



# 2021年一品红药业股份有限公司可转换 公司债券2021年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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

# 2021年一品红药业股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-5-27	2020-08-11

## 评级观点

中证鹏元对一品红药业股份有限公司（以下简称“一品红”或“公司”）及其2021年1月28日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司产品结构更加均衡，核心产品有望持续贡献业绩，主营业务回款情况较好、盈利能力良好；同时中证鹏元也关注到，受医保控费政策影响，公司产品仍面临较大价格下降压力，新药研发周期较长、不确定因素较多，仍需关注新药研发风险，销售费用率持续上升，存在一定的应收账款坏账风险，同时需关注新增产能消化存在较大不确定性等风险因素。

## 债券概况

债券简称：一品转债

债券剩余规模：4.8亿元

债券到期日期：2027-01-28

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

## 未来展望

公司核心产品为国家基药目录产品，国家医保目录产品，独家专利品种，业务持续性有所保障，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	26.00	21.45	17.95	17.81
归母所有者权益	16.37	14.85	13.29	12.98
总债务	6.84	2.90	1.98	2.79
营业收入	5.15	16.75	16.37	14.30
净利润	0.68	2.24	1.43	2.08
经营活动现金流净额	0.11	2.75	2.81	2.39
销售毛利率	86.72%	82.37%	77.58%	72.48%
EBITDA 利润率	-	15.10%	16.80%	20.84%
总资产回报率	-	14.47%	10.88%	16.01%
资产负债率	36.69%	30.31%	25.31%	27.05%
净债务/EBITDA	-	-1.48	-1.83	-1.49
EBITDA 利息保障倍数	-	21.53	51.06	17.11
总债务/总资本	29.35%	16.25%	12.85%	17.70%
FFO/净债务	-	5.05%	-7.85%	-24.05%
速动比率	3.11	1.97	2.85	2.70
现金短期债务比	-	2.42	3.75	2.70

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及2021年3月末财务报表

## 联系方式

项目负责人：张旻婧  
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞  
hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **2020 年公司产品结构更加均衡，核心产品为国家基药目录产品，独家专利品种，有望持续贡献业绩。**2020 年公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入规模保持稳定，对公司未来收入规模形成稳定支撑；注射用乙酰谷酰胺受益于新中标省份的增加及原有区域的销售增长，销售收入规模同比增幅较大，带动公司 2020 年营业收入规模实现稳定增长。
- **公司主营业务回款情况较好，盈利能力较强。**公司业务销售回款情况较好，收现比维持在较高水平，经营现金流表现较好；自有产品收入占比持续上升，综合毛利率持续提升，收入、利润规模保持增长。

## 关注

- **公司产品价格仍面临较大下降压力。**2020 年公司主要产品中标价格总体呈现逐步下降趋势，随着医保控费政策持续推进，未来仍存在持续的产品价格下降压力。
- **新药研发周期长，不确定因素较多，仍需关注新药研发风险。**2020 年公司研发投入金额达 1.35 亿元，同比增长增幅较大；2021 年 3 月末公司在审批项目 23 个，在研项目 29 个，仍需关注在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市或者市场开拓不成功等风险因素。
- **公司应收账款规模较大，仍存在一定的坏账风险。**2020 年末公司应收账款规模达 1.64 亿元，账龄有所延长，存在单一客户全额计提坏账发生，且金额较大，仍面临一定的坏账风险。
- **销售费用率同比有所上升，较大程度侵蚀利润水平。**随着公司自产产品收入占比上升，公司销售费用率持续增长，2020 年同比增长 3.79 个百分点，销售费用主要为市场及学术推广费用，侵蚀了公司利润水平。
- **在建项目规模较大，仍需关注新增产能消化存在较大不确定性。**公司在建产线及升级改造项目规模较大，且现存车间产能利用率仍有提升空间，新增产能消化存在较大不确定性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	康弘药业	以岭药业	佐力药业	灵康药业	誉衡药业	公司
总资产	70.01	114.92	24.70	27.16	45.16	21.45
营业收入	32.95	87.82	10.91	10.01	30.55	16.75
净利润	-2.70	12.15	0.95	1.60	4.09	2.24
销售毛利率	89.99%	64.49%	67.89%	84.45%	74.04%	82.37%
资产负债率	17.79%	22.35%	30.38%	45.52%	57.20%	30.31%
研发支出	9.55	7.37	0.30	0.20	1.34	1.35
研发支出占营业收入比例	28.98%	8.39%	2.79%	2.03%	4.39%	8.08%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年01月28日发行6年期4.8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于生产车间升级改造项目、医药创新产业园（一期）建设项目及补充流动资金。截至2021年03月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.95亿元。

## 三、发行主体概况

2020年9月和2021年4月，公司分别回购并注销第一期限制性股票激励对象持有的已获授但未解锁股票4.68万股、24.77万股；2021年4月，公司公告向全体股东每10股转增8股，公司注册资本达28,703.11万股。截至2021年3月末，李捍雄先生和吴美容女士合计持有公司56.55%股份，其中：通过广东广润集团有限公司间接持有公司42.26%股份，李捍雄先生直接持有公司5.72%股份，吴美容女士直接持有公司5.87%股份，李捍雄先生通过广州市福泽投资管理中心（有限合伙）间接持有公司2.79%股份。

截至2021年3月末，公司李捍雄、吴美容夫妇分别质押其直接持有的100%股权，合计质押股数为1,863.95万股，占其直接或间接持有股份的20.46%。

2020年，公司新设及收购合并4家子公司，均为研发创新方向布局。截至2020年末，公司合并范围子公司合计15家子公司。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州述康生物技术有限公司	85%	166.67	研究和试验发展	收购
广州瑞腾生物医药科技有限公司	100%	2,000.00	研究和试验发展	新设
广州瑞奥生物医药科技有限公司	100%	2,000.00	研究和试验发展	新设
广州一品兴瑞医药科技有限公司	85%	253.33	科学研究和技术服务业	新设

资料来源：公司2020年年报，公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

预计2021年新冠疫情影响将进一步降低，医保控费政策继续推进，我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大

受医保控费政策、新冠疫情影响，2020年我国化药制剂销售额下滑，预计2021年我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平。医药行业是高监管行业，受政策的影响相对较大。2020年是“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020年1-9月我国化药制剂业绩下滑。分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖。目前我国新冠疫情虽然有零星爆发，但整体较为可控，2020年底我国新冠病毒疫苗接种工作已开展，未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，2021年化药制剂行业业绩将有所回升；但考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2021年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

**表2 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖**

指标	2020年1-9月同比	分季度同比		
		2020年1-3月	2020年4-6月	2020年7-9月
重点城市公立医院化药销售额	-12.35%	下滑超过20%	下滑13%	下滑不足3%

资料来源：米内网，中证鹏元整理

随着一致性评价、带量采购、医保药价谈判等政策的推进，预计2021年化药制剂行业业绩分化进一步加大。受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2020年1-6月创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较低的辅助用药，在疫情冲击下呈现断崖式下降，预计未来市场规模将继续下滑。

**表3 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩**

品种类型	2019年1-6月	2020年1-6月	2020年1-6月
国家谈判品种	2.80%	4.80%	47.11%
集采执行品种	3.90%	3.40%	-24.70%
国家重点监控品种	4.00%	1.50%	-67.10%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额。

资料来源：米内网，中证鹏元整理

一致性评价政策方面，2020年一致性评价过评数量大幅增长，未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升。2020年一致性评价进入收获期，累计有861个品规的药品通过一致性评价（含视同通过），同比增长114%；其中过评的注射剂有73个品种，同比增长563.64%。但受疫情影响，一致性评价工作进展放缓，2020年一致性评价申报数量有所下滑，2020年全年累计有908个受理号申报一致

性评价获受理，同比下降16%。未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，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。

带量采购政策方面，2020年全国及地方带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。2020年1月、2020年8月、2021年1月第二、三、四批全国集采启动，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至45种。据国家医保局测算，“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采等三批集采品种，年药品费用从659亿元下降到120亿元。在国家集采基础上，国家医保局积极指导和推动各地按照国家集采的基本原则和主要政策，探索其它药品的集中带量采购；2020年12月，陕西牵头的11省药品省际联盟带量采购启动，是目前范围上仅次于国家集采的采购项目。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。

**表4 全国带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业利润将继续承压**

项目	全国第四	全国第三	全国第二	“4+7”	“4+7”	
启动时间	2021年1月	2020年8月	2020年1月	2019年9月	2018年11月	
全面落地执行时间	-	2020年11月	2020年4月	2019年12月	2019年4月	
采购品种	45个品种	55个品种	32个品种	25个品种	25个品种	
集采范围	全国	全国	全国	25省	4+7城市	
拟中选企业（家）	118	125	77	45	19	
平均降幅	50.00%	53.00%	53.00%	59.00%	52.00%	
采购量	首年约定采购量 计算基数（亿片 /粒/袋/支）	68	200	124	70	16
	采购规则	首年约定采购量计算 基数 40%-80% 份额	首年约定采购量计算 基数 50%-80% 份额	首年约定采购量计算 基数 50%-80% 份额	首年约定采购量计算 基数 50%-70% 份额	
采购周期	1-3年	1-3年	1-3年	1-2年	1年	

注：“4+7”扩围集采范围25省，不包含4+7城市。

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

医保药价谈判方面，2020年我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2020年12月国家医保局正式发布今年医保谈判的结果，119种（目录外96种，目录内23种）药品谈判成功，谈判药品平均降幅50.64%。2020年医保目录动态调整进一步为临床价值较高的创新药企业提供了较好的发展机遇。一方面，2020年谈判成功的国产创新药同比大幅增加（谈判新增的66个化药中，44种为2019-2020年新获批的化药，其中国产创新药多达29种）。另一方面，2020年国家医保药品目录谈判工作由原来政府主导，改为企业自主申报，更多创新药可第一时间进入医保谈判环节。此外，此次医保目录调整首次尝试对目录内药品进行降价谈判，预计未来还会继续对目录内药品进行降价谈判。2016年至今，国家已经组织了5次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判

品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

**表5 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大**

项目	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家拟谈判品种数	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	119	97	17	36	3
平均降幅	50.64%	新增：60.7% 续约：26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

受益于渠道拓展及核心产品保持稳定、产品结构更加均衡，2020年公司收入规模同比增长2.32%，仍保持一定增幅。2020年自有产品同比增长9.98%，其中盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入与去年同期基本持平；芬香清解口服液、参柏洗液等品种与去年同期相当，注射用乙酰谷酰胺等新进市场产品收入规模快速增长，主要系新中标省份的增加及原有区域的销售增长所致；注射用盐酸溴己新、注射用促肝细胞生长素、馥感淋口服液等产品收入规模同比有所下降。代理产品受新冠疫情及“两票制”政策影响同比有所下降。

毛利率方面，受益于自有产品收入规模占比上升及自有产品毛利率上升，2020年公司综合毛利率同比上升4.79个百分点至82.37%。自有产品毛利率同比上升1.68个百分点，主要系高毛利产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺收入占比上升所致。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代理产品	27,604.43	40.93%	36,498.22	38.28%
自有产品	139,937.27	90.54%	127,242.33	88.86%
<b>合计</b>	<b>167,541.71</b>	<b>82.37%</b>	<b>163,740.56</b>	<b>77.58%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家专利品种，国家医保、基药目录产品，2020年销售规模保持稳定；注射用乙酰谷酰胺受益于新中标省份的增加及原有区域的销售增长，销售收入同比大幅增长；此外，公司在申报及在研项目陆续推进，为中长期持续发展提供支持，但仍需关注新药研发风险

公司产品形成了以儿童药、慢病药两大核心产品梯队，现有11个儿童专用药品，其中8个儿童药独



家品种，涵盖呼吸、消化、皮肤等多个领域。截至2021年3月末，公司共拥有97个品种138个药品注册批件，其中独家产品12个，包括9个独家品种和3个独家剂型；专利品种13个、国家医保品种54个、国家基药品种13个。

2020年，在新冠疫情影响下盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销量及销售单价略有下降，销售收入规模略有下降，该产品为2020年国家医保目录产品、2018年国家基本药物目录产品，独家专利品种，非限制类口服抗菌药物，细分领域市场占有率排名前列，对公司未来收入、利润规模形成稳定支撑。注射用乙酰谷酰胺受益于新中标省份的增加及原有区域的销售增长，2020年销售收入规模同比增长116.64%，带动公司2020年营业收入规模实现稳定增长。注射用盐酸溴己新、馥感啉口服液等产品受疫情影响收入规模同比有所下降；注射用促肝细胞生长素受原材料短缺影响产品生产，目前生产尚未恢复。

**表7 公司主要自有产品收入构成及占比情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	19,324.37	47.81%	55,257.61	42.99%	55,856.37	49.19%
注射用乙酰谷酰胺	13,994.88	34.63%	45,996.39	35.78%	21,231.53	18.70%
注射用盐酸溴己新	2,928.10	7.24%	10,997.42	8.56%	12,870.75	11.34%
益气健脾口服液	1,810.62	4.48%	6,663.25	5.18%	7,419.03	6.53%
馥感啉口服液	1,167.21	2.89%	3,090.04	2.40%	5,452.53	4.80%
注射用促肝细胞生长素	0.00	0.00%	2,726.92	2.12%	6,997.70	6.16%
参柏洗液	648.68	1.61%	2,107.45	1.64%	2,019.04	1.78%
芬香清解口服液	541.86	1.34%	1,697.83	1.32%	1,696.41	1.49%
<b>合计</b>	<b>40,415.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>128,536.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>113,543.34</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

研发方面，公司主要采取自主研发、合作研发、联合研发等形式丰富和发展产品管线。2020年公司研发投入金额达1.35亿元，占当期营业收入比例8.08%，同比均有所增长。截至2021年3月末，公司共呈交国家监管部门申请生产批文或登记备案的药（产）品23项，尚有19项在国家备案或待审批，包括制剂16项<sup>1</sup>，原料药3项。在申报项目均为仿制药项目中，其中盐酸溴己新注射液、注射用奥美拉唑钠、盐酸左西替利嗪口服滴剂、氨甲环酸注射液、盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒和缬沙坦口服液均为前三家申报企业。截至2021年3月末，公司在研项目29个，主要涉及仿制药和缓控释制剂、干混悬剂、口崩片、双释放胶囊等高端制剂。

整体来看，公司在注册、在研项目较多，为中长期持续发展提供支持，但仍需关注在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市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。

<sup>1</sup> 2021年4月，一品红制药分别获得孟鲁司特钠颗粒、注射用泮托拉唑钠产品注册证书

**表8 2018-2020 年公司研发投入情况（单位：人；万元）**

项目	2020 年	2019 年	2018 年
研发人员数量	202	222	115
研发人员数量占比	21.49%	24.32%	13.87%
研发投入金额	13,534.38	9,804.85	9,138.15
研发投入占营业收入比例	8.08%	5.99%	6.39%
研发支出资本化的金额	0.00	0.00	40.00

资料来源：公司 2018、2019 年、2020 年年报，中证鹏元整理

**受新冠疫情影响，公司产品销量同比有所下降；得益于市场开拓和新品种进入，华东、华中市场快速增长；随着医保控费政策逐步加码，产品价格仍面临较大的下降压力**

公司产品销售主要由子公司广东泽瑞药业有限公司（以下简称“泽瑞药业”）负责，产品销售渠道主要集中医院终端市场，通过学术推广模式进行处方药销售。此外，公司在广东设立了专门的OTC销售部门负责连锁药店销售渠道的推广和销售。2020年，公司开始组建直营团队，在优势领域和重点区域逐步开始运作。

从销售区域分布来看，随着不断的市场拓展及新产品的进入，公司已经形成立足华南、覆盖全国的营销网络。2020年，公司新增开发各类医院超过7,500家，其中儿童药品种医院开发4,600余家，含等级医院1,000余家，终端医院覆盖率的进一步增加。得益于市场开拓和新品种进入，华东、华中市场快速增长；华南区域受代理产品销售收入规模下降影响，华北地区受新冠肺炎疫情影响，收入规模及占比有所下降。此外，公司借助各地招标准入标期衔接契机，加大自有产品的招投标工作，2020年自有产品在多个省份新增中标，为下一步的销售推广工作奠定了基础。

**表9 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	比例	金额	比例
华南	53,988.25	32.22%	59,063.74	36.07%
华东	63,677.20	38.01%	53,729.76	32.81%
华中	15,106.94	9.02%	11,558.85	7.06%
西南	14,800.84	8.83%	16,258.50	9.93%
华北	11,579.71	6.91%	16,734.07	10.22%
东北	5,073.60	3.03%	3,147.70	1.92%
西北	3,315.16	1.98%	3,247.93	1.98%
<b>合计</b>	<b>167,541.71</b>	<b>100%</b>	<b>163,740.56</b>	<b>100.00%</b>

注：2019 年数据根据 2020 年区域核算口径有所调整；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司主要产品中标价格来看，2020年盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用乙酰谷酰胺中标价格均有所下降，其他主要产品中标价格总体呈现逐步下降趋势。随着医保控费政策逐步加码，未来仍存在

较大的产品价格下降压力。与此同时，公司调整产品结构，丰富产品线，高毛利产品如注射用乙酰谷酰胺收入占比持续上升，一定程度上缓解了价格下降带来的盈利压力。

从自有产品销量来看，受疫情影响，公司产品销售量同比有所下降，其中盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销量略有下降，注射用乙酰谷酰胺销量大幅增长，注射用盐酸溴己新、益气健脾口服液、馥感啉口服液等产品受新冠疫情影响有所下降。公司实施以销定产生产模式，产销率基本维持在较高水平；2020年受新冠疫情影响、销量有所下降，随着新冠疫情影响减弱，公司积极备货、生产量同比有所上升，综合影响下产销率有所下降。

**表10 公司自有产品产销率情况（单位：盒/支/瓶）**

项目	2020年	2019年
销售量	27,611,595	30,708,061
生产量	30,896,764	30,829,295
库存量	9,485,713	6,200,543
产销率	89.37%	99.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大销售客户来看，公司前五大客户均为大型医药流通商、主要客户关系相对稳定，主要客户有国药控股股份有限公司、华润医药商业集团有限公司、深圳市全药网药业有限公司等全国、地区大型医药流通商。一般为货到付款，对于部分信用良好、财务状况佳的大型医药流通商给予30-90天账期。从客户集中度方面来看，前五大客户集中度同比上升1.55个百分点至46.25%，仍维持在较高水平。

**2020年公司各生产车间产能利用率涨跌不一，整体水平仍有待提高；在建项目规模较大，需关注新增产能消化问题；主要原材料采购单价较为稳定，核心原料采购集中度有所改善，对单一供应商依赖度有所下降**

公司主要实行以销定产生产模式，2020年各生产车间产能未发生变化。从各车间产能利用率来看，片剂车间受新冠疫情影响，产量有所下降，产能利用率略有下降；冻干粉针剂车间受益于注射用乙酰谷酰胺产品销量大幅增长，综合产量有所上升，产能利用率有所上升；颗粒剂、合剂、洗剂车间产能利用率仍相对一般，产能利用率仍有进一步提升的空间。

截至2021年3月末，公司在建项目总投资147,540.70万元，累计已投资46,814.52万元，仍存在一定的资金压力。其中联瑞厂区建设工程预计2022年5月31日达到预定可使用状态，在建生产线项目完工后预计显著提升现存产能，但新增产能能否完全消化存在较大不确定性，资产回报率存在进一步下滑的可能性。

**表11 公司生产车间产能利用率情况**

期间	项目	片剂 (万片)	冻干粉针剂 (万支)	颗粒剂 (万袋)	合剂 (万支)	洗剂 (万瓶)
----	----	------------	---------------	-------------	------------	------------

2020年	年产能	40,000	4,000	2,000	8,000	200
	产量	32,587	2,882	813	2,098	42
	产能利用率	81.5%	72.1%	40.7%	26.2%	21.1%
2019年	年产能	40,000	4,000	2,000	8,000	200
	产量	35,719	2,524	1,118	1,853	46
	产能利用率	89.3%	63.1%	55.9%	23.2%	23.2%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表12 截至2021年3月末公司在建项目情况（单位：万元）**

项目	总投资	IPO/可转债募集资金拟使用金额	累计已投资	投资进度	预计达到可使用状态日期
一品红药业广州联瑞厂区生产基地建设项目	94,232.00	48,002.68	36,178.49	38.39%	2022.5.1
一品红药业（润霖）研发中心建设项目	7,403.00	7,403.00	7,561.80	102.15%	2021.5.1
广州一品红制药有限公司营销网络建设项目	3,138.30	3,138.30	1,459.45	46.50%	2020.11.1
一品红药业股份有限公司信息化升级建设项目	3,167.40	3,167.40	1,448.03	45.72%	2020.11.1
生产车间升级改造项目*	15,590.38	15,590.38	0	0.00%	-
医药创新产业园（一期）建设项目*	24,009.62	24,009.62	166.75	0.69%	-
<b>合计</b>	<b>147,540.70</b>	<b>101,311.38</b>	<b>46,814.52</b>	<b>31.73%</b>	

注：\*为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司实行“以销定采”原则。从主要原材料采购来看，2020年采购量有所上升，主要系疫情影响下公司加强原材料备货。从原材料采购单价来看，2020年包装材料采购单价较为稳定；化学原料整体价格有所下降，主要系乙酰谷酰胺和克林霉素棕榈酸酯采购单价下降所致；2020年中药材采购单价有所上升，主要系中药材市场价格整体有所上升。综合影响下，公司主要原材料采购单价较为稳定。

**表13 公司主要原材料采购情况（单位：盒/支/瓶/公斤；万元；元/盒、支、瓶、公斤）**

项目	2020年			2019年		
	金额	数量	单价	金额	数量	单价
包装材料	2,090.88	28,820.34	0.07	1,854.40	27,612.90	0.07
化学原料	6,865.30	46.52	147.58	5,751.99	40.00	157.66
中药材	1,102.31	44.22	24.93	683.05	57.50	23.34
<b>合计</b>	<b>10,058.49</b>	-	-	<b>8,289.44</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大供应商来看，上游供应商主要为化药原料及代理产品供应商。从供应商集中度来看，前五大采购占比同比下降7.95个百分点至51.42%，但仍维持在较高水平，主要系盐酸克林霉素棕榈酸酯原料及代理产品采购集中度较高所致。公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片主要原料供应商为浙江海翔川南药业有限公司（以下简称“浙江海翔”），2020年新进重庆安格龙翔制药有限公司，结算周期为货到验收合格后月结。2020年浙江海翔采购占比同比下降8.58个百分点至16.99%，对单一供应商依

赖度有所下降。

### 随着广东省两票制正式实施及公司战略调整，2020年代理产品收入规模继续下降

公司代理产品的销售模式以招商代理模式为主。招商代理模式中，药品生产企业或其授权厂商销售给公司，公司销售给代理商，代理商销售给配送商后由配送商销往医疗机构或由代理商自行配送至医疗机构。药品流通环节较多，不符合“两票制”要求。2018年6月广东省两票制正式实施，受此影响，代理产品销售收入规模和占比持续下降，2020年叠加新冠疫情影响，代理产品销售规模进一步下降。2020年，公司代理产品实现销售收入27,604.43万元，同比下降24.37%。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：

**表14 近年公司合并范围子公司数量增减变化情况（单位：家）**

项目	2020年	2019年	2018年
<b>增加子公司数量</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
其中：并购增加	1	0	1
新设增加	3	3	3
<b>减少子公司数量</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其中：处置减少	0	0	0

资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，现金类资产占比较高，资产流动性尚可，但仍需关注应收账款回收风险**

近年公司总资产规模持续增长，2020年同比增长19.52%至21.45亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。

2020年末，公司现金类资产合计7.03亿元，由货币资金（未受限6.90亿元<sup>2</sup>）和交易性金融资产（0.13亿元）构成，其中交易性金融资产系银行理财产品。公司应收账款主要为应收经销商货款，2020年末公司应收账款规模仍较大，账龄有所延长，总体仍面临一定的应收账款回收风险，期末应收账款坏

<sup>2</sup> 受限货币资金系不可撤销信用证保证金 3,600 万元。

账准备综合计提比例28.51%，仍维持在较高水平，主要系单一客户全额计提坏账准备所致。近期，预付款项余额持续大幅增长，主要有以下几方面因素：一是根据销售预测，加大原材料采购，从而增加预付款；二是根据研发项目进度要求，预付研发项目临床实验款。

公司存货主要由产成品、原材料和发出商品等构成，近期存货规模持续增长，主要系随着疫情好转、积极备货所致，公司产成品库存周期仍维持在一个月左右。

2020年3月公司其他流动资产增长至2.26亿元，主要系闲置的募集资金购买了券商保本理财产品，及自有资金进行银行定期存款所致。

固定资产、无形资产规模变化不大，受折旧、摊销影响账面价值有所下降。2020年末在建工程规模增幅较大，主要系联瑞厂区建设工程项目投入较大所致。

总体看来，公司现金类资产规模占比较高，资产整体流动性尚可，但仍需关注应收账款回收风险。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	89,861.90	34.56%	72,603.22	33.85%	71,020.51	39.57%
交易性金融资产	2,900.00	1.12%	1,300.00	0.61%	3,560.00	1.98%
应收账款	16,906.64	6.50%	16,365.50	7.63%	16,710.59	9.31%
预付款项	4,290.38	1.65%	2,310.85	1.08%	515.72	0.29%
其他应收款	6,537.34	2.51%	5,434.56	2.53%	6,582.15	3.67%
存货	12,808.08	4.93%	11,005.92	5.13%	8,164.91	4.55%
其他流动资产	22,647.95	8.71%	4,424.89	2.06%	2,734.77	1.52%
<b>流动资产合计</b>	<b>160,391.76</b>	<b>61.68%</b>	<b>120,902.96</b>	<b>56.36%</b>	<b>117,804.16</b>	<b>65.64%</b>
固定资产	15,892.77	6.11%	16,535.72	7.71%	18,057.67	10.06%
在建工程	39,074.38	15.03%	33,894.31	15.80%	8,633.83	4.81%
无形资产	29,324.11	11.28%	29,824.12	13.90%	31,280.96	17.43%
<b>非流动资产合计</b>	<b>99,651.17</b>	<b>38.32%</b>	<b>93,612.83</b>	<b>43.64%</b>	<b>61,676.41</b>	<b>34.36%</b>
<b>资产总计</b>	<b>260,042.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>214,515.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>179,480.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受益于渠道拓展，2020年公司收入、利润规模保持增长，但销售费用率同比有所上升，侵蚀利润水平

2020年公司渠道持续拓展，核心产品销售保持稳定、产品结构更加均衡。新开发各级各类医疗机构超过7500家，自产产品实现收入13.99亿元，同比增长9.98%。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为2020年国家医保目录产品、2018年国家基本药物目录产品，独家专利品种，非限制类口服抗菌药物，细分领域市

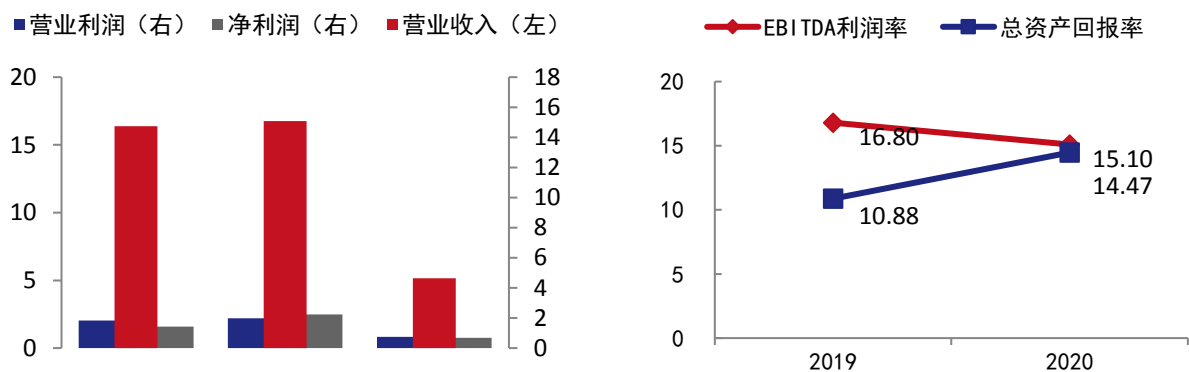
市场占有率排名前列，对公司未来收入、利润规模形成稳定支撑。

受益于收入规模增长、政府补助规模增长及2020年度未大额计提应收账款减值损失，公司营业利润及净利润规模保持增长。此外，随着公司自产产品收入占比上升，公司销售费用率有所上升，2020年销售费用率同比增长3.79个百分点至55.77%；2020年研发费用同比增长38.04%，主要系新增研发项目、投入增加所致，综合影响下，2020年公司EBITDA利润率有所下降。受益于政府补助规模增幅较大，总资产回报率同比有所上升。

随着公司自产产品结构不断丰富、渠道不断拓展，自产产品收入规模占比有望持续上升，公司利润规模指标有望保持增长趋势，但仍需关注销售费用率持续增长，侵蚀利润水平。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

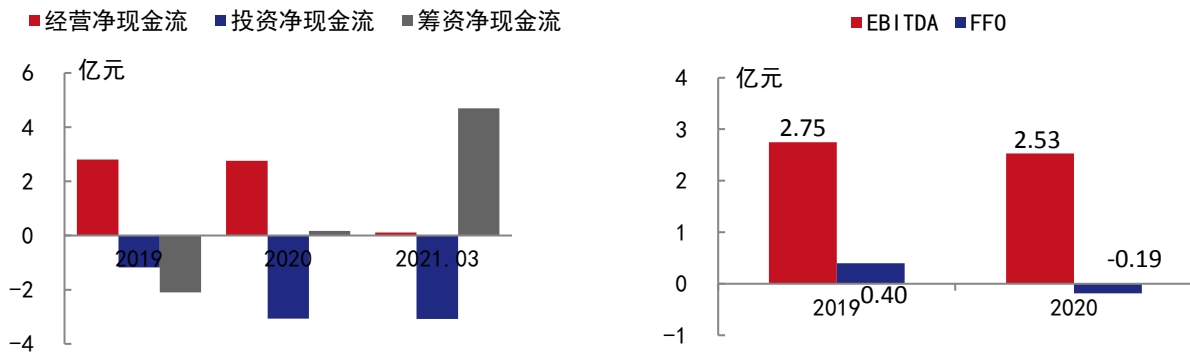
2020年受期间费用规模增幅较大的影响，公司经营活动现金净流入规模有所下降，经营活动现金生成能力有所弱化

公司经营业务资金回笼情况尚可，收现比维持在较高水平。2020年，受销售费用支出大幅增长影响，当期经营活动净现金流规模同比有所下降。2020年投资活动产生的现金流量净流出同比增长161.01%，主要系在建项目投资支出增加所致。筹资活动主要由银行借款及权融资构成，随着公司经营规模扩大、流动资金借款增加及可转债发行成功，2020年及2021年1-3月筹资活动现金持续净流入。

受期间费用率上升影响，2020年公司期间费用率同比上升7.03个百分点至70.51%，EBITDA同比有所下降，FFO转为负数。整体来看，公司经营活动现金生成能力有所弱化。

图 3 公司现金流结构

图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

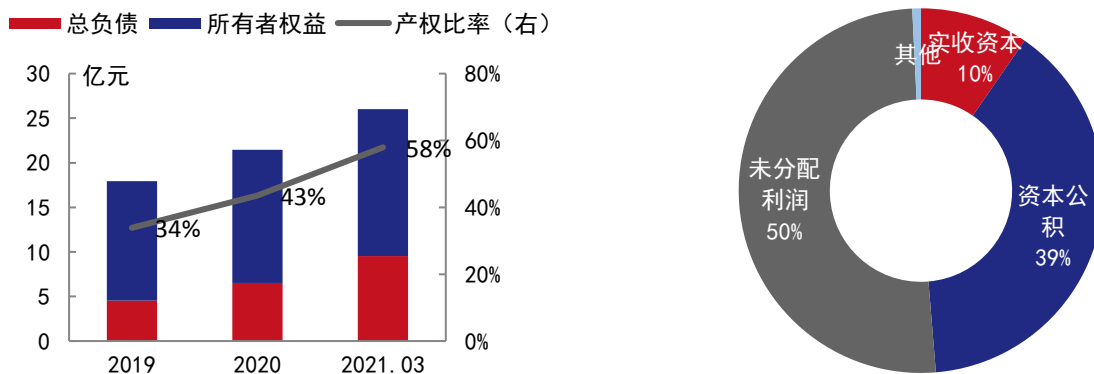
## 资本结构与偿债能力

### 2020年公司杠杆水平有所上升，但整体债务偿付压力仍较小

受益于日常经营利润的积累，公司所有者权益持续上升。同期，公司负债总额持续增长，产权比率持续上升，但净资产对负债的保障程度仍较强。

图 5 公司资本结构

图 6 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年末短期借款同比增长46.78%，主要系票据贴现借款规模增长所致。2020年末应付账款余额同比增长174.26%，主要系应付在建项目工程款增加所致。2020年末其他应付款同比增长91.96%，主要系保证金规模及设备采购款增长所致。2020年3月末，应付债券余额3.89亿元，系可转债发行部分转为债务所致。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比



短期借款	29,504.57	30.92%	29,003.93	44.61%	19,759.79	43.50%
应付账款	4,336.34	4.54%	5,606.98	8.62%	2,044.38	4.50%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5,004.42	11.02%
合同负债	2,780.47	2.91%	4,313.04	6.63%	0.00	0.00%
其他应付款	7,214.16	7.56%	11,054.74	17.00%	5,759.01	12.68%
<b>流动负债合计</b>	<b>47,465.80</b>	<b>49.75%</b>	<b>55,680.49</b>	<b>85.64%</b>	<b>38,433.12</b>	<b>84.62%</b>
应付债券	38,878.40	40.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	9,066.38	9.50%	9,333.53	14.36%	6,986.74	15.38%
<b>非流动负债合计</b>	<b>47,944.78</b>	<b>50.25%</b>	<b>9,333.53</b>	<b>14.36%</b>	<b>6,986.74</b>	<b>15.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>95,410.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>65,014.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>45,419.87</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020 年及 2021 年 1-3 月，受银行借款及可转债规模增长影响，公司总债务规模持续增长，截至 2021 年 3 月末总债务占总负债的比例上升至 72%。2021 年 3 月末，受可转债发行成功影响，短期有息债务占比下降至 43.15%。

图 7 公司债务占负债比重

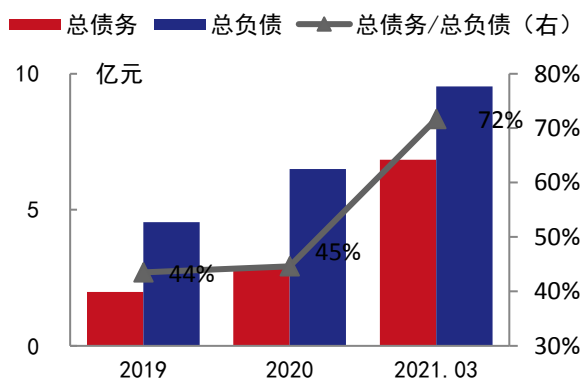
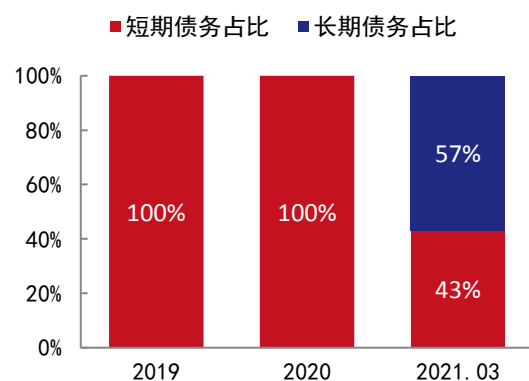


图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

受新增银行借款及可转债发行成功影响，公司资产负债率持续上升，但负债水平仍较低。公司盈利对债务利息偿付的保障程度很高，总资本对总债务的保障能力较强，账面盈余资金可完全覆盖总债务，公司净债务为负。整体来看，公司杠杆水平有所上升，但仍维持在较低水平，财务风险很小。

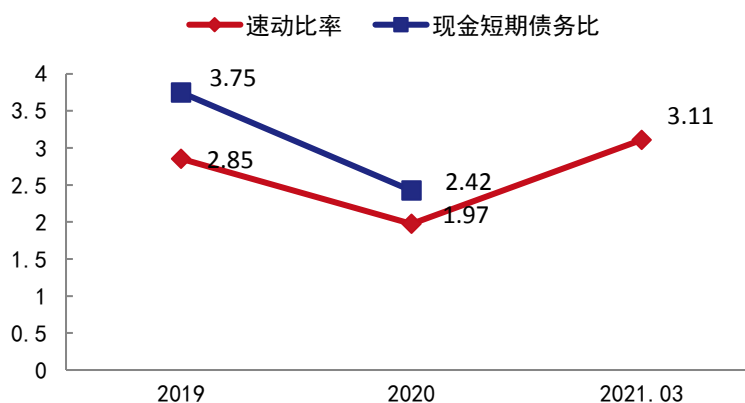
表 17 公司杠杆状况指标

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	36.69%	30.31%	25.31%
净债务/EBITDA	--	-1.48	-1.83
EBITDA 利息保障倍数	--	21.53	51.06
总债务/总资本	29.35%	16.25%	12.85%
FFO/净债务	--	5.05%	-7.85%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务规模较现金类资产规模较小，现金短期债务覆盖比率仍较好；随着经营规模扩大，应付市场推广费增速较快，导致公司速动比率同比小幅下降，总体来看，公司短期偿付能力较强，考虑到账面资金充裕，融资弹性较高，公司偿付压力较小。

**图 9 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2021年04月23日），公司本部及子公司（广州一品红制药有限公司）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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

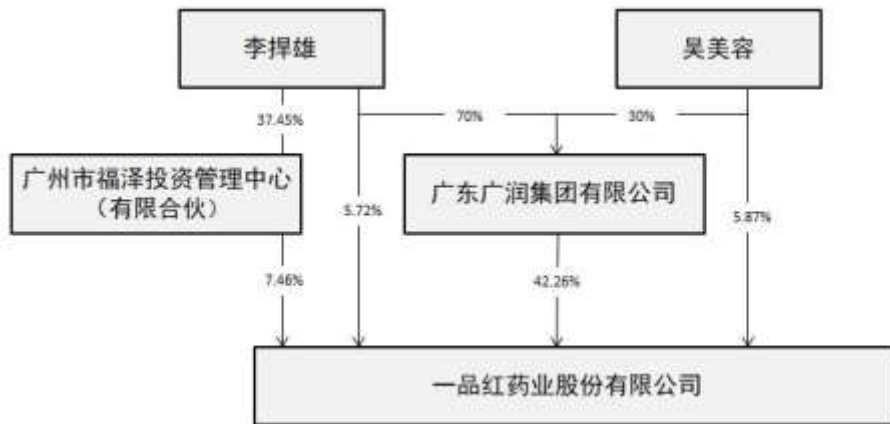
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	8.99	7.26	7.10	7.52
流动资产合计	16.04	12.09	11.78	12.18
在建工程	3.91	3.39	0.86	0.21
无形资产	2.93	2.98	3.13	3.32
非流动资产合计	9.97	9.36	6.17	5.63
资产总计	26.00	21.45	17.95	17.81
短期借款	2.95	2.90	1.98	1.41
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	1.39
流动负债合计	4.75	5.57	3.84	4.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.89	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.79	0.93	0.70	0.59
负债合计	9.54	6.50	4.54	4.82
总债务	6.84	2.90	1.98	2.79
归属于母公司的所有者权益	16.37	14.85	13.29	12.98
营业收入	5.15	16.75	16.37	14.30
净利润	0.68	2.24	1.43	2.08
经营活动产生的现金流量净额	0.11	2.75	2.81	2.39
投资活动产生的现金流量净额	-3.09	-3.07	-1.18	4.08
筹资活动产生的现金流量净额	4.70	0.17	-2.09	0.20
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	86.72%	82.37%	77.58%	72.48%
EBITDA 利润率	-	15.10%	16.80%	20.84%
总资产回报率	-	14.47%	10.88%	16.01%
产权比率	57.95%	43.49%	33.88%	37.07%
资产负债率	36.69%	30.31%	25.31%	27.05%
净债务/EBITDA	-	-1.48	-1.83	-1.49
EBITDA 利息保障倍数	-	21.53	51.06	17.11
总债务/总资本	29.35%	16.25%	12.85%	17.70%
FFO/净债务	-	5.05%	-7.85%	-24.05%
速动比率	3.11	1.97	2.85	2.70
现金短期债务比	-	2.42	3.75	2.70

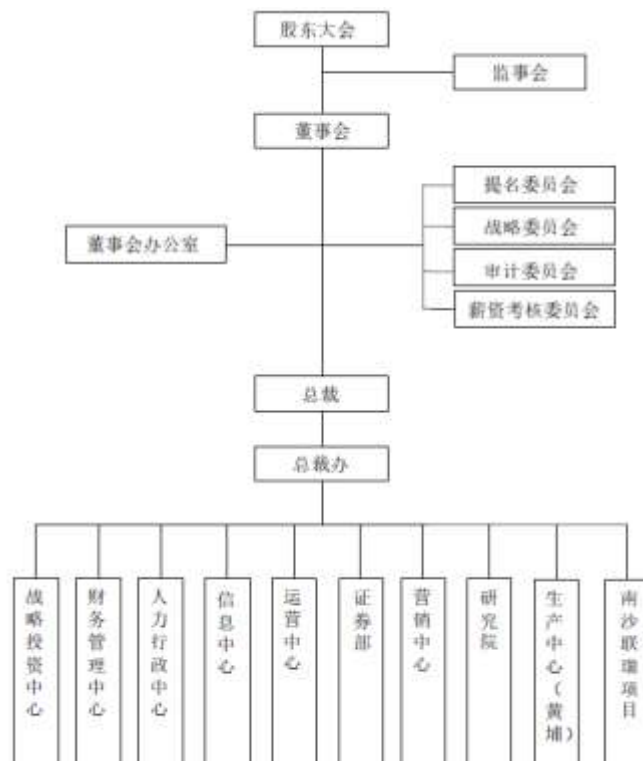
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州一品红制药有限公司	5000.00	100.00%	医药制造业
广州市联瑞制药有限公司	30000.00	100.00%	医药制造业
广州润霖医药科技有限公司	28500.00	100.00%	科学研究和技术服务业
广州市品瑞医药科技有限公司	1000.00	52.00%	科学研究和技术服务业
广东辰瑞医药科技有限公司	1000.00	100.00%	科学研究和技术服务业
广东泽瑞药业有限公司	500.00	100.00%	批发和零售业
YipinhongPharmaceutical(USA)Limited	500 万美元	100.00%	科学研究和技术服务业
广东福瑞医药科技有限公司	500.00	70.00%	科学研究和技术服务业
广东品晟医药科技有限公司	2500.00	70.00%	科学研究和技术服务业
广东云瑞医药科技有限公司	2000.00	70.00%	科学研究和技术服务业
一品红生物医药有限公司	5000	100.00%	科学研究和技术服务业
杭州述康生物技术有限公司	166.67	85%	研究和试验发展
广州瑞腾生物医药科技有限公司	2000.00	100%	研究和试验发展
广州瑞奥生物医药科技有限公司	2000.00	100%	研究和试验发展
广州一品兴瑞医药科技有限公司	253.33	85%	科学研究和技术服务业

资料来源：公司 2020 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 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。