

信用评级公告

联合〔2022〕186号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市海普瑞药业集团股份有限公司及其拟发行的 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市海普瑞药业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二二年一月十四日

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

2022年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方信用等级：AAA

本次公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本次公司债券发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本次公司债券期限：3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权

担保方式：连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还“19 海普瑞”本金

评级时间：2022 年 1 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为全球领先的肝素钠生产企业，在产业链一体化、生产技术、客户资源等方面具有较强的竞争优势。近年来，公司营业收入有所波动，制剂业务收入逐年增长，且制剂产品在欧洲市场占有率高。2020 年，公司完成了 H 股上市，资本实力和抗风险能力得以增强，债务负担减轻，融资渠道进一步拓宽，货币资金较为充裕。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司海外业务收入占比大且面临诸多方面的不确定性风险、原材料价格波动给公司生产成本控制带来压力、公司存在一定有息债务的短期偿还压力、投资收益和公允价值损益对利润影响大、存货和应收账款对营运资金形成占用等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供连带责任保证担保。高新投融资担保的担保对本次债券的信用状况有显著提升作用。

随着公司继续加大欧洲市场的销售拓展，以及对美国和国内市场的不断开发，未来公司经营状况有望进一步增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本次债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在肝素钠行业中具有较强的竞争优势。公司作为全球领先的肝素钠生产企业，拥有全球采购优势，产品覆盖了肝素钠原料药及下游的制剂产品。公司在产业链一体化、生产技术、客户资源等方面具有较强的优势。
2. 公司营业收入波动增长，肝素钠制剂销售收入逐年增长，市场占有率有所提高。2018—2020 年，公司营业收入分别为 48.15 亿元、46.25 亿元和 53.32 亿元，其中制剂收入分别为 10.30 亿元、12.31 亿元和 15.23 亿元，逐年增长，年均复合增长 21.60%；2020 年，公司依诺肝素钠制剂占欧洲市场份额的 19.7%（以销量计），市场占有率较上年提高 1.9 个百分点，其中占英国和波兰的市场份额分别为 46.4%和 51.5%，占意大利及奥地利市场份额分别为 46.3%

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒲雅修 华艾嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

和 42.1%，处于市场领先地位。

3. 公司完成 H 股上市，资本实力和抗风险能力得以增强，债务负担减轻，融资渠道进一步拓宽，货币资金较为充裕。2020 年 7 月，公司在香港联合交易所挂牌上市。2018—2020 年底，公司资产规模和所有者权益逐年增长。截至 2020 年底，公司所有者权益为 116.89 亿元，较上年底增长 56.46%；货币资金 27.12 亿元，较上年底增长 112.28%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.56% 和 32.57%，较 2019 年底下降 12.42 和 13.19 个百分点。

关注

1. 公司海外业务收入占比大，面临诸多方面的不确定性风险。2018—2020 年，公司主要销售区域为国外，占比均在 90% 以上，销售区域包括欧洲、美国及其他中东国家。近年来，国际经济和贸易关系趋向复杂化，公司国外业务面临政策、税收、汇率、市场和新冠肺炎疫情的不确定性影响。2020 年，受汇率波动影响，公司汇兑损失为 2.49 亿元，对公司利润影响大。
2. 原材料价格的波动，对公司成本控制带来压力。近年来，受非洲猪瘟疫情的影响，猪小肠和肝素粗品的采购价格不断上涨，2018 年—2020 年，公司肝素粗品的采购均价复合增长率约为 50%，公司的成本随之增加，虽公司通过及时调整对客户的定价模式来传导成本上涨压力，但原材料的价格上涨仍会对公司的成本控制带来压力。2021 年 1—9 月，受高价原材料结转成本的影响，公司实现利润总额 5.54 亿元，同比下降 34.69%，毛利率为 31.45%，相比上年下降 7.71 个百分点。
3. 公司存在一定的债务集中偿还压力。截至 2021 年 9 月底，公司全部债务为 55.31 亿元；从偿还期限来看，若“19 海普瑞”和“20 海普瑞”全部回售，1 年内到期有息债务的占 57.67%，1~2 年内到期的占 29.71%，公司存在一定的集中偿还压力。
4. 公司存货、应收账款对营运资本形成一定占用，且应收账款集中度高；公司投资收益和公允价值损益对利润影响大。2018—2020 年底，公司存货和应收账款持续增长，年均复合增长率分别为 38.20% 和 22.96%，前五大应收账款占比为 48.08%。2018—2020 年，公司投资收益和公允价值变动损益占营业利润的比重分别为 -26.65%、55.71% 和 57.26%，对营业利润影响大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
现金类资产(亿元)	20.73	14.13	35.76	41.63
资产总额(亿元)	136.02	152.42	190.26	192.65
所有者权益(亿元)	61.67	74.71	116.89	118.22
短期债务(亿元)	24.67	39.42	25.08	24.69
长期债务(亿元)	24.57	23.62	31.37	30.62
全部债务(亿元)	49.24	63.04	56.45	55.31
营业收入(亿元)	48.15	46.25	53.32	46.31
利润总额(亿元)	7.02	13.15	13.28	5.54
EBITDA(亿元)	11.29	18.32	18.83	--
经营性净现金流(亿元)	6.36	-2.28	0.37	1.23
营业利润率(%)	39.49	36.88	38.67	31.25
净资产收益率(%)	9.21	13.97	8.74	--
资产负债率(%)	54.66	50.98	38.56	38.64
全部债务资本化比率(%)	44.40	45.76	32.57	31.87
流动比率(%)	120.09	120.70	252.67	273.79
经营现金流动负债比(%)	13.65	-4.58	1.03	--
现金短期债务比(倍)	0.84	0.36	1.43	1.69
EBITDA利息倍数(倍)	5.60	7.11	7.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.36	3.44	3.00	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
资产总额(亿元)	102.20	106.68	141.43	144.33
所有者权益(亿元)	58.53	61.82	96.18	94.00
全部债务(亿元)	27.19	41.66	41.15	46.27
营业收入(亿元)	21.72	15.93	21.47	23.89
利润总额(亿元)	2.96	1.61	0.44	0.74
资产负债率(%)	42.73	42.06	32.00	34.88
全部债务资本化比率(%)	31.72	40.26	29.97	32.99
流动比率(%)	172.41	173.31	444.94	381.34
经营现金流动负债比(%)	-3.98	-16.82	-106.98	--

注: 1. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司合并口径的其他应付款项中的带息部分和租赁负债已计入全部债务

资料来源: 公司财务报告, 公司提供

担保方				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
资产总额(亿元)	17.95	77.95	85.13	85.45
所有者权益(亿元)	13.68	72.73	76.29	76.60
净资产(亿元)	10.72	65.26	68.78	62.84
营业收入(亿元)	1.60	2.62	6.25	4.59
利润总额(亿元)	0.61	1.54	4.85	4.59
净资产收益率(亿元)	3.61	2.52	4.77	4.50
期末担保责任余额(亿元)	39.80	53.29	625.85	646.98
融资性担保放大倍数(倍)	2.91	0.73	8.20	7.17
净资产担保倍数(倍)	3.71	0.82	9.10	10.30
净资产/净资产比率(%)	78.37	89.72	90.16	82.03
当期担保代偿率(%)	0.79	1.12	1.07	0.05

累计担保代偿率 (%)	0.79	0.80	0.84	0.44
-------------	------	------	------	------

注：1. 担保方分析中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；
2. 除特别说明外，均指人民币；3. 担保方 2021 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化
资料来源：高新投融资担保财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/05/20	范瑞、华艾嘉	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/09/02	周旭、杨婷	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：  

联合资信评估股份有限公司

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

一、主体概况

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“海普瑞”或“公司”），前身是 1998 年 4 月成立的海普瑞实业发展有限公司，注册资本 200.00 万元，其中李锂、李坦、单宇和深圳市冀枣玻璃钢有限公司分别持股 51.00%、38.00%、10.00% 和 1.00%。后历经数次增资、股权转让以及公司名称变更，2007 年 12 月，经商务部商资批（2007）2025 号《关于同意深圳市海普瑞药业有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》批准，公司变更为股份有限公司，并更名为“深圳市海普瑞药业股份有限公司”。2010 年 5 月，公司在深圳证券交易所上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“002399.SZ”。经 2016 年度股东大会批准，公司于 2017 年 2 月更名为现用名。2020 年 7 月，公司在香港联合交易所挂牌上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“9989.HK”。截至 2021 年 9 月底，公司总股本为 14.67 亿元，其中乌鲁木齐飞来石股权投资有限公司（以下简称“飞来石”）、深圳市乐仁科技有限公司（以下简称“乐仁科技”）、乌鲁木齐金田土股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金田土”）和乌鲁木齐水滴石穿股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“水滴石穿”）为一致行动人，分别持有公司 2.75%、32.31%、27.81% 和 3.16% 的股份，是公司的控股股东，公司实际控制人为李锂、李坦夫妇。截至 2021 年 9 月底，公司控股股东股权未质押。

公司主营业务为肝素钠制剂及原料药、大分子药物 CDMO 领域、创新药开发等，主要产品和服务包括依诺肝素钠制剂和肝素钠原料药、依诺肝素钠原料药，以及大分子药物 CDMO 服务。

截至 2021 年 9 月底，公司本部内设人力资源部、销售部、药政部、质量保证部、信息中心、

全生产管理部、原料管理部、投资部、物控部、研究室、采购部、生产部等多个部门。公司组织架构详见附件 1-2。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 190.26 亿元，所有者权益 116.89 亿元（含少数股东权益 1.20 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 53.32 亿元，利润总额 13.28 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 192.65 亿元，所有者权益 118.22 亿元（含少数股东权益 1.15 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 46.31 亿元，利润总额 5.54 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区松坪山朗山路 21 号；法定代表人：李锂。

二、本次公司债券概况

本次拟发行的债券种类为面向专业投资者公开发行公司债券（以下简称“本次债券”），发行规模不超过人民币 5.00 亿元（含），拟分期发行，发行期限不超过 3 年，在存续期限第 2 年底附发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。发行方式为面向专业投资者公开发行。偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还“19 海普瑞”本金。

本次债券由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”或“担保方”）为本次债券提供连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”

为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，中国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，中国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两

年平均增长 25.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速，进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，中国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑中国出口

高速增长。2021 年前三季度，中国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，

文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季

度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对中国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度中国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业及区域环境分析

1. 医药行业概况

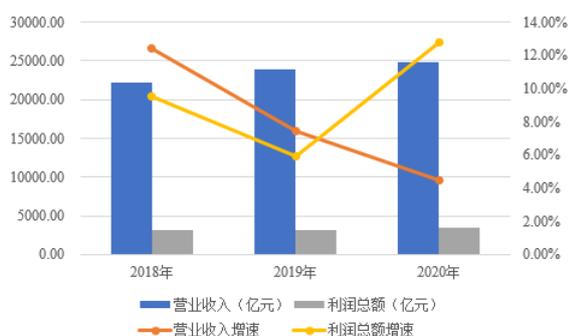
(1) 行业概况

近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。但随着销售费用率的下降，2020 年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年中国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入 24857.3 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年下降 2.9 个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020 年规模以上医药制造企业实现利润总额 3506.7 亿元，同比增长 12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

图 1 2018 - 2020 年中国医药工业总产值变化



资料来源：wind，联合资信整理

近年来，中国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019 年，中国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为 12.5%、12.4% 和 7.4%，2017—2018 年中国医药制造业整体运行平稳，2019 年起增速有所放缓。

从行业主体数量来看，截至 2020 年底，中国规模以上医药制造业企业为 7665 家，较上年年底增加 273 家；亏损企业为 1344 家，较上年年底增加 193 家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额得到进一步提升。

(2) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻影响。2020 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。2020 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

表 2 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自2018年5月1日起，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药理学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床使用经典名方的需要，利好于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种由原来的520种增加到685种，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018 年 11 月	国家医保局《4+7城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局

2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部《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》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%
2020年1月	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	药品集中采购工作继续推进	2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大
2020年3月	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	明确了深化医保改革的目标、原则与方向	标志着新一轮医保改革开始。此后，一系列医保改革方案相继推出
2020年3月	国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》	强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展	国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系
2020年10月	联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021年2月	国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间	国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券

资料来源：联合资信整理

(3) 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与全球医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚

未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为

主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2020年12月，国家医保局公布2020年国家医保目录谈判结果并发布2020年版医保目录，目录共对162种药品进行了谈判，119种谈判成功，谈判成功的药品平均降价50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

(4) 未来发展

医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜三大政策效应将逐步显现。

未来，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质、医药行业的需求旺盛的背景下，医药制造行业仍将保持稳定增长的态势；政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端结构调整的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

2. 肝素钠行业概况

(1) 肝素原料药

2020年，受非洲猪瘟导致的供给减少影响，中国肝素出口量同比下降；受供需失衡影响，肝素产品出口均价大幅提升。

近年来，受非洲猪瘟及新冠肺炎疫情影响，中国肝素产品出口由之前量价齐升的状态，转为量缩、价涨状态。

2018年，中国肝素产品出口量为199.48吨，同比增长12.29%，2019年，中国肝素产品出口量达201.04吨，同比增长0.78%。2020年，中国肝素产品出口量为151.97吨，同比下降24.41%。

从肝素产品供需来看，受到非洲猪瘟导致的生猪屠宰减少影响，肝素粗品上游供给减少，肝素粗品价格上涨；而下游企业考虑到制剂的稳定增长，进入新一轮的补库存周期。肝素粗品和原料药由于供需失衡，进入新一轮景气周期。2018年12月，中国肝素出口均价为6201.63美元/千克，同比增长27.80%。2019年12月，中国肝素出口均价为8976.83美元/千克，同比增长45.82%。2020年12月，中国肝素出口均价为11484.89美元/千克，肝素出口价格整体上涨幅度很大。

(2) 肝素制剂

低分子肝素制剂占全球肝素市场的份额大；国内低分子肝素制剂对进口产品的替代空间大。

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

全球肝素市场包括肝素和低分子肝素制剂。根据公开数据，全球肝素市场规模从2017年的44.73亿美元增长到2019年的47.49亿美元，年复合增长率为3.04%。低分子肝素制剂因有更为广泛的应用，已成为肝素制剂的主流产品。2019年，低分子肝素制剂收入40.80亿美元，占全球肝素制剂市场的80%以上。随着全球心血管人数的增加、抗凝意识的提升及用药场景的增加，预计2021年全球肝素制剂销售收入有望达到51.26亿美元。

中国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低，但发展非常快速，生产企业较多，低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。从竞争格局来看，目前国内各低分子肝素制剂中Sanofi、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位，但健友股份、深圳市天道医药有限公司（以下简称“天道医药”）等国内低分子肝素制剂生产商的相关产品对进口产品的替代正在加速过程中。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司总股本为14.67亿元，其中飞来石、乐仁科技、金田土和水滴石穿为一致行动人，分别持有公司2.75%、32.31%、27.81%和3.16%的股份，是公司的控股股东。公司实际控制人为李锂、李坦夫妇。截至2021年9月底，公司控股股东股权未质押。

2. 企业规模和竞争力

公司在产业链一体化、生产技术、客户资源、市场占有率方面具有较强的优势，公司创新药投资及研发扩充了公司的产品储备，一定程度上对公司业绩形成补充。

供应链方面，公司在中国及美国建立了自有的肝素粗品工厂，并在中国、美国及欧洲布局了采购体系，以保证关键原料肝素粗品的供应及肝素原料的安全性、可靠性、稳定性及质量。

公司在2018年7月完成了多普乐的收购并表工作，实现了肝素全产业链一体化经营，产品包括肝素钠原料药、依诺肝素钠原料药、制剂产品等，具有较强的产业链优势。

生产技术方面，基于多年生产肝素产品的经验，公司开发了领先的生产技术和技术诀窍，例如纯化技术、病毒和细菌灭活技术、基团完整性保护和活性释放技术以及定向组分分离技术，能够最大程度地有效保持基团完整性和分子活性，同时尽量降低依诺肝素钠原料药的杂质含量。

公司的生产流程和设施符合欧盟、美国及国内的cGMP要求，遵循全面严格且涵盖生产过程中的每个环节的质量控制标准。公司在中国和美国拥有先进的生产设施，其大规模生产能力保障公司持续实现规模扩张，以把握依诺肝素素的市场机会。

客户资源方面，公司产品主要销往欧美市场，主要客户为一些国际知名医药企业，公司与客户之间已经形成了长期且稳定的合作关系，同时由于公司所具有的产品质量优势，以及客户更换供应商的药政注册难度较高，保证了销

售的相对稳定性。

市场占有率方面，根据公司提供数据，2020年，公司依诺肝素钠制剂占欧洲市场份额的19.7%（以销量计），市场占有率较上年提高1.9个百分点，其中占英国和波兰的市场份额分别为46.4%和51.5%，占意大利及奥地利市场份额分别为46.3%和42.1%，处于市场领先地位。

创新药管线研发和投资方面，公司已获得多项创新药在大中华区的独家开发及商业权利，其中进展较快的品种包括Oregovomab（鼠源单克隆抗体，作为联合化疗的疗法治疗晚期原发性卵巢癌患者，由参股子公司Onco Quest研发）、AR-301（特别针对金黄色葡萄球菌释放的 α -毒素的全人源单克隆IgG1抗体(mAb)、由参股子公司Aridis（纳斯达克上市证券代码：ARDS）研发）及RVX-208（是一种选择性抑制溴域和额外末端结构域蛋白质的小分子药物、首个全球III期临床试验所针对的主要适应症为降低心血管疾病患者主要不良心血管事件发生率）等多个品种，同时凭借丰富的行业经验与成熟的执行能力，公司能够在中国市场开发及商业化上述后期候选产品。

2021年1月11日，Sanofi之全资子公司与包括海普瑞（香港）有限公司（以下简称“香港海普瑞”）在内的Kymab Group Limited（以下简称“Kymab”）全体股东签署股权转让协议，收购Kymab的全部股权，收购对价为首期11亿美元，以及后续不超过3.5亿美元的里程碑对价。香港海普瑞持有Kymab稀释后8.66%的股权，2020年底公司对香港海普瑞所持Kymab股权确认了公允价值变动收益，增加公司2020年度非经常性损益约人民币3.69亿元。

3. 人员素质

公司治理层和高管人员及员工的岗位构成、学历构成能满足公司正常经营的需要。

截至2021年底，公司拥有董事7名，其中董事长1名，独立董事3名；缺位1人，原因是原董事孙暄离职，公司尚未选举新任董事，不影响公司董事会正常运作。公司监事3名，其中监事会

主席1名,职工监事1名;公司高级管理人员4名,总经理1名。

李锂先生,1964年出生,中国国籍,无境外永久居留权,大学本科学历,1987年7月毕业于四川大学化学系。1998年4月创立本公司,现任公司董事长。

单宇先生,1960年出生,中国国籍,无境外永久居留权,大学本科学历,1982年7月毕业于北京大学技术物理系。1998年4月共同创立本公司,现任公司董事、总经理。

截至2021年9月底,公司共有员工2079人。从专业构成来看,生产人员占56.85%、销售人员占4.09%、技术人员占28.09%、财务人员占2.21%,行政人员占8.75%;按教育程度划分,研究生以上占8.13%、本科占30.50%、大专占21.26%、高中以下占40.12%;从年龄来看,30岁以下的占33.62%、30~50岁占54.50%、50岁以上占11.88%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(统一社会信用代码:91440300279544901A),截至2021年11月29日,公司本部无未结清或已结清的关注类和/或违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录,历史履约情况良好。

截至本报告出具日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了相对完善的现代化企业法人治理结构,股东大会、董事会、监事会、管理层依法行使职权。

公司按照《公司法》《证券法》和《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定,设立了股东大会、董事会、监事会和管理层组成的

治理结构。

股东大会是公司的最高决策机构,由全体股东组成,依法决定公司的经营方针和投资计划、选举更换董事及非职工监事、审议批准董事会监事会的报告、审议批准公司的年度预决算方案和利润分配方案、对发行公司债券作出决议、审议占总资产30%以上的重大资产购买或出售事项、重大担保事项等。

公司设董事会,对股东大会负责。董事会由8名董事组成(目前缺位1人),设董事长1名,副董事长1名,独立董事3名,董事任期3年,任期届满可以连选连任。董事会负责召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会决议、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预决算方案、利润分配方案,聘任或者解聘公司总经理、董事会秘书等高级管理人员、制定公司的基本管理制度,在董事会审批权限内,审批公司的对外投资、收购或出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项。

公司设监事会,监事会由3名监事组成,其中监事会主席1名,职工代表监事1名,监事任期为每届3年,连选可以连任。监事会行使的职权包括对公司定期报告进行审核并提出审核意见、检查公司财务,对董事、高管人员执行公司职务的行为进行监督,向股东大会提出议案,提议召开临时股东大会等。

公司设总经理1名,由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务总监及董事会秘书为高级管理人员。总经理每届任期3年,连聘可以连任。总经理对董事会负责,主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议及年度经营计划和投资方案、拟定公司基本管理制度、制定公司具体规章等。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度建立了规范的经营管理机制,部门设置齐全,内部管理制度健全,管理运作情况良好。

截至2021年9月底,公司本部内设人力资源部、销售部、药政部、质量保证部、信息中心、

全生产管理部、原料管理部、投资部、物控部、研究室、采购部、生产部等多个部门。公司组织架构详见附件1-2。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》等制度，对会计政策和会计估计、货币资金管理、应收款项管理、存货管理、固定资产管理、在建工程管理、无形资产管理、对外投资管理、成本费用管理、对子公司管理、预算管理等方面的进行了明确规定。

对外投资方面，公司通过《公司章程》《重大投资决策管理制度》等，对重大投资的信息来源、信息筛选及传递、重大投资的分类和资金来源、遵循的原则、决策权限及批准程序、投资项目的实施及管理等方面进行了明确规定。公司实行股东大会、董事会、总经理分层决策制度，下属分公司无权决策对外投资，子公司在公司授权范围内进行决策投资。单项金额在公司最近一个会计年度合并会计报表总资产值10%以下的投资事项，由董事长负责审批；单项金额在公司最近一个会计年度合并会计报表总资产值30%以下、10%以上的投资事项，由董事会审批；超过30%的，由股东大会审议审批。

对外担保方面，公司制定了《对外担保³管理制度》，详细规定了对外担保对象的审查、对外担保的审批程度、对外担保的管理、信息披露等。公司对外担保应当根据规定由董事会或者股东大会审议批准；公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力；对外担保实行统一管理。董事及高级管理人员对违规或失当的对外担保产生的损失依法承担连带责任。

关联交易方面，公司根据深圳证券交易所和香港联交所的相关规定以及《公司章程》制定了《关联交易决策制度》，对关联交易的决策程

序、决策权限、关联交易的执行和监督进行了规定。公司与关联人一年内发生的关联交易金额在3000万元以上且占公司最近一期经审计净资产5%以上的关联交易，应当提交股东大会审议。公司与关联自然人发生的关联交易金额在30万元以下（不含30万元）的关联交易，与关联法人发生的关联交易金额在300万元以下（不含300万元）且占公司最近一期经审计净资产0.5%以下（不含0.5%）的关联交易，由董事长审批。

子公司管理方面，公司通过《财务管理制度》《子公司管理制度》对子公司的财务管理、董监高的委派和职责、经营及投资决策管理、重大信息报告、内部审计监督与检查制度、行政事务管理及人力资源管理等方面进行了规定。公司对下属控股子公司财务会计工作实行垂直统一管理，控股子公司财务负责人由公司委派，控股子公司根据其公司章程和财务管理制度的规定安排使用资金，财务负责人应定期向公司总经理、财务总监和计财部报告资金变动情况。控股子公司应在公司的发展规划下，细化和完善自身规划，依据公司经营策略，建立起相应的经营计划和风险管理程序。

内控方面，公司建立了《全面风险与内部控制管理制度》，对公司的组织体系与职能分工、全面风险管理 with 内部控制工作流程等方面进行了规定。各部门每年组织开展一次部门层面的全面风险评估工作，审计中心每年组织开展一次公司层面的风险评估工作，审计中心在汇总分析公司各部门及各子公司风险管理评价工作情况的基础上，编制《公司全面风险管理报告》，并按年度向公司全面风险与内控管理工作组上报。

七、重大事项

公司 2020 年发行港股，资本结构得以优化，有利于增强抗风险能力。

2020 年 7 月 8 日，公司首次公开发行境外上市外资股并在香港联交所主板挂牌上市，实

3 该制度所称对外担保是指公司为他人提供的担保，包括公司对

控股子公司的担保。

现 A+H 股两地上市，标志着公司在境内外资本市场助力下进入全新的发展阶段。2020 年 7 月 31 日，公司被纳入港股通。公司在 H 股的上市，使公司拥有了与人民币和美元两种货币挂钩的融资渠道，资本结构得以优化，有利于增强国际新形势下的整体抗风险能力。募集资金净额折合人民币 35.38 亿元，募集资金主要用于营销网络拓展、Cytovance Biologics, Inc.（以下简称“赛湾生物”）的 pDNA 项目产能提升、创新药投资等。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动增长，毛利率波动下降。受上游原材料涨价影响，公司调整了对主要客户的定价和销售模式，使得原材料涨价可传导至销售端的同时，一定程度上减少了肝素钠（原料药）的销售量，2019 年肝素钠（原料药）收入下降，导致公司整体营业收入

有所下降。2018—2020 年，制剂的销售收入逐年增长，占营业收入比重逐年增加。公司主要销售收入来自国外，需关注诸多方面的不确定风险。2021 年 1—9 月，公司营业收入有所增长，但毛利率相比上年大幅下降。

公司主要从事肝素钠原料药的研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药及制剂产品（依诺肝素钠制剂）。

2018—2020 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.23%。2019 年，公司实现营业收入 46.25 亿元，同比下降 3.95%，主要系肝素钠（原料药）收入下降所致；2020 年，公司实现营业收入 53.32 亿元，同比增长 15.30%，主要系肝素钠（原料药）及制剂销售收入增长所致。2018—2020 年，公司利润总额分别为 7.02 亿元、13.15 亿元、13.28 亿元，持续增长，年均复合增长 37.51%。2020 年，公司利润总额 13.28 亿元，同比增长 0.98%，变化不大。

表 3 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
肝素钠（原料药）	27.68	57.49	40.42	22.74	49.17	35.42	27.01	50.66	39.93	21.76	46.98	25.99
制剂	10.30	21.39	55.81	12.31	26.61	47.11	15.23	28.57	48.47	17.66	38.12	39.39
胰酶	2.63	5.46	40.77	--	--	--	--	--	--	0.48	1.04	25.23
CDMO	5.25	10.90	17.69	7.88	17.05	30.59	7.97	14.95	27.36	5.45	11.77	27.65
其他	2.29	4.76	15.95	3.31	7.16	29.87	3.11	5.83	17.03	0.97	2.09	33.89
合计	48.15	100.00	40.10	46.25	100.00	37.31	53.32	100.00	39.16	46.31	100.00	31.45

注：1. 尾差系数数据计算基准单位差异及四舍五入所致；2. 2019 及 2020 年，胰酶纳入其他版块列示；3. 肝素钠（原料药）中包含依诺肝素钠
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018—2020 年，公司肝素钠（原料药）收入波动下降，年均复合下降 1.22%，其中 2019 年肝素钠（原料药）收入同比下降 17.85%，主要系受非洲猪瘟疫情影响，肝素粗品成本上升，公司在与主要客户协商调整定价和商业模式的过程中减少了销量所致，2020 年肝素钠（原料药）收入同比增长 18.78%，主要系 2020 年销售均价大幅增长所致；占营业收入的比重波动下降。2018—2020 年，公司制剂收入逐年增长，年均复合增长率为 21.60%，主要系依诺肝素钠制剂销售市场拓展，销售量不断增长

所致；占营业收入的比重逐年增长。2018—2020 年，公司 CDMO 业务收入逐年增长，年均复合增长率为 23.21%，其中 2019 年 CDMO 业务收入同比增长 50.10%，主要系一方面公司微生物发酵业务线产能提升，另一方面公司新增 pDNA 生产设施，业务拓展至基因治疗领域所致，2020 年公司 CDMO 业务收入变动不大；公司 CDMO 业务收入占营业收入的比重波动增长。公司胰酶及其他业务占营业收入的比重不大，对公司收入影响较小。

从毛利率来看, 2018—2020年, 公司肝素钠(原料药)业务毛利率波动下降, 其中2019年毛利率同比减少5.00个百分点, 主要系主要系受非洲猪瘟疫情影响, 猪小肠供给减少, 肝素粗品采购价格有较大幅度上涨导致单位成本上涨所致, 2020年毛利率同比增加4.51个百分点, 主要系公司完成商业模式优化, 减少签订长期合同的比例, 增加短期合同比例, 使得成本波动有效传导至销售端所致。2018—2020年, 公司制剂业务毛利率波动下降, 其中2019年制剂毛利率同比下降8.70个百分点, 主要系一方面原材料成本上升, 另一方面医院销售占比提高使得销售均价下降所致, 2020年制剂毛利率同比增加1.36个百分点。2018—2020年, 公司CDMO业务毛利率波动上

升, 其中2019年毛利率同比大幅提升12.90个百分点, 主要系该业务服务能力提升, 成本下降所致, 2020年毛利率较上年下降3.23个百分点, 主要系受2020年下半年, 美国新冠疫情加速蔓延, 部分订单延迟所致。受以上因素综合影响, 公司综合毛利率分别为40.10%、37.31%和39.16%, 波动下降。

2021年1—9月, 公司实现营业收入46.31亿元, 同比增长30.74%, 主要系肝素钠(原料药)及制剂业务收入增长所致; 2021年1—9月, 实现利润总额5.54亿元, 同比下降34.69%, 主要系确认收入时, 对应成本的原材料价格高, 导致单位成本提高以及2020年前三季度实现的投资收益高于2021年前三季度所致。

表4 2018—2020年公司国内外销售情况(亿元、%)

销售区域	2018年		2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国外	43.51	90.37	42.12	91.09	48.01	90.04
国内	4.64	9.63	4.12	8.91	5.31	9.96

资料来源: 公司年报

从销售区域来看, 2018—2020年, 公司主要销售区域为国外, 占比均在90%以上。其中, 公司肝素钠(原料药)、制剂的国外销售区域为欧洲及美国以及部分中东国家, 以欧洲市场为主; 胰酶和CDMO的收入来源主要为美国市场; 公司收入的来源主要为国外, 近年来, 国际经济和贸易关系趋向复杂化, 公司国外业务面临政策、税收、汇率、市场和新冠肺炎疫情的不确定性影响。2020年下半年, 美元、港币对人民币汇率大幅下跌, 汇率波动导致公司全年汇兑损失约2.49亿元, 减少了公司扣除非经常性损益后的净利润。

2. 采购分析

2018—2020年, 公司的主要原材料受非洲猪瘟影响, 采购价格大幅上涨, 采购金额随之增加; 采购结算周期较短; 采购集中度较低。2021年1—9月, 公司原材料采购价格有所下降。

公司的原材料主要为猪小肠和肝素粗品, 以及其他生产辅料和包材等。肝素粗品由猪小

肠黏膜提取加工而成, 主要向供应商采购取得。肝素粗品的供给情况主要取决于生猪出栏量、小肠资源利用率以及肝素粗品的收率水平。

从采购方式来看, 公司采取以销定产, 以产定采的模式有计划地组织原材料采购, 定期根据市场、客户情况的变化对采购计划或价格等进行综合调整, 现阶段有数十家满足公司管理要求的供应商按照商定的协议给公司供货。

采购途径方面, 公司的肝素粗品采用全球采购、自产等多种模式并存的原料供应模式, 保障原料可回溯性, 从源头确保肝素原料药的高品质。自产采购方面, 公司拥有原材料自产厂成都深瑞畜产品有限公司和山东瑞盛生物技术有限公司, 可直接采购猪小肠, 加工成肝素粗品供应公司生产; 2020年, 肝素粗品自采数量占比为11.49%。另外, 除外购和自产采购外, 公司还拓展了粗品供应商代加工业务模式, 从肠源开始介入管理, 将肝素质量和运营管控延伸到小肠。

除原材料外，公司主要采购生产辅料和制剂的内外包材。公司与供应商协商年度采购预测和产品配送、结算方式，并按照生产月度计划确定单次订货量和配送时间表。实际生产运营过程中，公司会综合考虑生产计划、库存水平、送货周期、供应商备货等情况，对采购排期进行动态管理。

采购结算方面，公司采用货到付款的模式，供应商到货后，公司进行检测，检测通过后结算货款，账期一般为1个月，支付方式为电汇方式。

采购价格方面，2018—2020年，受非洲猪瘟疫情影响，猪小肠采购均价及肝素粗品采购均价均大幅上涨，年均复合增长率分别约为43%和50%；2020年猪小肠和肝素粗品采购均价同比增长率约为27%和47%。2021年1—9月，随着非洲猪瘟疫情常态化，公司原材料的采购价格有所下降，其中公司猪小肠采购均价相比上年均价下降约17%，肝素粗品采购均价下降约21%。

采购金额方面，2018—2020年，受非洲猪瘟影响，猪小肠及肝素粗品市场供应紧张，公司的采购量逐年减少，但受到采购均价大幅上涨的影响，公司的采购总金额仍呈现逐年增长的趋势。

采购集中度方面，2018—2020年及2021年1—9月，公司向前五大供应商采购金额分别为5.91亿元、6.12亿元、7.60亿元和9.17亿元，占采购总额的比例分别为21.39%、22.46%、24.04%和15.95%，采购集中度尚可。

3. 生产分析

2018—2020年，受产能扩大影响，公司的肝素钠（原料药）及制剂的产能利用率均逐年下降；产量方面，肝素钠（原料药）产量逐年减少，制剂由于下游销售量增加，产量逐年增加。2021年1—9月，肝素钠（原料药）产能利用率仍较低，制剂产能利用率大幅提高。

主要产品和服务包括依诺肝素钠制剂和肝素钠原料药、依诺肝素钠原料药，以及大分子药物CDMO服务。

公司的生产模式为“以销定产”，同时保持合理库存，公司根据销售订单、销售框架协议、日常备货需要等进行生产。公司按照中国药品GMP规范以及美国和欧盟cGMP药品规范和理念，建立了相应的质量管理体系。在验证的基础上，公司制定了大量的生产标准操作规程文件，涵盖了生产、物料、设备设施、检验、包装标签、质量保证等各个环节。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月公司生产情况（单位：亿单位、万支、%）

	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
肝素钠（原料药）	产能	109350	109350	209350	270000
	产量	109325.55	87454.04	74684.58	70234.38
	产能利用率	99.98	79.98	35.67	34.68
制剂	产能	8000	16000	22000	22000
	产量	9807.20	11658.94	12125.53	14001.00
	产能利用率	122.59	72.87	55.12	84.85

注：2021 年 1—9 月的产能利用=产量/（产能*3/4）*100%

资料来源：公司提供

产能方面，公司目前主要的生产园区为海普瑞南山园区、天道医药南山园区和坪山园区，未来海普瑞南山园区的产能将逐步置换到坪山产区，目前海普瑞南山园区生产标准肝素钠原料药，产能约为10万单位/年。公司肝素钠（原料药）中标准肝素钠原料药由主要公司本部生产，依诺肝素钠原料药、制剂由天道医药生产，

Hepalink USA INC（以下简称“美国海普瑞”）有小部分原料药、制剂的生产。

2018—2020年及2021年1—9月，随着公司坪山医药生态园的投产，公司肝素钠（原料药）和制剂的产能均大幅增长，截至2021年9月底，公司肝素钠（原料药）和制剂的产能分别为27万单位和2.2亿支。

产量方面, 2018—2020年, 公司肝素钠(原料药)产量逐年下降, 年均复合下降17.35%, 其中2019年产量同比下降20.01%, 主要系公司在调整与主要客户的定价模式过程中减少了肝素钠原料药销量导致产量随之减少所致, 2020年产量同比下降14.60%, 主要系受新冠肺炎疫情全球蔓延所致。2018—2020年, 公司制剂的产量逐年增长, 年均复合增长11.19%, 主要系公司的制剂销售量大幅增加所致。

产能利用率方面, 2018—2020年, 受坪山园区和南山园区并行生产及产量下降的综合影响, 公司肝素钠(原料药)产能利用率逐年下降, 未来南山园区搬迁完成后, 公司肝素钠(原料药)的产能或将有所下降。2018—2020年, 制剂产能利用率也逐年下降。2021年1—9月, 公司肝素钠(原料药)产能利用率变动不大, 制剂方面受销售增长的影响, 产能利用率大幅提高。

4. 销售分析

公司采用“直销为主、经销为辅”的销售模式, 主要市场为欧美市场及其他国外市场; 2018—2020年, 受原材料涨价影响, 公司肝素钠(原料药)销售均价大幅提高, 但对外销售量逐年下降; 制剂销售实现了量价齐升。集中度方面, 公司对第一大客户的依赖度逐渐降低, 但客户

集中度仍较高。结算方面, 公司原料药结算账期尚可, 制剂结算账期较长。

公司采取直销为主、经销为辅的销售模式。公司主要通过公司本部、天道医药、Techdow(HongKong)Limited(以下简称天道香港)、海普瑞(香港)有限公司(以下简称“海普瑞香港”)、SPL向制药公司客户直接销售肝素钠原料药及依诺肝素钠原料药, 小部分向国内外贸易商销售, 其中, 天道香港、海普瑞香港负责部分欧洲等地区的销售。公司肝素钠原料药的客户集中在欧美市场, 主要是一些世界知名的跨国医药企业。依诺肝素钠原料药的主要出口国家为土耳其、巴西等, 主要客户为当地依诺肝素钠制剂生产企业。同时由于公司所具有的产品质量优势, 以及客户更换供应商的医药注册难度较高, 保证了销售的稳定性。

公司的制剂产品主要是依诺肝素钠制剂产品, 在欧盟、中国和美国三大市场实施本地化和差异化的营销策略, 采取直销、分销商及供应协议合作相结合的销售模式。

公司销售结算方式主要是电汇、银行承兑汇票以及少数的国际信用证。从账期来看, 原料药的账期以30~60天为主, 制剂的账期以90~180天为主。

表6 2018—2020年及2021年1—9月公司销售情况(单位: 亿单位、万支、%)

	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
肝素钠(原料药)	销售量(亿单位)	80801.56	55576.43	40673.74	31055.18
	销售均价(万元/亿单位)	3.43	4.09	6.64	7.01
	产销率(%)	73.91	63.55	54.46	44.22
制剂	销售量(万支)	8618.13	9572.53	10789.73	12379.06
	销售均价(元/支)	12.13	12.86	14.12	14.26
	产销率(%)	87.88	82.10	88.98	88.42

注: 以上销售数据为对外销售, 公司肝素钠(原料药)除对外销售, 还有部分对内作为制剂产品的原材料
资料来源: 公司提供

2018—2020年, 公司肝素钠(原料药)的销售量逐年下降, 年均复合下降29.05%, 主要系公司为了传导原材料价格的上涨, 调整了与主要客户的定价模式, 在此过程中减少了肝素钠原料药销量、以及2020年受新冠肺炎疫情影响

导致销售不畅所致; 在此过程中, 公司肝素钠(原料药)的销售均价逐年提高, 年均复合增长率为39.14%; 产销率方面, 由于公司部分肝素钠(原料药)提供给制剂作为原材料, 因此产销率偏低, 且其中2019年产销率大幅下降主要系

提供给制剂消耗的比例大幅增加所致，2020年产销率下降主要系对外销售量下降所致。

2018—2020年，随着公司制剂销售渠道的拓展以及深耕，公司制剂销售量逐年增长，年均复合增长率为11.89%；销售均价逐年增长，年均复合增长率为7.89%；公司制剂产品的产销率维持在80%~90%，产销率尚可。

从销售区域来看，2020年，公司肝素钠（原料药）主要在欧洲市场和其他非欧美的国外市场，其中欧洲市场收入占比为56.60%、其他非欧美国外市场收入占比为28.58%；公司的制剂产品主要出口欧洲市场及国内销售，其中欧洲市场收入占比为77.06%，国内市场收入占比为16.32%。

表7 2018—2020年及2021年1—9月公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

日期	序号	客户名称	销售额	占总销售额比例
2018年	1	客户A	18.05	37.48
	2	客户B	4.81	9.98
	3	客户C	2.26	4.70
	4	客户D	2.05	4.25
	5	客户E	1.35	2.79
	合计			28.51
2019年	1	客户A	10.37	22.41
	2	客户B	3.87	8.36
	3	客户C	3.03	6.55
	4	客户D	2.57	5.57
	5	客户E	2.43	5.25
	合计			22.26
2020年	1	客户A	7.69	14.43
	2	客户B	4.10	7.69
	3	客户C	3.76	7.04
	4	客户D	2.30	4.31
	5	客户E	1.31	2.45
	合计			19.15
2021年1—9月	1	客户A	6.33	13.65
	2	客户B	3.91	8.44
	3	客户C	2.59	5.59
	4	客户D	1.63	3.52
	5	客户E	1.39	3.01
	合计			15.84

资料来源：公司提供

2018—2020年及2021年1—9月，由于公司制剂产品销售收入占比逐渐提高以及sanofi对公司的采购逐年下降，公司对第一大客户的依赖逐渐降低，同时，sanofi采购金额的下降对公司肝素钠（原料药）的销售带来一定影响；公司

销售集中度有所下降，但仍处于较高的水平。

5. CDMO业务及其他

公司CDMO业务规模较小，对公司的业绩形成一定补充；公司对外投资金额较大，需关注投资收益的变动及未来投资回收风险。

CDMO 业务方面,公司通过赛湾生物、SPL Acquisition Corp. (以下简称“SPL”)两个平台持续推进大分子 CDMO 业务。

赛湾生物专门从事开发及生产大分子医药产品,在开发逾 130 种不同的重组产品方面拥有 12 年的往绩记录,如单克隆抗体、抗体片段、双特异性抗体、细胞因子、融合蛋白、疫苗及其他重组蛋白。赛湾生物拥有哺乳动物细胞培养及微生物发酵的专业知识,并拥有针对生产及纯化的一次性集成技术。此外,赛湾生物还可通过向客户供应高质量的 pDNA,以支持快速成长的基因治疗领域。

SPL 提供有关开发及生产从动物和植物原料(如胰腺酶、肝素及肝素类似物)中提取的大分子医药产品方面的服务。SPL 在开发天然药物方面拥有长期的业务经验,并在开发复杂及可扩展流程以提取、分离及纯化天然药物方面拥有核心能力。公司为数十家新药开发企业提供 CDMO 服务,其中包括多家位于全球前十的医药企业,拥有较高的客户忠诚度及行业引荐率。2020 年,公司 CDMO 业务实现营收 7.97 亿元,同比增长 1.14%,毛利率 27.36%,较上年下降 3.23 个百分点,主要系 2020 年下半年,美国新冠疫情加速蔓延,部分订单延迟所致。截至 2020 年底,SPL 及赛湾生物在手订单金额同比增长 98%至约 1 亿美元,拥有多个商业化和三期临床品种。目前公司针对肿瘤和心血管两

块医疗缺口较大的医药领域,重点在研品种包括 Oregovomab、RVX208、H1701 和 AR-301 等。

另外,公司本部及子公司(香港海普瑞、美国海普瑞等)通过直接参股、投资境内外股票及基金等方式投资了多家创新药研发类企业及生物医药类基金,主要包括 Resver logix Corp.、Hightide Therapeutics, Inc.、Curemark, LLC、Cantex Pharmaceuticals, Inc.、TPG Biotechnology Partners V, L.P.、ORI Healthcare Fund, L.P.、深圳市同步齿科医疗股份有限公司等。截至 2020 年末,公司计入长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产的金额分别为 16.31 亿元、6.20 亿元、17.47 亿元。公司对外投资金额较大,在可能为公司带来投资收益的同时,也需关注投资收益变动及投资退出、回收的风险。

6. 在建项目

公司主要在建项目未来尚需投入一定资金,但短期内资金支出压力不大。

截至 2021 年 9 月底,公司主要在建项目计划投资 16.51 亿元,已投资 8.80 亿元,未来尚需投资 7.71 亿元,且多为 2023 年及以后的投入,短期资金支出压力不大。公司主要在建项目为坪山医药生态园工程,主要为肝素钠(原料药)生产产线及相关配套建设。

表 8 截至 2021 年 9 月底公司主要在建项目情况

(单位:亿元、%)

项目名称	计划投资额	截至 2021 年 9 月已投资	2021 年 10-12 月拟投资	2022 年拟投资	2023 年及以后投资(元)	项目进度
坪山医药生态园工程	16.51	8.80	0.19	6.48 万元	7.53	基建一期已完成,基建四期收尾施工中,基建二、三期无建设进度

注:工程进度按照完工情况计算
资料来源:公司提供

7. 经营效率

2018-2020 年,受营业收入增长、应收账款及存货增加的综合影响,公司经营效率逐年下降;公司整体经营效率表现一般。

从经营效率指标看,2018-2020 年,公司销售债权周转次数分别为 5.36 次、3.85 次和 3.57 次,

持续下降,其中 2019 年销售债权周转次数下降 1.51 次,主要系营业收入下降所致;2020 年销售债权周转次数下降 0.28 次,主要系受欧美等地新冠肺炎疫情影响,公司制剂产品回款周期延长,应收账款增加所致;存货周转次数分别为 1.96 次、1.44 次和 1.17 次,持续下降,主要系存货增加所致。总资产周转次数分别为 0.35 次、0.32 次和 0.31

次,持续下降。与同行业其他企业相比公司经营效率表现一般。

表 9 2020 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转 (次)	预收款项/存货	总资产周转 (次)
健友股份	0.31	4.97	0.46
千红制药	3.11	4.10	0.62
海普瑞	1.17	3.64	0.31

注: 为了便于对比, 上表公司相关数据来自 Wind
资料来源: Wind

8. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整, 有利于提高其竞争实力。

公司将持续加大研发投入, 实现研发创新突破; 加快新产品的引进和国际合作, 关注创新领域的投资机会; 鼓励模式创新, 提升发展质量, 实现长期稳健可持续发展, 持续提升公司的核心竞争力。

公司会聚焦核心产品的市场开拓及持续推动全球布局, 一方面继续深耕欧洲地区业务, 另一方面加速对美国及中国市场的拓展覆盖。另外, 公司将继续推进零售药店渠道的建设。CDMO 方面, 公司将继续向客户提供其需求的产能及技术, 协助客户完成其研发项目。同时, 公司将努力进一步增大客户群、吸引新客户。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度财务报告, 公司 2018 年审计报告由瑞华会计师事务所 (特殊普通合伙) 进行审计, 2019—2020 年审计报告由安永华明会计师事务所 (特殊普通合伙) 进行了审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面, 2019 年, 公司纳入合并范围

的子公司新增 3 家, 减少 9 家; 2020 年, 公司纳入合并范围内的子公司较上年新增 3 家, 减少 1 家; 2021 年 1—9 月, 公司合并范围子公司较上年底新增 1 家 (新设), 变动不大。截至 2020 年底, 公司合并范围内子公司 40 家。考虑到公司合并范围变动不大, 且变动的子公司规模较小, 对合并报表影响不大, 财务数据可比性较强。本报告财务分析部分中的 2018 年度和 2019 年度财务数据分别采用 2019 年度和 2020 年度经审计的财务报告期初数/上年数, 2020 年度财务数据引自 2020 年度经审计的财务报告期末数/本年数。

截至 2020 年底, 公司合并资产总额 190.26 亿元, 所有者权益 116.89 亿元 (含少数股东权益 1.20 亿元); 2020 年, 公司实现营业总收入 53.32 亿元, 利润总额 13.28 亿元。

截至 2021 年 9 月底, 公司合并资产总额 192.65 亿元, 所有者权益 118.22 亿元 (含少数股东权益 1.15 亿元); 2021 年 1—9 月, 公司实现营业总收入 46.31 亿元, 利润总额 5.54 亿元。

2. 资产质量

2018—2020 年底, 公司资产规模逐年增长, 资产结构相对均衡; 受公司 2020 年在港股上市影响, 货币资金增加; 受海外新冠肺炎疫情影响, 公司制剂产品回款周期有所延长, 下游需求受到一定影响, 公司应收账款和存货占比较大且规模有所增长, 对营运资金造成一定占用, 前五大应收账款集中度高; 公司商誉规模较大, 资产整体受限资产程度一般。

2018—2020 年底, 公司资产规模持续增长, 年均复合增长 18.27%。截至 2020 年底, 公司合并资产总额 190.26 亿元, 较上年底增长 24.82%, 主要系流动资产增长所致。其中, 流动资产占 47.98%, 非流动资产占 52.02%。公司资产结构相对均衡, 流动资产占比较上年底上升较快。

表 10 2018—2020 年及 2021 年 9 月底公司资产主要构成

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	55.99	41.17	59.96	39.34	91.29	47.98	107.05	55.56
货币资金	19.94	35.62	12.78	21.31	27.12	29.71	37.54	35.07

交易性金融资产	0.77	1.38	1.13	1.88	8.28	9.07	3.98	3.72
应收账款	10.84	19.35	12.94	21.57	16.39	17.95	16.21	15.14
存货	16.59	29.63	23.74	39.60	31.68	34.71	41.59	38.85
非流动资产	80.03	58.83	92.47	60.66	98.97	52.02	85.61	44.44
其他权益工具投资	0.00	0.00	6.27	6.79	6.20	6.26	4.98	5.81
其他非流动金融资产	0.00	0.00	12.28	13.28	17.47	17.66	8.82	10.31
长期股权投资	5.62	7.03	13.50	14.60	16.31	16.48	14.93	17.44
固定资产	16.94	21.16	18.55	20.06	21.40	21.62	20.11	23.49
无形资产	7.30	9.12	6.72	7.27	6.16	6.22	5.68	6.64
商誉	23.17	28.95	23.55	25.47	22.03	22.25	21.89	25.57
资产总额	136.02	100.00	152.42	100.00	190.26	100.00	192.65	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2018—2020年底，流动资产规模持续增长，年均复合增长27.68%。截至2020年底，流动资产91.29亿元，较上年底增长52.26%，主要系货币资金、存货和交易性金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占29.71%）、交易性金融资产（占9.07%）、应收账款（占17.95%）和存货（占34.71%）构成。

2018—2020年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长16.62%。截至2020年底，公司货币资金27.12亿元，较上年底增长112.28%，主要系公司于2020年7月在香港上市，收到募集资金所致。货币资金中有8.43万元受限资金，受限比例非常低。

2018—2020年底，公司交易性金融资产持续增长，年均复合增长227.59%。截至2020年底，公司交易性金融资产8.28亿元，较上年底增长635.24%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

2018—2020年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长22.96%。受欧美等地新冠肺炎疫情影响，公司制剂产品回款周期有所延长，且2020年公司制剂销售规模增大，受以上因素综合影响，截至2020年底，公司应收账款账面价值16.39亿元，较上年底增长26.68%。应收账款账龄以1年为主（占96.08%），累计计提坏账准备0.30亿元；应收账款前五大欠款合计金额为8.02亿元，占比为48.08%，集中度高。截至2021年9月底，公司前五大应收账款余额为6.75亿元，占比为41.65%。

表11 截至2021年9月底公司应收账款前五大大明细

(单位：万元、%)

客户名称	期末余额	占应收账款期末余额的比例(%)	已计提坏账准备
Koçak Farma	26959.00	16.64	156.02
Science Pharma sp. z o.o.	17095.45	10.55	85.48
成都市海通药业有限公司	9097.46	5.61	45.49
New England BioLabs	8946.53	5.52	55.08
四川省绵阳市海富成贸易有限公司	5384.60	3.32	1180.84
合计	67483.04	41.64	1522.91

资料来源：公司提供

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长38.20%。受欧美等地区新冠肺炎疫情影响，公司下游销售受到一定影响，另外由于原材料价格上涨的影响，截至2020年底，公司存货31.68亿元，较上年底增长33.44%。按存货账面余额来看，存货主要由库存商品（占49.39%）、在产品（占23.34%）和原材料（占26.72%）构成，累计计提跌价准备0.99亿元，计提比例为3.03%。截至2021年9月底，公司存货为41.58亿元，其中库存商品19.39亿元，库龄在1年以内的库存商品占比为90.36%，库存商品质量尚可。

(2) 非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长11.21%。截至2020年底，公司非流动资产98.97亿元，较上年底增长7.04%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占6.26%）、其他非流动金融资产（占17.66%）、长期股权投资（占16.48%）、固定资产（占

21.62%)、无形资产(占6.22%)和商誉(占22.25%)构成。

2018—2020年底,公司其他权益工具投资分别为0.00亿元、6.27亿元、6.20亿元。公司其他权益工具投资主要为持有的境内外股票,截至2020年底,公司其他权益工具投资为6.20亿元,较上年变化不大。公司其他权益工具中Curemark, LLC的期末余额3.89亿元, Curemark是一家处于研发阶段的生物医药公司,主要从事胰酶新药的开发业务;公司投资 Cantex Pharmaceuticals, Inc.的期末余额为1.96亿元。

2018—2020年底,公司其他非流动金融资产分别0.00亿元、12.28亿元和17.47亿元。截至2020年底,公司其他非流动金融资产为17.47亿元,较上年底增长42.28%,主要系公司追加投资所致。公司其他非流动金融资产主要为公司持有的优先股、产业基金份额等。其中,公司投资TPG Biotechnology Partners V, L.P.的期末余额为3.81亿元,为生物医药类基金;ORI Healthcare Fund, L.P.的期末余额为2.81亿元,为生物医药类基金;公司所投的Kymab2020年末余额为7.63亿元,但公司所持有的Kymab股权已于2021年出售完毕。

2018—2020年底,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长70.29%。截至2020年底,公司长期股权投资16.31亿元,较上年底增长20.85%,主要系公司对联营企业的投资增值所致。

公司的长期股权投资主要包括对Resverlogix Corp(以下简称“RVX”)的投资和对Hightide Therapeutics, Inc的投资。截至2020年底,公司对RVX的持股比例为36.30%,期末账面价值为5.26亿元,是该公司的第二大股东,并向其委派一名董事;RVX是一家开发治疗心脑血管疾病药物的新药研发公司,致力于开发选择性抑制溴域和额外末端结构域蛋白质的小分子药物,目前正在开发的品种为RVX208。截至2020年底,公司持有Hightide Therapeutics, Inc的40.97%的股权,期末账面价值为6.62亿元;Hightide Therapeutics, Inc专注于慢性肝病、胃肠道疾病及代谢领域亟待满足的重大临床需求,

在全球同步开发“First-in-Class”创新药。

2018—2020年底,公司固定资产持续增长,年均复合增长12.39%。截至2020年底,公司固定资产21.40亿元,较上年底增长15.32%,主要系公司在建工程转入所致。固定资产主要由房屋建筑物(占52.37%)和机器设备(占44.31%)构成,累计计提折旧10.30亿元;固定资产成新率67.43%,成新率一般。

2018—2020年底,公司无形资产持续下降,年均复合下降8.13%。截至2020年底,公司无形资产6.16亿元,较上年底下降8.33%,主要系客户资源期末价值下降所致。公司无形资产主要由土地使用权(占19.26%)、专有技术(占18.32%)、品牌(占13.17%)和客户资源(占44.53%)构成,累计摊销2.87亿元,未计提减值准备。

2018—2020年底,公司商誉波动下降,年均复合下降2.50%。截至2020年底,公司商誉22.03亿元,较上年底下降6.47%,主要受汇率折算影响所致。公司商誉主要系收购SPL和赛湾生物所形成,SPL和赛湾生物为公司CDMO业务的实施主体;2020年,SPL和赛湾生物分别实现收入1.89亿元和0.92亿元,净利润分别为0.41亿元和0.05亿元;公司聘请了KPMG LLP对SPL和赛湾生物的商誉进行减值测试,评估结果显示商誉无须计提减值。截至2020年底,公司CDMO业务在手订单金额同比实现约98%的增长至约1亿美元,但未来若SPL和赛湾生物经营业绩未达预期,公司商誉可能面临一定减值风险。

截至2020年底,公司所有权受到限制的资产共25.63亿元,占总资产的比例为13.47%,占比一般。

表 12 截至 2020 年底公司资产受限情况

(单位:亿元、%)

受限资产名称	期末账面价值	受限原因	占比
货币资金	8 万元	抵押及保证借款、银行承兑汇票保证金及保函保证金	0.00
存货	6.07	抵押及保证借款	3.19
固定资产	8.27	抵押及保证借款	4.35
无形资产	1.22	抵押及保证借款	0.64
其他非流动资产	1.84	抵押及保证借款	0.97

合同资产	0.03	抵押及保证借款	0.02
应收账款	3.51	抵押及保证借款	1.85
其他应收款	0.29	抵押及保证借款	0.15
其他流动资产	0.23	抵押及保证借款	0.12
其他权益工具投资	3.37	抵押及保证借款	1.77
在建工程	0.73	抵押及保证借款	0.38
递延所得税资产	0.06	抵押及保证借款	0.03
合计	25.63	--	13.47

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年9月底，公司合并资产总额192.65亿元，较上年底增长1.26%，较上年底变化不大。其中，流动资产占55.56%，非流动资产占44.44%。公司资产结构相对均衡，流动资产较上年底占比上升较快。其中，公司货币资金为37.54亿元，相比2020年底增长38.41%，主要系公司赎回理财产品以及公司持有的Kymab股权出售收到股权转让对价所致；公司存货为41.60亿元，较2020年底增长31.27%，主要系公司采购量增加以及存货成本增加共同导致；公司其他非流动金融资产相比2020年底减少49.50%，主要系公司持有的Kymab股权在2021年4月完成转让交割所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020年底，随着未分配利润增长及公司成功在香港上市，公司所有者权益快速增长；归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

2018—2020年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长37.68%。截至2020年底，公司所有者权益116.89亿元，较上年底增长56.46%，主要系公司在香港上市所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.98%，少数股东权益占比为1.02%。归属于母公司所有者权益115.69亿元。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为12.68%、52.17%、-1.25%和31.76%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年9月底，公司所有者权益118.22亿元，较上年底增长1.14%，较上年底变

化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.03%，少数股东权益占比为0.97%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为12.53%、51.06%、-1.21%和33.04%。所有者权益结构稳定性尚可。

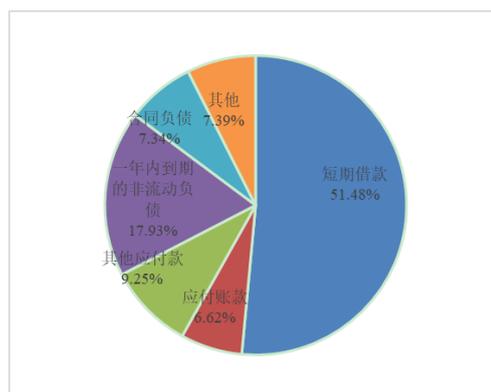
(2) 负债

2018—2020年底，公司负债规模变化不大，负债结构较为均衡；公司债务负担尚可且逐年下降，但公司存在一定的集中偿付压力。

2018—2020年底，公司负债规模波动下降，年均复合下降0.67%。截至2020年底，公司负债总额73.37亿元，较上年底下降5.59%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占49.24%，非流动负债占50.76%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

2018—2020年底，公司流动负债波动下降，年均复合下降11.98%。截至2020年底，公司流动负债36.13亿元，较上年底下降27.27%，主要系短期借款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占51.48%）、应付账款（占6.62%）、其他应付款（占9.25%）、一年内到期的非流动负债（占17.93%）和合同负债（占7.34%）构成。

图2 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降3.12%。截至2020年底，公司短期借款18.60亿元，较上年底下降36.47%，主要系偿还部分短期借款所致。短期借款由保证

借款（占 44.90%）、信用借款（占 24.22%）、票据贴现借款（占 15.06%）、质押借款（占 5.38%）和抵押借款（占 10.45%）构成。

2018—2020 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 7.95%。截至 2020 年底，公司应付账款 2.39 亿元，较上年底增长 4.62%，主要系随着公司原材料采购金额的增加，应付的采购款增加所致。应付账款账龄以 1 年为主（占 98.95%）。

2018—2020 年底，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 52.35%。截至 2020 年底，公司其他应付款 3.34 亿元，较上年底下降 2.88%，较上年底变化不大。其他应付款主要为市场推广费（占 43.41%）、工程设备款（占 27.33%）等。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 15.57%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.48 亿元，较上年底下降 36.14%，主要系公司于 2020 年偿还“19 海普 01”导致一年内到期的应付债券减少所致。

公司在 2020 年执行新收入准则，将公司已收或应收客户对价而应向客户转让商品或服务的义务纳入合同负债核算。截至 2020 年底，公司合同负债 2.65 亿元。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 15.89%。截至 2020 年底，公司非流动负债 37.24 亿元，较上年底增长 32.81%，

主要系公司成功发行“20 海普瑞”，应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 41.18%）、应付债券（占 41.68%）和递延所得税负债（占 11.48%）构成。

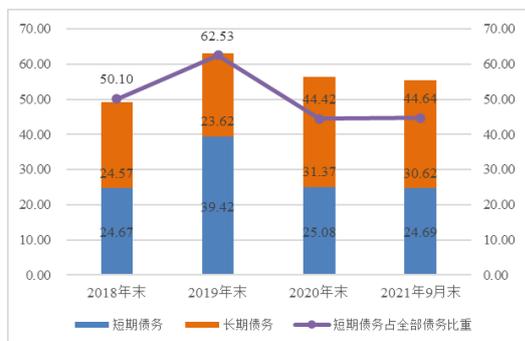
2018—2020 年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.67%。截至 2020 年底，公司长期借款 15.34 亿元，较上年底下降 7.56%，主要系偿还部分长期借款所致；长期借款由质押借款（占 17.20%）、抵押借款（占 60.86%）、保证借款（占 12.67%）和信用借款（占 9.26%）构成。从长期借款科目余额的期限分布看，1~2 年内到期的占 16.88%，3 年及以后到期的占 83.12%，长期借款集中偿付压力一般。

2018—2020 年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长 24.93%。截至 2020 年底，公司应付债券 15.52 亿元，较上年底增长 123.12%，主要系“20 海普瑞”成功发行所致。

2018—2020 年底，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长 47.32%。截至 2020 年底，公司递延所得税负债 4.28 亿元，较上年底增长 41.61%，主要系其他债权投资公允价值的变动增加了应纳税暂时性差异所致。

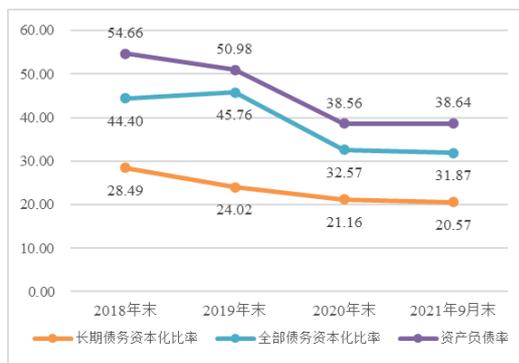
截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 74.43 亿元，较上年底增长 1.45%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 52.53%，非流动负债占 47.47%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

图 3 2018—2020 年底及 2021 年 9 月底公司债务结构（单位：亿元、%）



注：坐标轴（右）为短期债务占全部债务比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 4 2018—2020 年底及 2021 年 9 月底公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务波动增长，年均复合增长7.08%。截至2020年底，公司全部债务56.45亿元，较上年底下降10.46%，主要系短期债务下降所致。其中，短期债务占44.42%，长期债务占55.58%，结构相对均衡。短期债务25.08亿元，较上年底下降36.39%，主要系短期借款下降所致。长期债务31.37亿元，较上年底增长32.81%，主要系公司发行“20海普瑞”，应付债券增加所致。从债务指标来看，2018—2020年，公司资产负债率持续下降；全部债务资本化比率波动下降；长期债务资本化比率持续下降。

截至2021年9月底，公司全部债务55.31亿元，较上年底下降2.02%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占44.64%，长期债务占55.36%，结构相对均衡，其中，短期债务24.69亿元，较上年底下降1.53%，较上年底变化不大；长期债务30.62亿元，较上年底下降2.41%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2021年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为38.64%、31.87%和20.57%，较上年底分别提高0.07个百分点、下降0.69个百分点和下降0.59个百分点。

从债务期限分布看，若“19海普瑞”和“20海普瑞”全部回售，截至2021年9月底，公司1年内到期的有息债务的为31.76亿元，占总债务的比例为57.67%，1~2年内到期的占29.71%；若不回售，截至2021年9月底，公司1年内到期的有息债务为24.69亿元，占总债务的比例为44.85%，1~2年内到期的占13.91%。公司存在一定的集中偿还压力。

表 13 截至 2021 年 9 月底公司有息债务期限结构
(单位: 亿元)

时间	假设债券全部回售		假设债券不回售	
	到期	到期	到期	到期
	债务金额	债券金额	债务金额	债券金额
1 年以内	31.76	7.06	24.69	0.00
1~2 年	16.36	8.70	7.66	0.00
2~3 年	2.69	0.00	9.75	7.06

3 年以后	4.26	0.00	12.96	8.70
合计	55.07	15.76	55.07	15.76

注：1. 有息债务总计数中不含“租赁负债”；长期借款和应付债券的合计数与审计报告略有差异，主要系计提的利息导致；2. 截至本报告出具日，公司存续债券为“19海普瑞”和“20海普瑞”，上表列示了公司在两个存续债券全部回售和不回售的情况下，公司的到期债务情况

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入波动增长，利润总额持续增长；公司期间费用控制能力有所下降；公司投资收益和公允价值变动损益对营业利润有较大影响，其中2020年主要受转让Kymab股权影响，公允价值损益大幅增加所致。

2018—2020年，公司营业收入波动增长，年均复合增长5.23%。2019年，公司实现营业收入46.25亿元，同比下降3.95%，主要系肝素钠（原料药）收入下降所致；2020年，公司实现营业收入53.32亿元，同比增长15.30%，主要系肝素钠（原料药）及制剂销售收入增长所致。2018—2020年，公司利润总额分别为7.02亿元、13.15亿元、13.28亿元，持续增长，年均复合增长37.51%。2020年，公司利润总额13.28亿元，同比增长0.98%，变化不大。

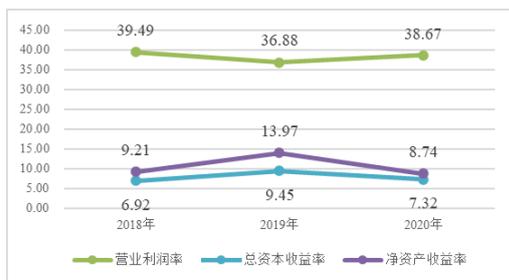
从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长24.98%。2018—2020年，公司期间费用率4分别为19.54%、24.08%和27.56%。2020年，公司费用总额为14.69亿元，同比增长31.96%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为27.83%、28.09%、10.89%和33.19%。其中，销售费用为4.09亿元，同比变化不大；管理费用为4.13亿元，同比增长16.94%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为1.60亿元，同比增长7.59%，主要系研发投入增加所致；财务费用为4.88亿元，同比增长143.17%，主要系汇兑损益增加所致。2020年，公司期间费用率为27.56%，同比提高3.48个百分点，公司费用控制能力尚可。

2018—2020年，公司投资收益分别为-2.19亿元、6.11亿元、2.67亿元，占营业利润的比

4 期间费用率=期间费用/营业收入*100%

重分别为-32.56%、46.49%和 20.09%；公允价值损益分别为 0.34 亿元、1.21 亿元和 4.94 亿元，占营业利润的比重分别为 4.91%、9.22%和 37.18%，其中 2020 年公允价值变动损益大幅增加的主要原因如下：2021 年 1 月 11 日，Sanofi 之全资子公司与包括香港海普瑞在内的 Kymab 全体股东签署股权转让协议，收购 Kymab 的全部股权，收购对价为首期 11 亿美元，以及后续不超过 3.5 亿美元的里程碑对价；2020 年底，公司对香港海普瑞所持 Kymab 股权确认了公允价值变动收益，增加公司 2020 年度非经常性损益约人民币 3.69 亿元。公司投资收益和公允价值变动损益对营业利润有较大影响。

图 5 2018—2020 年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2018—2020年，公司营业利润率波动下降；总资产收益率波动增长；净资产收益率波动下降。

与所选公司比较，公司营业收后入高于健友股份和千红制药；总资产报酬率和净资产收益率低于健友股份，高于千红制药；销售毛利率低于健友股份和千红制药。从行业看，公司整体盈利水平尚可。

表 14 2020 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
健友股份	29.15	58.96	15.17	21.27
千红制药	16.68	47.61	-6.19	-7.15
海普瑞	53.32	39.16	8.99	8.74

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

资料来源：Wind

2021年1—9月，公司实现营业收入46.31亿元，同比增长30.74%，主要系肝素钠（原料药）

及制剂业务收入增长所致；2021年1—9月，实现利润总额5.54亿元，同比下降34.69%，主要系主要系确认收入时，对应成本的原材料价格高，导致单位成本提高以及2020年前三季度实现的投资收益高于2021年前三季度所致。

5. 现金流

2018—2020 年，受销售规模波动及原材料价格变动等因素影响，公司经营现金流量净额波动下降；受理财产品规模及股权投资支付变动的的影响，公司投资性现金流量净额逐年下降；由于公司 2020 年于港交所上市，公司筹资活动现金流逐年增加。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	49.41	50.39	52.51	50.14
经营活动现金流出小计	43.05	52.67	52.14	48.91
经营活动现金流量净额	6.36	-2.28	0.37	1.23
投资活动现金流入小计	32.74	23.86	14.21	49.25
投资活动现金流出小计	14.38	23.85	35.94	38.88
投资活动现金流量净额	18.36	0.02	-21.74	10.37
筹资活动前现金流量净额	24.72	-2.26	-21.36	11.60
筹资活动现金流入小计	40.14	59.89	83.08	28.90
筹资活动现金流出小计	57.10	62.23	58.01	33.58
筹资活动现金流量净额	-16.96	-2.34	25.06	-4.68
现金收入比	94.44	99.69	92.47	101.51

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 3.09%；经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 10.06%。2018—2020 年，公司经营现金净额分别为 6.36 亿元、-2.28 亿元和 0.37 亿元，波动下降，主要系 2019 年公司原材料价格上涨公司经营活动现金流出增加所致，2020 年，公司经营现金流净额由净流出转为净流入。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 94.44%、99.69%和 92.47%，波动下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入分别为 32.74 亿元、23.86 亿元和 14.21 亿元，持续下降，年均复合下降 34.13%，其中 2019 年现金流入减少主要系公司收回的定

期存款及利息减少所致，2020年现金流入减少主要系公司赎回理财产品收到的现金减少所致；投资活动现金流出分别为14.38亿元、23.85亿元和35.94亿元，持续增长，年均复合增长58.11%，其中2019年投资活动现金流出增加主要系股权投资支付的现金同比增加所致，2020年投资活动现金流出增加主要系公司使用3个月以上定期存款进行现金管理的金额同比增加所致。2018—2020年，公司投资活动现金净额分别为18.36亿元、0.02亿元和-21.74亿元。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额分别为24.72亿元、-2.26亿元和-21.36亿元，波动下降。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入分别为40.14亿元、59.89亿元和83.08亿元，持续增长，年均复合增长43.87%，主要系2019年公司取得银行借款和发行债券收到的现金同比增加，2020年公司在香港发行股票并上市募资所致；筹资活动现金流出分别为57.10亿元、62.23亿元和58.01亿元，波动增长，年均复合增长0.80%。2018—2020年，公司筹资活动现金净额分别为-16.96亿元、-2.34亿元和25.06亿元。

2021年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.23亿元，投资活动产生的现金流量净额为10.37亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-4.68亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标整体表现尚可，长期偿债指标表现一般，公司作为A股、H股上市公司，融资渠道畅通。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力	流动比率（%）	120.09	120.70	252.67
	速动比率（%）	84.51	72.90	164.98
	经营现金/流动负债（%）	13.65	-4.58	1.03
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	-0.06	0.01
	现金类资产/短期债务（倍）	0.84	0.36	1.43
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	11.29	18.32	18.83
	全部债务/EBITDA（倍）	4.36	3.44	3.00
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	-0.04	0.01

EBITDA/利息支出（倍）	5.60	7.11	7.60
经营现金/利息支出（倍）	3.16	-0.88	0.15

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2018—2020年底，公司流动比率持续增长，速动比率波动增长，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。2018—2020年底，公司经营现金流动负债比率波动下降；经营现金/短期债务波动下降。2018—2020年底，现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长。2020年，公司EBITDA为18.83亿元，同比增长2.78%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占11.51%）、计入财务费用的利息支出（占13.16%）和利润总额（占70.52%）构成。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数分别为5.60倍、7.11倍和7.60倍，持续增长，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2018—2020年，公司全部债务/EBITDA分别为4.36倍、3.44倍和3.00倍，持续下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度持续下降；经营现金/全部债务波动下降，经营现金对全部债务的保障程度有所下降；经营现金/利息支出波动下降，经营现金对利息的保障程度下降。考虑到公司作为A股、H股上市公司，直接融资能力强，货币资金较为充裕，公司整体偿债指标尚可。

对外担保方面，截至2021年9月底，公司合并口径无对外担保。

未决诉讼方面，截至2021年9月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年9月底，公司共计获得银行授信额度人民币107.26亿元，其中未使用额度人民币69.26亿元，间接融资渠道通畅；公司作为A股、H股上市公司，直接融资能力强。

7. 公司本部（母公司）财务分析

截至2020年底，母公司资产总额有所增长，资产结构较为均衡；负债以非流动负债为主，债务负担处于合理水平。2020年，公司本部利润较小，利润主要来源于投资收益，经营活动

现金和投资活动现金均为净流出状态，筹资活动现金流入规模较大。

截至 2020 年底，母公司资产总额 141.43 亿元，较上年底增长 32.57%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 79.76 亿元（占 56.39%），非流动资产 61.67 亿元（占 43.61%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 23.74%）、交易性金融资产（占 10.36%）、应收账款（占 17.49%）、预付款项（占 6.84%）、其他应收款（占 22.45%）和存货（占 13.80%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 7.34%）、长期应收款（占 18.72%）、长期股权投资（占 49.17%）和固定资产（合计）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 18.93 亿元。

截至 2020 年底，母公司其他应收款期末余额为 17.91 亿元，其中应收海普瑞（香港）有限公司（以下简称“香港海普瑞”）款项为 12.95 亿元，账龄在 1 年以内，香港海普瑞具体业务为肝素钠原料药销售和境外新药投资平台，其主要客户为 Sanofi，因此公司本部的其他应收款主要为应收香港海普瑞的销售款项。

截至 2020 年底，母公司负债总额 45.25 亿元，较上年底增长 0.86%。其中，流动负债 17.93 亿元（占 39.61%），非流动负债 27.33 亿元（占 60.39%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 67.78%）、其他应付款（占 13.19%）和一年内到期的非流动负债（占 10.47%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 42.46%）和应付债券（占 56.80%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 32.00%，较 2019 年下降 10.06 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 41.32 亿元。其中，短期债务占 33.95%、长期债务占 66.05%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 30.05%。截至 2020 年底，母公司全部债务 41.32 亿元。其中，短期债务占 33.95%、长期债务占 66.05%。截至 2020 年底，母公司短期债务为 14.03 亿元；母公司全部债务资本化比率 30.05%。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 96.18 亿元，较上年底增长 55.59%，主要系公司发行港股所致，所有者权益稳定性较强。其中，实收资本为 14.67 亿元（占 15.26%）、资本公积合计

60.70 亿元（占 63.11%）、未分配利润合计 15.38 亿元（占 16.00%）、盈余公积合计 5.32 亿元（占 5.54%）。

2020 年，母公司营业收入为 21.47 亿元，利润总额为 0.44 亿元。同期，母公司投资收益为 1.98 亿元。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额为 -19.18 亿元，投资活动现金流净额 -18.36 亿元，筹资活动现金流净额 36.89 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 74.34%；母公司负债占合并口径的 61.68%；母公司所有者权益占合并口径的 82.28%；母公司营业收入占合并口径的 40.27%；母公司利润总额占合并口径的 3.29%；母公司全部债务占合并口径的 73.20%

十、本次公司债券偿还能力分析

本次司债券的发行后，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重；考虑到本次公司债券募集资金拟偿还到期债务，公司实际债务负担或将低于预测值。本次债券由高新投融资担保提供连带责任担保，其担保对本次债券的信用水平有显著提升作用。

1. 本次公司债券对公司现有债务的影响

公司本次公司债券基础发行规模不超过 5.00 亿元（含），发行金额上限为 5.00 亿元，按发行金额上限 5.00 亿元测算，本次公司债券分别占 2020 年底公司长期债务和全部债务的 15.94% 和 8.86%，对公司现有债务结构影响不大。以 2020 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 38.56%、32.57% 和 21.16% 上升至 40.14%、34.46% 和 23.73%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本次公司债券募集资金拟偿还未来的到期债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 11.29

亿元、18.32亿元和18.83亿元，分别为本次债券发行额度（5.00亿元）的2.26倍、3.66倍和3.77倍。

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为49.41亿元、50.39亿元和52.51亿元，分别为本次债券发行额度（5.00亿元）的9.88倍、10.08倍和10.50倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为6.36亿元、-2.28亿元和0.37亿元，分别为本次债券发行额度（5.00亿元）的1.27倍、-0.46倍和0.07倍。

表 17 本次公司债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	3637
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.44
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.93

注：发行后长期债务为将本次公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 债券条款及增信措施分析

本次债券通过保证担保的方式增信，由高新投融资担保提供连带责任保证担保。

高新投融资担保在深圳市担保体系内具有重要地位，受股东高新投集团支持力度大，近年来资本实力不断增强。自2020年承接金融产品担保业务起，收入和利润规模大幅上升；三类资产符合监管要求，实际资产负债率很低；整体累计代偿率较低，代偿回收率水平适中，截至2021年9月末，客户集中度符合监管要求；资本充足性指标表现较好，代偿覆盖程度较高，整体代偿能力极强。需关注宏观经济下行以及相关监管政策变化等因素可能对经营带来的不利影响。联合资信评定高新投融资担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

以截至2020年底高新投融资担保财务数据测算，高新投融资担保资产总额85.13亿元，所有者权益76.29亿元，是本次债券发行额度（5.00亿元）的17.03倍和15.26倍，对本次债券本金的覆盖倍数很高，其担保对本次债券的信用水平有显著提升作用。

（1）主体概况

高新投融资担保由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）于2011年4月发起设立，初始注册资本6.00亿元。2018年6月，高新投集团向高新投融资担保增资6.00亿元，高新投融资担保注册资本增至12.00亿元。2019年9月，高新投集团和引入新股东深圳市罗湖引导基金投资有限高新投融资担保（以下简称“罗湖引导基金”）分别向高新投融资担保增资18.00亿元和20.00亿元，其中增加注册资本分别为13.30亿元和14.78亿元；2019年10月，高新投融资担保将9.91亿元资本公积转增注册资本，注册资本增至50.00亿元，2019年12月，高新投融资担保引入新股东深圳市财政金融服务中心，新股东对高新投融资担保增资20.00亿元，增资完成后，高新投融资担保注册资本及实收资本增加至70.00亿元。截至2021年9月末，高新投融资担保注册资本及实收资本均为70.00亿元；高新投集团持股46.34%，为高新投融资担保控股股东，高新投集团实际控制人为深圳市国有资产管理委员会（以下简称“深圳市国资委”），因此高新投融资担保实际控制人为深圳市国资委。高新投融资担保股权结构详见下表。

表 18 截至2021年9月末高新投融资担保股权结构表
(单位：%)

股东名称	持股比例
深圳市高新投集团有限公司	46.34
深圳市罗湖引导基金投资有限公司	27.07
深圳市财政金融服务中心	26.60
合计	100.00

资料来源：公开资料，联合资信整理

经营范围：为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保；开展再担保业务；办理债券发行担保业务；兼营诉讼保全担保、履约担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资；自有物业租赁。

注册地址：深圳市罗湖区东门街道东社区深南东路 2028 号罗湖商务中心 3510-23 单元；法定代表人：刘苏华。

(2) 经营概况

高新投集团对高新投融资担保的支持力度大；2018-2020年，高新投融资担保营业收入和利润总额大幅增长；自2020年承接高新投集团金融产品担保业务后，金融产品担保业务收入成为营业收入的重要构成部分；股东增资到位后，资金管理业务收入和理财收入有所增长。2021年1-9月，营业收入同比小幅下降，但得益于投资收益的增长，利润总额同比有所增长。

高新投融资担保控股股东高新投集团是深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的专业金融服务机构，具有较强的品牌影响力及经营竞争力。高新投融资担保是高新投集团的融资担保运营主体，受高新投集团资本支持的力度较大，自2018年以来高新投集团多次对高新投融资担保进行增资，高新投融资担保的资本实力不断提升；高新投融资担保自2020年起承接高新投集团的金融产品担保业务，在业务拓展方面获得了高新投集团较大支持。高新投融资担保实际控制人为深圳市国资委，在业务经营政策和风险补偿等方面能够得政府支持。

2018-2020年，高新投融资担保营业收入大幅增长，年均复合增长97.60%，其中2020年营业收入同比增长138.55%，主要系承接高新投集团本部金融产品担保业务带来较大规模的金融产品担保业务收入，加之增资到位后高新投融资担保加大了投资业务管理规模，带动资金管理业务收入和理财产品收入增长所致。2018-2020年，高新投融资担保利润总额年均复合增长181.91%，其中，得益于主营业务收入大幅增长，2020年，高新投融资担保利润总额为4.85亿元，同比增长221.61%。

2018-2020年，营业收入构成有所变动，融资担保业务由第一大变为第三大业务收入来源。受增资款陆续到位影响，投资业务规模有所上升，2020年资金管理收入成为高新投融资担保第一大收入来源。2020年，高新投融资担保承接了高新投集团本部金融产品担保业务，金融产品担保业务成为高新投融资担保第二大收入来源。

2021年1-9月，高新投融资担保实现营业收入4.59亿元，同比小幅下降2.94%；实现利润总额4.59亿元，同比增长17.34%，主要是在投资规模增加的带动下，投资收益增长所致。

表19 高新投融资担保营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年		2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	1.45	90.34	2.55	97.43	6.20	99.26
其中：融资担保业务	1.14	71.27	1.42	54.13	1.27	20.26
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00	1.76	28.10
资金管理业务	0.23	14.05	0.80	30.68	1.87	29.91
理财产品	0.08	5.01	0.33	12.63	1.31	20.96
咨询服务业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0017	0.03
营业收入	1.60	100.00	2.62	100.00	6.25	100.00
利润总额	0.61	--	1.51	--	4.85	--

资料来源：高新投融资担保审计报告，联合资信整理

(3) 业务经营分析

高新投融资担保自2020年起承接高新投集团本部金业务金融产品担保业务，业务规模大幅增长，融资性担保放大倍数随之快速增长

且处于较高水平。2018-2020年末，高新投融资担保累计担保代偿额呈上升趋势，但整体累计代偿率仍属较低，代偿回收率水平适中。2021年9月末，在保责任余额较上年末进一步增长，

融资性担保放大倍数虽有所下降但仍处于较高水平，集中度符合监管要求。

2018—2019年，高新投融资担保担保业务以银行贷款担保和票据承兑汇票担保等间接融资性担保业务为主。2019年，当期担保责任发生额83.70亿元，同比增长65.61%，主要系高新投融资担保支持民营经济发展和支持小微企业增加担保业务所致。2020年起，高新投融资担保承接高新投集团金融产品担保业务，同时支持深圳市政府“四千亿”计划，加大对民营的支持力度，当期担保责任发生额大幅增长至639.10亿元，其中金融产品担保发生额占比达86.54%。截至2020年末，期末担保责任余额为625.85亿元，以金融产品担保责任余额为主。2018—2020年，期末在保户数大幅增长，融资性担保放大倍数大幅增长，主要系承接高新投集团金融产品担保业务后，金融产品担保余额规模较大，导致融资性担保放大倍数大幅上升，目前处于较高水平。

非融资性担保方面，高新投融资担保于2021年起开展工程担保业务，2021年1—9月，工程担保发生额98.36亿元。

2021年1—9月，高新投融资担保担保业务当期担保发生额519.75亿元，仍以金融产品担保的发生额为主，但间接融资性担保发生额超过了去年全年水平，主要系高新投融资担保拓展知识产权ABS业务，该业务的底层产品由高新投融资担保提供融资担保所致；截至2021年9月末，期末在保责任余额646.98亿元，以金融产品担保为主，其占比为68.27%，比重较上年末有所下降，一方面系金融产品担保责任余额减少，主要系蚂蚁金服产品规模调整所致，另一方面系间接融资担保和工程担保的责任余额增长所致。截至2021年9月末，在保户数约为上年末的两倍；融资性担保放大倍数为7.17倍，较上年末略有下降，但仍处于较高水平。

表20 高新投融资担保担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
当期担保责任发生额	50.54	83.70	639.10	519.75
其中：融资性担保	50.54	83.70	639.10	421.39
其中：间接融资性担保	50.54	83.70	86.05	92.62
金融产品担保	0.00	0.00	553.06	328.77
非融资性担保	--	--	--	98.36
其中：工程担保	--	--	--	98.36
当期解除担保责任金额	52.45	70.20	66.55	498.62
期末担保责任余额	39.80	53.29	625.85	646.98
其中：融资性担保	39.80	53.29	625.85	548.95
其中：间接融资性担保	39.80	53.29	78.96	107.28
金融产品担保	0.00	0.00	546.89	441.67
非融资性担保	--	--	--	98.04
其中：工程担保	--	--	--	98.04
期末在保户数	801	1106	1376	2791
融资性担保放大倍数	2.91	0.73	8.20	7.17

注：融资性担保放大倍数=期末融资性担保责任余额/净资产
资料来源：高新投融资担保提供资料，联合资信整理

从代偿情况来看，近年来，宏观经济增速持续放缓对部分行业以及小微企业的持续冲击，制造业行业风险持续暴露以及存量小微客户抗风险能力较差导致累计担保代偿额呈上升趋势。

鉴于代偿事件频发，高新投融资担保整合存量担保业务，加大对涉及“两高一剩”行业及其他风险行业的退出力度，提升担保业务准入门槛，加强担保业务前期审查等相关工作，并对存量

代偿客户加大追偿力度，2018—2020年，当期担保代偿额波动上升，截至2020年末，累计担保代偿额4.21亿元，累计担保代偿率0.84%，累计代偿回收额2.30亿元，累计代偿回收率54.69%，高新投融资担保累计代偿回收率水平适中。2021年1—9月，当期担保代偿额为0.24亿元，当期担保代偿率为0.05%；截至2021年9月末，累计担保代偿额4.45亿元，累计代偿率0.44%，较上年末大幅降低，系累计解除额大幅增长所致，累计代偿回收额2.93亿元，累计代偿回收率65.97%，较上年末有所增长。

表 21 担保业务代偿情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—9月
当期担保代偿额	0.39	0.78	0.71	0.24
累计担保代偿额	2.71	3.50	4.21	4.45
当期担保代偿率	0.79	1.12	1.07	0.05
累计担保代偿率	0.79	0.80	0.84	0.44
当期代偿回收额	0.56	0.54	0.18	0.63
累计代偿回收额	1.59	2.12	2.30	2.93
累计代偿回收率	58.51	60.74	54.69	65.97

资料来源：高新投融资担保提供资料，联合资信整理

从客户集中度来看，截至2021年9月末，前十大客户在保责任余额占净资产比例为44.05%，单一最大客户在保责任余额占净资产比例为9.71%，符合单一客户集中度的监管要求。

（4）财务分析

高新投融资担保提供了2018—2020年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对2018和2019年财务报告进行了审计，均出具了无保留的审计意见；致同会计师事务所（特殊普通合伙）对2020年财务报告进行了审计，并出具了无保留的审计意见。2021年1—9月财务数据未经审计。本报告中，2018、2019年财务数据分别取自2019、2020年审计报告期初数据，2020年财务数据取自2020年期末数；2021年1—9月数据为当期数据。

高新投融资担保自2020年1月1日开始按照新金融工具准则进行会计处理，金融工具原账面价值和在金融工具准则试行日的新账面价值

之间的差额计入2020年年初留存收益或其他综合收益，同时高新投融资担保未对比较财务数据进行调整，此次会计政策变更对高新投融资担保影响不大。合并范围方面，由于本报告所使用的财务报表均为高新投融资担保单体报表，故不存在合并范围变动的情况，财务数据可比性强。

截至2020年末，高新投融资担保资产总额85.13亿元，所有者权益76.29亿元。2020年，高新投融资担保实现营业收入6.25亿元，利润总额4.85亿元。

截至2021年9月末，高新投融资担保资产总额85.45亿元，所有者权益76.60亿元。2021年1—9月，高新投融资担保实现营业收入4.59亿元，利润总额4.59亿元。

资本结构

随着增资的完成，高新投融资担保资本实力显著提升，属行业较强水平；所有者权益稳定性强。2019年以来负债规模显著增长，负债水平有所上升，但实际资产负债率仍很低；2021年9月末，负债规模与上年末基本持平，负债构成变化不大。

2018—2020年末，所有者权益年均复合增长136.18%，主要系股东增资和利润留存所致。所有者权益结构中，以实收资本占比为主，所有者权益稳定性强。截至2021年9月末，所有者权益76.60亿元，与上年末基本持平，构成仍以实收资本为主，所有者权益稳定性仍强。

2018—2020年末，随着担保业务规模的持续增长，提取的准备金规模有所扩大，带动负债规模持续增长，年均复合增长43.85%。负债以提取的准备金、担保业务存入保证金和应交税费为主。截至2020年末，提取的准备金占负债规模为53.02%；存入担保保证金1.66亿元，占负债总额的18.80%，主要为债券增信担保保证金和中小微贷款担保保证金；应交税费1.01亿元，占负债总额的11.43%，主要是应交企业所得税。

2018—2020年，实际资产负债率波动下降，截至2020年末，实际资产负债率为4.88%，较

2019年上升3.18个百分点，主要系增资到位后业务规模提升，担保赔偿准备金、存入担保保证

金和应交税费均显著增长所致，高新投融资担保实际资产负债率很低。

表 22 高新投融资担保负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付职工薪酬	0.36	8.43	0.45	8.60	0.75	8.54
应交税费	0.22	5.14	0.46	8.81	1.01	11.43
其他应付款	0.25	5.78	0.25	4.83	0.55	6.23
未到期责任准备金	0.54	12.72	0.64	12.27	0.63	7.18
担保赔偿准备金	2.78	65.20	3.26	62.35	4.05	45.83
存入担保保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	1.66	18.80
其他负债	0.12	2.73	0.16	3.14	0.18	1.99
负债总额	4.27	100.00	5.22	100.00	8.83	100.00

资料来源：高新投融资担保审计报告，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，负债总额 8.85 亿元，与上年末基本持平，构成较上年末变化不大；实际资产负债率为 4.52%，较上年末下降 0.36 个百分点。

资产质量

2018—2020 年末，资产规模呈现持续增长态势；从构成上看，以交易性金融资产、委托贷款和债权投资资产为主，资产质量一般。2021

年 9 月末，资产规模与上年末基本持平，资产构成受部分业务规模变化的影响而有所改变。

2018—2020 年末，资产总额持续增长，年均复合增长 117.79%。截至 2020 年末，资产总额 85.13 亿元，较上年末增长 9.20%，主要系债权投资增加所致。截至 2020 年末，资产主要由交易性金融资产、发放委托贷款及垫款、债权投资构成（具体占比情况见下表）。

表 23 高新投融资担保资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.98	22.19	7.60	9.75	7.39	8.68
其他流动资产	5.00	27.86	43.00	55.16	1.27	1.49
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	39.12	45.95
其他应收款	3.86	21.49	0.98	1.25	1.23	1.45
应收代偿款	1.64	9.16	1.96	2.51	2.54	2.99
存出担保保证金	1.82	10.15	1.91	2.45	2.18	2.56
发放委托贷款及垫款	0.00	0.00	21.64	27.76	19.09	22.42
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	10.57	12.42
其他资产	1.54	8.59	0.86	1.10	1.03	1.22
资产总额	17.95	100.00	77.95	100.00	85.13	100.00

资料来源：高新投融资担保审计报告，联合资信整理

货币资金主要以银行存款为主，另有少部分的存出投资款和库存现金。2018—2020 年末，货币资金呈波动上升趋势，年均复合增长

36.20%。截至 2020 年末，货币资金为 7.39 亿元，较上年末下降 2.87%，主要是银行存款有所减少，整体规模变动不大，受限资金 1.70 亿元，

全部为用于担保的定期存款或通知存款。

截至 2019 年末,其他流动资产规模达 43.00 亿元,占资产总额的 55.16%,主要系增资到位后,高新投融资担保加大对理财产品的投资力度所致。新金融工具准则下,截至 2020 年末,其他流动资产 1.27 亿元,全部为持有的公司债;交易性金融资产 39.12 亿元,全部为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产债务工具投资,占资产总额的 45.95%;债权投资 10.57 亿元,占资产总额比重 12.42%,债权投资未计提减值。

其他应收款主要为与股东高新投集团及其下属企业之间的往来款。2018—2020 年末,其他应收款规模先降后升,总体减少。其中,2019 年末,其他应收款规模较上年末下降 74.64%至 0.98 亿元,主要系与高新投集团往来款减少所致;2020 年末,其他应收款规模较上年末增长 26.16%,增长主要来自债券投资产生的应收利息。从账龄来看,截至 2020 年末,其他应收款账龄集中在 2~3 年,占比 72.83%;从性质来看,其他应收款以应收关联方款项为主,占比 60.91%;高新投融资担保对其他应收款共计提坏账准备 0.01 亿元。

2018—2020 年末,应收代偿款持续增长,年均复合增长 24.34%,但占比波动下降。截至 2020 年末,应收代偿款为 2.54 亿元,未计提减值准备,占资产总额的 2.99%。从账龄看,账龄在 1 年以内和 1~2 年的应收代偿款均占 30%左右,账龄为 2~3 年的占 15.20%,3 年以上的占 26.05%。

2018—2020 年末,存出担保保证金规模持续增长,年均复合增长 9.39%,主要系收到再担保中心的补贴增加所致,但占比持续下降。截至 2020 年末,存出担保保证金规模为 2.18 亿元,占资产总额的 2.56%。

截至 2020 年末,发放委托贷款及垫款规模 19.09 亿元,占资产总额的 22.42%,规模及占比较 2019 年末均略有下降。从账龄看,截至 2020 年末,发放委托贷款及垫款的账龄集中在 1 年以内,占比达 99.74%,高新投融资担保仅对账

龄在 3 年以上的委托贷款及垫款计提减值准备 0.05 亿元。从担保方式来看,截至 2020 年末,信用贷款占比 55.08%,抵押贷款占比 11.50%,质押贷款占比 33.42%。

根据《融资担保公司资产比例管理办法》(以下简称“管理办法”),融资担保公司应依照 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构。截至 2020 年末, I、II、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 73.20%、9.50%以及 17.30%, III 级资产配置比例在管理办法规定范围内。

截至 2021 年 9 月末,高新投融资担保资产总额 85.45 亿元,与上年末基本持平;构成方面,交易性金融资产占比随其规模的减少而下降,债权投资和发放委托贷款的占比分别随着债权投资规模和委托贷款投放规模的增长而上升。

盈利能力

自 2020 年承接高新投集团本部金融产品担保业务后,2020 年营业收入显著增长,利润总额和净利润亦大幅上升,盈利水平有所上升,盈利能力属行业较好水平。2021 年前三季度,营业收入同比有所减少,但受投资收益增长的影响,利润规模同比有所增长。

2018—2019 年,营业收入主要来源于融资担保业务的担保费收入,由于 2020 年高新投融资担保承接了高新投集团本部的金融产品担保业务,营业收入大幅增加,2020 年实现收入 6.25 亿元,营业收入构成方面见经营概况分析。

2018—2020 年,营业成本持续增长,年均复合增长 38.65%。2020 年,营业成本 1.98 亿元,以职工薪酬和提取担保赔偿准备金为主,2020 年高新投融资担保未计提资产减值损失。

表 24 高新投融资担保盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
营业收入	1.60	2.62	6.25	4.59
营业成本	1.02	1.36	1.97	1.39
利润总额	0.61	1.51	4.85	4.59
净利润	0.38	1.06	3.56	3.44

资产收益率	2.57	2.20	4.36	4.03
净资产收益率	3.61	2.45	4.77	4.50

注：2021年1-9月相关指标未年化
资料来源：高新投融资担保财务报告，联合资信整理

从收益情况来看，得益于承接高新投集团本部的金融产品担保业务带来金融产品担保业务收入，加之资金管理收入和理财产品收益的增长，2020年利润总额和净利润的规模分别为4.85和3.56亿元，均较2019年大幅上升，同比

分别增长147.11%和179.28%。

2020年，总资产收益率和净资产收益率分别为4.36%和4.77%，较2019年分别提升2.16和2.33个百分点，主要得益于营业收入的大幅增长，盈利能力有所上升。

与同行业企业进行对比，高新投融资担保营业利润率和总资产收益率均高于同行业其他企业，净资产收益率低于同行业企业，盈利能力指标表现较好。

表 25 同行业 2020 年财务指标比较（单位：%）

项目	营业利润率	总资产收益率	净资产收益率
中国投融资担保股份有限公司	32.14	3.19	7.48
深圳担保集团有限公司	52.93	3.26	5.38
中债信用增进投资股份有限公司	38.25	3.28	4.74
平均值	38.25	3.24	5.87
高新投融资担保	77.56	4.36	4.77

资料来源：公开资料，联合资信整理

2021年1-9月，高新投融资担保实现营业收入4.59亿元，同比小幅下降2.94%；实现利润总额4.59亿元，同比增长17.34%，净利润3.44亿元，同比增长15.56%，主要系投资收益增长所致；资产收益率和净资产收益率（均未年化）分别为4.03%和4.50%。

资本充足率及代偿能力

自2019年起股东增资力度较大，资本实力显著增强，资本充足性指标表现较好，代偿覆盖程度较高，高新投融资担保整体代偿能力极强。

高新投融资担保面临的偿付压力主要来自于担保项目的代偿。在发生代偿后，若不能足额追偿，高新投融资担保将以自有资本承担相应的损失。高新投融资担保实际代偿能力主要受高新投融资担保的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合资信在评估高新投融资担保可用于担保业务代偿的净资产时，考虑了负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

得益于股东增资，高新投融资担保资本规模不断提升。2018—2020年末，净资产和净资本规模持续上升，三年复合增长分别为136.18%和153.32%；净资本/净资产比率处于上升趋势。自2020年初承接高新投集团本部金融产品担保业务后，期末担保责任余额大幅增长，融资性担保放大倍数8.20倍；2018—2020年末，净资本担保倍数先降后升，系2019年增资到位致使净资本大幅增长。2018—2020年末，代偿准备金率波动增长，截至2020年末为14.26%，代偿准备金充足。截至2021年9月末，净资产规模与上年末基本持平；受委托贷款和长期股权投资规模增长导致扣减额增长的影响，净资本规模较上年末下降8.65%；净资本/净资产比率下降至82.03%；融资性担保放大倍数虽较上年末有所下降但仍处于较高水平，净资本担保倍数有所上升，主要系净资本减少所致；截至2021年9月末，代偿准备金率为4.47%，代偿准备金充足。

联合资信根据高新投融资担保的担保业务类别与风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、项目期限分布以及反担保措施等因素，对担

保业务风险进行综合评估，估算高新投融资担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资产对担保业务组合风险价值的覆盖程度。经联合资信估算，高新投融资担保 2021

年 9 月末的净资产覆盖率为 117.86%，净资产对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于充足水平。

表 26 高新投融资担保资本充足性和偿债能力（单位：亿元、倍、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
期末担保责任余额	39.80	53.29	625.85	646.98
净资产	13.68	72.73	76.29	76.60
净资产	10.72	65.26	68.78	62.84
融资性担保放大倍数	2.91	0.73	8.20	7.17
净资产担保倍数	3.71	0.82	9.10	10.30
净资产/净资产比率	78.37	89.72	90.16	82.03
净资产覆盖率	244.82	1113.25	118.78	117.86
代偿准备金率	11.17	18.93	14.26	4.47

注：计算 2021 年 9 月末融资性担保放大倍数时，期末担保责任余额剔除了工程担保的影响

资料来源：高新投融资担保财务报告及提供资料，联合资信整理

（5）或有事项

截至 2021 年 9 月末，高新投融资担保不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

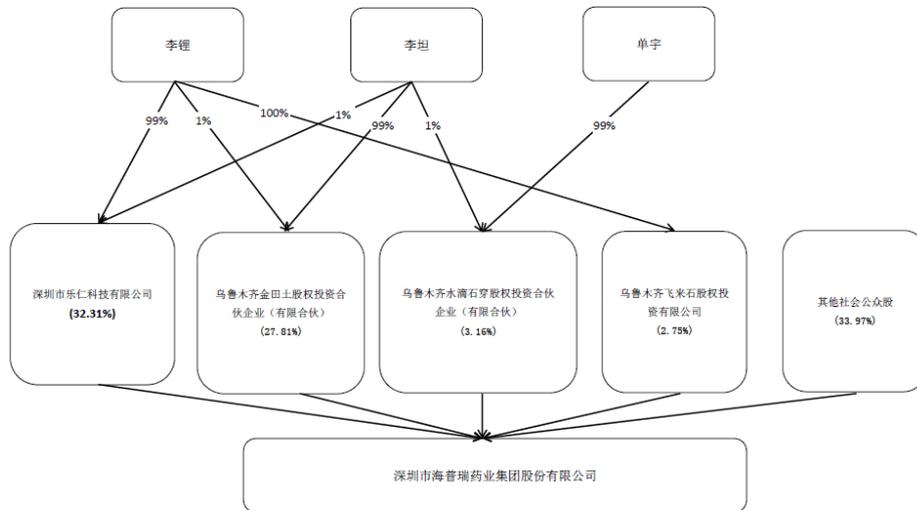
根据高新投融资担保提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2021 年 11 月 12 日查询日，高新投融资担保无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有无不良类贷款和关注类贷款。

高新投融资担保过往在公开市场无发行债务融资工具的本息偿付记录。

十一、结论

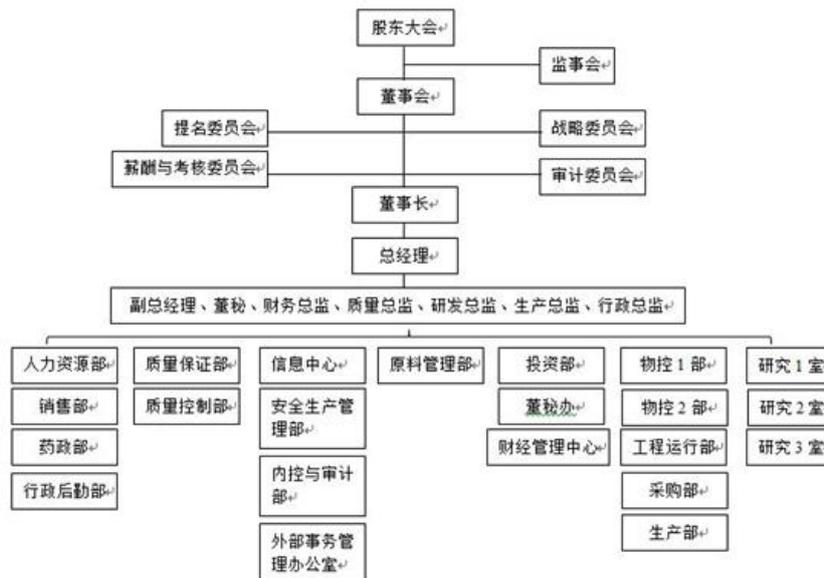
基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本次债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底深圳市海普瑞药业集团股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底深圳市海普瑞药业集团股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

主要子公司情况

子公司名称	注册资本金	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
深圳市多普乐实业发展有限公司	23000.00 万人民币	研发氨基多糖生化制品，从事货物及技术进出口（不含分销及国家专营、专控、专卖商品）	100%	--	同一控制下企业合并
Hepalink USA INC	9990.01 万美元	从事特拉华州法律允许范围内的业务	100%	--	设立或投资
海普瑞（香港）有限公司	33022 万港币	进出口贸易	100%	--	设立或投资

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.73	14.13	35.76	41.63
资产总额 (亿元)	136.02	152.42	190.26	192.65
所有者权益 (亿元)	61.67	74.71	116.89	118.22
短期债务 (亿元)	24.67	39.42	25.08	24.69
长期债务 (亿元)	24.57	23.62	31.37	30.62
全部债务 (亿元)	49.24	63.04	56.45	55.31
营业收入 (亿元)	48.15	46.25	53.32	46.31
利润总额 (亿元)	7.02	13.15	13.28	5.54
EBITDA (亿元)	11.29	18.32	18.83	--
经营性净现金流 (亿元)	6.36	-2.28	0.37	1.23
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.36	3.85	3.57	--
存货周转次数 (次)	1.96	1.44	1.17	--
总资产周转次数 (次)	0.35	0.32	0.31	--
现金收入比 (%)	94.44	99.69	92.47	101.51
营业利润率 (%)	39.49	36.88	38.67	31.25
总资产收益率 (%)	6.92	9.45	7.32	--
净资产收益率 (%)	9.21	13.97	8.74	--
长期债务资本化比率 (%)	28.49	24.02	21.16	20.57
全部债务资本化比率 (%)	44.40	45.76	32.57	31.87
资产负债率 (%)	54.66	50.98	38.56	38.64
流动比率 (%)	120.09	120.70	252.67	273.79
速动比率 (%)	84.51	72.90	164.98	167.42
经营现金流动负债比 (%)	13.65	-4.58	1.03	--
现金短期债务比 (倍)	0.84	0.36	1.43	1.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.60	7.11	7.60	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.36	3.44	3.00	--

注: 1. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司合并口径的其他应付款中的带息部分和租赁负债已计入全部债务

资料来源: 公司财务报告, 公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	16.71	8.72	27.55	28.13
资产总额 (亿元)	102.20	106.68	141.43	144.33
所有者权益 (亿元)	58.53	61.82	96.18	94.00
短期债务 (亿元)	11.79	24.02	14.03	19.33
长期债务 (亿元)	15.40	17.64	27.29	27.13
全部债务 (亿元)	27.19	41.66	41.32	46.45
营业收入 (亿元)	21.72	15.93	21.47	23.89
利润总额 (亿元)	2.96	1.61	0.44	0.74
EBITDA (亿元)	4.06	3.44	2.54	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.12	-4.57	-19.18	-10.63
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.01	1.41	1.99	--
存货周转次数 (次)	3.70	2.09	1.70	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.15	0.17	--
现金收入比 (%)	62.45	120.82	58.70	61.73
营业利润率 (%)	32.28	24.23	25.22	14.01
总资产收益率 (%)	4.27	3.19	1.86	--
净资产收益率 (%)	4.37	2.37	0.48	--
长期债务资本化比率 (%)	20.83	22.20	22.11	22.40
全部债务资本化比率 (%)	31.72	40.26	30.05	33.07
资产负债率 (%)	42.73	42.06	32.00	34.88
流动比率 (%)	172.41	173.31	444.94	381.34
速动比率 (%)	159.54	144.57	383.53	320.02
经营现金流动负债比 (%)	-3.98	-16.82	-106.98	--
现金短期债务比 (倍)	1.42	0.36	1.96	1.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 公司本部 2021 年三季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币
资料来源: 公司财务报告, 公司提供

附件 3 担保方财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	17.95	77.95	85.13	85.45
所有者权益（亿元）	13.68	72.73	76.29	76.60
净资产（亿元）	10.72	65.26	68.78	62.84
营业收入（亿元）	1.60	2.62	6.25	4.50
利润总额（亿元）	0.61	1.51	4.85	4.59
期末担保责任余额（亿元）	39.80	53.29	625.85	646.98
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	5.25	1.70	4.88	4.52
资产收益率（%）	2.57	2.20	4.36	4.03
净资产收益率（%）	3.61	2.45	4.77	4.50
融资性担保放大倍数（倍）	2.91	0.73	8.20	7.17
净资产担保倍数（倍）	3.71	0.82	9.10	10.30
净资产/净资产比率（%）	78.37	89.72	90.16	82.03
净资产覆盖率（%）	244.82	1113.25	118.78	117.86
代偿准备金率（%）	11.07	18.93	14.26	4.47
累计担保代偿率（%）	0.79	0.80	0.84	0.44
当期担保代偿率（%）	0.79	1.12	1.07	0.05

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年 1—9 月财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：高新投融资担保财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 4-1 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-2 担保方主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 × 100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 × 100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 × 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 × 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 × 100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入 × 100%
资产收益率	净利润/资产总额 × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) / 资产总额 × 100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产 × 100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值 × 100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和 × 100%

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市海普瑞药业集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市海普瑞药业集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市海普瑞药业集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市海普瑞药业集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳市海普瑞药业集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现深圳市海普瑞药业集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市海普瑞药业集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市海普瑞药业集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对深圳市海普瑞药业集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市海普瑞药业集团股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。