上海复星医药（集团）股份有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

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.

概述

编号：【新世纪债评(2021)010119】

评级对象： 上海复星医药（集团）股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）

主体信用等级： AAA
评级展望： 稳定
债项信用等级： AAA　　**评级时间：** 2021 年 1 月 20 日

计划发行：	50 亿元		
本期发行：	本期债券基础发行规模 10 亿元，超额配售规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）	发行目的：	补充公司营运资金和偿还计息债务本息
存续期限：	品种一期限为 4 年；品种二期限为 5 年	偿还方式：	每年付息一次，到期一次还本
增级安排：	无		

主要财务数据及指标

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	6.55	8.50	9.05	4.22
刚性债务	81.67	108.34	105.71	110.94
所有者权益	214.13	247.29	259.57	264.08
经营性现金净流入量	-1.16	-2.30	-1.90	-0.78
合并口径数据及指标：				
总资产	619.71	705.51	761.20	805.48
总负债	322.30	369.59	369.15	410.65
刚性债务	206.09	235.92	221.52	252.81
所有者权益	297.41	335.93	392.04	394.83
营业收入	185.34	249.18	285.85	221.03
净利润	35.85	30.20	37.44	27.50
经营性现金净流入量	25.80	29.50	32.22	24.53
EBITDA	55.85	58.56	69.81	—
资产负债率[%]	52.01	52.39	48.50	50.98
权益资本与刚性债务比率[%]	144.31	142.39	176.98	156.18
流动比率[%]	90.70	100.44	117.03	100.84
现金比率[%]	48.47	55.10	58.68	46.71
利息保障倍数[倍]	7.88	4.81	5.12	—
净资产收益率[%]	13.04	9.54	10.28	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.32	17.09	18.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.23	-6.63	8.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.49	6.25	6.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.26	0.31	—

注：根据复星医药经审计的 2017～2019 年及未经审计的 2020 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师
武嘉妮 wjn@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@shxsj.com
Tel：(021)63501349　Fax: (021)63500872
上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **行业发展前景较好。**近年来，我国医药市场继续扩大，同时政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策，有利于行业的规范及集中度的提高，行业发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药收入保持增长，在部分细分市场保持了较明显的优势地位。同时，公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强，经营环节现金流状况较好，权益资本实力雄厚，财务状况良好。
- **资金成本优势。**复星医药融资渠道畅通且多样，综合融资成本较低为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险：

- **并购资金压力、估值风险及整合风险。**外延式扩张是复星医药实现业务快速发展的重要方式之一。近年来公司海外并购较快，资金压力较大，形成一定的估值风险和较大的整合风险。
- **药品降价压力。**医保控费或将影响医药制造行业用药结构，药品面临较大降价压力，对业内企业的成本控制提出挑战。
- **新药研发不达预期风险。**药品存在研发周期长、技术风险大等特点，复星医药新药研发存在一定不确定性。

- **药品质量安全风险。**药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，复星医药采取的诸多防范措施可有效降低但不能完全消除药品安全风险。

➢ 未来展望

通过对复星医药及其发行的本期公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次公司债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

上海复星医药（集团）股份有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海复星医药（集团）股份有限公司（简称“复星医药”、“该公司”或“公司”）前身为上海复星实业有限公司，首次注册登记日为 1994 年 1 月 14 日，后经上海市人民政府沪府（1998）23 号文批准，以上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星高科”）、上海广信科技发展有限公司、上海英富信息发展有限公司、上海申新实业（集团）有限公司和上海西大堂科技投资发展有限公司为发起人，通过向社会公开发行股票的方式，整体变更为股份有限公司，并更名为上海复星实业股份有限公司。经中国证监会证监发字（1998）163 和 164 号文批准，公司于 1998 年 6 月 25 日向社会公开发行 5,000 万股普通股股票（含 500 万股职工股），发行后总股本为 15,070 万股。同年 8 月 7 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易〔股票简称和代码分别为“复星实业”和“600196”〕。2004 年 12 月公司更为现名，股票简称变更为“复星医药”，股票代码不变。截至 2020 年 9 月末，公司总股本为 2,562,898,545 股。

该公司业务覆盖药品制造与研发、医疗器械与医学诊断、医疗服务、医药分销与零售等医药健康产业链的多个重要环节，形成了以药品制造与研发为核心，同时涵盖医疗器械与医学诊断、医疗服务等领域。根据 IQVIA 统计，2019 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 10。

2. 债项概况

（1）债券条款

经中国证监会证监许可【2020】701 号文件注册，该公司计划面向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 50 亿元的公司债券。本期债券基础发行规模 10 亿元，超额配售规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券分设两个品种，其中品种一期限为 4 年，第 2 个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年，第 3 个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金和偿还计息债务本息。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	上海复星医药（集团）股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）
注册额度：	50 亿元人民币
本期发行规模：	基础发行规模 10 亿元，超额配售规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）
本期债券期限：	品种一期限为 4 年；品种二期限为 5 年
定价方式：	按面值发行
增级安排：	无

资料来源：复星医药

该公司从 2008 年起先后发行了多期短期及超短期融资券、中期票据和公司债，均正常偿付本息。截至 2020 年 9 月末，公司尚未到期余额共计 74.8645 亿元。

图表 2. 公司存续期债券概况

债项名称	当前余额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	到期时间	备注
16 复药 01	29.945	5	3.35	2016/3/4	2021/3/4	第三年末附回售条款
17 复药 01	10.9195	5	4.50	2017/3/14	2022/3/14	第三年末附回售条款
18 复药 01	13.00	5	5.10	2018/8/13	2023/8/13	第三年末附回售条款
18 复药 02	5.00	4	4.47	2018/11/30	2022/11/30	第二年末附回售条款
18 复药 03	10.00	5	4.68	2018/11/30	2023/11/30	第三年末附回售条款
20 复星医药 SCP001	6.00	0.7397	2.50	2020/02/28	2020/11/27	

资料来源：Wind（截至 2020 年 9 月末）

（2）募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金和偿还计息债务本息。

（3）信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反

弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020 年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我

国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的状态。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。2020 年新冠肺炎疫情爆发短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好，同时也为药品零售和电商企业带来发展机遇。中长期影响则将取决于疫情结束后医药医疗卫生领域的进一步改革。

A. 行业概况

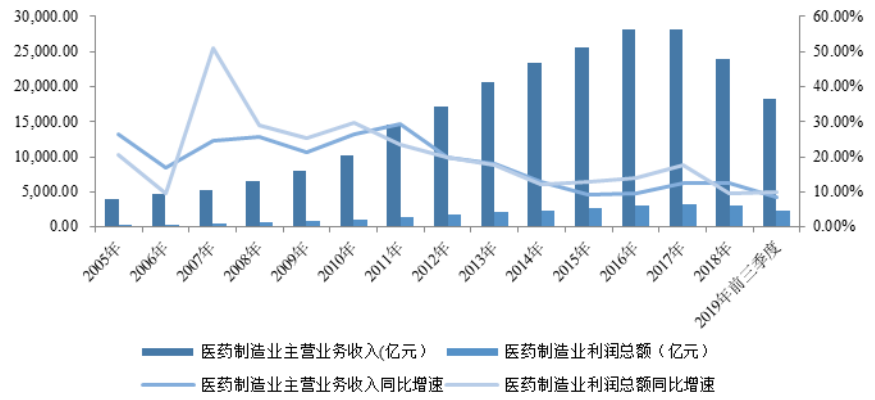
医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。根据国家统计局数据显示，2011~2017 年，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%，总体呈现出良好的运营趋势。

2018 年，我国医药制造行业[1]实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速提升 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，下降 8.3 个百分点。2019 年前三季度，我国医药制造行业[2]规模以上企业实现营业收入 18,184.20 亿元，同比增长 8.40%；利润总额 2,390.30 亿元，

[1] 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。
[2] 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起，用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

同比增长 10.00%。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

图表 3. 我国医药制造行业营业收入及利润总额情况



资料来源：Wind 资讯、国家统计局等

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。根据《2018 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.45 亿人，同比增加 1.68 亿人，其中参加城乡居民基本医疗保险人数 8.97 亿人，同比增加 0.24 亿人。全年资助 4,972 万人参加基本医疗保险，医疗救助 3,825 万人次。当年末全国共有医疗卫生机构 100.4 万个，其中医院 3.2 万个，全年总诊疗人次 84.2 亿人次。

图表 4. 我国医药制造行业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
我国人口数（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95
60 岁以上人口占比（%）	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	4.43	5.54	6.81	8.13	9.31	10.77	14.42	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93
国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20
卫生费用（万亿元）	2.43	2.81	3.17	3.53	4.10	4.63	5.26	—

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

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。涉及药品生产、流通、使用等方面的相关政策陆续实施：优先评审药品注册政策落实，加快了药品的研发上市进程；仿制药一致性评价政策持续推进，相关配套政策如带量采购政策与各地挂网政策连续出台，有利于仿制药质量整体提升和产业集中度提高；国家医保局正式挂牌成立，集中采购、医保谈判、医保统筹等多项医保政策的实施，将统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”改革；“两票制”在全国范围内全面推开，促进医药流通行业整合加速；分级诊疗、新版国家基药目录、临床路径的逐步推广也正在推动行业变革。

2018 年 9 月 19 日，国务院发布了《关于完善国家基本药物制度的意见》；10 月 25 日，国家卫健委发布《关于印发国家基本药物目录（2018 年版）的通知》，2018 版基药目录共调入药品 187 种，调出 22 种（其中有 17 个为化药），目录总品种数量由原来的 520 种增加到 685 种，其中西药 417 种、中成药 268 种。此次目录调整优化了结构，突出常见病、慢性病以及负担重、危害大疾病和公共卫生等方面的基本用药需求，注重儿童等特殊人群用药。新版目录发布实施后，将能够覆盖临床主要疾病病种，更好适应基本医疗卫生需求，为进一步完善基本药物制度提供基础支撑，高质量满足人民群众疾病防治基本用药需求。

2018 年 11 月 15 日，上海市阳光采购网公布《4+7 城市药品集中采购文件》，明确国家启动组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市，针对 31 个药品进行带量采购。12 月 6 日发布中选结果，选取品种售价平均降价 52%，最高降价 96%。国家带量采购政策，通过促进竞争，推动药品降价和仿制药替代；通过设定质量标准和带量采购，推动医药企业结构和产品结构升级，允许通过一致性评价的仿制药与原研药公平竞争，促进一致性评价工作；通过挤掉药品销售费用、改变“带金销售”模式，净化医务人员行医环境，促进合理用药。医药制造企业在这一政策下，必须在确保药品质量的前提下降低制造成本和管理费用。

医药流通方面，新修订的《药品经营质量管理规范》对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

图表 5. 我国医药制造行业主要政策情况

领域	时间	政策	内容	作用及影响

领域		时间	政策	内容	作用及影响
研发端		2015.7	临床数据自查	药品注册申请人需对申报药品自查确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整；并对自查完成后发现的临床试验数据真实性存在问题的相关申请人、组织机构处以一定惩罚。	解决审批药品大量积压阻碍药品审批进度问题，促进真正有临床效果的药品进入市场。
		2015.12	优先审评审批	对创新药和临床急需药品进行优先审评。	减少了创新药、临床急需用药排队时间、提高研发效率、加快新药上市。
		2016.6	药品上市许可持有人制	生产权和上市权分离（批件持有人和生产企业分离）。	加快药物技术到产品的转化率以及药企GMP生产线的利用率，轻资产研发型企业有望脱颖而出。
		2017.10	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等六个方面鼓励药品、医疗器械创新；加强创新权益保护；明确上市许可持有人的责任。	激发医药研发的活力，促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，让更多的新药好药和先进医疗器械上市，满足公众医疗需要。
生产端		2016.3	仿制药一致性评价	仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用；2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价。	通过一致性评价的品种，将会受到医保支付、医疗机构采购等方面政策支持。
流通端		2016.5	营改增	医药流通行业属于交通运输业范畴，试用税率从以前的 5%调整至11%。	医药流通企业税负加大，医药流通难以进行底价开票、过票等操作。
		2016.12	两票制	药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票。	减少中间环节加价，有利于降低药价；颠覆药企结算模式，以底价销售给代理商的药企开票或将转为高开模式，税负进一步提高。
终端	采购	2015.2	集中采购	—	控制药品价格，缓解药品价格虚高问题。
		2018.11	4+7 药品带量采购	根据采购文件，北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市进行国家组织药品集中采购试点。	节省医保基金，在保障药品质量的同时大幅降低药价，促进仿制药替代原研，通过降药价和保用量，大幅降低药企销售成本。
	支付	2016.11	医保控费	限定药品和服务的支付目录；限制药品和服务的价格；提高个人缴费水平。	药品价格普遍呈下降趋势。
	服务	2015.9	分级诊疗、多点医疗	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊；医师多点执业是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。	合理医疗资源配置，缓解大中型医院诊疗压力，提升整体医疗服务效率。
	应用	2017.2	新医保目录	新增加药品 339 个，增幅约 15%；重点突出儿童药、创新药、重大疾病常用药等领域；并提到 45 种拟谈判药品可通过谈判降价后纳入目录。	入选品种有望迎来销量增长。
		2018.10	国家基本药物目录	新版基药目录由 520 种增至 685 种，更强调了基药临床必需、疗效	入选品种有望迎来销量增长。

领域	时间	政策	内容	作用及影响
		（2018 年版）	确切的属性，癌症、儿科、慢性病等病种成为此次目录调整焦点	
	2019.11	国家医保药品目录（2019 年版）	最终有 70 个新药“入围”，包括 52 个西药和 18 个中成药	新药平均降价达六成，但入选品种有望迎来销量增长。
其他	2018.5	国家医疗保障局成立	新组建的国家医保局不仅整合财政、人社、卫健、民政及发改等多个部门相关职责，同时还集中了基金支付、药品采购和价格管理三项重要权利。	改变医疗行业监管规则，对医疗和医药市场产生深远变革。

资料来源：新世纪评级整理。

C. 竞争格局/态势

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

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。

D. 风险关注

产业政策及体制改革风险。医药行业受政策影响深。药品生产和销售须取得食品药品监督管理部门颁发的相关许可，药品质量受严格的法规规范。同时，医药领域面临行业整合和产业升级。药品降价政策措施亦会对医药行业盈利水平和生产成本产生一定影响。

药品质量、环保风险。作为直接关系到生命健康的特殊商品，药品出现质量问题将对制药企业的市场声誉，造成不利影响进而影响到其生产经营。此外，医药生产企业在生产过程中还面临环保风险，或将增加公司的环保费

用支出。

研发风险。医药生产企业需要不断研发新药来保持自身的竞争能力。如果新药不能适应不断变化的市场需求、新产品开发失败或难以被市场接受，将加大企业的经营成本，对企业的盈利水平和未来发展产生不利影响。

医疗事故风险。医疗服务行业面临一定的医疗事故风险，手术失误、医生误诊、治疗检测设备事故等都会造成的投诉及纠纷。一旦发生较大的医疗事故，该医疗服务机构将面临相关赔偿和损失的风险，也会对该医疗服务机构的经营业绩、品牌及市场声誉造成不利影响。

2. 业务运营

通过“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，该公司实现了快速发展；公司现已形成了以药品制造与研发业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务整合发展的产业格局。公司药品制造与研发业务的产品在新陈代谢及消化道、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购整合的压力。近年来，公司收入规模持续增长，期间费用虽对利润造成一定吞噬，但公司毛利率高且投资收益规模突出，整体盈利能力较强。

2020 年新冠肺炎疫情爆发短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，总体而言对该公司业务构成利好。

该公司以药品制造与研发业务为核心，还从事医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务，并通过投资国药控股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。公司采取“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。

图表 6. 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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
药品研发与制造	国内为主向全球化过渡	横向与纵向兼顾	销售规模/研发/品牌质量
医疗器械与医学诊断	国内、国外均有	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理
医疗服务	国内为主	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理

资料来源：复星医药

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年前三季度	2019 年前三季度
营业收入合计	185.34	249.18	285.85	221.03	212.28
其中：主营业务收入（亿元）	184.98	248.83	285.42	220.79	212.20
主营业务收入占比（%）	99.81	99.86	99.85	99.89	99.96
其中：（1）药品制造与研发	131.95	186.81	217.66	159.33	162.68
在营业收入中占比（%）	71.2	74.97	76.14	72.09	76.60
（2）医疗器械与医学诊断	32.14	36.39	37.36	39.01	27.30
在营业收入中占比（%）	17.34	14.60	13.07	17.65	12.85
（3）医疗服务	20.88	25.63	30.40	22.44	22.39
在营业收入中占比（%）	11.27	10.29	10.63	10.15	10.54
综合毛利率（%）	58.95	58.40	59.62	55.87	59.79
其中：药品制造与研发（%）	66.42	65.09	65.64	62.06	66.22
医疗器械与医学诊断（%）	49.25	48.11	52.38	51.90	51.76
医疗服务（%）	27.87	26.34	25.52	19.15	23.59

资料来源：复星医药

该公司现有业务主要涉及药品制造与研发、医疗器械和医学诊断、医疗服务，2019 年以上三项业务分别贡献收入的 76.14%、13.07%和 10.63%。2017-2019 年和 2020 年前三季度，公司分别实现营业收入 185.34 亿元、249.18 亿元、285.85 亿元和 221.03 亿元，同比增幅分别为 26.69%、34.45%、14.72%和 4.12%，维持增长，增长主要来源于医药制造与研发业务收入的增加。

图表 8. 公司收入增长动因

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	185.34	249.18	285.85
同比增长（%）	26.69	34.45	14.72
内生式增长（%）	20.26	20.43	未披露

资料来源：复星医药

注 1：2017 年内生式增长系剔除 2017 年新并购企业的贡献及 2016 年并购企业的可比因素等影响后的同比增长

注 2：2018 年内生式增长系剔除新并购企业的可比因素等影响后的同比增长

A. 药品制造与研发业务

近年来，“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，该公司药品制造与研发业务增长较快。2017-2019 年和 2020 年前三季度，公司该项业务分别实现收入 131.95 亿元、186.81 亿元、217.66 亿元和 159.33 亿元；同期毛利率分别为 66.42%、65.09%、65.64%和 62.06%，保持在较高水平。其中 2020 年前三季度毛利率同比有所下降主要系受疫情影响，医院非疫情手术及门诊延期执行；加之期内公司未能及时复工复产，导致抗感染、中枢神经和血液系统等领域的注射剂产品销量下降，单位固定成本上升所致。

该公司目前下辖主要从事药品制造与研发业务的重要控股子公司包括：重庆药友制药有限责任公司[3]（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司[4]（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司[5]（简称“奥鸿药业”）和 Gland Pharma Limited[6]（简称“Gland Pharma”），其概况见下表。

图表 9. 公司下属主要制药企业概况（单位：亿元）

公司简称	主要产品/业务	2019 年末净资产	2019 年营业收入	净利润		
				2017 年	2018 年	2019 年
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	32.06	61.44	4.64	7.05	8.06
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	24.26	54.01	3.41	4.52	6.54
奥鸿药业	奥德金、邦亭、长托宁等	22.11	22.08	3.76	2.3	2.30
Gland Pharma	肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等	53.11	25.07	0.63	2.83	5.13
合计		**131.54**	**162.59**	**9.39**	**12.44**	**22.03**

注 1：根据复星医药 2017-2019 年度报告整理

注 2：重庆药友营业收入、营业利润及净利润的数据含洞庭药业以及同一控制合并重庆医工院影响

注 3：以上数据含评估增值及评估增值摊销

注 4：Gland Pharma 的 2017 年净利润为自并购日至 2017 年末

规模与销售

该公司药品制造与研发业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2019 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 10。公司在新陈代谢及消化道、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等六大疾病领域均有丰富的产品线，形成了较为完善的布局。

图表 10. 公司药品制造与研发业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年上半年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
新陈代谢及消化道疾病	24.51	79.49	32.21	82.53	38.16	84.36	17.67	84.26
抗肿瘤	3.23	76.61	5.00	72.65	6.20	68.81	4.22	71.89
抗感染	22.74	71.85	40.95	73.66	44.49	71.47	18.00	64.93
中枢神经系统疾病	15.46	92.08	17.74	94.56	21.89	94.92	7.55	93.63
心血管系统疾病	12.93	79.55	18.52	67.07	22.94	64.06	12.48	61.20
血液系统疾病	5.86	92.27	7.11	95.27	8.54	94.48	2.47	91.74
原料药和中间体	14.27	30.36	13.01	26.83	11.36	26.80	4.52	27.11
核心产品合计	**98.99**	**73.29**	**134.54**	**74.21**	**153.59**	**74.78**	**66.91**	**71.47**
占比[7]	**75.02**		**72.02**		**70.56**		**66.83**	
过亿制剂单品或系列数量	**21 个**		**29 个**		**35 个**		**35**	

注 1：根据复星医药 2017-2019 年年报及 2020 年半年报整理

[3] 重庆药友生产的阿拓莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品。
[4] 江苏万邦为我国最大的胰岛素生产基地，拥有齐全的糖尿病系列产品。
[5] 奥鸿药业生产的奥德金注射液（小牛血清去蛋白注射液）是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂，其另一产品邦亭（注射用白眉蛇毒血凝酶）是国内血凝酶领域三大止血药品牌之一。
[6] Gland Pharma 为公司 2017 年并购的印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，拥有符合包括美国及欧洲在内的全球各大法规市场的 GMP 认证的生产线，并具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力，其业务收入主要来自于美国和欧洲。
[7] 指核心产品收入占药品制造与研发业务收入的比例

注 2：Gland Pharma 于 2017 年 10 月纳入合并报表范围，2017 年主要治疗领域核心产品相关统计未包含 Gland Pharma 主要品种

2019 年，该公司药品制造与研发业务板块的核心产品销售收入 153.59 亿元，占该板块收入的 74.78%，销售额过亿的制剂单品或系列共 35 个，较上年同比增加 6 个，其中：销售额超过 10 亿的制剂单品或系列共 3 个、销售额在 5 亿到 10 亿之间的制剂单品或系列共 7 个。

2019 年，该公司的非布司他片（优立通）、匹伐他汀钙片（邦之）、依诺肝素钠注射液、达托霉素、富马酸喹硫平片（启维）等核心产品收入继续高速增长，非布司他片（优立通）、匹伐他汀钙片（邦之）和依诺肝素钠注射液的销量增长分别为 105%、113%和 57%。利妥昔单抗注射液（汉利康）作为中国第一例获批上市的生物类似药，2019 年 5 月中旬开始销售并快速得到市场认可，全年销售额约 1.5 亿元。

该公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，已形成与现有产品及拟上市产品相配套的境内外营销网络和营销队伍。截至 2020 年 6 月末，公司已经形成了近 5,800 人的国内外营销队伍，其中包括 1,000 余人的药品和医疗器械海外营销队伍。

研发

该公司以创新研发为核心的发展驱动因素，持续完善“仿创结合”的药品研发体系，不断加大对“4+3”研发平台的建设（四大平台：小分子创新药、高价值仿制药、生物药、细胞治疗；三大体系：深度孵化、风险投资、授权引进），布局国际化高水平并具有成本优势的研发及制造体系，通过多层次创新，持续优化产品结构，加强治疗性、治愈性药物的上市，完善产品布局。在国际化方面，公司是国内较早启动国际化发展战略的医药企业，已通过外延式扩张形成国际化的研发布局，在中国、美国、印度等的布局建立一体化的研发体系。公司的研发中心被认定为国家级企业技术中心及博士后工作站，研发中心凝聚了来自中国和美国的顶级科学家和研发人员。截至 2020 年 6 月末，公司研发人员已近 2,300 人，约占公司在职员工总数的 7.2%。

2017-2019 年，该公司药品制造与研发板块研发费用投入占该板块的比重持续增长，分别为 9.66%、12.04%和 14.38%，其中 2019 年公司制药业务的研发投入较 2018 年增长 39.16%，主要为持续加大包括小分子创新药、单克隆抗体生物创新药及生物类似药、CAR-T 细胞药物等在内的研发投入，积极推进药品许可引进和注册以及仿制药一致性评价工作。未来，公司将努力优化产品战略，进一步加大研发投入，提升研发效率。

图表 11. 公司药品制造与研发板块近几年技术研发情况

研发情况	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年
研发投入[8]	亿元	12.75	22.50	31.31	15.41
研发投入占收入比例[9]	%	9.66	12.04	14.38	15.39
申请专利	项	84	99	136	49

注 1：根据复星医药 2017-2019 年年报整理

注 2：2017 年申请专利统计口径未包含新并购的 Gland Pharma

品牌与质量

该公司主要品牌包括“汉利康”、“长托宁”、“优立通”、“启程”、“启维”、“邦之”、“优帝尔”等。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进。截至 2020 年 6 月末，公司药品制造业务的控股子公司均满足国家新版 GMP 要求。在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时，公司积极推进制药企业国际化，鼓励各子公司参与实施美国、欧盟、WHO 等国际 cGMP 等质量体系认证。截至 2020 年 6 月末，复星医药国内外有十余个原料药通过美国、欧盟、日本等国家卫生部门的 cGMP 认证；Gland Pharma 的 4 个制剂生产场地多条无菌生产线于当年通过美国、欧盟、日本、澳大利亚、巴西等药品 GMP 审计/认证；桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线通过 WHO-PQ 认证；重庆药友 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部和美国 FDA 认证，江苏万邦 1 条冻干无菌生产线通过欧盟 cGMP 认证、1 条口服制剂生产线通过美国 FDA cGMP 认证。

B. 医疗器械与医学诊断业务

该公司医疗器械与医学诊断收入主要包括医学器械、医疗诊断的制造收入和高端医疗器械代理收入。2017-2019 年公司医疗器械与医学诊断业务收入分别为 32.14 亿元、36.39 亿元和 37.36 亿元，同期毛利率分别为 49.25%、48.11%和 52.38%。

该公司现有医疗器械业务主要包括外科手术机器人与耗材（代理为主）、医疗美容器械、呼吸医学产品、手术/输血器械与耗材、牙科产品器械及耗材（自主产品和代理业务）。其中：公司代理销售的“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个已经获得美国 FDA、国家食药监总局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市。2019 年，公司代理的“达芬奇手术机器人”装机量和手术量均快速增长，当年装机量 60 台、于中国大陆及香港的手术量超 4 万例。2019 年，公司子公司 Sisram Medical Ltd[10]（简称“复锐医疗科技（Sisram）”）在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，进一步加强新产品尤其是微创医疗美容器械的研发投入，产品线向临床治疗领域拓展；当年，Sisram 的 4 个产品通过欧盟 CE 认证，推出了包括 Soprano Titanium

[8] 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。
[9] 该比例为公司药品制造与研发板块研发费用占药品制造与研发业务收入的比例。
[10] 以色列医疗美容器械研发生产企业，公司主要子公司。

及 Colibri 在内的两款新产品。根据 Sisram 的本币财务报表，2019 年，Sisram 实现营业收入 17,352.00 万美元，净利润 2,193.50 万美元，分别较上年增长 12.73%、0.48%。

该公司现有医学诊断业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断及 POCT 产品，以自主产品为主，其中 HPV 诊断试剂及结核诊断产品 T-SPOT 试剂盒在国内具有较大的市场份额，通过完善的营销网络保持其领先的市场地位。2019 年，HPV 诊断试剂和地中海贫血基因检测试剂营业收入均较 2018 年快速增长；自主研发的全自动化学发光仪器平台已上市销售，相关配套试剂累积 31 个项目获得注册批准文号；诊断产品 Glycotest（肝癌诊断）已进入产品注册阶段。

2020 年前三季度，该公司医疗器械与医学诊断业务实现收入 39.01 亿元，毛利率 51.90%，分别较上年同期增长 42.89%和 0.14 个百分点。收入增长主要来自于新型冠状病毒核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品以及地中海贫血基因检测试剂盒的增长。2020 年，公司自主研发的新型冠状病毒（2019-nCoV）核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）通过国家药监局应急审批，获得医疗器械产品注册证（体外诊断试剂），并有若干新型冠状病毒检测试剂盒取得美国、欧盟、澳大利亚等国家和地区的相关资质及认证。此外，为满足新冠疫情的救治需求，公司还承接了负压救护车的生产任务，并进一步扩大呼吸机产能以保证呼吸机全球供应。

C. 医疗服务业务

2017-2019 年及 2020 年前三季度，该公司医疗服务业务收入逐年增长，分别为 20.88 亿元、25.63 亿元、30.40 亿元和 22.44 亿元，同期毛利率分别为 27.87%、26.34%、25.52%和 19.15%。其中 2020 年前三季度收入较上年同期基本持平。同期毛利率较上年同期下降 4.44 个百分点，主要系公司新开业医院前期有所亏损所致。

该公司以珠三角大湾区、长三角、淮海经济区为医疗服务重点区域，形成专科和综合医院相结合的医疗服务战略布局，公司的医疗服务机构主要包括佛山禅城医院、深圳恒生医院、宿迁钟吾医院、温州老年病医院、岳阳广济医院、安徽济民医院、武汉济和医院、珠海禅诚医院、淮安兴淮医院及宿迁市康复医院等，其中三级医院 3 家、二级医院 5 家。截至 2020 年 6 月末，该等医疗机构核定床位合计 4,328 张，可为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。2019 年，该等医疗机构门急诊人次总量增长 13%，出院人次增长超过 19%，手术例数增幅 14%。

D. 医药分销和零售业务

该公司医药商业涵盖分销和零售。其中，公司医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，国药产投是国药控股的控股股东。

国药控股是我国医药商业龙头企业，经营着国内最大的药品分销网络，也

是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。截至 2020 年 6 月末，国药控股零售网络覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区，零售药房总数达 7,047 家，规模继续保持行业领先。近年来，国药控股发展迅速，公司也能从中获得可观的收益。2020 年上半年，国药控股实现营业收入 358.73 亿元，同比增长 23.59%。2020 年新冠疫情对医疗器械业务的产品结构造成较大影响，尽管常规医疗业务耗材和设备的销售有所放缓，但与疫情防控相关的呼吸机、新冠病毒检测试剂、防护等耗材销售大幅增长。

图表 12. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
国药产投贡献的投资收益	14.52	15.19	15.20
期内公司收得现金红利	3.87	4.36	4.36
国药控股的主要财务数据			
总资产	1,695.39	2,357.71	2,698.88
股东权益	512.7	682.76	769.39
营业收入	2,777.17	3,445.26	4,252.73
营业利润	119.06	153.97	161.37
净利润	78.68	94.04	106.2
归属于母公司所有者的净利润	52.83	58.36	62.53

资料来源：复星医药 2017-2019 年年报和国药控股 2017-2019 年年报（香港会计准则）

E. 近期重大事项

出售 HHH 有限合伙权益，即 Healthy Harmony GP 的股份

根据该公司 2019 年 8 月 31 日公告，其控股子公司复星实业（香港）有限公司（简称“复星实业”）拟向 NF Unicorn Acquisition L.P.（简称“NF”）转让所持有的全部 Healthy Harmony Holdings, L.P.[11]（简称“HHH”，其主要资产为“和睦家”医院和诊所）有限合伙权益及 HHH 管理事务合伙人 Healthy Harmony GP, Inc.（简称“Healthy Harmony GP”）的股份（简称“本次转让”）。本次转让对价约 52,315 万美元中，约 42,915 万美元将由 NF 以现金支付、其余 9,400 万美元将用于复星实业认购 NF 控股股东 New Frontier Corporation（系纽约证券交易所上市公司，简称“NFC”）新增发行的 940 万股股份。本次交易已于 2019 年末完成交割，公司流动性得到补充。

子公司复宏汉霖、Gland Pharma 上市

2019 年 9 月，该公司子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（简称“复宏汉霖”）于香港联合交易所有限公司主板上市（股份代码为 HK.2696），其首次公开发行境外上市外资股（H 股）累计募得约 34 亿港元。2020 年 11 月 20 日，公司子公司 Gland Pharma（股票代码为 GLAD）在孟买证券交易所及印度证券交易所上市，首次公开发行股票募集资金约人民币 57.30 亿元。复宏汉霖及 Gland Pharma 自公司分拆并独立上市，有利于其实现进一步发展，拓宽公

[11] 经审计，截至 2018 年 12 月 31 日，HHH 的总资产为人民币 517,246 万元，所有者权益为人民币 333,964 万元，负债总额为人民币 183,282 万元；2018 年度实现收入人民币 205,878 万元，实现净利润人民币-15,405 万元（以上为合并口径）。

司融资渠道，并提升公司整体价值。2020 年 3 月 30 日，公司对外公告其董事会同意并提请股东大会批准复宏汉霖于境内首次公开发行人民币普通股（A 股）并在上海证券交易所科创板上市交易。截至目前，该事项已获股东大会审议通过，需持续关注复宏汉霖后续上市进展情况。

一般性授权增发

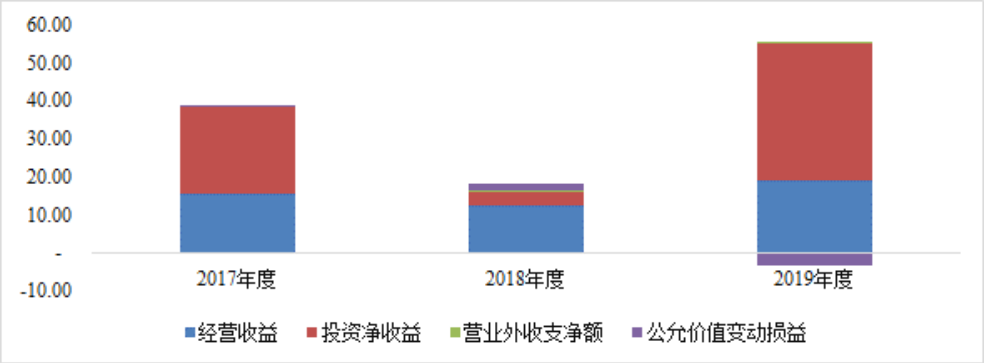
2020 年 11 月 20 日，该公司公告拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过 1.28 亿股 A 股股票，拟募集资金不超过 49.83 亿元。所得资金将用于创新药物临床、许可引进及产品上市相关准备、原料药及制剂集约化综合性基地建设及补充流动资金。该事项已获股东大会审议通过，尚需中国证监会核准。2021 年 1 月 4 日，公司公告收到中国证监会核准增发不超过 1.10 亿股境外上市外资股（H 股）的批复，每股面值人民币 1 元，全部为普通股。预计增发完成及募投项目的实施将有助于公司推进新药研发、产能整合、效率提升，实现制药工业高质高效的发展，从而进一步提升公司的盈利能力。此外，公司资金实力将大幅提升，财务状况得到进一步优化，抗风险能力将显著增强。

复健一期基金设立

2020 年 5 月 18 日，该公司与母公司复星高科及其他投资人共同出资设立苏州基金及天津基金，并将其共同组成为复健一期基金。苏州基金和天津基金计划募集资金为 10 亿元和 5 亿元，期限为 7+1+1 年，且为平行基金，在同时满足各自决策机制约定的条件下共同实施对外投资。基金旨在与地方政府合作，加快创新医药产业化落地及上市产品的引进。截至 2020 年 12 月 30 日，天津基金已完成募集，其中公司控股子公司宁波复瀛、天津星耀及天津星海分别出资 8,000 万、1,000 万元及 500 万元,宁波复瀛、天津星海及其他投资人为 LP，天津星耀为 GP；苏州基金认缴金额为 9.26 亿元，其中宁波复瀛和苏州星晨分别出资 1.92 亿元和 1,000 万元，宁波复瀛及其他投资人为 LP，苏州星晨为 GP。

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据复星医药所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。近年来，公司营业收入保持增长，毛利率维持在较高水平，同时投资收益中股权持有收益部分较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。

图表 14. 公司经营收益结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年前三季度
营业收入合计（亿元）	185.34	249.18	285.85	221.02
综合毛利率（%）	58.94	58.40	59.62	55.87
毛利（亿元）	109.25	145.53	170.42	126.91
期间费用（亿元）	90.95	129.31	153.44	106.49
其中：销售费用（亿元）	57.91	84.88	98.47	62.82
管理费用（亿元）	17.23	22.39	25.91	20.02
财务费用（亿元）	5.55	7.24	8.65	4.87
研发费用（亿元）	10.27	14.80	20.41	18.78
期间费用率（%）	49.07	51.89	53.68	48.18
资产及信用减值损失（亿元）	0.62	1.24	4.87	0.70
经营收益（亿元）	**15.45**	**12.69**	**17.30**	**14.70**
全年利息支出总额（亿元）	**5.89**	**9.38**	**10.94**	**7.20**
其中：资本化利息数额（亿元）	**0.11**	**0.08**	**0.20**	**0.83**

资料来源：复星医药

注 1：2017 年管理费用已按 2018 年口径重分类

注 2：经营收益=营业利润-其他经营收益（其他收益、投资收益、资产处置收益）

该公司毛利随业务规模快速增长，2017-2019 年分别为 109.25 亿元、145.53 亿元和 170.42 亿元，同期综合毛利率分别为 58.94%、58.40%和 59.62%，毛利率维持在较高水平。2017-2019 年公司期间费用率分别为 49.07%、51.89%和 53.68%，比率较高。从期间费用的构成来看，销售费用占比最大，且销售费用规模呈上升趋势，主要由于公司治疗领域核心产品销量增长以及市场开拓深入所致。公司管理费用主要包括人力成本、折旧与摊销、办公费用等。公司研发费用主要为人力成本、临床试验及技术服务费、科研物耗等。公司财务费用占比较小，主要为利息支出。公司期间费用较高，对毛利造成一定吞噬，但由于公司毛利率较高，主营业务盈利能力仍保持较强。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益合计	**23.07**	**18.15**	**35.65**
股权持有收益合计	**13.82**	**13.53**	**14.55**
其中：权益法核算的长期股权投资产生的收益	13.51	13.49	14.31
其中：对国药控股的投资产生的收益	14.52	15.19	15.20
股权处置收益合计	**9.24**	**4.62**	**21.10**
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	3.36	3.51	17.41
处置子公司	0.13	0.44	-0.06
处置可供出售金融资产取得的投资收益	5.68	-	0
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金	0.07	0.35	0.11

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
融资产取得的投资收益			
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	-	0.32	3.64
其他收益及营业外收入	**1.54**	**3.60**	**3.90**
其中：政府补助	1.42	2.76	3.13
公允价值变动损益	**0.44**	**2.04**	**-3.53**

资料来源：复星医药

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2017-2019 年，公司分别实现投资收益 23.07 亿元、18.15 亿元和 35.65 亿元，其中国药产投等股权持有收益分别为 14.52 亿元、15.19 亿元和 15.20 亿元，投资收益可持续性强。2017-2019 年，公司分别实现净利润 35.85 亿元、30.20 亿元和 37.44 亿元，整体盈利情况良好。

2020 年前三季度受疫情影响，该公司毛利较上年同期有所下降。但受益于期间费用下降及投资收益增长，当期公司实现净利润 27.50 亿元，较上年同期增长 11.98%，整体盈利情况仍较好。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司将继续以促进人类健康为使命，秉承“持续创新、乐享健康”的经营理念，以广阔的中国医药市场、欧美主流市场和全球新兴市场仿制药的快速增长为契机，坚持“4IN”（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization）战略，秉承“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，围绕未被满足的医疗需求，不断提升产品力、品牌力，持续提高创新能力、整合能力以及国际化能力，高效运营，以确保公司的业绩长期增长。公司以创新研发为核心驱动因素，专注投入在疗效确切、符合现代医学发展导向的领域，坚持提升早期研发和后期产业化开发能力。同时，公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，以实现营销的可持续发展。此外，公司各业务板块均积极整合外部优质资源，丰富产品线、拓展市场空间，并通过对被并购企业的深度整合降低成本、提高效率、产生协同效应，在巩固原有的经营优势的同时，加快公司营业规模的扩大和市场竞争力的提升。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保

障。

（1）产权关系

该公司由复星高科控股。复星高科是一家由自然人郭广昌先生实际控制的控股集团，旗下产业涉及医药、房地产和矿业等领域，其中医药是其核心业务之一。截至 2020 年 9 月末，复星高科持有公司 38.54%的股权。公司实际控制人为自然人郭广昌先生。公司产权状况详见附录一。

（2）主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要涉及商品购销、房产租赁以及股权转让、共同投资等。2019 年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务的金额为 39.57 亿元，占当年度营业收入比例为 13.84%。其中，公司以市场价向联营企业国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）销售医疗产品、原料、试剂 31.34 亿元。同期，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为 4.04 亿元，占当年度营业成本的比例为 3.51%。

截至 2019 年末，该公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）[12]存款余额为 9.80 亿元，应收利息为 13.33 万元，取得复星财务公司短期贷款 0.29 亿元，长期贷款 0.10 亿元，应付利息 5.49 万元。同期末，公司对关联方的应收款项[13]余额为 10.94 亿元，其中应收国药控股款项余额为 7.07 亿元，对关联方的应付款项[14]余额为 0.83 亿元。

图表 16. 公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2017 年	2018 年	2019 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	217,098.14	280,276.61	395,716.16
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	175,674.73	232,813.15	313,423.74
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	11.71%	11.25%	13.84%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	21,272.45	31,551.89	40,475.95
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	16,627.64	19,447.93	26,322.41
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	2.80%	3.04%	3.51%

注：根据复星医药 2017-2019 年年度报告整理

（3）公司治理

近年来，该公司不断完善法人治理结构。公司控股股东与公司在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立，公司董事会、监事会及其它内部机构独立运作。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考

[12] 复星财务公司为复星高科的控股子公司，主营复星高科成员单位的存贷款、财务、融资咨询等。复星财务公司原注册资本为 3.00 亿元，公司出资 2700 万元。 2015 年，复星财务公司注册资金从 3 亿元增加至 15 亿元，其中公司认缴的注册资本为 2.73 亿元，增资完成后公司持有复星财务公司股权比例由 9%上升至 20%。

[13] 包括应收关联方的应收账款、应收票据、其他应收款、应收股利及预付账款等应收款项。

[14] 包括应付关联方的应付账款、其他应付款、合同负债、租赁负债等应付款项。

核委员会和环境社会及企业管治委员会，并制定有各专业委员会的职权范围和实施细则。公司监事会能够独立、有效地行使对董事、高级管理人员的监督和检查权。公司积极建立高级管理人员的绩效评价标准和程序，并根据实施情况适时作相应的修订、完善。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司的组织架构设置较符合其控股型集团的业务特点，各部门职责分工明确，并各司其职，基本可满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司业务主要涉及药品制造与研发、医疗器械及医学诊断、医疗服务等领域，公司部分主要子公司情况详见附录三。公司在战略、财务和人事上对子公司进行严格管控。公司通过加强与子公司董事会及经理层的战略沟通，谋求集团自上而下的战略一致性；对子公司实行年度预算管理，向其委派董事长、总经理、财务总监和人力资源总监。

在预算管理方面，该公司按照集中领导、分层管理原则，公司预算由财务部负责编制和实施。公司根据《公司章程》制定了较为完善的绩效管理制度、体系和流程，建立了以 KPI 和平衡计分卡为原则的绩效考核体系。基于高级管理人员的岗位职责，于每年年初根据本集团战略目标和预算分解设置考核指标、签订绩效考核书并逐级进行业绩考核。

在采购管理方面，该公司制定了采招管理基本准则及相应的管理评估指标，并成立了集中采购与采购管理部，专业管理各业务板块的采购业务，拟通过集中采购项目形成规模效应，提升议价能力；同时，集中招标实现了采购渠道的梳理，推动采购过程简化、采购管理成本降低，并有利于确保采购产品的供应质量与后期服务能力。

在环保、质量及安全方面，该公司制定了管理控制和检查机制，以及药品质量信息的汇报制度，严格管控制药成员企业的药品不良反应信息。各制药成员企业已相继建立了 EHS 管理体系[15]，总部层面也设立了 EHS 体系管理委员会，确立了总部与制药成员企业上下一体的管理体系，开展日常的 EHS 体系管理工作，对药品生产成员企业的安全、健康和环保进行管理控制和督察。

[15] EHS（Environment Health Safety）管理体系是环境管理体系(EMS)和职业健康安全管理体系(OHSMS)两体系的整合。

（3）投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司借助各家银行网上结算系统建立了内部资金结算平台，以提高公司资金管理效率和总部对资金的集中管理能力。

在对外投资方面，该公司制订了一整套较完善的对外投资管理制度，涵盖寻找目标企业、投资立项论证、对目标企业尽职调查、投资决策、合同签订和整合等各主要环节。公司有严格的投资审批程序，所有的对外投资均由公司总部进行最终决策。

在融资方面，该公司授信、融资由资金部统筹管理，子公司财务部门配合。对于部分成熟的子公司，公司亦允许其独立对外融资，但授信额度仍有总部资金部门统筹。

（4）不良行为记录

根据公开市场信息、该公司 2017-2019 年审计报告、公司 2020 年 11 月 27 日提供的《企业信用报告》、复星高科 2020 年 10 月 16 日提供的《企业信用报告》以及核心子公司[16]提供的《企业信用报告》，公司控股股东、母公司及下属重要子公司无重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 17. 公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	重要子公司	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	2020/4/10	无	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/4/2	无	无	无	未提供
诉讼	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
工商	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
质量	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供
安全	公司提供	2020/4/2	无	无	无	未提供

资料来源：根据复星医药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。公司子公司众多，非核心子公司无法提供。

财务

该公司财务杠杆水平合理，经营活动现金获取能力强，融资渠道畅通，货币资金存量充裕，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。但公司扩张较迅速，后续也面临一定的投融资压力。

[16] 指重庆药友、江苏万邦、奥鸿药业和 Gland Pharma，其中 Gland Pharma 无征信报告。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制。

图表 18. 2019 年及 2020 年前三季度公司合并报表范围主要变化（单位：亿元）

控股子公司名称	标的	取得对价	并购日
Nova Medical Israel Ltd（“Nova”）	Nova 的 60%股权	0.53	2019 年 1 月 15 日
成都力思特制药股份有限公司（“成都力思特”）	成都力思特的 75.91%股权	5.79	2019 年 7 月 15 日
山东百瑞制药有限公司(“山东百瑞”)	山东百瑞的 100%股权	1.32	2019 年 11 月 21 日
吉斯凯(苏州)制药有限公司(“吉斯凯”)	吉斯凯的 100%股权	0.30	2019 年 11 月 29 日
上海星耀医学科技发展有限公司（“星耀医学”）	星耀医学的 50%股权[17]	0.11	2020 年 3 月 19 日
重庆星荣整形外科医院有限责任公司（“重庆星荣”）	重庆星荣的 100%股权	0.75	2020 年 2 月 24 日
宁波复瀛投资有限公司（“宁波复瀛”）	宁波复瀛的 100%股权	0.30	2020 年 4 月 8 日
苏州星晨创业投资合伙企业（有限合伙）(“苏州星晨”)	苏州星晨的 45%股权	0.10	2020 年 4 月 8 日
星耀（天津）投资管理合伙企业（有限合伙）(“星耀天津”)	星耀天津的 45%股权	0.10	2020 年 4 月 15
复星艾迪（苏州）医药科技有限公司（原名为希米科（苏州）医药科技有限公司）(“复星艾迪”)	复星艾迪的 51%股权[18]	0.05	2020 年 5 月 9 日
深圳复星健康信息科技有限公司（“深圳复星”）	深圳复星 44.10%股权[19]	0.30	2020 年 5 月 28 日
原控股子公司名称	**标的**	**处置对价**	**处置日**
海南鹏康药业有限公司(“海南鹏康”)	海南鹏康的 100%股权	0.004	2019 年 5 月 22 日
北京谦达德喏口腔门诊部有限公司(“谦达口”)	谦达口的 100%股权	0.0312	2019 年 5 月 22 日
海南凯叶医药有限公司(“海南凯叶”)	海南凯叶的 100%股权	0.016	2019 年 12 月 17 日
成都力思特药物研究有限公司(“力思特药物研究”)	力思特药物研究的 100%股权	0.0005	2019 年 12 月 30 日
广州心耀投资管理有限公司（“广州心耀”）	广州心耀的 100%股权	注销	
上海汉颖生物技术有限公司（“上海汉颖”）	上海汉颖的 100%股权	注销	
佛山市禅怡健康管理有限公司（“禅怡健康”）	禅怡健康的 100%股权	注销	

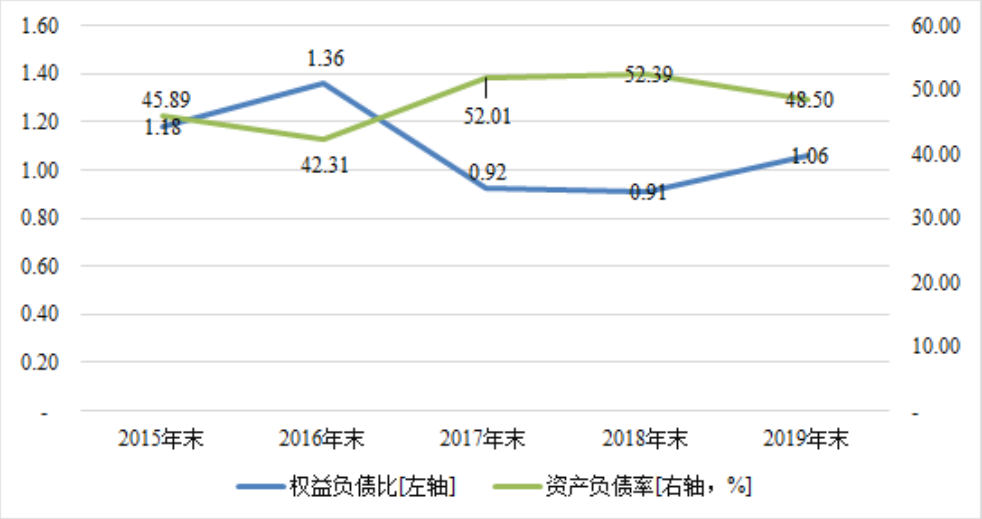
资料来源：复星医药

[17] 截至 2020 年 9 月 30 日，本集团累计持有星耀医学 100%股权；
[18] 截至 2020 年 9 月 30 日，本集团累计持有复星艾迪 100%股权；
[19] 截至 2020 年 9 月 30 日，本集团累计持有深圳复星 63.50%股权。

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



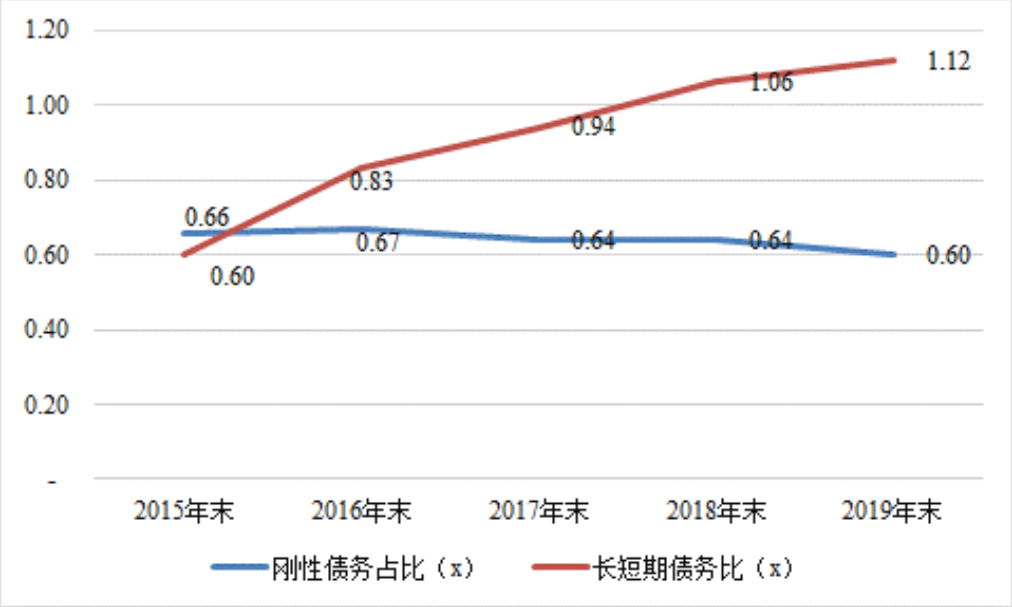
资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 619.71 亿元、705.51 亿元及 761.20 亿元，同期负债总额分别为 322.30 亿元、369.59 亿元和 369.15 亿元。2019 年总资产较上年末增长 7.89%，主要系自身经营积累及子公司复宏汉霖 H 股上市募集资金所至。得益于公司股票增发[20]及近年来良好的经营积累，自身权益资本实力显著增强，公司财务杠杆水平保持在相对合理水平。2017-2019 年末公司资产负债率分别为 52.01%、52.39%和 48.50%。2020 年 9 月末，公司资产总额为 805.48 亿元，较上年末增长 5.82%；负债总额为 410.65 亿元，较上年末增长 11.24%，主要系公司扩大银行借款规模所致。受此影响，当期末公司资产负债率为 50.98%，较上年末增长 2.48 个百分点。

[20] 2018 年 7 月，公司向不少于六名承配人配发及发行共计 6,800 万股新 H 股，募集资金总额港币 25.79 亿元。2019 年 10 月，公司子公司复宏汉霖 H 股上市累计募得约 34 亿港元。

（2）债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
刚性债务（亿元）	123.89	206.09	235.92	221.52	252.81
应付账款（亿元）	10.25	16.52	21.84	21.53	25.17
其他应付款（亿元）	14.42	26.97	32.37	39.06	42.96
递延所得税负债（亿元）	17.86	29.81	29.08	29.94	28.88
刚性债务占比（%）	66.90	63.95	63.83	60.01	61.56
应付账款占比（%）	5.53	5.13	5.91	5.83	6.13
其他应付款占比（%）	7.78	8.37	8.76	10.58	10.46
递延所得税负债（%）	9.65	9.25	7.87	8.11	7.03

资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

该公司负债以刚性债务为主，且呈上升趋势。除刚性债务外，公司负债主要还包括应付账款、其他应付款、递延所得税负债。应付账款方面，2017-2019 年末，公司应付账款余额分别为 16.52 亿元、21.84 亿元和 21.53 亿元。其中 2018 年末应付账款较 2017 年末增长 32.22%，主要系当年采购增加所致。其他应付款方面，2017-2019 年末，公司其他应付款余额分别为 24.26 亿元、29.24 亿元和 39.06 亿元。2019 年末其他应付款主要由应付未付费用 24.67 亿元、保证金及押金 5.33 亿元和其他单位往来款 2.63 亿元构成，应付未付费用主要是应付未付的租赁费、项目咨询费、投资项目尽调费、销售费用等。递延所得税负债方面，2017-2019 年末，公司递延所得税负债余额分别为 29.81 亿元、29.08 亿元和 29.94 亿元。公司递延所得税负债主要为按权益法核算的长期股权投资收益、非同一控制下企业合并产生。2020 年 9 月末，公司应付票据较上年末增长 45.37%至 3.56 亿元，主要系公司通过票据付款增加所致；其他流动负债较上年末增长 168.18%至 6.68 亿元，主要系公司发行超短期融资券所致。公司其他科目较上年末相比变化不大。

（3）刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
短期刚性债务合计	**64.51**	**107.62**	**108.73**	**91.65**	**123.36**
其中：短期借款	38.26	97.15	56.07	63.58	77.02
一年内到期的非流动负债	18.24	7.63	49.30	25.62	42.78
应付短期债券	5.00	-	-	-	-
应付票据	1.25	1.30	1.49	2.45	3.56
其他短期刚性债务	1.76	1.54	1.87	-	-
中长期刚性债务合计	**59.38**	**98.47**	**127.19**	**129.87**	**129.45**
其中：长期借款	21.83	55.80	86.31	72.93	90.25
应付债券	33.88	42.35	40.39	52.84	33.87
其他中长期刚性债务	3.67	0.33	0.49	4.10	5.33
刚性债务合计	**123.89**	**206.09**	**235.92**	**221.52**	**252.81**
综合融资成本	**4.12**	**3.57**	**4.24**	**4.78**	**3.23**
汇兑损失（负数为收益）	**-0.30**	**0.30**	**-0.96**	**-0.41**	**-0.69**

资料来源：复星医药，综合融资成本=当年利息支出总额/（期初刚性债务总额+期末刚性债务总额）

2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，该公司刚性债务余额分别为 206.09 亿元、235.92 亿元、221.52 亿元和 252.81 亿元。从期限结构来看，同期末短期刚性债务余额为 107.62 亿元、108.73 亿元、91.65 亿元和 123.36 亿元，分别占总刚性债务的比例为 52.22%、46.09%、41.37%和 48.80%。从借款类型结构看，公司银行借款以信用借款为主。2020 年 9 月末，公司信用借款占银行借款总额的 96.95%。公司借款包括人民币借款、美元借款和欧元借款，由于外债外用，近年来公司的汇兑损益金额不大，需关注公司后续汇兑损益变化情况。

图表 22. 公司 2020 年 9 月末长短期借款情况（单位：亿元）

种类	信用借款	其他借款	合计
短期借款	76.78	0.23	77.01
一年内到期的长期借款	4.22	0.00	4.22
长期借款	85.13	5.12	90.25
合计	**166.13**	**5.97**	**171.48**

资料来源：复星医药

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020年9月末
营业周期（天）	136.35	157.37	156.63	165.29	-

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020年9月末
营业收入现金率（%）	115.13	107.43	109.01	105.08	101.88
业务现金收支净额（亿元）	58.91	71.33	103.96	120.27	73.89
其他因素现金收支净额（亿元）	-37.81	-45.53	-74.46	-88.05	-49.36
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	21.10	25.80	29.50	32.22	24.53
EBITDA（亿元）	47.99	55.85	58.56	69.81	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.40	0.34	0.26	0.31	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.77	9.49	6.25	6.38	-

资料来源：复星医药

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。

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。2017-2019 年及 2020 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 107.43%、109.01%、105.08%和 101.88%，同期公司经营性现金净流量分别为 25.80 亿元、29.50 亿元、32.22 亿元和 24.53 亿元。公司经营环节的现金流状况总体较好，公司经营性现金净流量对负债的覆盖程度保持在较好水平，公司 EBITDA 对债务的覆盖程度也较高。

（2）投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.52	-87.98	-15.13	35.79	5.23
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	-18.60	-20.70	-31.46	-39.28	-32.65
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.34	3.64	-5.87	1.77	-8.43
投资环节产生的现金流量净额	-24.47	-105.04	-52.45	-1.72	-35.84

资料来源：复星医药

为实现战略目标，近年来该公司在新增产能、厂房搬迁、CGMP[21]建设和医院改扩建等固定资产投资方面以及股权收购等方面的力度较大，对外投资维持在较大规模。2017-2019 年及 2020 年前三季度投资环节产生的现金流量净额分别为-105.04 亿元、-52.45 亿元、-1.72 亿元和-35.84 亿元。其中 2017 年投资资环节现金流净流出较大，主要系当年收购 Gland Pharma 支付的金额很大。2019 年投资环节现金流净流出大幅收窄，主要系出售 HHH 股权收回现金，以及当年对外投资支付的现金同比减少所致。2020 年前三季度投资环节现金净流出加快，主要系公司对固定资产投资支付的资金同比增加所致。

[21] 即 Current Good Manufacture Practices，即动态药品生产管理规范或现行药品生产管理规范。

（3）筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
权益类净融资净额	19.22	19.98	38.08	21.67	-11.44
其中：本部权益类净融资额	22.75	18.45[22]	21.92[23]	0.00	0.00
债务类净融资净额	0.80	83.40	14.53	-35.35	29.43
其他融资净额	-5.56	-4.29	-21.24	-5.68	-18.65
筹资环节产生的现金流量净额	14.46	99.09	31.38	-19.36	-0.66

注 1：资料来源复星医药

注 2：权益类净融资净额=吸收投资收到的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金+利息费用总额

注 3：本部权益类净融资额根据公告整理，只统计了公司本部的权益类融资。

注 4：债务类净融资净额=取得借款收到的现金-偿还债务支付的现金-利息费用总额

注 5：其他融资净额=收到其他与筹资活动有关的现金-支付其他与筹资活动有关的现金

该公司融资渠道较多且较畅通，2017-2019 年公司筹资活动现金流净额分别为 99.09 亿元、31.38 亿元和-19.36 亿元。2017 年公司筹资活动现金净流入增幅很大主要系为收购 Gland Pharma 筹集资金所致。2019 年公司筹资环节现金流转为净流出主要系出售 HHH（主要资产为和睦家医院）股权收回的现金用于偿还带息债务所致。2020 年前三季度，公司筹资活动现金流净额为-0.66 亿元，主要系当期分配股利、利润或偿付利息支付的现金较多，加之购买子公司少数股东股权、融资活动频繁导致支付其他与筹资活动有关的现金较多所致。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	**107.64**	**150.56**	**180.02**	**204.03**	**221.25**
	24.59	**24.30**	**25.52**	**26.80**	**27.47**
其中：现金类资产（亿元）	64.21	78.27	92.59	97.73	92.31
应收账款（亿元）	19.65	32.48	36.24	43.68	49.83
存货（亿元）	16.71	27.51	32.87	39.41	47.20
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	**330.03**	**469.15**	**525.50**	**557.16**	**584.23**
	75.41	**75.70**	**74.48**	**73.20**	**72.53**
其中：固定资产（亿元）	51.40	65.56	70.83	74.10	74.10
长期股权投资（亿元）	161.76	184.51	214.28	209.30	222.47

[22] 根据复星医药《临 2017-066》公告，2017 年公司 H 股配售所得款项净额约为 2,306.65 百万港元，按 1 港元=0.8 人民币折算约净募人民币 18.45 亿元。

[23] 据复星医药《临 2018-093》公告，2018 年公司 H 股配售所得款项净额约为 2,579.22 百万港元，按 1 港元=0.85 人民币折算约净募人民币 21.92 亿元。

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
无形资产（亿元）	30.80	72.48	71.51	79.16	85.86
商誉（亿元）	34.73	84.64	88.54	90.14	88.96
期末全部受限资产账面金额（亿元）	**9.72**	**7.48**	**7.79**	**11.50**	**16.24**
期末抵质押融资余额（亿元）	**5.46**	**1.40**	**3.36**	**3.56**	**6.07**
受限资产账面余额/总资产（%）	**2.22**	**1.21**	**1.10**	**1.51**	**1.51**
境外资产（亿元）	**65.97**	**167.06**	**186.81**	**192.22**	**-**
境外资产/总资产（%）	**15.07**	**26.96**	**26.48**	**25.25**	**-**

资料来源：复星医药

2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，该公司资产总额分别为 619.71 亿元、705.51 亿元、761.20 亿元和 805.48 亿元，其中 2017 年末资产大幅增长主要系当年并购 Gland Pharma 所致。公司流动资产规模较小，近三年末公司流动资产占总资产比重始终在 30%以下。

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，2019 年末余额分别占总资产的 12.52%、5.74%和 5.18%。其中，公司应收账款账龄绝大部分在一年以内，坏账风险较小，同期末余额为 43.68 亿元；存货主要是药品制造与研发业务板块的原材料、产成品、库存商品和在产品，同期末余额为 39.41 亿元，其中原材料和产成品账面价值分别为 14.60 亿元和 10.48 亿元，国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险，2019 年计提存货减值 0.41 亿元，期末存货减值准备余额为 0.81 亿元；2019 年末货币资金余额为 95.33 亿元（其中受限部分金额为 7.05 亿元）。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成，2019 年末余额分别占总资产的 27.50%、9.74%、10.40%和 11.84%。长期股权投资是公司规模最大的资产类别，2017-2019 年末余额分别为 184.51 亿元、214.28 亿元和 209.30 亿元。截至 2019 年末，公司长期股权投资主要是对国药产投和天津药业集团有限公司的股权投资，二者余额分别为 125.17 亿元和 10.01 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 64.59%；2019 年末长期股权投资较上年末减少主要系处置 HHH 股权所致。公司主要参股企业大多具有一定的竞争力和盈利能力，公司长期股权投资总体质量较好。公司固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物，2019 年末成新率为 55.47%。无形资产主要为土地使用权、专利权及专有技术、药证和销售网络等。公司商誉由并购事项形成，主要为并购 Gland Pharma、奥鸿药业、Alma、恒生医院和苏州二叶等形成，2019 年末对应商誉余额分别为 39.76 亿元、9.46 亿元、7.76 亿元、6.37 亿元和 5.03 亿元。截至 2019 年末，商誉累计计提 3.58 亿元。

受限资产和境外资产方面，该公司受限资产规模较小，且受限资产以货币资金为主，对后续债务融资影响较小。近年来，随着主营业务的海外扩展，境外资产规模迅速增长。目前公司境外资产主要包括印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业 Sisram、瑞典呼吸

机器械企业 Breas 及法国药品分销公司 Tridem Pharma。2019 年，公司境外资产规模占总资产规模的 25.25%。

2020 年 9 月末，该公司交易性金融资产较上年末大幅增长 122.58%至 10.16 亿元，主要系公司购买 BNTX 股票所致；同期末预付款项为 5.95 亿元，较上年末增长 43.07%，主要系预付货款增加所致。公司其余科目较上年末变化不大。

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
流动比率（%）	106.49	90.70	100.44	117.03	100.84
速动比率（%）	87.28	72.48	79.46	92.05	76.61
现金比率（%）	64.00	48.47	55.10	58.68	46.71

资料来源：复星医药

该公司一直保持较好的流动性，2019 年因出售 HHH 股权收回的现金用于偿还带息债务以及子公司复宏汉霖上市，公司资产流动性指标有所提升。2020 年 9 月末，公司通过扩大短期债务融资规模来满足偿还到期债务及投资固定资产的资金需求，因此资产流动性指标有所弱化。2020 年 9 月末，公司货币资金余额为 90.50 亿元（受限资金为 16.24 亿元），现金比率为 46.71%，能够对即期债务偿还提供一定支撑。

6. 表外事项

2019 年 10 月，该公司公告其控股子公司苏州二叶制药有限公司（简称“苏州二叶”）生产的 1 批次“注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（规格：2.25g）”产品经辽宁省药品检验检测院抽检抽检不合格。该批次产品共计 165,170 支已全部销售，实现销售收入人民币 176 万元。苏州二叶获悉抽检结果后，已及时通知经销企业及使用单位停止该批次产品的销售和使用，并及时启动了问题批次产品的召回程序。2019 年 10 月末，市场留存的该批次产品共计 52,444 支已被召回；同时，根据对该批次产品已使用地区的监测，未收到相关不良反馈。经苏州二叶对该批次产品的留样检测及苏州市市场监督管理局对该批次产品及相邻批次的留样检测，结果均为合格。公司认为问题批次产品所涉品种“注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（规格：2.25g）”的销售收入占公司整体营业收入比重较小，对公司的正常生产经营未造成实质性影响。问题批次产品事件发生后，公司已要求苏州二叶就产品生产过程进行全面复查并及时完成整改，截至 2019 年 10 月末，苏州二叶已根据苏州市市场监督管理局的要求完成整改。

7. 母公司财务质量

该公司建立良好的资金管理制度，通过资金池方式归集控股公司闲置资金，提升存量资金使用效率，同时防范存款管理过程中可能出现的非规范性业务风险；根据集团整体发展战略和经营计划，及时编制资金预算和实施严格的计划管理。

该公司母公司资产主要为货币资金、对子公司（含联营及合营子公司）的股权投资和对子公司的委托贷款。2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，公司母公司口径总资产为 317.83 亿元、382.46 亿元、405.33 亿元和 418.79 亿元。资产主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2019 年末货币资金余额为 8.50 亿元，占合并口径的 9.49%；其他应收款余额为 42.56 亿元，主要为对外暂付款、应收股权转让款和押金及保证金等。一年内到期的非流动资产余额为 31.18 亿元，为发放给子公司的委托贷款。长期股权投资余额为 263.57 亿元主要为对子公司的投资。其他非流动资产余额为 52.96 亿元，全部为委托贷款。

图表 28. 母公司主要资产（单位：亿元）

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
货币资金	6.55	8.50	9.05	4.22
其他应收款	35.55	69.15	42.56	48.74
一年内到期的非流动资产	13.00	16.25	31.18	26.48
长期股权投资	199.17	229.99	263.57	276.05
其他非流动资产	59.51	54.65	52.96	54.09
总资产	**317.83**	**382.46**	**405.33**	**418.79**

资料来源：复星医药

该公司母公司口径负债以刚性债务为主。2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，公司母公司口径总负债分别为 103.70 亿元、135.17 亿元、145.77 亿元和 154.71 亿元。2020 年 9 月末母公司刚性债务余额为 110.94 亿元，占母公司总负债的 71.71%。

该公司母公司口径盈利来源几乎全部来自投资收益，2017-2019 年及 2020 年前三季度，公司母公司口径实现投资收益分别为 19.46 亿元、22.30 亿元、23.58 亿元和 12.52 亿元。同期净利润分别为 16.95 亿元、20.39 亿元、20.63 亿元和 10.30 亿元。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星高科资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至 2020 年 9 月末，复星高科未经审计的合并口径资产总额为 3,700.15 亿元，

归属于母公司所有者权益为 761.77 亿元，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

2. 金融机构支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2020 年 9 月末，公司已获得银行综合授信共计等值人民币 481.88 亿元的授信额度，其中已使用授信额度约人民币 248.65 亿元。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	481.88	475.88	248.65	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	30.00	30.00	13.01	2.00%~3.20%
工农中建交五大商业银行（亿元）	44.84	44.84	23.06	1.65%~3.52%
其中：大型国有金融机构占比（%）	45.95%			

资料来源：复星医药（截至 2020 年 9 月末）

债项信用分析

3. 本次债券特定条款

（1）发行人调整票面利率选择权

发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 2 个计息年度末调整本期债券品种一第 3、4 个计息年度的票面利率。发行人将于本期债券存续期内第 2 个计息年度付息日前的第 35 个交易日，通知本期债券持有人是否调整本期债券票面利率、调整方式（加/减调整幅度）以及调整幅度。若发行人未在本期债券存续期第 2 个计息年度末行使调整票面利率选择权，则本期债券第 3、4 个计息年度票面利率仍维持前 2 个计息年度票面利率不变。

发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 计息年度末调整本期债券品种二存续期第 4、5 个计息年度的票面利率；发行人将于本期债券存续期内第 3 计息年度付息日前的第 35 个交易日，通知本期债券持有人是否调整本期债券票面利率、调整方式（加/减调整幅度）以及调整幅度。若发行人未在本期债券存续期第 3 个计息年度末行使品种二调整票面利率选择权，则本期债券品种二第 4、5 个计息年度票面利率维持前 3 个计息年度原有票面利率不变。

（2）投资者回售选择权

发行人发出关于是否调整本期债券品种一票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券品种一的第 2 个计息年度付息日将持有的本期债券品种一全部或部分回售给发行人。发行人发出关于是否调整本期债券

品种二票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券品种二的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券品种二全部或部分回售给发行人。发行人将按照上交所和证券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

4. 其他偿付保障措施

（1）经营业绩可为本次债券按期偿付提供基本保障

2017-2019 年，该公司营业收入分别为 185.34 亿元、249.18 亿元和 285.85 亿元，净利润分别为 35.85 亿元、30.20 亿元和 37.44 亿元。公司经营业绩良好，可为本次债券按期偿付提供基本保障。

（2）经营活动现金回笼

该公司销售账款结算较为及时，现金回笼情况较好。2017-2019 年，公司营业收入现金率分别为 107.43%、109.01%和 105.08%，同期经营活动产生的现金净流量分别为 25.80 亿元、29.50 亿元和 32.22 亿元。经营活动现金可为公司业务开展和债务偿付提供一定支持。

（3）财务弹性大

该公司为上市公司，可通过资本市场直接融资。公司目前负债经营程度尚合理，且未使用银行授信额度大，公司财务弹性大，有利于债务的偿付。

（4）货币资金与易变现资产存量较大

该公司货币资金储备保持充裕，2019 年末，公司货币资金余额 95.33 亿元，现金比率为 58.68%，能够对即期债务偿还提供一定支撑。公司还持有较大数额的上市公司股权，2019 年末公司交易性金融资产余额为 4.57 亿元，上述金融资产较强的变现能力能够为公司到期债务的偿还提供缓冲。

评级结论

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

通过“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，该公司实现了快速发展；公司现已形成了以药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务整合发展的产业格局。公司药品制造与研发业务的产品在新陈代谢及消化道、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股

则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。近年来，公司收入规模持续增长，期间费用虽对利润造成一定吞噬，但公司毛利率高且投资收益规模突出，整体盈利能力较强。

该公司所处行业发展前景良好，核心产品具有竞争力，研发实力相对较强，具有流通渠道优势，能为公司业务发展提供良好的保障。公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。公司财务杠杆水平合理，经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，融资渠道畅通，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。但公司扩张较迅速，后续也面临一定的投融资压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

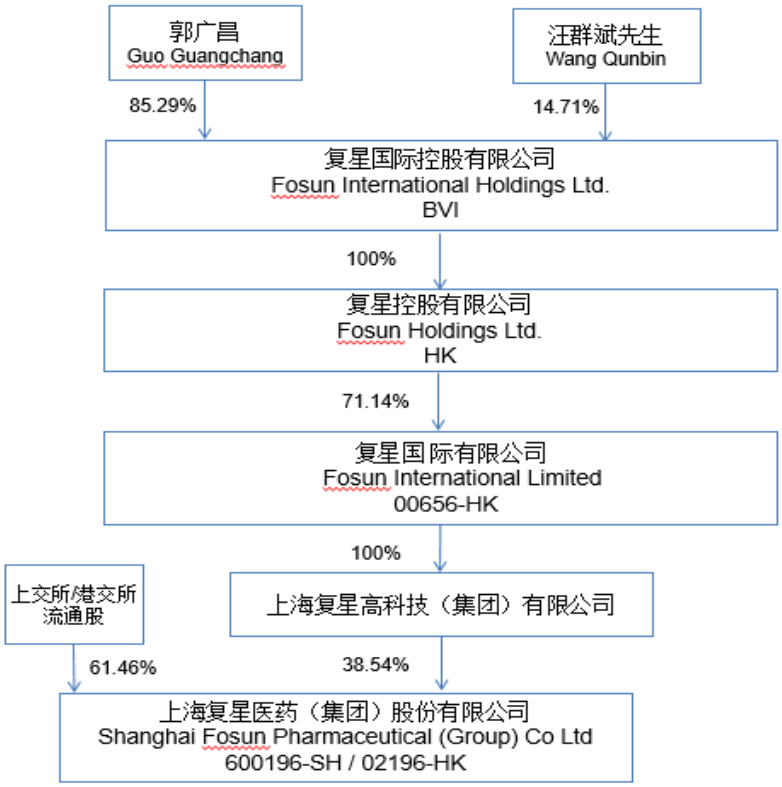
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

公司与实际控制人关系图

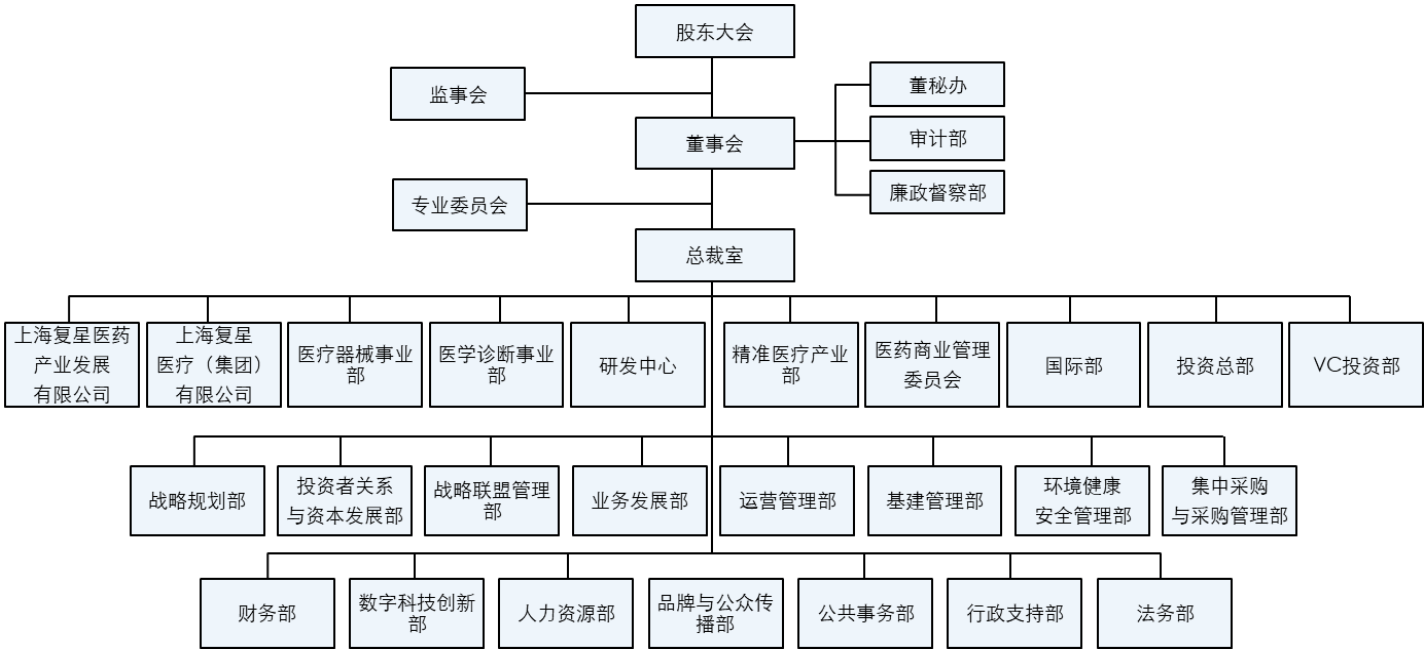


注：上海复星高科技（集团）有限公司持有的 38.54%的股份中，直接持有复星医药总股本约 36.60%的 A 股股份及通过香港中央结算（代理人）有限公司持有的复星医药总股本约 1.94%的 H 股股份。

资料来源：复星医药（截至 2020 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至 2020 年 9 月末）

附录三：

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	2019 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	
上海复星医药（集团）股份有限公司	**复星医药**	**本级**	**——**	**——**	**105.71**	**259.57**	**0.88**	**20.63**	**-1.90**	**-**	
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	重要子公司	51.00	医药制造与研发	-	32.06	61.44	8.06	-	-	
江苏万邦生化医药集团有限责任公司	江苏万邦	重要子公司	100.00	医药制造与研发	-	24.26	54.01	6.54	-	-	
锦州奥鸿药业有限责任公司	奥鸿药业	重要子公司	100.00	医药制造与研发	-	22.11	22.08	2.30	-	-	
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	重要子公司	74.00	医药制造与研发	-	53.11	25.07	5.13	-	-	
上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	复宏汉霖	主要子公司	53.33	医药制造与研发	6.09	40.00	0.91	-8.75			联交所上市 股份代号：2696.HK
Sisram Medical Ltd	Sisram	主要子公司	74.76	医疗器械	-	22.71	11.96	1.51	-	-	联交所上市 股份代号：01696.HK
佛山市禅城区中心医院有限公司	禅城医院	主要子公司	86.47	医疗服务	-	16.95	16.10	2.16	-	-	
国药产业投资有限公司	国药产投	重要参股公司	49.00	医药流通	-	772.43	4,252.73	106.34	-	-	

注：根据复星医药 2019 度审计报告附注整理,子公司刚性债务余额、经营环节现金流入量及 EBITDA 未披露.

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 前三季度
资产总额［亿元]	619.71	705.51	761.20	805.48
货币资金［亿元]	72.49	85.47	95.33	90.50
刚性债务[亿元]	206.09	235.92	221.52	252.81
所有者权益[亿元]	297.41	335.93	392.04	394.83
营业收入[亿元]	185.34	249.18	285.85	221.03
净利润[亿元]	35.85	30.20	37.44	27.50
EBITDA[亿元]	55.85	58.56	69.81	—
经营性现金净流入量[亿元]	25.80	29.50	32.22	24.53
投资性现金净流入量[亿元]	-105.04	-52.45	-1.72	-35.84
资产负债率[%]	52.01	52.39	48.50	50.98
权益资本与刚性债务比率[%]	144.31	142.39	176.98	156.18
流动比率[%]	90.70	100.44	117.03	100.84
现金比率[%]	48.47	55.10	58.68	46.71
利息保障倍数[倍]	7.88	4.81	5.12	—
营业周期[天]	157.37	156.63	165.29	—
毛利率[%]	58.94	58.40	59.62	55.87
营业利润率[%]	21.99	14.19	15.72	15.34
总资产报酬率[%]	8.77	6.81	7.64	—
净资产收益率[%]	13.04	9.54	10.28	—
净资产收益率*[%]	13.15	10.16	11.10	—
营业收入现金率[%]	107.43	109.01	105.08	101.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.32	17.09	18.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.23	-6.63	8.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.49	6.25	6.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.26	0.31	—

注：表中数据依据复星医药经审计的 2017～2019 年度财务数据整理、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]+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 级，CCC 级以下等级外，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。

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。