

海南普利制药股份有限公司

2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

海南普利制药股份有限公司

2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【802】号 01

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-5103 5670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：
2020年08月19日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学制药企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

本期债券信用等级：AA-

发行规模：8.50亿元（含8.50亿元）

债券期限：6年

债券偿还方式：本期债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对海南普利制药股份有限公司（以下简称“普利制药”或“公司”，股票代码 300630.SZ）本次拟发行总额 8.50 亿元（含 8.50 亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司主要产品入选国家医保目录，主要产品销售收入增速较快；在建产能规模较大，陆续释放有望增厚公司业绩；公司上市后资本实力有所增强，融资渠道更加多元化；同时中证鹏元也关注到，公司应收账款规模较大且增长较快；公司在建、拟建项目规模较大，存在较大的资金支出压力；公司有息债务规模增长较快，债务期限结构合理性有待提升等风险因素。

正面：

- 公司产品种类丰富，主要产品入选国家医保目录，销售收入增速较快。公司主要产品地氯雷他定系列产品、注射用阿奇霉素、盐酸左氧氟沙星胶囊等进入 2019 年国家医保目录；2017-2019 年公司营业收入分别为 32,482.67 万元、62,390.42 万元、95,009.52 万元，其中主要产品地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素 2017-2019 年销售收入复合增长率分别为 38.58%、62.77%、261.89%，销售收入合计数由 2017 年度的 14,589.22 万元增至 2019 年度的 46,035.99 万元。
- 在建产能规模较大，陆续释放有望增厚公司业绩。2017-2019 年公司产能利用率基本维持在 100%以上，处于超额生产状态。截至 2020 年 3 月末，公司 IPO 项目“年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目”已有部分完工并投产；定

增项目“普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目”尚在建设中，随着 IPO 和定增募投项目投入使用，公司主要产品产能规模将大幅提升，持续供货能力得到提升。

- **公司上市后资本实力有所增强，融资渠道更加多元化。**2017 年 3 月及 2020 年 4 月公司通过首次上市发行和非公开定向发行股票，合计募集资金净额 8.54 亿元，资本实力进一步增强；此外，公司的成功上市将有助于进一步拓宽融资渠道，丰富资金来源，改善资本结构。

关注：

- **随着医保控费政策逐步加码，公司产品收入存在一定不确定性。**随着“4+7”全国扩围、国家药价谈判等政策实施，目前公司主要产品地氯雷他定口服常释剂型已进入第三批国家集采目录，未来随着医保控费政策逐步加码，存在带量采购价格降幅超过预期或产品流标对公司经营业绩产生较大不利影响。
- **公司在注册项目较多，需关注药品研发风险。**2019 年公司已注册申报 20 个项目，如果在研品种未能取得产品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。
- **公司应收账款规模较大且增长较快。**2019 年末公司应收账款为 33,098.75 万元，占期末资产总额的 19.24%，较 2017 年末增长 600.99%，规模较大且增长较快。
- **在建、拟建项目规模较大，存在较大的资金支出压力。**截至 2020 年 3 月末公司在建及拟建项目总投资合计 247,634.21 万元，已投资 99,594.70 万元，尚需投资 158,135.85 万元，存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增长较快，债务期限结构合理性有待提升。**2019 年末公司流动比率和速动比率持续下降；截至 2020 年 3 月末公司有息债务规模增至 45,566.06 万元，其中一年内需偿还的债务余额为 30,153.56 万元，而同期货币资金为 10,997.31 万元，经营活动现金流回款相对较慢债务期限结构合理性有待提升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	191,151.64	172,030.69	110,896.46	87,453.09
归属于母公司所有者权益	119,833.91	114,594.14	88,326.15	72,137.30
有息债务	45,566.06	31,836.26	4,220.00	2,026.80
资产负债率	37.31%	33.39%	20.35%	17.51%
流动比率	1.31	1.57	2.68	4.19
速动比率	1.07	1.41	2.25	3.89
营业收入	17,083.85	95,009.52	62,390.42	32,482.67
营业利润	8,525.54	33,352.48	20,990.53	11,539.42
净利润	8,008.09	30,114.70	18,142.73	9,840.44
综合毛利率	85.21%	81.61%	83.76%	82.97%
总资产回报率	-	23.87%	21.21%	17.57%
EBITDA	-	37,554.75	23,183.88	12,935.34
EBITDA 利息保障倍数	-	87.78	598.61	151.66
经营活动现金流净额	641.38	21,537.43	9,478.57	9,379.10

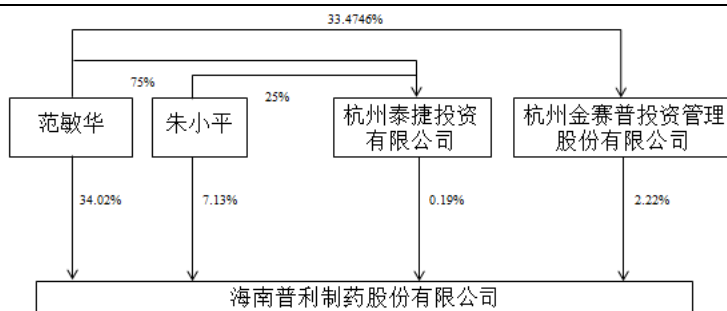
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1992年7月14日，前身为海南普利制药有限公司，由临海市华海合成化工厂和新加坡海钻工业有限公司共同出资设立，初始注册资本300.00万元。2012年7月，公司召开股东大会并以公司截至2012年4月30日经审计的净资产为基准，将净资产额中的90,588,215元折为股本总额90,588,215股，整体变更为股份有限公司，同时更名为海南普利制药股份有限公司。

2017年3月28日，公司公开发行的人民币普通股股票在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“普利制药”，股票代码“300630.SZ”，公开发行后总股份12,211.76万股，发行价为每股11.49元，共募集资金35,078.29万元，扣除各项费用后募集资金净额为31,435.29万元。2020年4月公司非公开定向发行920.31万股，发行价为每股59.97元，扣除各项费用后募集资金净额为53,995.24万元。截至2020年6月末，公司股本合计28,396.77万股。范敏华、朱小平夫妇直接和间接控制公司43.56%的股份，为公司实际控制人。公司产权及控制关系如图1所示。截至2020年6月末，公司无股权质押。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事化学制剂的研发、生产与销售，主要产品包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等，涵盖抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等多个领域。截至2019年末，纳入公司合并报表范围的子公司共5家，具体情况如附录二所示。

二、本期债券概况

债券名称：海南普利制药股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币8.50亿元（含8.50亿元）；

债券期限和利率：6年，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%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表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者。若在前述三十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格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转债转股期内，当下述情形的任意一种出现时，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：（1）在转股期内，如果公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

回售条款：

1、有条件回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，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。若在上述交易日内发

生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度内，可转债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债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，可转债持有人不能多次行使部分回售权；

2、附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的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，可转债持有人享有一次回售的权利。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。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例提请公司股东大会授权公司董事会根据发行时的具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过8.50亿元（含8.50亿元），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
普利国际高端生产线扩建项目	100,076.02	85,000.00	84.94%
合计	100,076.02	85,000.00	84.94%

资料来源：公司提供

若扣除发行费用后的实际募集资金净额低于拟投入募集资金额，则不足部分由公司自筹解决。本期债券募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自有资金或其他方式筹集的资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

（一）项目基本情况

本期债券募投项目总投资额为 100,076.02 万元，拟投入募集资金85,000.00万元，项

目建设期5年，项目的建设地点位于海口市桂林洋经济开发区兴洋大道2号。项目建设分二期实施，第一期建设期为3年，包含注射剂大楼、原料库、成品库建造及2条冻干粉针生产线、3条注射液生产线、1条“三合一配套粉末分装线”生产线。第二期建设期为2年，包含建成3条冻干粉针生产线、1条注射液生产线。截至2020年6月底，该项目尚未动工。

（二）项目核准情况

本期债券募集资金投资项目涉及的审批、核准或备案情况如下：

表2 本期债券募投项目批复情况

项目名称	立项备案	环评
普利国际高端生产线扩建项目	2019-460109-27-03-003365	海环审[2020]86号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目收益

根据公司公告的《海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，本期债券募投项目建成投产后，预计实现新增年均销售收入151,000万元，税后内部收益率19.21%，静态投资回收期8.44年（含建设期）。中证鹏元也关注到本期债券募投项目受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目能否如期完工以及建设完工后能否达到预期收益存在一定的不确定性。

四、运营环境

医保支出中期面对持续提升压力，我国医保控费持续加码，预计未来我国医药行业业绩继续承压、行业内部仍以结构调整为主

医保支出中期面对持续提升压力，医保控费将成常态。根据国家医保局2019年6月发布的《2018年全国基本医疗保障事业发展统计公报》显示，2018年，全国基本医保基金总收入21,384亿元，比上年增长19.3%；全国基本医保基金总支出17,822亿元，比上年增长23.6%，全国基本医保基金累计结存23,440亿元。从数据上来看，今年医保支出的增速远高于收入的增速。在老年人口占比提升和重大疾病和慢性疾人群占比不断提升下，医保的支出中期面对持续提升压力，医保控费将成常态。

2019年我国医保控费继续加码，用药结构调整、药品降价两手抓。2019年6月，按疾病诊断相关分组付费（DRGs）国家30个试点城市公布；DRGS的实施将压缩药品、耗材、检查等相关费用，我国用药结构将改变，相对低价的、治疗性的药品迎来利好。2019年7月，国家卫生健康委员会官网发布通知，公布我国首批国家重点监控合理用药药品目

录，神经节苷脂、脑苷肌肽、鼠神经生长因子等 20 种药品¹被纳入监控名单并被调出国家医保目录；重点监控合理用药目录的出台有利于医保支出结构的调整，规范目录内药品的使用，增加治疗性药品的使用。2019 年 9 月，“4+7”带量采购扩至 25 个省级行政区，品种与 11 城市一致；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%。2019 年 11 月，国家药价谈判结果公布，拟谈判的 150 个品种中（新增+续约），共有 97 个品种谈判成功；其中，119 个新增品种中 70 个谈判成功，平均降幅 60.7%；31 个续约药品中 27 个品种谈判成功，降幅达到 26.4%。

中证鹏元预计，在医保控费的大基调下，预计未来我国医药行业业绩继续承压、行业内部仍以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的化药制剂企业具有较强竞争优势，辅助用药、营养性药品等药品生产企业将继续面临较大经营压力。

表3 2019年医保控费继续加码，用药结构调整、药品降价两手抓

政策	具体内容
DRGS 付费落地	2019 年 6 月 5 日，国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局联合印发《关于按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》，确定北京、天津、上海等全国 30 个城市为按疾病诊断相关分组付费（DRGs）国家试点城市，DRGS 的实施将压缩药品、耗材、检查等相关费用，我国用药结构将改变，相对低价的、治疗性的药品迎来利好
国家首批重点监控目录发布	2019 年 7 月，国家卫生健康委员会官网发布通知，公布我国首批国家重点监控合理用药药品目录。经专项论证，一致决定将国家医保药品目录中的重点监控药品全部调出。在这 20 个品种中，涉及了石药欧意、齐鲁制药、步长制药与吉林四环制药的子公司吉林四长制药等 176 家公司的 470 个批准文号，总市场规模约 500 亿元。将此类药品调出目录，有利于为调入更多救命救急的好药腾出空间。也有利于促进行业快速转型升级。
“4+7”全国扩围	2019 年 9 月，上海阳光医药采购网发布的《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果》显示，25 个“4+7”试点药品扩围采购全部成功，价格都降低到不高于“4+7”试点中选价格的水平。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%。
国家药价谈判	2019 年 11 月，国家医保局、人力资源社会保障部印发《关于将 2019 年谈判药品纳入〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉乙类范围的通知》，正式公布谈判药品准入结果。拟谈判的 150 个品种中（新增+续约），共有 97 个品种谈判成功。其中 119 个新增品种中 70 个谈判成功，平均降幅 60.7%。三种乙肝治疗用药降幅 85% 以上，肿瘤糖尿病降幅 65% 以上。31 个续约药品中 27 个品种谈判成功，降幅达到 26.4%。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

一致性评价申报加速，经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业中长期仍面临较大生存压力

2019 年一致性评价申报提速。2016 年 3 月国务院办公厅印发的《关于开展仿制药质

¹ 20 种药品为：神经节苷脂、脑苷肌肽、奥拉西坦、磷酸肌酸钠、小牛血清去蛋白、前列地尔、曲克芦丁脑蛋白水解物、复合辅酶、丹参川穹嗪、转化糖电解质、鼠神经生长因子、胸腺五肽、核糖核酸 II、依达拉奉、骨肽、脑蛋白水解物、核糖核酸、长春西汀、小牛血去蛋白提取物、马来酸桂哌齐特。

量和疗效一致性评价的意见》正式对外公布，标志着我国已上市仿制药质量和疗效一致性评价工作全面展开。受部分药品参比制剂或尚未明确或监管公布不及时、临床试验机构数量紧缺等因素影响，2018年289目录品种²一致性评价进展缓慢。2019年仿制药一致性评价申报提速，申报量较2018年大幅增长，截至2019年12月6日，通过或视同通过一致性评价品种数185个(492个受理号)，涉及137家药企(以集团计)，其中有44个品种过评企业数达3家及以上，有29个品种过评企业数达2家，有112个品种独家过评。

随着仿制药一致性评价的推进，中证鹏元预计经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业中长期仍面临较大生存压力。仿制药一致性评价289目录对应药品批文有18,000多个，大部分品种年销售额不超过500万，而口服固体制剂、注射剂一致性评价单个品种成本分别约500万左右、300万左右，企业投入需要较长时间才能收回成本，经营规模小且没有优势品种的药企面临较大的资金支出压力。随着仿制药一致性评价的推进，行业集中度将加速提升，低端仿制药生产企业洗牌不可避免，经营规模小且没有优势品种的药企中长期仍将面临较大生存压力。

图2 2019年仿制药一致性申报提速（以申报文号数统计）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

带量采购开启全国扩围，预计未来带量采购品种将扩大；受一致性评价整体启动率仍偏低影响，带量采购短期内对整体化药制剂行业冲击仍较为有限

2019年国家带量采购开启全国扩围，预计未来带量采购品种将扩大。首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种在2018年12月公布，自今年3月份起至目前，全国11个试点城市的公立医院已经开始执行带量采购。2019年9月1日，《联盟地区药品集中采购文件》发布，标志着药品集中采购试点范围进一步扩大，从原来的11个省市变成了25个

² 根据《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》要求：289目录品种，在2018年底前未通过一致性评价，批文有效期至到期后，不能申请再注册。对于“289目录”外的品种，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在3年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。

省份；全国 34 个省级行政区域，除去港澳台和 4 个直辖市（4+7 试点城市），剩余 27 个省全部跟进了“4+7”。中证鹏元预计，2020 年国家带量采购采购品种将进一步增加，市场规模较大、原研与仿制价差较大品种、一致性评价通过企业较多的品种有较大概率入选。

表4 2019年9月“4+7”带量采购全国扩围

项目		联盟地区集中采购	4+7 试点城市集中采购
采购品种		与 4+7 试点城市采购一致	25 个品种
集采范围		25 省 ³ （4+7 城市除外）	4+7 城市 ⁴
采购量	首年约定采购量 计算基数	70.67 亿片/亿/亿支	15.12 亿片/袋 ⁵
	采购规则	独家、2 家、3 家中标分别获取首年约定采购量计算基数 50%、60%、70% 的份额	
采购周期		中选企业不超过 2 家（含）的品种，采购周期原则上为 1 年； 中选企业为 3 家的品种，采购周期原则上为 2 年	12 个月为一个采购周期

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

带量采购对于涉及的国内仿制药则影响不一，短期内主要利好通过一致性评价但原先市场份额占比较小的仿制药。对于原先市场份额较高的仿制药，无论是否参加带量采购，企业该仿制药品种盈利水平短期内均将承压；若参加带量采购，药企则面临降价压力，考虑到营销费用短期内较难下降，仅靠市场放量能否弥补降价带来的损失具有较大的不确定性；若不参加带量采购，则直接丧失全国 70% 的份额。而对于通过一致性评价但原先市场份额占比较低的仿制药，由于营销费用相对较少，药企该品种可通过“带量采购”以价换量来快速提升市场份额、增加盈利。

受一致评价进度影响，带量采购短期内对整体化药制剂行业冲击仍较为有限。尽管 2019 年一致性评价申报有所提速，但一致性评价整体启动率仍偏低。全部待评价文号数量共有 81,848 个，截至 2019 年 10 月 31 日，其中有 77,383 个暂无进度，启动率仅为 2.7%，已通过一致性评价的文号 413 个。从短期来看，受一致评价的进度影响，国家带量采购较难快速大规模推广、对整体化药制剂行业的冲击仍较为有限。从长期来看，带量采购将常态化，仿制药将步入微利时代，创新能力强、原料制剂一体化、制造成本低、质量控制好的化药制剂企业更具竞争优势。

³ 联盟地区 25 省包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆（含新疆生产建设兵团）。

⁴ 4+7 城市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，简称“4+7 城市”。

⁵ 4+7 试点城市集中采购金额合计为 5.33 亿元。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定制定了公司章程，并按法律法规以及公司章程的要求制定了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了明确的职责分工和制衡机制。

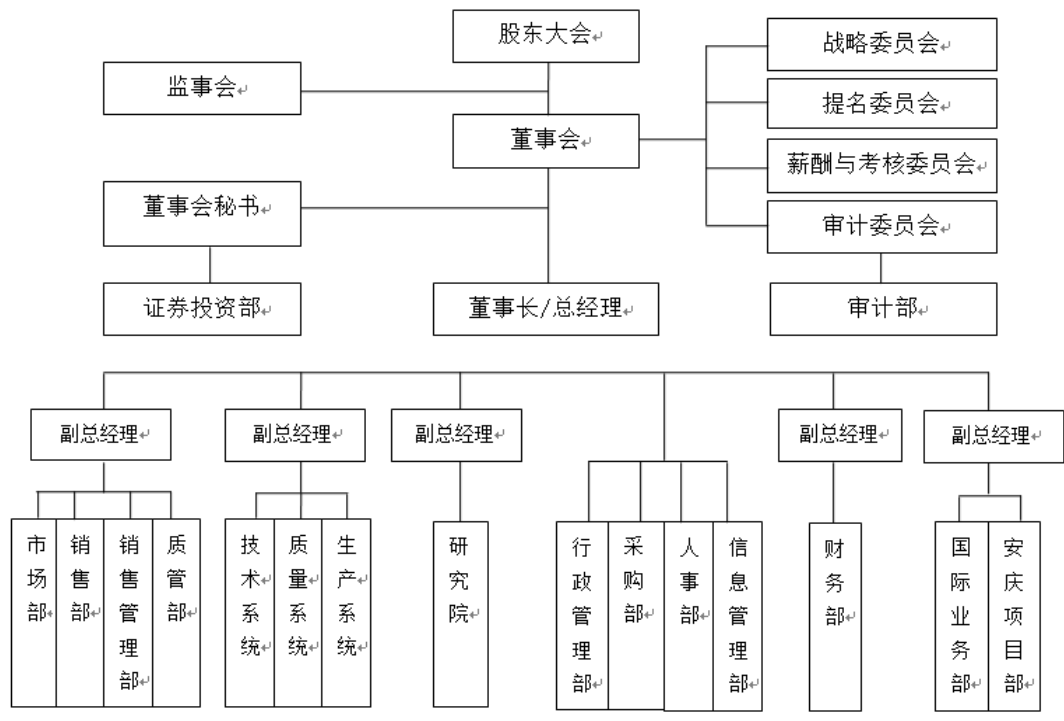
股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，设董事长一名，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会主要负责执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。公司监事会由三名监事组成，设监事会主席一名，由全体监事过半数选举产生。其中职工代表一人，职工代表由公司职工通过民主方式选举产生。监事会成员通过列席董事会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。

公司实际控制人为范敏华、朱小平夫妇。范敏华，中国国籍，硕士学历，中国药科大学硕士生专业学位研究生导师，现任公司董事长、总经理，还担任浙江省医药行业协会常务理事。范敏华女士20多年来，潜心钻研化学药品的研究开发、工艺改进和质量管控，是公司“地氯雷他定干混悬剂及其制备法”、“一种地氯雷他定分散片及其制备方法”等发明专利的发明人。朱小平，中国国籍，曾任珠海玻璃纤维有限公司工程师，海南普利制药有限公司副总经理，现任杭州必益泰得医学科技有限公司经理。

公司自成立以来，根据自身业务经营与生产管理的特点，制定了《关联交易决策制度》、《对外投资决策管理制度》与《资金管理制度》等制度。公司设立了研究院、生产系统、技术系统、市场部、销售部、质管部、财务部等职能部门，保障了公司产品研发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。公司各职能部门与下属子公司基本能够按照制定的管理制度规范运作，形成了与公司实际情况相适应的经营运作模式。

总体看来，公司法人治理结构较为完善，各项规章制度较为健全，公司部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足公司日常业务开发与经营管理的需要。

图3 截至2020年6月30日公司组织结构图



资料来源：公司提供

截至2019年末，公司在职员工708人，本科及以上学历共计496人，占总人数的70.06%；人员结构方面，销售人员171人、生产人员208人、技术人员258人，人员配备能够满足公司生产经营需求。

表5 截至2019年末公司及主要子公司人员构成情况

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数
生产人员	208	研究生及以上	136
销售人员	171	本科	360
技术人员	258	大专	125
财务人员	20	大专以下	87
行政人员	51	-	-
合计	708	合计	708

资料来源：公司2019年审计报告

六、经营与竞争

公司主要从事化学制剂的研发、生产与销售，主要产品包括地氯雷他定分散片、地氯

雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等，涵盖抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等多个领域。

公司营业收入主要来自抗过敏类药物和抗生素类药物，2017年公司实现营业收入32,482.67万元，其中抗过敏类药物占比42.60%，抗生素类药物占比19.02%。2018年公司营业收入62,390.42万元，较2017年末增长92.07%，主要系抗过敏类药物中地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂和抗生素类药物注射用阿奇霉素销售收入大幅增长所致。2019年公司营业收入95,009.53万元，较2018年末增长52.28%，除了抗过敏类药物和抗生素类药物的持续增长外，还受益于公司其他药物的大幅增长，2019年其他药物收入较2018年大幅增长14,977.36万元；公司其他药物主要包括盐酸多巴酚丁胺注射液、积雪苷霜软膏、注射用更昔洛韦钠、依替巴肽注射液等产品，2019年盐酸多巴酚丁胺注射液销量增长较快，同时新增注射用更昔洛韦钠、依替巴肽注射液、注射用伏立康唑等注射剂品种。

毛利率方面，公司主要产品毛利率较高、且较为稳定。公司抗过敏类药物有多个产品是公司独家剂型专利产品，在同类通用名产品中具备较强的竞争优势，近三年抗过敏类药物毛利率维持在89%左右。抗生素类药物主要包括注射用阿奇霉素、盐酸左氧氟沙星胶囊、克拉霉素缓释片等，近三年毛利率持续增长，2020年一季度受新冠疫情影响，抗生素类药物销量较低，导致单位制造费用较高，单位成本上升，毛利率有所下降。整体来看，公司近三年一期毛利率维持在80%以上，保持在较高水平。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	15,107.22	83.63%	89,376.10	80.56%	59,219.86	82.90%	30,264.44	81.74%
-抗过敏类药物	8,230.80	91.36%	31,588.68	89.76%	24,176.96	89.92%	13,836.71	88.84%
-抗生素类药物	1,552.99	70.25%	24,454.47	79.98%	19,117.23	79.82%	6,178.60	74.81%
-非甾体抗炎类药物	2,589.32	89.42%	8,547.43	86.02%	6,584.43	87.97%	4,625.80	88.53%
-消化类药物	1,046.96	71.85%	3,476.63	62.91%	3,009.71	62.19%	2,101.90	63.83%
-其他药物	1,687.15	56.66%	21,308.89	68.29%	6,331.53	69.93%	3,521.43	67.77%
其他业务收入	1,976.62	97.33%	5,633.43	98.17%	3,170.56	99.81%	2,218.23	99.84%
合计	17,083.84	85.21%	95,009.53	81.61%	62,390.42	83.76%	32,482.67	82.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要产品入选 2018 年国家基药目录和 2019 年国家医保目录，主要产品注射用阿奇霉素、地氯雷他定片通过一致性评价，有望持续贡献业绩增量

公司拥有片剂、胶囊剂、干混悬剂、口腔崩解片、冻干粉针、注射液等多种剂型，剂型种类具有多元化。公司主要产品地氯雷他定片为国家级火炬项目，已通过欧盟上市许可

并于 2019 年 11 月通过国内一致性评价，后续有望为公司提供业绩增量；地氯雷他定干混悬剂（2.5mg：0.5g）儿童专用说明书已获得 NMPA 批准，为国内为数不多的可用于 6 个月及以上儿童的抗组胺药；注射用阿奇霉素已于 2018 年 5 月通过一致性评价，2018 年 8 月该产品纳入《中国上市药品目录集》。截至 2019 年底，公司已取得专利技术 52 项，其中发明专利 49 项，拥有 104 个生产批准文号，其中包括 90 个制剂药品生产批准文号（境内化学药批文 51 个，美国 FDA 化学药批文 6 个，荷兰化学药批文 10 个），11 个原料药生产批准文号，3 个药用辅料生产批准文号。截至 2019 年末公司产品中有 29 个品种（甲类品种 11 个，乙类品种 18 个）被纳入 2019 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录；10 个品种被纳入 2018 年国家基本药物目录。

表7 公司主要产品情况

药品系列	产品名称	制剂适用症	医保情况
抗过敏类药物	地氯雷他定分散片	1、快速缓解过敏性鼻炎的相关症状，如打喷嚏，流涕和鼻痒，鼻粘膜充血/鼻塞；2、眼痒、流泪和充血；3、慢性特发性荨麻疹的相关症状如瘙痒，并可减少荨麻疹的数量及大小	国家乙类
	地氯雷他定干混悬剂		国家乙类
	地氯雷他定片		国家乙类
抗生素类药物	克拉霉素缓释片	克拉霉素敏感的微生物所引起的感染：1、下呼吸道感染：如支气管炎、肺炎等；2、上呼吸道感染：如咽炎、鼻窦炎等；3、皮肤及软组织的轻中度感染：如毛囊炎、蜂窝组织炎、丹毒等	国家乙类
	盐酸左氧氟沙星胶囊	敏感细菌所引起的下列轻、中度感染：1、呼吸系统感染；2、泌尿系统感染；3、生殖系统感染；4、皮肤软组织感染；5、肠道感染；6、其他感染	国家甲类
	注射用阿奇霉素	1、社区获得性肺炎：由肺炎衣原体、流感嗜血杆菌、嗜肺军团菌、卡他莫拉菌、肺炎支原体、金黄色葡萄球菌或肺炎链球菌等病原菌所致，且起始治疗需静脉给药的患者；2、盆腔炎性疾病：由沙眼衣原体、淋病奈瑟氏球菌或人型支原体所致，且起始治疗需静脉给药的患者。	国家乙类
非甾体抗炎类药物	双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊	1、缓解风湿性或类风湿关节炎，急性慢性关节炎，急性慢性强直性脊柱柱关节病；2、肩周炎，腱鞘炎、滑囊炎及腱鞘炎；3、腰背痛、扭伤、劳损；4、急性痛风；5、痛经，牙痛，头痛和术后疼痛等	国家基药 国家甲类
消化类药物	马来酸曲美布汀片	1. 胃肠道运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀、腹鸣、腹痛、腹泻、便秘等症状的改善；2. 肠道易激惹综合征	国家乙类

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司主要产品产销量持续增长，销售区域主要以华东地区为主，公司 2019 年多个产品在海外成功注册，预计未来公司海外市场销售占比将有所提升；公司主要产品近年单价持续上升，但随着医保控费政策逐步加码，产品价格面临一定的下降压力

公司产品销售主要由子公司浙江普利药业有限公司（以下简称“浙江普利”）负责，

公司原料药销售采用直销方式，制剂的销售主要选择营销能力、销售渠道、配送能力、资信水平优质的医药商业公司（具有GSP资格），与其建立长期稳定的合作关系，公司协同医药商业公司合作开发、共同维护医院和零售药店等终端客户的模式。截至2019年底，公司营销网络已经覆盖全国。近年公司销售队伍有所扩充，公司整体销售队伍由2017年的152人增长至2019年的171人。

从主要产品产销量来看，随着公司市场拓展和主要产品销量持续增长及新产品的上市，公司产品的产销量整体持续增长。近年受地氯雷他定分散片、克拉霉素缓释片等产品销售收入的持续增长，公司片剂类产品近三年销量复合增长率达22.51%。颗粒剂产品主要为地氯雷他定干混悬剂，地氯雷他定干混悬剂为公司独家专利剂型，可用于6个月以上的儿童，可自主定价，在同类型产品中具有一定的竞争优势，近年销售收入持续增长。注射剂产品主要为注射用阿奇霉素、盐酸多巴酚丁胺注射液等产品，近三年公司注射剂产品销量复合增长率达385.14%，主要系2018年5月公司注射用阿奇霉素通过仿制药质量与疗效一致性评价，公司得以快速地推进市场，2018、2019年注射剂产品销售收入持续大幅提升。2020年7月公司地氯雷他定口服常释剂型进入第三批国家集采目录，目前尚未开标，未来公司如果未能中标，将对公司销售造成一定影响。

产销率方面，由于生产按市场销售计划及期末库存备货生产，产销率基本维持在较高水平。2019年注射剂产销率有所下降，主要系针剂二车间投入使用，产量大幅增加，而销量增幅相应较小。主要产品单价方面，地氯雷他定分散片和地氯雷他定干混悬剂属于独家专利剂型，其中地氯雷他定干混悬剂为国内为数不多的可用于6个月及以上儿童的抗组胺药，享有自主定价的优势，单价有所上升；注射用阿奇霉素近年受原料市场单价下降的影响，产品单价有所下降。未来随着医保控费政策的逐步加码，公司产品销售单价存在一定的下降压力。

表8 公司主要产品销量及产销率情况

项目		2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
固体制剂	产量（万片/粒/袋）	12,759	60,260	40,300	37,498
	销量（万片/粒/袋）	12,293	57,350	46,951	37,636
	产销率	96.35%	95.17%	116.50%	100.37%
针剂	产量（万支）	63	833	231	58
	销量（万支）	108	659	225	28
	产销率	171.43%	79.11%	97.40%	48.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产品销售区域来看，公司销售收入以华东、华南、华中和华北为主，销售区域分布

较为稳定。公司销售网络覆盖面广，遍及华东、华南、华中、华北和西南等地区，其中华东、华中、华南地区经济整体相对较为发达，居民收入、医疗支出水平相对较高，近三年均为公司前三大销售区域。2017-2019年华东、华南和华中合计销售占比分别为69.43%、70.20%和70.19%，占比保持在70%左右，其中华东地区是公司最主要的销售区域。此外，公司一直致力于拓展海外市场，随着2019年公司注射用阿奇霉素、依替巴肽注射液、注射用伏立康唑、注射用万古霉素、地氯雷他定片等产品相继获得了国外注册审批通过，预计未来公司海外市场销售占比将有所提升。

表9 公司产品销售区域分布情况（单位：万元）

地区	2019年		2018年		2017年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
华东	38,070.86	42.60%	26,718.52	45.12%	13,780.95	45.54%
华南	13,811.03	15.45%	7,038.62	11.89%	3,584.33	11.84%
华中	10,852.78	12.14%	7,809.42	13.19%	3,646.17	12.05%
西南	6,932.06	7.76%	5,990.83	10.12%	2,745.59	9.07%
华北	9,313.42	10.42%	5,839.79	9.86%	3,051.54	10.08%
东北	3,885.12	4.35%	2,929.22	4.95%	1,870.36	6.18%
西北	3,289.04	3.68%	2,394.38	4.04%	977.28	3.23%
国外	3,221.78	3.60%	499.08	0.84%	608.20	2.01%
合计	89,376.09	100.00%	59,219.86	100.00%	30,264.44	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户有国药控股股份有限公司、华润医药股份有限公司等大型国有医药流通企业和安徽华源盛铭药业有限公司、鹭燕医药股份有限公司等地方医药流通企业。从客户集中度方面来看，2017-2019年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重分别为22.72%、25.39%和28.39%，前五大客户销售占比有所提高。近年公司销售客户中增加一些大型医药流通企业的销售占比，其中国药控股股份有限公司销售占比由2017年的3.28%增长至2019年的7.30%。结算方式方面，公司一般采取款到发货的结算方式，对于部分业务规模较大、商业信誉良好、财务状况佳的医药商业公司给予6个月-1年账期。

表10 公司2017-2019年销售前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	销售金额	比例
2019年	客户一	6,938.61	7.30%
	客户二	6,839.36	7.20%
	客户三	4,960.58	5.22%
	客户四	4,336.31	4.56%
	客户五	3,899.92	4.10%

	合计	26,974.77	28.39%
2018年	客户一	5,544.79	8.89%
	客户二	3,208.89	5.14%
	客户三	2,752.65	4.41%
	客户四	2,222.11	3.56%
	客户五	2,110.36	3.38%
	合计	15,838.79	25.39%
2017年	客户一	2,291.20	7.05%
	客户二	1,517.37	4.67%
	客户三	1,372.69	4.23%
	客户四	1,135.76	3.50%
	客户五	1,063.91	3.28%
	合计	7,380.93	22.72%

资料来源：公司提供

公司主要产线维持在超额生产状态，存在产能不足的情况，随着IPO和定增募投项目投入使用，公司主要产品产能规模将得到提升，将缓释产能不足情形；公司在建、拟建项目规模较大，存在较大的资金支出压力

公司主要采用“以销定产”的生产模式，以市场需求为导向，根据订货合同和预计销售情况，结合库存情况编制生产计划。公司在海南、浙江建有生产基地和GMP车间，主要的生产基地在海南。公司生产线均已通过国内药品新版GMP认证，原料药、冻干粉针剂生产线已通过美国FDA、欧盟EMA及WHO相关生产质量规范（cGMP、GMP）审计，小容量注射液生产线已通过美国FDA、欧盟EMA的GMP审计。

近年因销售收入持续增长，公司主要产线维持在超额生产状态，存在产能不足的情况。从产能利用率来看，片剂、胶囊剂和干混悬剂的产能利用率较高，注射剂的产能利用率近年波动较大。其中片剂、胶囊剂和干混悬剂随着公司主要产品地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等产品销量的增长，产能利用率持续增长。注射剂产品主要是注射用阿奇霉素，2017年注射剂产能中有部分用于报批新品种的放大研发试生产，导致当年产能利用率较低；2019年注射剂产能增加800万支，主要系针剂二车间的投入使用，生产的注射针剂主要包括注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦钠、注射用伏立康唑、注射用盐酸万古霉素、依替巴肽注射液等产品；2020年一季度受新冠疫情的影响，注射剂产能利用率较低。

截至2020年3月末，公司主要在建、拟建生产线项目为年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目、欧美标准注射剂生产线建设项目，普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目和普利国际高端生产线扩建项目。其中年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线

及研发中心建设项目于2020年3月末已有部分完工并投产，该项目完全达产后，将形成年产制剂产品15亿片/粒/袋的生产能力，其中片剂6.89亿片、胶囊剂3.33亿粒、干混悬剂4.78亿袋；欧美标准注射剂生产线建设及扩建项目包括2017年IPO募投的欧美标准注射剂生产线建设项目和欧美标准注射剂生产线扩建项目，其中2017年IPO募投的欧美标准注射剂生产线建设项目已于2019年3月完工并投产，2019年实现税后利润7,338.69万元；欧美标准注射剂生产线扩建目前尚未完成建设。在建生产线项目完工后预计能有效提升公司现存产能，解决公司产能不足的情况。截至2020年3月末公司在建及拟建项目总投资合计247,634.21万元，已投资99,594.70万元，尚需投资158,135.85万元，存在较大的资金压力。

表11 公司生产车间产能利用率情况

项目		2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
固体制剂	产能（万片/粒/袋）	12,500	50,000	30,100	30,100
	产量（万片/粒/袋）	12,759	60,260	40,300	37,498
	产能利用率	102.07%	120.52%	133.89%	124.58%
针剂	产能（万支）	250	1,000	200	200
	产量（万支）	63	833	231	58
	产能利用率	25.20%	83.30%	115.50%	29.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至2020年3月末公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

类别	项目	总投资	累计已投资
在建	普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目	55,191.00	14,568.41
	年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目	36,958.94	42,947.48
	欧美标准注射剂生产线建设及扩建项目	31,800.00	34,365.47
	冻干水针、预充针项目	12,000.00	3,746.01
	合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	11,608.25	2,425.00
	车间改造项目	-	1,542.33
拟建	普利国际高端生产线扩建项目	100,076.02	-
	合计	247,634.21	99,594.70

注：年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目处于建设尾声，设备安装阶段；欧美标准注射剂生产线建设已完工，欧美标准注射剂生产线扩建项目处于建设状态

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购供应商集中度持续提高，且主要产品原料采购单价持续上升，存在一定的产品成本控制压力

公司原材料采购实行“以产定购”原则，采购部根据生产计划、库存情况及原材料市场情况，制定采购计划，通过询价方式采购相应的产品，经质检验收合格后入库管理。公

司生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装材料等，其中原料主要包括克拉霉素原料药、马来酸曲美布汀原料药、阿奇霉素原料药、氯雷他定原料等。近两年公司国内外申报注册的在研新品种大幅增加，对照品、色谱耗材、杂质、试剂等的需求量增加，导致辅料及其他材料的采购量大幅增加，同时对照品、色谱耗材、杂质、试剂等辅助材料近两年采购单价也持续增长。

表13 公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
原料	2,544.99	35.79%	7,001.89	27.04%	6,654.81	38.30%	2,929.76	51.65%
包装材料	655.31	9.22%	2,515.55	9.72%	1,865.02	10.73%	1,042.00	18.37%
辅料及其他材料	3,909.83	54.99%	16,373.62	63.24%	8,856.25	50.97%	1,700.65	29.98%
合计	7,110.13	100.00%	25,891.06	100.00%	17,376.08	100.00%	5,672.41	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购来看，主要原材料采购量近年有所波动，马来酸曲美布汀2018年采购量大幅提升，主要系当年马来酸曲美布汀库存量较小，公司进行批量采购获得价格优势；克拉霉素2019年受市场单价下降的影响，采购量大幅增加；氯雷他定受销量的增长，采购量近年持续增长；阿奇霉素由于2018年采购量较多，2019年采购量有所减少。从原材料采购单价来看，受国内环保政策施行，国内大量原料药生产园区关闭、停业等影响，近年公司采购的主要原材料的单价持续上升，其中氯雷他定和阿奇霉素的采购单价近年增幅较大。整体来看，近年公司主要原材料采购单价呈上升趋势，存在一定的产品成本控制压力。

从公司前五大供应商来看，近年前五大供应商变动较大。近年受公司国内外申报注册的在研新品种大幅增加，对照品、色谱耗材、杂质、试剂等的需求量增加较多。从供应商集中度来看，公司2017-2019年前五大供应商占采购总额比例分别为45.96%、54.02%和63.30%，采购集中度持续上升。

表14 公司前五大供应商情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2019年	供应商一	9,120.05	35.22%
	供应商二	3,118.41	12.04%
	供应商三	1,789.26	6.91%
	供应商四	1,661.81	6.42%
	供应商五	698.81	2.70%
	合计	16,388.34	63.30%
2018年	供应商一	5,619.16	32.34%
	供应商二	1,179.01	6.79%

	供应商三	1,095.02	6.30%
	供应商四	846.32	4.87%
	供应商五	646.41	3.72%
	合计	9,385.91	54.02%
2017年	供应商一	1,044.00	18.40%
	供应商二	626.03	11.04%
	供应商三	569.49	10.04%
	供应商四	196.58	3.47%
	供应商五	170.84	3.01%
	合计	2,606.94	45.96%

资料来源：公司提供

近年公司研发投入规模持续上升，公司在注册项目较多，为中长期持续发展提供支持，但需关注药品研发风险

公司目前已经形成了从选题、立项、临床前研究、中试和放大及注册管理的完整研发流程和研发体系。在研发产品方面，一方面公司利用掩味、缓释、难溶性上的技术优势，积极开发特色剂型，优化市场现有的配方，进行配方革新和技术升级，打造特色剂型产品；另外一方面公司继续在抗过敏、抗肿瘤、心血管、儿童药及老年用药等产品链深度布局，针对人类疾病的走向、适应症中的靶点来研发最终真正有临床价值的药品，开发和生产更多的创新药产品。近年公司逐步加大研发投入，2017-2019年公司研发投入金额分别为6,330.42万元、14,644.09万元和20,437.04万元，复合增长率达79.68%；与同行业可比公司相比，公司研发投入金额相对较小，但研发投入占营业收入比重高于同业可比公司，公司研发投入力度较大。研发人员方面，公司研发人员数量由2017年的115人增长至2019年的258人，研发人员占员工总人数由2017年的27.38%，增长至2019年的36.44%。截至2019年末，公司已注册申报20个项目，其中18个项目在审评中，1个项目已经收到临床试验通知书。

整体来看，公司在注册项目较多，为中长期持续发展提供支持，但需关注如果在研品种未能取得产品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。

表15 2017-2019年公司研发投入情况（单位：人，万元）

项目	2019年	2018年	2017年
研发人员数量	258	176	115
研发人员数量占比	36.44%	31.77%	27.38%
研发投入金额	20,437.04	14,644.09	6,330.42
研发投入占营业收入比例	21.51%	23.47%	19.49%

资料来源：2019年审计报告，中证鹏元整理

表16 同行业可比公司研发投入情况（单位：万元）

可比上市公司	研发投入			研发投入占营业收入比重		
	2019年	2018年	2017年	2019年	2018年	2017年
恒瑞医药	389,633.60	267,048.06	175,913.11	16.73%	15.33%	12.71%
健友股份	19,116.69	12,447.57	7,718.52	7.74%	7.32%	6.94%
信立泰	77,675.57	80,404.66	43,916.37	17.38%	17.28%	10.57%
灵康药业	3,804.37	2,429.92	4,740.35	2.33%	1.46%	4.72%
仟源医药	5,590.80	7,011.89	4,539.86	4.94%	6.17%	4.84%

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2017年、2019年合并报表范围无变化，2018年合并报表范围新增3加子公司，子公司变化情况见表17。

表17 公司合并报表范围子公司变化情况

年份	合并范围增加子公司	业务性质	方式
2018年	安徽普利生物药业有限责任公司	制药业	新设
	海南兆利医药科技有限公司	服务业	新设
	杭州兆利医药科技有限公司	服务业	新设

资料来源：公司2018年审计报告

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，其中应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱

近年随着公司经营规模的不断扩大，公司资产规模持续增长，截至2019年末，公司资产规模为172,030.69万元，近三年复合增长率为40.25%。从资产结构来看，公司资产主要以固定资产、在建工程等非流动资产为主，截至2019年末，公司非流动资产占比为60.59%。

2019年末公司货币资金账面余额19,897.54万元，其中受限货币资金余额161.45万元，系信用保证金。2020年3月底公司货币资金余额10,997.31万元，较2019年末下降44.73%，

主要系在建工程耗用资金所致。公司应收账款均为应收货款，近年规模持续增长，2019年末公司应收账款增至33,098.75万元，较2017年末增长600.99%，一方面系近年公司销售规模大幅增长，另一方面系公司销售客户中增加一些大型的配送商，客户的回款账期有所上升；账龄方面，2019年末公司1年以内的应收账款余额占应收账款期末余额比重为96.71%，2019年计提坏账准备1,806.44万元；从应收对象来看，前五大应收对象应收余额占比43.42%。整体来看，公司应收账款余额近年增长较快，对公司营运资金占用较大，应收对象主要系大型国有或地方医药流通企业，安全性相对有保障，但货款回收时间存在一定的滞后性。

存货主要由原材料、在产品、产成品和包装物及低值易耗品构成，2019年末公司存货规模6,971.53万元，其中原材料占比50.92%、产成品占比20.68%，主要原材料为氯雷他定、克拉霉素、马来酸曲美布汀、阿奇霉素等原料，主要产成品为地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素等产品，均未计提跌价准备。2018年末公司存货规模大幅增加主要系销售收入增加、销售预测原辅料备货增加所致。2020年3月末公司存货规模11,366.04万元，较2019年末增加4,394.51万元，主要系年初生产备料增加所致。公司其他流动资产主要由待抵扣增值税进项税和理财产品构成，2018年公司其他流动资产规模同比大幅下降，主要系赎回到期理财产品所致，截至2020年3月底，公司其他流动资产规模3,219.12万元。

2019年末公司固定资产规模37,687.68万元，占总资产的比重达21.91%，近三年复合增长率为74.70%，主要系公司IPO及定增募投项目逐步转固所致；2019年末尚未办妥权证的固定资产4,694.34万元，占期末固定资产的12.46%。公司在建工程主要系在原料药、制剂的生产线及厂房，2019年末公司在建工程规模52,047.45万元，占总资产的比重为30.25%；其中受限在建工程14,500.00万元，用于抵押借款，占期末在建工程的27.86%，受限比例较高。无形资产主要系土地使用权，2019年末账面价值8,366.62万元，其中3,380.76万元土地使用权已被抵押，抵押比率为40.49%。2019年无形资产较2018年末大幅增加5,597.53万元，主要系购买“普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目”及本期募投项目所需土地所致。

整体来看，随着公司经营规模的不断扩大，整体资产规模持续增长，其中应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,997.31	5.75%	19,897.54	11.57%	16,647.69	15.01%	23,152.24	26.47%
应收账款	33,623.13	17.59%	33,098.75	19.24%	13,699.86	12.35%	4,721.73	5.40%
存货	11,366.04	5.95%	6,971.53	4.05%	7,115.70	6.42%	3,086.12	3.53%
其他流动资产	3,219.12	1.68%	3,547.35	2.06%	2,415.90	2.18%	9,892.33	11.31%
流动资产合计	63,040.01	32.98%	67,799.03	39.41%	43,930.42	39.61%	42,995.61	49.16%
固定资产	41,442.20	21.68%	37,687.68	21.91%	23,411.24	21.11%	12,349.06	14.12%
在建工程	72,129.09	37.73%	52,047.45	30.25%	38,341.82	34.57%	28,365.06	32.43%
无形资产	8,317.10	4.35%	8,366.62	4.86%	2,769.08	2.50%	2,593.16	2.97%
非流动资产合计	128,111.63	67.02%	104,231.66	60.59%	66,966.04	60.39%	44,457.48	50.84%
资产总计	191,151.64	100.00%	172,030.69	100.00%	110,896.46	100.00%	87,453.09	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期持续上升，经营效率有所下降，与同行业可比上市公司相比，整体经营效率尚可

近年公司给予客户的信用账期有所延长，但应收账款账龄基本处于一年以内，货款回收相对较为及时，2018、2019年随着营收规模增长，应收账款周转天数较2017年有所延长，其中2019年公司销售客户中增加一些大型的配送商，2019年应收账款周转天数增至88.66天。近年公司存货周转天数有所波动，2018年公司研发投入加大，为研发活动购买的材料较多，存货余额增加较多，导致存货周转天数上升；2019年营业收入成本较大幅度提升带动存货周转天数下降。公司应付账款周转天数持续下降，对上游供应商的占款能力有所下降。整体来看，受应收账款周转天数持续上升的影响，公司净营业周期大幅提升，2019年公司净营业周期增至90.20天，经营效率有所下降。

整体来看，公司净营业周期近年持续上升，经营效率有所下降，但与同行业可比上市公司相比，仍处于较好水平；总资产周转天数与同行业可比公司相比，处于中等偏下水平，公司整体经营效率尚可。

表19 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	88.66	53.15	40.81
存货周转天数	145.09	181.19	163.36
应付账款周转天数	143.55	186.64	196.19

净营业周期	90.20	47.70	7.98
流动资产周转天数	211.68	250.79	335.01
固定资产周转天数	115.75	103.17	118.40
总资产周转天数	536.02	572.25	728.28

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表20 同行业可比上市公司运营效率指标（单位：天）

可比上市公司	净营业周期			总资产周转天数		
	2019 年	2018 年	2017 年	2019 年	2018 年	2017 年
恒瑞医药	65.03	49.23	65.65	385.81	417.49	421.10
健友股份	732.67	639.31	611.08	618.13	645.39	682.21
信立泰	210.38	223.45	215.79	629.70	571.52	580.65
灵康药业	58.05	56.27	91.46	438.33	401.07	536.51
仟源医药	158.63	153.63	134.63	524.48	477.39	565.77
誉衡药业	112.45	113.65	128.38	565.77	608.83	1049.26
算术平均值	222.87	205.92	207.83	527.04	520.28	639.25
普利制药	90.20	47.70	7.98	536.02	572.25	728.28

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模持续快速增长，综合毛利率较高，盈利能力较强

从收入规模来看，2017-2019年及2020年1-3月公司营业收入分别为32,482.67万元、62,390.42万元、95,009.52万元、17,083.85万元，近三年复合增长率为71.02%，主要系近年公司销售渠道不断拓展，地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素等核心产品销售收入持续放量增长所致。毛利率方面，近年公司综合毛利率维持在80%以上的较高水平。期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用、管理费用和研发费用构成，公司不断加大研发投入，2017-2019年研发费用由6,330.42万元增长至18,429.33万元，对利润形成一定的侵蚀。近三年公司销售费用率较为稳定，维持在20%左右，与同行业可比上市公司相比，公司销售费用率较低，具体情况见表22。

利润方面，受益于公司营业收入持续增长，近年公司净利润水平也大幅提升，2017-2019年及2020年1-3月公司净利润规模分别为9,840.44万元、18,142.73万元、30,114.70万元、8,008.09万元，2017-2019年复合增长率为74.94%。随着公司营收规模的提升，公司总资产收益率和净资产收益率持续提升。

整体来看，公司营业收入规模持续快速增长，综合毛利率较高，盈利能力较强。

表21 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	17,083.85	95,009.52	62,390.42	32,482.67
营业利润	8,525.54	33,352.48	20,990.53	11,539.42
利润总额	8,208.73	33,416.18	20,993.98	11,548.59
净利润	8,008.09	30,114.70	18,142.73	9,840.44
综合毛利率	85.21%	81.61%	83.76%	82.97%
期间费用率	35.65%	46.73%	50.71%	49.91%
销售费用率	17.54%	21.03%	22.09%	21.72%
营业利润率	49.90%	35.10%	33.64%	35.52%
总资产回报率	-	23.87%	21.21%	17.57%
净资产收益率	-	29.68%	22.61%	19.14%
营业收入增长率	8.84%	52.28%	92.07%	30.97%
净利润增长率	14.38%	65.99%	84.37%	41.02%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

表22 同行业可比上市公司销售费用率情况

可比上市公司	2019年	2018年	2017年
恒瑞医药	36.61%	37.11%	37.50%
健友股份	14.51%	14.57%	4.22%
信立泰	35.26%	28.93%	27.82%
灵康药业	66.81%	72.78%	53.61%
仟源医药	61.27%	54.95%	45.71%
誉衡药业	53.17%	53.59%	35.03%
算术平均值	44.60%	43.66%	33.98%

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入规模持续上升，经营收现情况较好；但在建、拟建项目尚需投入资金较多，存在较大的资金压力

公司近年经营业务资金回笼情况有所波动，2017-2019年收现比分别为1.04、0.92、0.94。营运资本方面，公司近年经营性应收项目和经营性应付项目整体呈现上升趋势，2019年经营性应收项目大幅增加使得当期经营活动现金净流入21,537.43万元。受益于公司收入规模持续增长，2017-2019年经营活动产生的现金净流入规模分别为9,379.10万元、9,478.57万元和21,537.43万元，经营活动现金流净额持续上升。

投资活动方面，近年公司IPO和定增的募投项目规模较大，2017-2019年公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为17,458.00万元、25,198.66万元和

40,251.39万元，使得投资活动现金流持续净流出。截至2019年末，公司主要在建及拟建项目未来尚需投资158,135.85万元，公司存在较大的资金压力。

筹资活动方面，近年公司主要通过股权融资和银行借款进行融资，2017年公司公开发行股票募集资金使得当期筹资活动净流入28,188.91万元；2019年公司银行借款规模大幅上升使得当期筹资活动现金净流入23,367.00万元。考虑到公司目前在建项目尚需投资规模较大，自有资金规模较小，未来融资需求较大。

表23 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.07	0.94	0.92	1.04
净利润	8,008.09	30,114.70	18,142.73	9,840.44
营运资本变化	-	-15,020.53	-11,027.79	-1,979.60
其中：存货减少（减：增加）	-	144.18	-4,029.58	-1,152.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-22,796.95	-12,328.74	-3,513.23
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	7,632.24	5,330.52	2,686.49
经营活动产生的现金流量净额	641.38	21,537.43	9,478.57	9,379.10
投资活动产生的现金流量净额	-27,403.70	-40,202.51	-16,791.87	-25,191.79
筹资活动产生的现金流量净额	17,888.30	23,367.00	-192.61	28,188.91
现金及现金等价物净增加额	-8,900.23	4,617.34	-7,180.18	12,197.55

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，债务期限结构合理性有待改善

受益于公司日常经营利润的积累，所有者权益持续上升，截至2019年末，公司所有者权益增至114,594.14万元，近三年复合增长率为26.04%。随着公司在建项目持续投入，近年公司融资规模持续上升，公司负债总额由2017年的15,315.80万元增至2019年的57,436.54万元，2020年3月末进一步增至71,317.73万元，产权比率由2017年的21.23%持续上升至2020年3月末的59.51%，公司净资产对负债的保障程度有所下降。2020年4月公司非公开定向发行920.31万股，扣除各项费用后募集资金净额为53,995.24万元，其中920.31万元计入股本，53,074.93万元计入资本公积。

表24 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	71,317.73	57,436.54	22,570.31	15,315.80
所有者权益	119,833.91	114,594.14	88,326.15	72,137.30
产权比率	59.51%	50.12%	25.55%	21.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2019年末公司流动负债占负债总额的比重为75.36%。

截至2019年末公司短期借款余额为25,058.93万元，其中信用借款22,155.07万元，抵押借款2,903.85万元。2020年3月末公司短期借款余额27,091.06万元。公司应付账款主要为应付货款、工程及设备款，近年规模持续增长，截至2019年末公司应付账款余额为8,201.60万元。预收款项主要为预收的销售货款，截至2019年末公司预收款项余额为1,985.55万元。其他应付款主要为押金保证金、应付暂收款，2019年末公司其他应付款余额1,053.47万元。

2019年末公司长期借款余额为4,944.74万元，全部为保证借款；截至2020年3月底，公司长期借款余额为13,892.50万元，较2019年末增长180.96%，主要用于公司在建项目建设融资。公司长期应付款包括应付国开发展基金有限公司的借款和用于公司“年产制剂产品15亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目”及“普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目”的专项应付款，2019年末公司长期应付款余额为3,318.00万元，其中应付国开发展基金有限公司借款1,520.00万元，专项应付款1,798.00万元。

表25 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27,091.06	37.99%	25,058.93	43.63%	2,200.00	9.75%	-	0.00%
应付账款	9,323.29	13.07%	8,201.60	14.28%	5,735.64	25.41%	4,773.12	31.16%
预收款项	1,976.66	2.77%	1,985.55	3.46%	1,734.63	7.69%	1,314.21	8.58%
应交税费	4,544.05	6.37%	5,833.34	10.16%	4,679.26	20.73%	3,109.20	20.30%
其他应付款	1,870.12	2.62%	1,053.47	1.83%	873.05	3.87%	732.28	4.78%
流动负债合计	48,288.22	67.71%	43,285.02	75.36%	16,380.00	72.57%	10,270.93	67.06%
长期借款	13,892.50	19.48%	4,944.74	8.61%	-	0.00%	-	0.00%
长期应付款	3,318.00	4.65%	3,318.00	5.78%	2,854.54	12.65%	3,720.56	24.29%
非流动负债合计	23,029.50	32.29%	14,151.53	24.64%	6,190.31	27.43%	5,044.86	32.94%
负债合计	71,317.73	100.00%	57,436.54	100.00%	22,570.31	100.00%	15,315.80	100.00%
其中：有息债务	45,566.06	63.89%	31,836.26	55.43%	4,220.00	18.70%	2,026.80	13.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务规模主要由银行借款和长期应付款构成，近年公司有息债务大幅增长，截至2020年3月末公司有息债务规模增至45,566.06万元，占负债总额的63.89%，其中一年内需偿还的债务余额为30,153.56万元，而同期货币资金余额10,997.31万元，在建工程尚需资金投入，经营活动现金流回款较慢，债务期限结构合理性有待改善。

从偿债指标来看，近年公司资产负债率持续上升，2020年3月末受新增长期借款规模

较大的影响，公司资产负债率增至37.31%。从短期偿债指标来看，公司流动比率整体有所下降，且公司流动资产中应收账款及存货规模持续上升，2019年末速动比率降至1.07，公司短期偿债压力有所上升。近年随着公司利润总额的持续增长，EBITDA也随着增加，截至2019年末EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为37,554.75万元和87.78，利息保障程度较高。近年随着有息债务规模提升，有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA持续上升，经营活动现金流净额对流动负债的保障程度较低。同时，随着在建项目的持续投入，公司债务水平存在进一步上升的可能性。

表26 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	37.31%	33.39%	20.35%	17.51%
流动比率	1.31	1.57	2.68	4.19
速动比率	1.07	1.41	2.25	3.89
EBITDA（万元）	-	37,554.75	23,183.88	12,935.34
EBITDA利息保障倍数	-	87.78	598.61	151.66
有息债务/EBITDA	-	0.85	0.18	0.16
债务总额/EBITDA	-	1.53	0.97	1.18
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.50	0.58	0.91
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.37	0.42	0.61

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目“普利国际高端生产线扩建项目”实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源之一。根据公司提供的项目可行性分析报告，募投项目建成达产后，预计实现新增年均销售收入151,000万元，税后内部收益率为19.21%，静态投资回收期8.44年（含建设期），项目经济效益良好。中证鹏元也关注到募投项目能否如期完工以及建设完工后能否达到预期收益存在一定的不确定性。

公司日常经营形成的现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2017-2019年及2020年1-3月公司分别实现营业收入32,482.67万元、62,390.42万元、95,009.52万元和17,083.85万元，2017-2019年复合增长率为71.02%；公司2017-2019年及2020年1-3月销售商品、提供劳务收到的现金分别为33,779.60万元、57,327.64万元、89,316.46万元和18,288.00万元，公司经营活动现金流入持续上升，若偿债期内，市场格局与行业环境未发生较大变化，我们

认为在此期间公司有望实现较好的现金流表现与盈利表现，对债务本息会形成保障。但同时我们也关注到，截至2020年3月末公司在建及拟建项目尚需投入资金规模合计为158,135.85万元，面临较大的资金支出压力。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月16日），公司本部及子公司（浙江普利药业有限公司）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。实际控制人（范敏华、朱小平夫妇）最近5年存在房款贷款逾期一天的情况，未发生90天以上逾期，其他债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	10,997.31	19,897.54	16,647.69	23,152.24
应收账款	33,623.13	33,098.75	13,699.86	4,721.73
存货	11,366.04	6,971.53	7,115.70	3,086.12
其他流动资产	3,219.12	3,547.35	2,415.90	9,892.33
固定资产	41,442.20	37,687.68	23,411.24	12,349.06
在建工程	72,129.09	52,047.45	38,341.82	28,365.06
无形资产	8,317.10	8,366.62	2,769.08	2,593.16
资产总计	191,151.64	172,030.69	110,896.46	87,453.09
短期借款	27,091.06	25,058.93	2,200.00	-
应付账款	9,323.29	8,201.60	5,735.64	4,773.12
预收款项	1,976.66	1,985.55	1,734.63	1,314.21
应交税费	4,544.05	5,833.34	4,679.26	3,109.20
其他应付款(合计)	1,870.12	1,053.47	873.05	732.28
长期借款	13,892.50	4,944.74	-	-
长期应付款	3,318.00	3,318.00	2,854.54	3,720.56
负债合计	71,317.73	57,436.54	22,570.31	15,315.80
归属于母公司所有者权益合计	119,833.91	114,594.14	88,326.15	72,137.30
所有者权益合计	119,833.91	114,594.14	88,326.15	72,137.30
营业收入	17,083.85	95,009.52	62,390.42	32,482.67
营业利润	8,525.54	33,352.48	20,990.53	11,539.42
利润总额	8,208.73	33,416.18	20,993.98	11,548.59
净利润	8,008.09	30,114.70	18,142.73	9,840.44
经营活动产生的现金流量净额	641.38	21,537.43	9,478.57	9,379.10
投资活动产生的现金流量净额	-27,403.70	-40,202.51	-16,791.87	-25,191.79
筹资活动产生的现金流量净额	17,888.30	23,367.00	-192.61	28,188.91
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	88.66	53.15	40.81
存货周转天数	-	145.09	181.19	163.36
应付账款周转天数	-	143.55	186.64	196.19
净营业周期	-	90.20	47.70	7.98
流动资产周转天数	-	211.68	250.79	335.01
固定资产周转天数	-	115.75	103.17	118.40
总资产周转天数	-	536.02	572.25	728.28
综合毛利率	85.21%	81.61%	83.76%	82.97%

期间费用率	35.65%	46.73%	50.71%	49.91%
销售费用率	17.54%	21.03%	22.09%	21.72%
营业利润率	49.90%	35.10%	33.64%	35.52%
总资产回报率	-	23.87%	21.21%	17.57%
净资产收益率	-	29.68%	22.61%	19.14%
营业收入增长率	8.84%	52.28%	92.07%	30.97%
净利润增长率	14.38%	65.99%	84.37%	41.02%
资产负债率	37.31%	33.39%	20.35%	17.51%
流动比率	1.31	1.57	2.68	4.19
速动比率	1.07	1.41	2.25	3.89
EBITDA (万元)	-	37,554.75	23,183.88	12,935.34
EBITDA 利息保障倍数	-	87.78	598.61	151.66
有息债务/EBITDA	-	0.85	0.18	0.16
债务总额/EBITDA	-	1.53	0.97	1.18
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.50	0.58	0.91
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.37	0.42	0.61

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末公司纳入合并范围子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
浙江普利药业有限公司	制药业	100.00%	投资设立
杭州赛利药物研究所有限公司	服务业	100.00%	投资设立
安徽普利生物药业有限责任公司	制药业	100.00%	投资设立
海南兆利医药科技有限公司	服务业	100.00%	投资设立
杭州兆利医药科技有限公司	服务业	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2019 年度审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 长期应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。