年初下降 71.83%，主要系肝素钠和相关产品建设项目和肝素钠制剂产能扩大项目部分完工转入固定资产所致。

2017—2019 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 35.21%。截至 2019 年末，公司无形资产为 0.77 亿元，较年初增长 61.19%，主要系公司收购 Meitheal Pharmaceuticals 所致。公司无形资产主要由药品注册批件（占 65.74%）、土地使用权（占 32.59%）构成，累计摊销 0.13 亿元，未计提减值准备。

2017—2019 年，公司开发支出逐年增长，年均复合增长 352.24%。截至 2019 年末，公司开发

支出为 0.48 亿元，较年初增长 85.87%，主要系医药研发支出增加所致。

截至 2019 年末，公司商誉为 1.26 亿元，较年初增加 1.26 亿元，主要系公司收购 Meitheal Pharmaceuticals 所致。Meitheal Pharmaceuticals 不存在业绩承诺，经公司测试，截至 2019 年末，与其资产组相关的商誉未发生减值。

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 5.11%。截至 2018 年，公司其他非流动资产为 0.09 亿元，主要系理财产品余额减少所致。截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 0.41 亿元，较年初增长 361.30%，主要系预付工程设备款增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 1.80 亿元，占总资产的 3.55%，受限比例低，包括受限货币资金 1.16 亿元、用于借款抵押的固定资产 0.54 亿元和用于抵押借款的无形资产 0.11 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 53.85 亿元，较年初增长 6.04%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 85.53%，非流动资产占 14.47%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

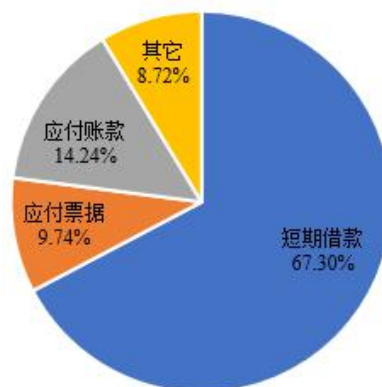
2017—2019 年，公司负债规模逐年大幅增长，以流动负债为主；公司整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待优化。

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 79.68%。截至 2019 年末，公司负债总额为 20.74 亿元，较年初增长 111.40%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 98.02%，非流动负债占 1.98%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

流动负债

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 83.08%。截至 2019 年末，公司流动负债为 20.33 亿元，较年初增长 114.62%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 67.30%）、应付票据（占 9.74%）和应付账款（占 14.24%）构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 105.87%。截至 2018 年末，公司短期借款账面价值为 3.20 亿元，较年初下降 0.91%，全部由信用借款构成。截至 2019 年末，公司短期借款为 13.68 亿元，较年初增长 327.69%，主要系短期银行借款增加所致。短期借款中，质押借款占 35.91%，信用借款占 64.09%。

2017—2019年，公司应付票据波动增长，年均复合增长28.68%。截至2018年末，公司应付票据账面价值2.04亿元，较年初大幅增长70.31%，主要系票据结算规模扩大所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至2019年末，公司应付票据为1.98亿元，较年初下降2.77%，变化不大。

2017—2019年，公司应付账款波动增长，年均复合增长79.37%。截至2018年末，公司应付账款账面价值3.09亿元，较年初大幅增长242.98%，主要系原材料价格上涨，企业大量备货，期末已到货未支付的材料款相应增加所致。截至2019年末，公司应付账款为2.90亿元，较年初下降6.19%，主要系票到付款增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长81.05%。截至2019年末，公司其他应付款为0.62亿元，较年初增长26.96%，主要系保证金及押金增加所致。

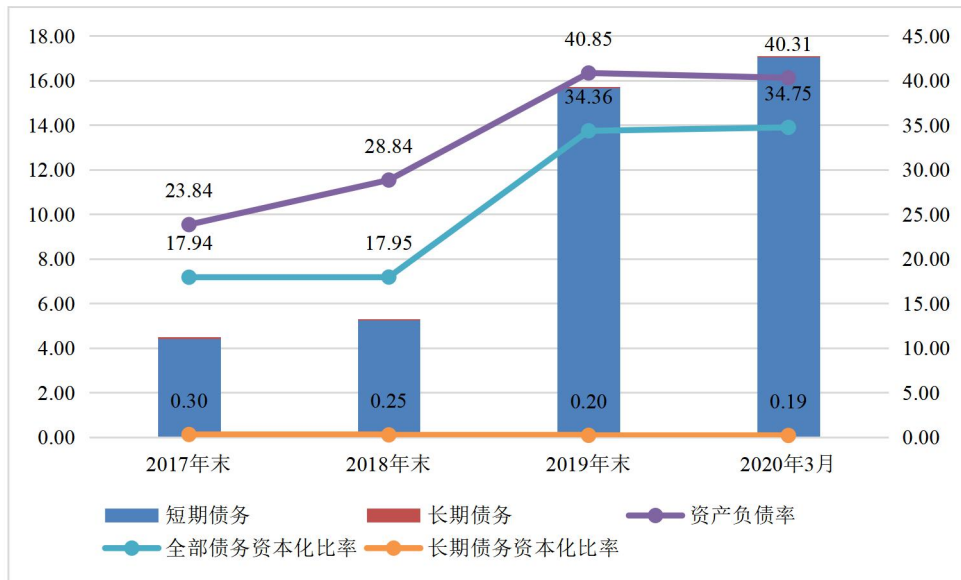
非流动负债

2017—2019年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长6.94%。截至2018年末，公司非流动负债合计0.34亿元，较年初下降5.76%，主要系递延收益减少所致。截至2019年末，公司非流动负债为0.41亿元，较年初增长21.35%，主要系递延收益增加所致。公司非流动负债包含长期应付款（占15.04%）和递延收益（占84.96%）。

2017—2019年，公司长期应付款金额未发生变化，均为0.06亿元，系南京市高新技术产业开发区管委会给予公司的财政扶持资金无息借款，借款期限为2011年12月至2026年12月；借款合同约定，若公司在高新区经营期未满足十五年，则借款到期日相应提前。

2017—2019年，公司递延收益波动增长，年均复合增长8.32%。截至2018年末，公司递延收益为0.28亿元，较年初下降6.96%，均为政府补助。截至2019年末，公司递延收益为0.35亿元，较年初增长26.11%，主要系肝素钠制剂产能扩大项目新增补助所致。

图8 近年来公司债务构成及债务指标变化情况图（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报

从债务结构看，2017—2019年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长87.22%。截至2019年末，公司全部债务为15.73亿元，较年初增长196.81%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占99.61%，长期债务占0.39%，以短期债务为主。截至2019年末，短期债务15.66亿元，较年初增长199.13%，主要系短期借款增加所致；长期债务0.06亿元，较年初无变化。2017—2019

年，公司资产负债率分别为 23.84%、28.84%和 40.85%，逐年上升；全部债务资本化比率分别为 17.94%、17.95%和 34.36%，逐年上升；长期债务资本化比率分别为 0.30%、0.25%和 0.20%，逐年下降。公司整体债务负担逐年加重，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 21.71 亿元，较年初增长 4.64%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 98.11%，非流动负债占 1.89%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 17.12 亿元，较年初增长 8.85%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 17.06 亿元，较年初增长 8.89%，主要系短期借款增加所致；长期债务 0.06 亿元，较年初没有变化。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.31%、34.75%和 0.19%，较年初分别下降 0.54 个百分点、上升 0.39 个百分点和下降 0.01 个百分点。

(2) 所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，但权益稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 20.99%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 30.04 亿元，较年初增长 24.08%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.75%，少数股东权益占比为 1.25%。归属于母公司所有者权益 29.66 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 24.22%、12.01%、0.30%和 57.77%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 32.15 亿元，较年初增长 7.01%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.79%，少数股东权益占比为 1.21%。归属于母公司所有者权益 31.76 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 22.62%、11.31%、0.35%和 60.40%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

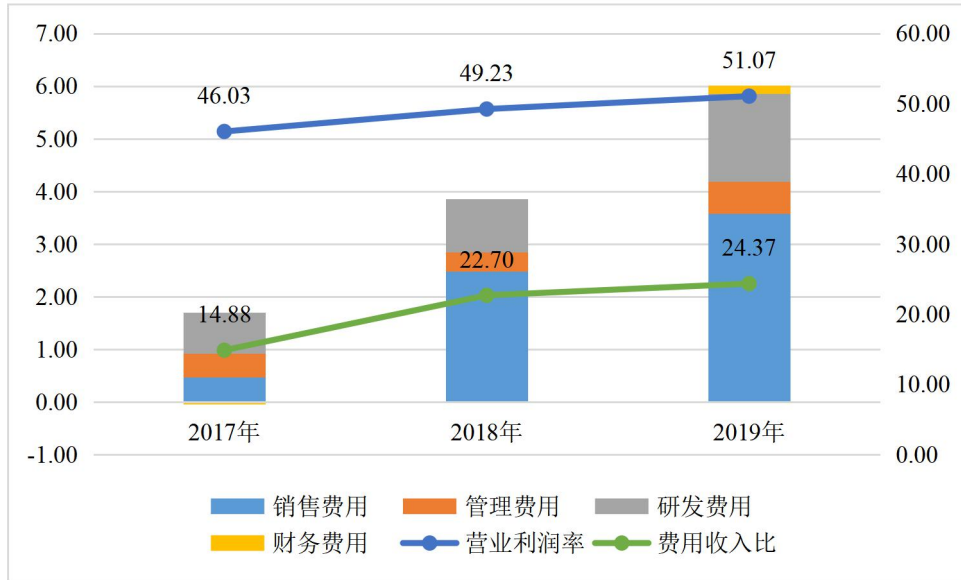
2017—2019 年，公司收入规模逐年增长，费用控制能力较强，净利润逐年增长，整体盈利能力很强。

受产品销量及销售价格提升影响，2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 48.98%；公司营业成本逐年增长，年均复合增长 42.07%，主要系原材料价格增长所致。2017—2019 年，公司营业利润分别为 3.52 亿元、4.60 亿元、6.68 亿元，年均复合增长 37.63%，净利润分别为 3.14 亿元、4.25 亿元、6.06 亿元，年均复合增长 38.90%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 90.63%。2019 年，公司期间费用总额为 6.02 亿元，较上年增长 55.91%，主要系销售费用增加所致，从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 59.54%、10.14%、27.64%和 2.68%，以销售费用为主。2017—2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 176.19%。2019 年公司销售费用为 3.58 亿元，较上年增长 44.65%，主要系制剂销售规模迅速扩大，差旅费和推广费用增加所致。2017—2019 年，公司管理费用波动增长，年均复合增长 15.45%。2019 年公司管理费用为 0.61 亿元，较上年增长 63.07%，主要系公司合并 Meitheal Pharmaceuticals 所致。2017—2019 年，公司研发费用逐年增长，年均复合增长 46.81%。2019 年，公司研发费用为 1.66 亿元，较上年增长 64.40%，主要系持续加大研发创新力度，研发投入相应增加所致。2017—2019 年，财务费用分别为-434.25

万元、-31.28 万元和 1,613.40 万元，主要系 2019 年公司贷款增加及汇率变动所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 14.88%、22.70%和 24.37%，呈逐年上升态势，整体费用控制能力较强。

图 9 2019 年公司费用构成及变动情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司所取得的投资收益分别为 0.07 亿元、0.09 亿元和 0.11 亿元，对公司营业利润贡献不大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 46.03%、49.23%和 51.07%，逐年上升。2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 16.17%、15.90%和 16.69%，波动上升；公司总资产报酬率分别为 17.10%、15.64%和 16.57%，波动下降；公司净资产收益率分别为 18.67%、18.98%和 22.35%，逐年上升。从同行业比较情况看，公司总资产报酬率、净资产收益率处于行业较高水平，销售毛利率均处于行业中等水平。具体情况如下表所示。

表 13 同行业上市公司 2019 年盈利能力情况（单位：%）

企业名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
千红制药	10.35	10.80	47.87
常山药业	7.80	8.62	73.09
东诚药业	6.11	3.65	59.35
海普瑞	10.57	15.79	37.31
以上平均值	8.71	9.72	54.41
健友股份	16.48	22.46	51.24

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.34 亿元，较上年同期增长 20.35%，实现净利润 2.04 亿元，较上年同期增长 37.04%。

5. 现金流

2017—2019 年，由于大规模备货原材料，公司经营活动现金流状况和现金收入实现质量一般；

公司资本性支出较小，投资活动主要系公司买卖理财产品产生，公司投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额波动较大。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为11.10亿元、18.33亿元和25.99亿元，逐年增长，年均复合增长53.00%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为9.89亿元、16.16亿元和23.40亿元，年均复合增长53.84%。2017—2019年，公司经营活动现金流出量分别为13.45亿元、17.71亿元和34.40亿元，逐年增长，年均复合增长59.94%，其中2019年，公司经营活动现金流出量为34.40亿元，较上年增长94.29%，主要系公司备货原材料所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司经营活动现金流入净额分别为-2.35亿元、0.62亿元和8.41亿元，2017年，经营活动产生的现金流量净额为负主要系公司备货原材料所致。2017—2019年，公司现金收入比率分别为88.84%、95.07%和94.74%，波动上升，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为16.06亿元、29.49亿元和17.33亿元，波动增长，年均复合增长3.89%，主要为收回理财产品所收到的现金。2017—2019年，公司投资活动现金流出量分别为21.99亿元、27.44亿元和18.87亿元，波动下降，年均复合下降7.37%，主要为投资理财产品支出的现金。受上述因素影响，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.93亿元、2.04亿元和-1.54亿元。

从筹资活动看，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为11.26亿元、7.95亿元和20.65亿元，波动增长，年均复合增长35.41%，主要为取得银行借款和吸收投资收到的现金。2017年吸收投资收到的现金为公司上市募集资金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量分别为5.03亿元、8.51亿元和11.14亿元，逐年增长，年均复合增长48.85%，主要系公司偿还债务所致。受上述因素影响，2017—2019年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为6.24亿元、-0.56亿元和9.51亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出0.90亿元；公司投资活动现金净流入0.30亿元；公司筹资活动现金净流入1.81亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司行业地位突出，经营规模较大，客户质量较好等因素，其整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019年，公司流动比率分别为3.61倍、3.00倍和2.11倍，逐年下降；速动比率分别为1.48倍、0.94倍和0.50倍，流动资产对流动负债的保护程度逐年下降；现金短期债务比分别为0.17倍、0.86倍和0.28倍，现金类资产对短期债务的保障程度波动较大。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标来看，2017—2019年，公司EBITDA分别为4.02亿元、5.17亿元和7.48亿元，呈逐年增长态势。2019年，公司EBITDA主要由折旧（占5.57%）、利润总额（占91.00%）构成。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.90倍、0.98倍和0.48倍，EBITDA对债务的保障能力较强，EBITDA利息倍数分别为90.65倍、57.42倍和33.84倍，EBITDA对利息的保障能力很强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2020年3月末，公司拥有银行综合授信额度合计33.07亿元，未使用银行授信约为17.96亿元²，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2020年3月末，公司无对外担保事项。

²公司授信总额度以人民币计，公司存在外币银行借款，未使用授信额度系以2020年3月末汇率换算得到。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2020 年 4 月 22 日，公司无已结清和未结清的关注及不良类贷款，过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

截至2019年末，公司本部资产总额大幅增长，以流动资产为主，货币资金规模较小；负债总额大幅增长，债务负担处于合理水平；所有者权益稳定性较弱。2019年，公司本部收入贡献较大，盈利能力较强；由于大规模备货原材料，经营活动现金由净流入转为净流出状态。

截至2019年末，公司本部资产总额为46.62亿元，较年初增长50.72%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产为40.89亿元（占比87.70%），非流动资产为5.73亿元（占比12.30%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占12.56%）和存货（占76.85%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占22.33%）和固定资产（占61.28%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为1.79亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额为21.66亿元，较年初增长111.00%。其中，流动负债为21.36亿元（占比98.60%），非流动负债为0.30亿元（占比1.40%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占62.80%）和应付账款（占21.38%）构成，非流动负债主要由长期应付款（占20.32%）和递延收益（占79.68%）构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为46.46%，较年初上升13.27个百分点。

截至2019年末，公司本部所有者权益为24.96亿元，较年初增长20.78%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为7.18亿元（占28.78%）、资本公积3.60亿元（占14.41%）、未分配利润12.49亿元（占50.04%）和盈余公积1.81亿元（占7.24%），所有者权益稳定性较弱。

2019年，公司本部营业收入为22.05亿元，净利润为4.94亿元。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为-9.33亿元；投资活动现金流量净额为-1.18亿元；筹资活动现金流量净额为9.24亿元。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司债务总额为 17.12 亿元，本次拟发行可转换公司债券规模为 7.80 亿元，相对于目前公司债务规模，本次可转换公司债券发行额度对公司整体债务有较大影响。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 7.80 亿元，本次可转换公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.31%、34.75%和 0.19%上升至 47.86%、43.67%和 19.65%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到可转换债券具有转股的可能性，如公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2019 年度相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 7.48 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（7.80 亿元）的 0.96 倍，公司 EBITDA 对本次可转换公司债券的保护程度尚可。公司经营活动现金流入量为 25.99 亿元，是本次可转换公司债券发行额度（7.80 亿元）的 3.33 倍，经营活动现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度较高；

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 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%，或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力，并且，公司拟使用募集资金补充流动资金，补充了公司营运资金，提升了公司流动性。综合来看，公司偿债能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、技术水平、经营规模以及客户质量等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对本次可转债的偿还能力很强。

九、综合评价

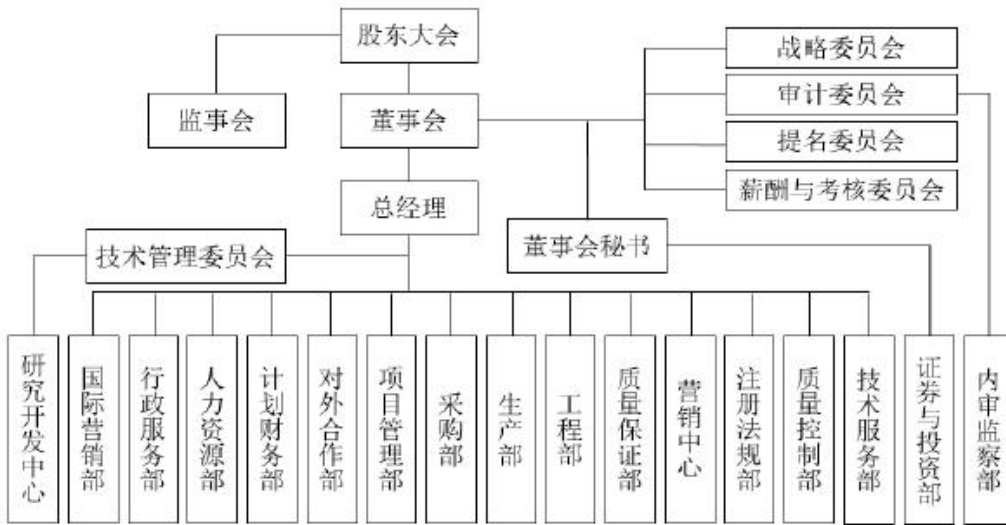
公司作为国内肝素钠原料药主要生产企业之一，在行业地位、技术水平、经营规模以及客户质量等方面具有较强的综合竞争优势。公司通过产业链延伸进入肝素制剂及 CDMO 领域，进一步完善了产业链布局。近年来，公司产销情况良好，收入规模及盈利水平逐年提升，整体盈利能力很强。同时联合评级也关注到原材料价格波动较大、大额存货对营运资金形成占用、债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司制剂收入进一步拓展销售，在申报和在研品种等不断上市，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 7.80 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险“很低”。

附件 1 南京健友生化制药股份有限公司 组织结构图



附件 2 南京健友生化制药股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	26.95	34.02	50.78	53.85
所有者权益 (亿元)	20.52	24.21	30.04	32.15
短期债务 (亿元)	4.42	5.24	15.66	17.06
长期债务 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06
全部债务 (亿元)	4.49	5.30	15.73	17.12
营业收入 (亿元)	11.13	17.00	24.70	7.34
净利润 (亿元)	3.14	4.25	6.06	2.04
EBITDA (亿元)	4.02	5.17	7.48	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.35	0.62	-8.41	-0.90
应收账款周转次数 (次)	7.17	8.24	8.53	--
存货周转次数 (次)	0.60	0.53	0.46	--
总资产周转次数 (次)	0.53	0.56	0.58	0.14
现金收入比率 (%)	88.84	95.07	94.74	104.37
总资本收益率 (%)	16.17	15.90	16.69	--
总资产报酬率 (%)	17.10	15.64	16.57	--
净资产收益率 (%)	18.67	18.98	22.35	6.56
营业利润率 (%)	46.03	49.23	51.07	55.59
费用收入比 (%)	14.88	22.70	24.37	23.89
资产负债率 (%)	23.84	28.84	40.85	40.31
全部债务资本化比率 (%)	17.94	17.95	34.36	34.75
长期债务资本化比率 (%)	0.30	0.25	0.20	0.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	90.65	57.42	33.84	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.90	0.98	0.48	--
流动比率 (倍)	3.61	3.00	2.11	2.16
速动比率 (倍)	1.48	0.94	0.50	0.55
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.86	0.28	0.30
经营现金流动负债比率 (%)	-38.67	6.58	-41.38	-4.25
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.52	0.66	0.96	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2020 年 1-3 月份财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币，长期应付款调入长期债务计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 南京健友生化制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年南京健友生化制药股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南京健友生化制药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南京健友生化制药股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南京健友生化制药股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现南京健友生化制药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如南京健友生化制药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至南京健友生化制药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南京健友生化制药股份有限公司、监管部门等。

