



# 2022年南京药石科技股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2022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.

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年南京药石科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA   | AA   |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 药石转债   | AA   | AA   |

## 评级观点

- 中证鹏元维持南京药石科技股份有限公司（以下简称“药石科技”或“公司”，证券代码：300725.SZ）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“药石转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到医药研发外包服务行业景气度较好，为行业发展提供良好基础，公司在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，主营业务保持良好增长、CDMO 业务成为新的业绩增长点，盈利能力及现金生成能力表现较好；同时中证鹏元也关注到公司产能快速扩张，未来可能存在无法顺利消化的风险，存在一定商誉减值风险以及存在一定汇率波动、技术人员流失的风险等风险因素。

## 未来展望

- 行业景气度较高，预计公司业务持续性较好，保持较强盈利能力。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年06月21日

## 联系方式

项目负责人：何馨逸  
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠  
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2022.3 | 2021    | 2020    | 2019   |
|---------------|--------|---------|---------|--------|
| 总资产           | 38.36  | 35.07   | 24.25   | 10.29  |
| 归母所有者权益       | 25.02  | 24.27   | 18.95   | 7.41   |
| 总债务           | 7.40   | 5.33    | 2.48    | 1.55   |
| 营业收入          | 3.36   | 12.02   | 10.22   | 6.62   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 35.28   | 388.77  | 58.05  |
| 净利润           | 0.74   | 5.04    | 1.84    | 1.52   |
| 经营活动现金流净额     | 0.20   | 2.38    | 2.72    | 1.27   |
| 销售毛利率         | 47.64% | 48.13%  | 45.79%  | 51.59% |
| EBITDA 利润率    | --     | 28.31%  | 23.98%  | 28.59% |
| 总资产回报率        | --     | 17.44%  | 11.88%  | 19.62% |
| 资产负债率         | 29.45% | 25.07%  | 21.88%  | 28.01% |
| 净债务/EBITDA    | --     | -1.61   | -4.52   | -0.30  |
| 总债务/总资本       | 21.48% | 16.88%  | 11.58%  | 17.33% |
| FFO/净债务       | --     | -48.69% | -17.15% | -      |
| 速动比率          | 1.40   | 1.72    | 3.29    | 1.18   |
| 现金短期债务比       | 1.59   | 2.17    | 5.55    | 1.45   |

资料来源：公司2019-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，  
中证鹏元整理

## 优势

- **医药研发外包服务行业景气度较好，多种因素叠加为行业发展提供良好基础。**不断增长的新药研发成本及不断降低的投资回报率使得药企与医药研发外包服务机构（CRO）的合作逐渐紧密，近年来药物研发支出的增长提升了行业发展的空间；国内多重政策的实施为医药研发外包服务机构的发展提供了良好基础。近年来行业内企业营业收入增长较快，行业景气度较好。
- **公司进一步夯实分子砌块底层技术，同时 CDMO 业务发力成为新的业绩增长点。**公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，其拥有的分子砌块数量已超过 15 万个，优势基础更加牢固；依托于分子砌块业务储备的客户资源及将浙江晖石药业有限公司（以下简称“浙江晖石”）纳入合并范围，2021 年 CDMO 业务收入同比增长 33.48%，增长良好。
- **公司主营业务保持良好增长、盈利能力及现金生成能力表现较好。**2021 年公司在控制成本方面取得一定成效，毛利率同比有所提升，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 2.33 亿元，同比增长 34.24%，主营业务保持良好增长。2021 年公司 EBITDA 利润率、总资产回报率及经营所得现金（FFO）均有所提升。

## 关注

- **公司产能快速扩张，未来可能存在无法顺利消化的风险。**近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，本期债券募投项目之一年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目建成后产能将较目前大幅提升，需关注公司产能快速扩张后，未来行业政策变动以及市场变动可能带来的产能消化问题。
- **公司存在一定商誉减值风险。**截至 2021 年末公司商誉规模占期末总资产的 10.16%。如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将会因此产生商誉减值损失，对公司的经营业绩产生不利影响。
- **公司存在一定汇率波动、技术人员流失的风险。**公司收入主要来源于海外客户，2021 年末公司以外币计价的货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款规模合计 8.21 亿元，占同期末总资产的 23.41%，需关注汇率波动产生的影响。此外，公司所处行业属于知识、技术密集型行业，且近年来行业发展迅速，对专业人才需求较大，若发生人才流失或人才短缺情况，可能给公司经营带来不利影响。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标      | 指标评分 | 评分要素     | 评分指标          | 指标评分 |
|------|-----------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险      | 5    | 财务状况     | 杠杆状况          | 较小   |
|      | 经营状况      | 中等   |          | 净债务/EBITDA    | 7    |
|      | 经营规模      | 3    |          | EBITDA 利息保障倍数 | 7    |
|      | 产品、服务和技术  | 5    |          | 总债务/总资本       | 7    |
|      | 品牌形象和市场份额 | 5    |          | FFO/净债务       | 7    |
|      | 经营效率      | 3    |          | 杠杆状况调整分       | -2   |
|      | 业务多样性     | 3    |          | 盈利状况          | 非常强  |
|      |           |      | 盈利趋势与波动性 | 中等            |      |
|      |           |      | 盈利水平     | 5             |      |



|          |   |          |    |
|----------|---|----------|----|
| 业务状况评估结果 | 强 | 财务状况评估结果 | 很小 |
| 指示性信用评分  |   |          | aa |
| 调整因素     | 无 | 调整幅度     | 0  |
| 独立信用状况   |   |          | aa |
| 外部特殊支持调整 |   |          | 0  |
| 公司主体信用等级 |   |          | AA |

### 历史评级关键信息

| 主体评级  | 债项评级 | 评级日期      | 项目组成员   | 适用评级方法和模型  | 评级报告                 |
|-------|------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA/稳定 | AA   | 2021-8-25 | 何馨逸、张旻熿 | <a href="#">医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

### 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期    | 债券到期日期    |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 药石转债 | 11.50    | 11.50    | 2021-8-25 | 2028-4-19 |

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月发行6年期11.50亿元可转换公司债券，募集资金拟用于收购浙江晖石46.07%股份、年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目及补充流动性资金。截至2022年5月6日，本期债券募集资金专项账户余额合计为11.45亿元。

根据公司2022年5月13日公告，公司拟使用募集资金2.26亿元置换预先已投入募投项目自筹资金和已支付发行费用的自筹资金。其中截至2022年5月5日，公司募投项目中年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目自筹资金预先投入金额为2.25亿元。

## 三、发行主体概况

2021年4月，公司以总股本153,615,151股为基数，向全体股东每10股派1.00元人民币现金（含税），同时，以资本公积向全体股东每10股转增3股，转增后总股本增至199,699,696股，截至2021年末，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元。

2021年公司控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东及实际控制人仍为杨民民，杨民民直接持有公司20.68%的股份。此外杨民民为南京诺维科思创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“诺维科思”）的执行事务合伙人，故杨民民与诺维科思为一致行动人，2021年末诺维科思持有公司3.91%的股份，具体股权结构图见附录二。截至2022年6月15日，杨民民未解押股权质押数量1,465.00万股，占其直接持有本公司股份总数的35.47%，占总股本的7.34%

2021年11月公司新聘任WENFANG MIAO任公司董事兼任总经理，XUDONG WEI任公司董事兼任副总经理；余善宝、张树强分别任公司监事会主席及监事；张敏月、赵可任公司副总经理。章世杰、余善宝不再担任董事；吴万亮、陈娟分别不再担任公司监事会主席及监事，揭元萍、ZHAO SHUHAI、李辉不再担任公司副总经理，杨民民不再担任公司总经理，但仍担任董事长职务。

2021年公司主营业务未发生变化，依然主要从事药物研发领域的创新型化学产品的研发及生产。主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；以及药物分子砌块下游关键中间体、原料药等的工艺研究、开发和生产服务。2021年度公司合并范围新增4家子公司，详见下表，截至2021年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有13家，详见附录四。

**表1 2021 年公司合并报表范围变化情况**

| 子公司名称                     | 持股比例    | 新增或减少 | 取得方式       |
|---------------------------|---------|-------|------------|
| 浙江晖石药业有限公司                | 53.93%  | 新增    | 非同一控制下企业合并 |
| PHARMA BLOCK (UK) LIMITED | 100.00% | 新增    | 设立         |
| 上海药石源新药业有限公司              | 100.00% | 新增    | 设立         |
| 江西上石药业有限公司                | 100.00% | 新增    | 设立         |

注：根据公司 2022 年 5 月 27 日公告，浙江晖石药业有限公司 100% 股权收购完成，已完成工商变更。  
 资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现在公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

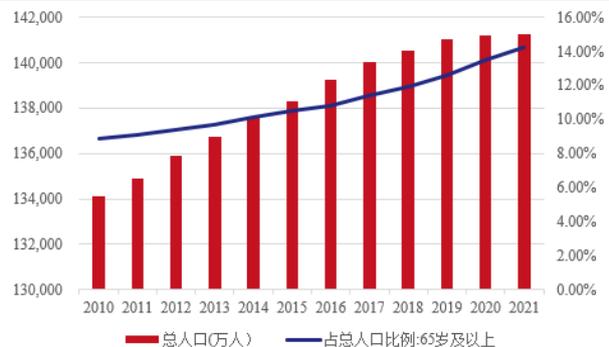
**在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期趋势不变**

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

根据国家统计局第七次人口普查数据我国总人口数14.11亿人，与2010年（第六次全国人口普查数据）的13.40亿人相比，增加7,206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，比2000年到2010年的年平均增长率0.57%下降0.04个百分点。数据表明，我国人口10年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60岁及以上人口2.64亿人，占比18.70%（其中65岁及以上人数1.91亿人，占比13.50%），与2010年相比上升5.44个百分点。除2020年受新冠疫情影响、门诊诊疗人次下降导致人均医疗保健消费支出有所降低外，其他年份我国人均医疗保健消费支出均保持较好的增长，2012-2021年十年年均复合增长率为10.83%，其中2021年我国人均医疗保健消费支出2,115元，支出规模创历史新高。预计未来我国人均医疗保健消费支出整体仍将呈增长态势，医疗需求仍有较大空间，长期趋势不变。

**图1 2013-2021年全国人民人均医疗保健支出情况（单位：元）**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

**图2 2010-2021年我国人口老龄化情况（单位：万人）**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

高效、低成本的研发优势使得药企与CRO合作愈加紧密，不断增加的研发支出提升了CRO行业的发展空间；近年来国内政策频出，从多个角度给国内CRO发展带来了良好机遇，行业整体景气度较好

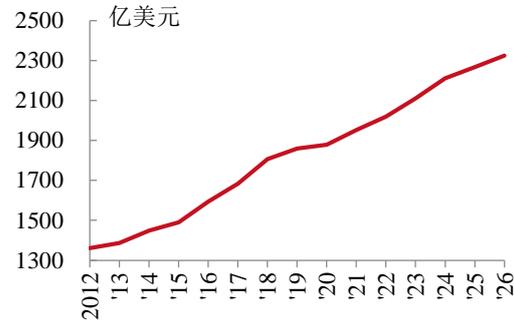
一款药物从研发到最终上市大致经历药物发现、药学研究、临床前试验、新药临床研究申请、临床试验(I期、II期和III期)、药品审批及批准上市等过程。药物研发本身具有投入规模大、研发失败风险较高、投资回报时间长的特点。根据德勤对12家大型医药企业研究的结果显示，新药的平均研发成本从2010年的11.88亿美元上升至2018年的21.68亿美元<sup>3</sup>，但投资回报率已经从2010年的10.1%下降至2018年的1.9%。此外，虽然近年来药品的研发周期略有改善，但从药物研发阶段到批准上市仍然平均需要约14.5年<sup>4</sup>。不断增长的研发成本及较长的研发周期降低了新药的投资回报率。从新药研发成功后的专利保护期来看，世界主要国家的新药专利保护期一般为20年，新药上市之后实际有效的专利保护期仅剩6-10年，在专利到期后伴随着仿制药的大量出现，药品的价格及市场份额将快速下降，专利悬崖促使药企不断进行新药研发。与医药研发外包服务机构（CRO）的合作既可以缩短研发时间，亦可以降低研发成本，使得药企与CRO公司的合作越来越紧密，CRO也逐步成为产业链中不可或缺的一环。从外部环境来看，2012-2026年全球药企在药物研发支出方面预计从1,286亿美元增长至2,039亿美元，年均复合增长率为3.90%，不断增长的药物研发支出提升了CRO行业发展的空间。

<sup>3</sup> Deloitte, Unlocking R&D productivity, 2018

<sup>4</sup> Deloitte, Balancing the R&D Equation, 2016

**图3 近年来新药研发成本不断提升，但新药研发投资回报率在不断降低**


资料来源：《Unlocking R&D productivity》，中证鹏元整理

**图4 2012-2026年全球药企预计在药物研发支出方面不断提升**


资料来源：《World Preview 2020, Outlook to 2026》，中证鹏元整理

近年来国家政策层面对于医药行业的结构不断调整，对CRO行业的发展产生积极推动作用。其中于2017年10月颁布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中明确指出：要“发挥企业的创新主体作用。鼓励药品医疗器械企业增加研发投入，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺”。此外，药品上市许可持有人制度（MAH）于2015年推出，于2019年12月起全面实行。MAH 制度核心是将药品上市许可与药品生产许可分离，允许药品生产企业、研发机构或科研人员成为独立的药品上市许可持有人（药品上市许可证明文件的持有者），有权自行或委托其他药品生产企业生产药品，并对生产、销售的药品质量承担主要法律责任。MAH 实现了所有权和生产的分离，大大的激发了研发人员的积极性，对医药研发外包的积极影响尤为显著。

另一方面，国家集采力度逐步加大，大幅压缩了国内仿制药的市场空间。2018年12月国家组织“4+7” 11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行5批药品集中带量采购，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至62种，集采品种累计将达到218种，涉及市场容量达2,200亿元，占公立医疗机构全部化学药品采购金额的比例超过30%；大量药品通过集采降低了价格，平均降幅均超过了50%，累计节约药费已超过1,500亿元。其中，国家第五批集采采购药品数量、金额以及外资中选企业数量均为历次之最。整体来看国家医药政策的加速一方面倒逼国内药企回归研发的本质，不断加速转型创新、加大对创新药研发的投入，另一方面增加了药企的经营压力，控制成本的需求提升。以上政策从多个角度给国内CRO的发展带来了良好机遇。

**表2 近年来国家关于鼓励医药服务研发外包及创新药研发的相关政策**

| 日期      | 文件名称                        | 公布机构   | 相关内容  |
|---------|-----------------------------|--------|---|
| 2016.6  | 《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》    | 国务院办公厅 | 将药品上市许可与生产许可分离。药品上市许可持有人不具备相应生产资质的，须委托具备资质的药品生产企业生产批准上市的药品；持有人具备相应生产资质的，可以自行生产，也可以委托受托生产企业生产。 |
| 2017.10 | 《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》 | 国务院办公厅 | 开展药品专利期限补偿制度试点，且发挥企业的创新主体作用。鼓励药品医疗器械企业增加研发投入，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺。                     |

|        |                     |        |  |
|--------|---------------------|--------|--|
| 2019.1 | 《国家组织药品集中采购和使用试点方案》 | 国务院办公厅 | 选择 11 个城市，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点， <b>实现药价明显降低</b> ，减轻患者药费负担。                         |
| 2019.8 | 《中华人民共和国药品管理法》      | 国务院    | <b>自 2019 年 12 月 1 日起，全面实施药品上市许可持有人制度</b> ，药物临床试验机构实施备案管理；取消药品 GMP、GSP 认证，不再受理 GMP、GSP 认证申请，不再发放药品 GMP、GSP 证书。 |

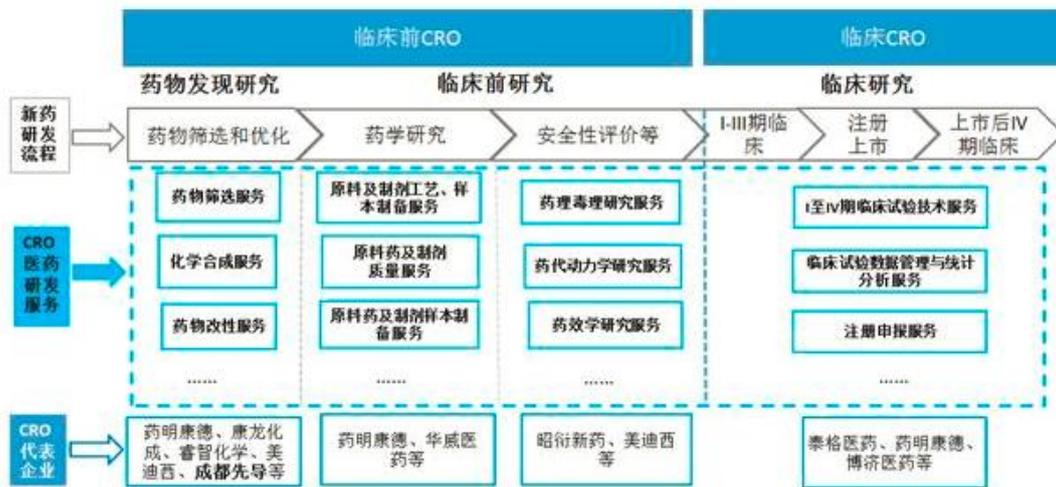
资料来源：公开查询，中证鹏元整理

**我国CRO/CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势；CRO/CDMO企业的收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平；从事分子砌块业务相关企业收入及资产规模相对较小**

根据药物研发的流程及CRO企业所处的阶段，可大致分为临床前CRO及临床CRO。其中临床前CRO按照业务的侧重点又可分为药物筛选和发现、药学研究和安全性评价三种类型；临床CRO主要包括I至IV期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。另一方面，在药物生产环节亦有外包服务即CDMO业务，该业务具有研究和产业相结合的特性，在加快研发进程和降低研发成本的同时，亦降低商业化生产成本、保障药企供应链的稳定。

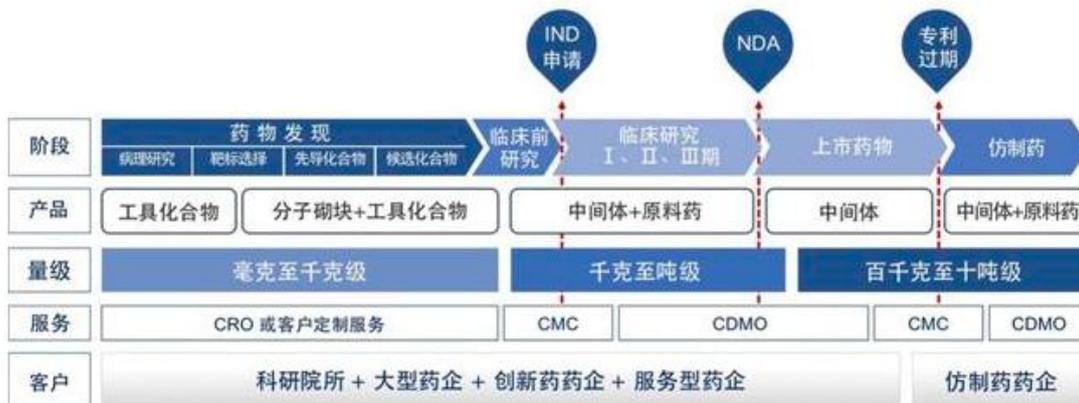
目前国内的CRO企业的主营业务大多覆盖药物研发流程的一个或若干个环节。其中药明康德所覆盖的环节较为全面，可为客户提供从药物发现、临床前开发阶段和临床发展过程的综合服务。临床前CRO具有代表性的公司有康龙化成，主营业务涉及药物研发临床前的全流程，并逐步扩展到临床CRO业务。国内临床CRO的代表企业为泰格医药，主营业务包含临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务等。其他公司如昭衍新药侧重于临床前研究的安全性评价环节，药石科技主要提供药物发现研究阶段的分子砌块及后续的批量生产，成都先导的核心技术为早期药物发现领域中的DNA编码化合物库（DEL）技术与FBDD/SBDD 技术，博腾股份主要提供化学原料药及化学制剂的CDMO业务。由此可见，我国CRO及CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势。

图5 CRO 渗透到新药研发的各个环节



资料来源：《成都先导药物开发股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

图6 CDMO 在药物研发及生产阶段可提供的产品、量级及主要客户



资料来源：《上海皓元医药股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

表3列示了部分CRO/CDMO企业的部分财务指标，所选企业的业务涵盖了创新药研发及生产的各个环节。从选取的企业来看，由于业务布局所处药物研发及生产中的环节不同，不同CRO/CDMO公司的营业收入有较大差异；表中企业的2021年营业收入从十亿元左右到百亿元不等，营业收入增速的平均值为44.88%，发展较为迅速；销售毛利率接近40%或40%以上，表现较好。偿债指标方面，表中企业的资产负债率较低，大部分处在30%以下，其中康龙化成资产负债率相对较高；速动比率均在1以上、现金到期债务比均在1以上，整体表现较好。整体来看，CRO/CDMO企业收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平。目前已上市/即将上市的从事分子砌块业务的企业有三家，分别为药石科技、皓元医药及毕得医药，从财务指标来看从事分子砌块业务的企业收入及资产规模在CRO/CDMO行业中相对较小。

**表3 国内 CRO/CDMO 企业部分财务指标（单位：亿元）**

| 指标        | 药明康德   | 康龙化成   | 泰格医药   | 凯莱英    | 博腾股份   | 药石科技          | 皓元医药   | 毕得医药   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 净资产       | 387.57 | 102.95 | 206.05 | 126.10 | 41.86  | <b>26.28</b>  | 18.36  | 5.97   |
| 营业收入      | 229.02 | 74.44  | 52.14  | 46.39  | 31.05  | <b>12.02</b>  | 9.69   | 4.27   |
| 营业收入同比增长  | 38.50% | 45.00% | 63.32% | 47.28% | 49.87% | <b>17.55%</b> | 52.61% | -      |
| 销售毛利率     | 36.29% | 35.99% | 43.55% | 44.33% | 41.36% | <b>48.13%</b> | 54.12% | 49.26% |
| 资产负债率     | 29.69% | 44.01% | 13.21% | 16.80% | 36.21% | <b>25.07%</b> | 22.99% | 26.12% |
| 速动比率      | 1.24   | 2.67   | 4.50   | 4.04   | 1.16   | <b>1.72</b>   | 3.85   | 1.89   |
| 货币资金/短期债务 | 3.10   | 6.14   | 10.62  | 16.04  | 1.19   | <b>1.37</b>   | 20.35  | 67.00  |

注：毕得医药财务数据为截至 2021 年 9 月末，其他公司数据为截至 2021 年末

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要从事药物研发领域的创新型化学产品的研发及生产。主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；以及药物分子砌块下游关键中间体、原料药等的工艺研究、开发和生产服务。公司主营业务收入分为产品销售和技术服务，产品销售根据订单规模可分为公斤级以上及公斤级以下。得益于将浙江晖石纳入合并范围及业务不断拓展等因素，2021 年公司营业收入同比增长 17.55%，细分来看，公斤级以上、公斤级以下及技术服务业务分别增长 11.02%、27.22%及 159.75%。

2021 年公司通过持续的工艺创新、路线优化及规模化生产，有效控制了公司及客户的成本，毛利率有所提升，主要系公斤级以上业务和技术服务业务毛利率提升所致。公司公斤级以下毛利率有所降低；技术服务业务毛利率变动系其为根据客户需求设计的定制化服务，不同技术服务的合成技术难度、合成工艺的复杂程度存在较大差别，且公司技术服务业务规模相对较小，受单笔订单金额的影响较大。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目        | 2021 年            |               | 2020 年            |               |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 金额                | 毛利率           | 金额                | 毛利率           |
| 公斤级以上     | 89,347.52         | 39.37%        | 80,480.61         | 38.13%        |
| 公斤级以下     | 24,633.14         | 72.02%        | 19,362.70         | 74.40%        |
| 技术服务      | 6,146.51          | 79.59%        | 2,366.31          | 71.95%        |
| 其他业务收入    | 35.74             | 51.17%        | 13.30             | 100.00%       |
| <b>合计</b> | <b>120,162.91</b> | <b>48.13%</b> | <b>102,222.92</b> | <b>45.79%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在药物发现领域尤其是分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，技术与研发实力突出；2021 年公司继续丰富所拥有的分子砌块库，研发投入进一步提升

公司系小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，所从事的分子砌块领域为药物研发流

程的最上游环节，属于知识、技术密集型行业。在药物研发过程中，通过使用、组合该药物的创新型分子砌块，可以帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估，可以快速地发现化合物的结构与活性关系，最终确定临床候选物，有效提高药物研发的效率和成功率，从而缩短新药研制的时间和经济成本。

公司的研发生产模式以自主研发生产为主，在药物发现领域尤其是分子砌块的研发及生产拥有较强的竞争优势，目前享有 SciFinder、Reaxys、科睿唯安（Integrity、Cortellis Drug Discovery Intelligence、Newport Premium、Cortellis for CI）、ACS Publications 等多个业内权威数据库的使用。公司通过对上述数据库的研究分析，结合自身对化学合成及药物研发的理解以及对行业发展的预测，跟踪药物研发领域的最新文献和专利，自主地、有针对性地设计和合成出有可能应用于最新、最热门的医药研发项目的药物分子砌块，并不断拓展其药物分子砌块库。2021 年公司完成超 16,000 种化合物的设计，截至 2021 年末公司的分子砌块库中已累计超过 15 万个化合物。并且不同于一般 CRO 企业，公司只需向客户销售自主研发生产的分子砌块产品，而无需移交相关知识产权，因此公司自主知识产权可以不断积累，成为公司的竞争优势。

此外，基于分子砌块核心资源，公司搭建了 DNA 编码化合物库技术（DEL-T）、基于片段的药物发现技术（FBDD）、超大容量特色虚拟化合物库模型筛选技术等创新药物发现技术平台。该平台从源头帮助客户更有效的发现苗头甚至先导化合物，不断推进创新药物的技术合作和服务，同时也构成了公司进一步拓展业务范围，向 CDMO 业务拓展的重要保证。近年来公司研发投入金额大幅提升，2021 年投入同比增长 25.40%。2021 年公司研发人员数量进一步提升，但由于行业近些年发展迅速，对专业人才需求较大，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，可能给公司正常经营带来不利影响。

**表5 2020-2021 年公司研发人员数量及研发投入金额情况（单位：万元）**

| 项目          | 2021 年    | 2020 年   |
|-------------|-----------|----------|
| 研发人员数量      | 243       | 194      |
| 研发人员数量占比    | 14.01%    | 25.43%   |
| 研发投入金额      | 11,402.39 | 9,092.70 |
| 研发投入占营业收入比例 | 9.49%     | 8.89%    |

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

**依托于 CDMO 业务的发力，2021 年公司收入增长良好，国外客户销售占比仍较高，2021 年对头部客户的依赖降低；此外，公司收入主要来源于海外客户，需关注汇率波动给公司盈利带来的影响**

公司所提供的产品系向客户销售的药物研发和商业化生产过程中所需要的从毫克到百千克级、吨级的药物分子砌块产品，根据订单规模可分为公斤级以上及公斤级以下。技术服务系公司根据客户的项目需求提供药物分子砌块的研发和优化，以及在小量合成并验证药物分子砌块合成路线成功的基础上进行合成路线放大及优化，最终按照约定将整个药物分子砌块的合成路线技术移交给客户并提供样品。公司技术服务业务所需的专业技术、研发过程与产品销售基本相同，区别在于技术服务的客户一般会要求公

司移交相关技术路线。从具体产品来看，公司公斤级以上、公斤级以下及技术服务业的产品中包括数千甚至上万个产品，各产品的单位售价差异亦较大。因此，产品销售价格的变动无普遍的规律。

从产品销售及技术服务业区分来看，近年来公司营业收入主要来源于公斤级以上和公斤级以下产品的销售，2021年占比合计仍近95%，其中公斤级以上产品的销售比例近年来逐年提升。2021年公司公斤级以上终端客户（仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司）数144家，同比增长15.5%；销售额500万以上客户数58家，同比增长28%。截至2021年末，公司已与几乎所有全球排名前二十的制药公司及数百家中小型生物技术公司达成合作，最近三年累计服务客户超过1,800家。

2021年公司CDMO业务实现收入4.55亿元，同比增长33.48%，增长势头良好，主要系积极打造一站式生物医药CDMO服务平台及将浙江晖石纳入合并范围所致。根据公司2022年5月27日公告，公司近日与交易对手方办理了浙江晖石股权转让手续，变更完毕后公司持有浙江晖石100%股份。浙江晖石主要从事原料药、中间体等的CDMO业务，主要包括原料药、关键中间体等的工艺开发、中试、规模化生产等，与公司现有业务具备较强的协同性。2021年末浙江晖石总资产8.42亿元，净资产4.35亿元；从被购买日2021年4月19日至2021年末产生营业收入3.16亿元，净利润0.37亿元。根据评估报告，浙江晖石全部股东权益价值的评估值为10.13亿元，增值率为195.56%。

2021年公司以API（原料药）项目为突破口，激发CDMO业务长期、稳健增长，全年承接API项目40个，其中6个进入III期、注册验证及商业化阶段；成功进行了2个美国DMF和3个中国API的注册申报工作；所承接API项目中有15个项目来自欧美客户。2021年，公司加强制剂开发及生产业务开拓，承接了3个原料药-制剂一体化项目，其中1个进入了III期及商业化阶段。

公司提供的产品或服务主要面向国内外的药物研发及生产企业，客户包括诺华、默克、艾伯维、礼来等全球知名的大型跨国制药和生物技术企业，客户资质较好。公司销售主要采用直销的方式，在实际合同签署过程中，公司会根据具体产品要求客户预付部分货款或采用分期支付的方式，即客户预先支付部分货款，公司会根据具体合同要求在指定时间前交付部分产品，客户在收到产品并验收合格后支付剩余的款项。信用政策方面，公司一般给予下游客户30-45天的信用账期，客户一般以电汇的方式进行结算。除直销模式外，公司亦与一些海外医药领域的知名经销商合作，经销商通常将公司的产品信息放在其公司网站或产品宣传目录中，当收到其客户的订单时，经销商会向公司下订单。对于克级规模的产品销售，相对零散订单而言，公司亦愿意接受经销商订单，经销商会将多家最终客户需求汇总，使得单一产品采购量远大于零散订单，公司组织研发生产更为紧凑、有效。

从客户集中度来看，2021年公司前五大客户销售占比为33.55%，占比有所降低，前五大客户主要系海外客户。2021年公司前两大客户占比降至20%以下，对头部客户的依赖有所降低。

**表6 公司前五大客户的销售及占比情况（单位：万元）**

| 年份 | 序号 | 客户名称 | 销售收入 | 占营业收入总额的比例 |
|----|----|------|------|------------|
|----|----|------|------|------------|

|        |   |     |           |                  |
|--------|---|-----|-----------|------------------|
| 2021 年 | 1 | 客户一 | 15,152.09 | 12.61%           |
|        | 2 | 客户二 | 6,851.30  | 5.70%            |
|        | 3 | 客户三 | 6,223.08  | 5.18%            |
|        | 4 | 客户四 | 6,065.30  | 5.05%            |
|        | 5 | 客户五 | 6,021.72  | 5.01%            |
|        |   |     | <b>合计</b> | <b>40,313.48</b> |
| 2020 年 | 1 | 客户一 | 20,850.26 | 20.40%           |
|        | 2 | 客户二 | 12,148.38 | 11.88%           |
|        | 3 | 客户三 | 8,028.92  | 7.85%            |
|        | 4 | 客户四 | 2,420.04  | 2.37%            |
|        | 5 | 客户五 | 2,030.33  | 1.99%            |
|        |   |     | <b>合计</b> | <b>45,477.93</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于创新药物研发活动主要在北美、欧洲等发达国家或地区，全球主要药物研发企业尤其是世界知名医药企业亦主要分布在这些区域。这些企业直接向公司采购或者通过国外专门从事药物分子砌块销售业务的经销商向公司采购药物分子砌块产品及相关技术服务，以上构成公司主营业务收入的主要来源。故近年来公司主营业务收入以国外销售收入为主，2021 年国外销售收入占比仍较高。

公司的主要收入来自海外客户，其中 2021 年度公司约 70% 的收入以美元计价。2020-2021 年公司汇兑损益分别为 2,364.40 万元和 1,691.84 万元，需关注汇率波动给公司的盈利带来的影响。另一方面，未来若中美贸易摩擦进一步升级或公司其他主要境外销售国家或地区的政治形势、经济环境、贸易政策发生重大变化，可能影响到公司境外销售业务的开展，从而对公司的生产经营造成不利影响。此外，2021 年公司主要经营地江苏南京及浙江绍兴相继受到疫情封控等因素影响，生产经营和产能投放进度受到一定限制，需关注后续经营及产能恢复情况。

**表7 公司营业收入按地区分类情况（单位：万元）**

| 项目        | 2021 年            |                | 2020 年            |                |
|-----------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|           | 金额                | 比例             | 金额                | 比例             |
| 国外销售      | 84,177.25         | 70.05%         | 71,035.34         | 69.49%         |
| 国内销售      | 35,985.65         | 29.95%         | 31,187.58         | 30.51%         |
| <b>合计</b> | <b>120,162.91</b> | <b>100.00%</b> | <b>102,222.92</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**近年来公司在产能扩充方面投入规模较大，需关注在建项目建设进度及新增产能后的消化情况**

产能建设方面，公司于 2021 年 4 月将浙江晖石纳入合并范围，整体产能大幅提升。其中，浙江晖石 501 多功能 GMP 自动化车间于 2022 年 3 月启用，新增反应釜体积 165 立方米。502、503 车间正在建设中，设计产能分别为 94.3 立方米和 190.6 立方米。产能利用率方面，2018 年-2021 年 6 月公司产能利用率均保持较高水平。

**表8 2018-2021年6月末公司产能利用率情况**

| 时间        | 南京本部   | 山东药石   | 富润凯德   | 浙江晖石   | 总计            |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 2021年1-6月 | 97.15% | 86.29% | 98.36% | 84.60% | <b>85.08%</b> |
| 2020年度    | 96.84% | 86.63% | 98.27% | -      | <b>86.96%</b> |
| 2019年度    | 96.31% | 87.60% | 97.32% | -      | <b>87.80%</b> |
| 2018年度    | 96.17% | 84.97% | 98.21% | -      | <b>85.23%</b> |

注：产能利用率=Σ（使用的反应釜体积\*使用小时数）/（各反应釜设计容量\*使用时间总和）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目包含本期债券募投项目、IPO募投项目创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目、向特定对象发行股票的募投项目南京研发中心升级改造等，总投资规模为19.22亿元，未来尚需投资13.62亿元，资金来源主要系募股资金及本期债券募集资金。其中IPO募投项目达产后可增加公司千克级、百千克级产品的产量，南京研发中心升级改造可提升公司在小分子药物研发领域的综合业务能力，本期债券募投项目之一“年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目”旨在进一步提升公司在化学原料药及药物中间体产品上的生产能力。综合来看近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，未来需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。

**表9 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

| 项目名称                    | 实施主体 | 拟投资金额             | 已投资              | 尚需投资              | 资金来源     |
|-------------------------|------|-------------------|------------------|-------------------|----------|
| 创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目  | 南京本部 | 45,974.83         | 30,725.88        | 15,248.95         | IPO募集资金  |
| 南京研发中心升级改造建设项目          | 南京本部 | 45,871.64         | 5,812.07         | 40,059.57         | 定向增发募集资金 |
| 药物制剂生产基地建设项目            | 山东药石 | 40,376.97         | 2,778.68         | 37,598.29         | 定向增发募集资金 |
| 年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目 | 浙江晖石 | 60,000.00         | 16,714.77        | 43,285.23         | 可转债募集资金  |
| <b>合计</b>               | -    | <b>192,223.44</b> | <b>56,031.40</b> | <b>136,192.04</b> | -        |

注：年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目在2021年年报中披露为“浙江上虞基地建设项目”

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司将浙江晖石纳入合并范围后原材料采购规模有所降低，公司前五大供应商剔除浙江晖石后整体规模及占比仍较小**

从公司营业成本构成来看，公司最主要的成本来源于原材料；2021年公司原材料成本同比降低7.46%，主要由于浙江晖石纳入合并范围后的采购成本不再统计所致。2021年公司制造费用同比大幅提升，主要系将浙江晖石纳入合并范围所致。

**表10 公司主营业务成本构成（单位：万元）**

| 项目  | 2021年度    |        | 2020年度    |        |
|-----|-----------|--------|-----------|--------|
|     | 金额        | 比例     | 金额        | 比例     |
| 原材料 | 42,741.65 | 68.59% | 46,187.99 | 83.35% |

|           |                  |                |                  |             |
|-----------|------------------|----------------|------------------|-------------|
| 人工费用      | 10,098.00        | 16.20%         | 5,702.28         | 10.29%      |
| 制造费用      | 9,477.17         | 15.21%         | 3,526.63         | 6.36%       |
| <b>合计</b> | <b>62,316.83</b> | <b>100.00%</b> | <b>55,416.91</b> | <b>100%</b> |

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司原材料采购的内容主要为基础化工原料和起始物料、通用试剂和溶剂、实验耗材等。公司根据研发、生产的需要向选定的供应商进行采购。其中，在各类基础化工原料和起始物料的采购过程中，如遇到大量采购或对各类基础化工原料和起始物料的生产工艺有较高要求的情况，为保证各类基础化工原料和起始物料的质量，公司在必要的情况下会以派驻相关技术人员的形式确保各类基础化工原料和起始物料的质量。因公司生产所需化工原料随订单不同各有差异，故单一原材料价格波动给公司造成的影响相对较小。其中公司会对需求量相对较大的原材料，例如通用型的溶剂、试剂等建立全面的评估体系，物料供应商一般控制在 3-4 家备选范围内，以保证供货稳定。

2021 年公司前五大供应商采购金额规模及占比同比大幅下降，主要系 2021 年 4 月公司将浙江晖石纳入合并范围后，对其相关的采购金额不再作为对外采购列示，公司前五大供应商剔除浙江晖石后整体规模及占比仍较小。

**表11 公司前五大供应商采购及占比情况（单位：万元）**

| 年份     | 序号 | 客户名称          | 采购金额      | 占年度采购总额比例        |
|--------|----|---------------|-----------|------------------|
| 2021 年 | 1  | 供应商一          | 9,627.32  | 19.06%           |
|        | 2  | 供应商二          | 2,586.00  | 5.12%            |
|        | 3  | 供应商三          | 1,407.32  | 2.79%            |
|        | 4  | 供应商四          | 1,403.25  | 2.78%            |
|        | 5  | 供应商五          | 1,322.34  | 2.62%            |
|        |    |               | <b>合计</b> | <b>16,346.23</b> |
| 2020 年 | 1  | 浙江晖石          | 29,097.49 | 48.47%           |
|        | 2  | 陕西瑞科新材料股份有限公司 | 1,692.63  | 2.82%            |
|        | 3  | 江西国化实业有限公司    | 1,615.32  | 2.69%            |
|        | 4  | 沈阳海诺威医药科技有限公司 | 1,578.53  | 2.63%            |
|        | 5  | 安徽盛康药业有限公司    | 1,503.05  | 2.50%            |
|        |    |               | <b>合计</b> | <b>35,487.02</b> |

注：以上采购金额为不含税，且 2021 年将浙江晖石纳入合并范围后的采购金额不再统计

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司合并范围增加 4 家

子公司，未减少子公司，详见表1。

## 资产结构与质量

2021年浙江晖石纳入合并范围，公司资产总额保持增长，需关注资产中汇率波动的影响，且存在一定商誉减值风险

2021年浙江晖石纳入合并范围以及在建项目持续推进，公司资产总额同比大幅增长44.62%，2022年3月末进一步增长至38.36亿元，从结构来看，2021年公司非流动资产占比有所提升。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2022年3月      |                | 2021年        |                | 2020年        |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 货币资金           | 6.98         | 18.20%         | 7.00         | 19.95%         | 12.45        | 51.33%         |
| 交易性金融资产        | 3.00         | 7.82%          | 3.04         | 8.68%          | 1.08         | 4.44%          |
| 应收账款           | 2.63         | 6.85%          | 2.01         | 5.74%          | 1.67         | 6.89%          |
| 存货             | 5.57         | 14.52%         | 4.48         | 12.77%         | 3.10         | 12.77%         |
| 其他流动资产         | 1.55         | 4.04%          | 1.25         | 3.56%          | 0.28         | 1.15%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>20.02</b> | <b>52.18%</b>  | <b>18.04</b> | <b>51.44%</b>  | <b>18.73</b> | <b>77.24%</b>  |
| 固定资产           | 8.74         | 22.79%         | 5.96         | 17.00%         | 1.38         | 5.69%          |
| 在建工程           | 4.17         | 10.86%         | 5.75         | 16.41%         | 1.71         | 7.06%          |
| 无形资产           | 1.11         | 2.90%          | 1.11         | 3.18%          | 0.34         | 1.39%          |
| 商誉             | 3.56         | 9.29%          | 3.56         | 10.16%         | 0.31         | 1.29%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>18.34</b> | <b>47.82%</b>  | <b>17.03</b> | <b>48.56%</b>  | <b>5.52</b>  | <b>22.76%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>38.36</b> | <b>100.00%</b> | <b>35.07</b> | <b>100.00%</b> | <b>24.25</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021年公司货币资金规模同比降低，主要系收购浙江晖石、以及工程投资增加所致；截至2021年末公司货币资金受限规模为685.94万元，受限比例很小。交易性金融资产主要系公司购买的理财产品，2021年末规模大幅提升。随着本期债券于4月发行成功，公司现金类资产将进一步增长，流动性增强。

公司应收账款主要系应收下游客户的货款，随着公司销售规模的增长，公司的应收账款的规模也逐步增加，2021年末同比增长20.36%。2021年末应收账款坏账计提比例在5.69%，计提比例尚可；2021年末公司前五大应收账款合计占比29.27%，集中度有所降低；从账龄来看公司应收账款账龄1年期以内占比仍在95%以上。2021年末公司以外币计价的货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款规模合计8.21亿元，占同期末总资产的23.41%，需关注汇率波动对资产的影响。

公司存货包括原材料、在产品、产成品和周转材料，2021年末规模大幅增长44.25%，主要系随着公司业务规模扩大，在产订单、未发货订单及正常备货较同期增加所致。公司其他流动资产主要系购买的理财产品，2021年末规模同比大幅提升。

公司固定资产主要系生产经营必备的房屋建筑物及机器设备，2021年末规模大幅增长，主要系将浙江晖石纳入合并范围所致，2022年3月末进一步增长至8.74亿元。2021年末公司在建工程规模同比大幅提升，主要系创新药物分子砌块研发、工艺及中试平台建设项目，浙江上虞基地建设项目及南京研发中心升级改造的建设投入增加所致。2021年末公司无形资产同比大幅提升，主要系将浙江晖石纳入合并范围、土地使用权增加所致。

公司商誉规模在2021年大幅增长，主要系收购浙江晖石产生，截至2021年末公司商誉占总资产比重10.16%，如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将会因此产生商誉减值损失，对公司的经营业绩产生不利影响。受限资产方面，2021年末公司受限资产规模为2.31亿元，占同期末总资产的6.59%，占比较低。

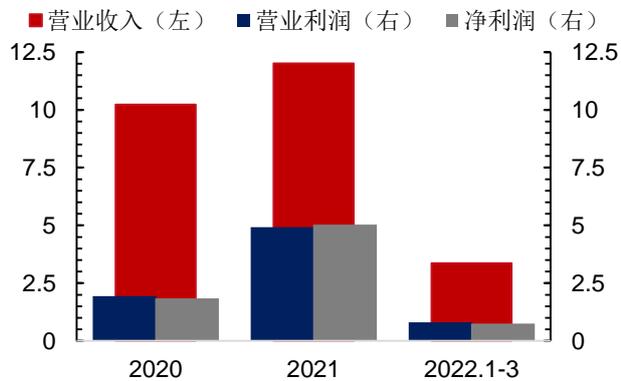
总体来看，2021年公司资产总额保持增长，流动性较为充足，但需关注资产中汇率波动的影响，且将浙江晖石纳入合并范围后存在一定商誉减值风险。

## 盈利能力

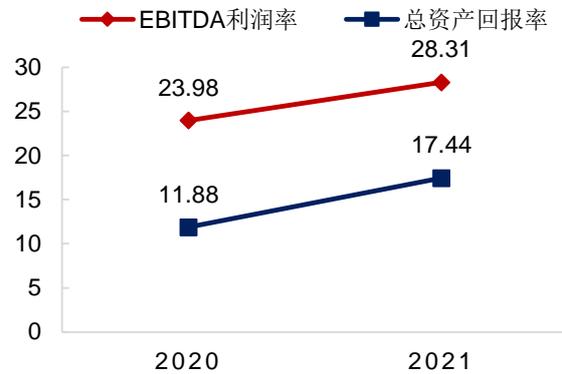
**得益于将浙江晖石纳入合并范围后调整确认大额投资收益，2021年公司净利润大幅提升，期间费用保持稳定，盈利能力表现较好**

得益于公司将浙江晖石纳入合并范围，公司公斤级以上产品销售规模不断增加带动收入规模的增长，2021年公司收入同比增长17.55%。细分来看，公斤级以上、公斤级以下及技术服务业务分别增长11.02%、27.22%及159.75%。

盈利能力方面，2021年公司毛利率略有提升，主要系公斤级以上业务和技术服务业务毛利率提升所致。2021年公司归属上市公司股东的净利润为4.87亿元，同比大幅增长164.14%，主要系完成浙江晖石部分股权的收购后，之前持有的股权按照公允价值重新计量产生的利得，2022年非流动资产处置损益为2.22亿元；扣除非经常性损益后的净利润为2.33亿元，增长34.24%，利润水平有所提升。期间费用方面，2020-2021年公司期间费用率分别为25.73%和25.38%，保持稳定。2021年公司汇兑损益同比有所降低，但由于2021年度公司约70%的收入以美元计价，需关注汇率波动给公司的盈利带来的影响。2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所提升，公司盈利能力表现较好。

**图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


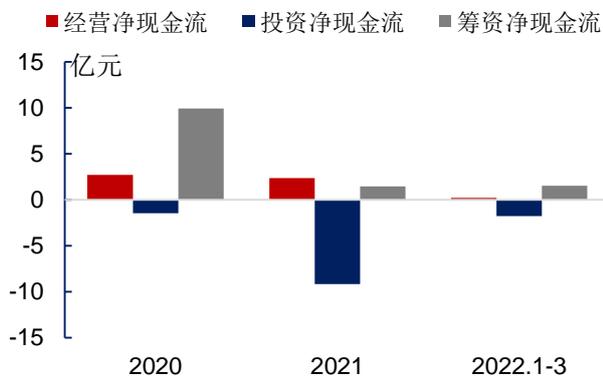
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

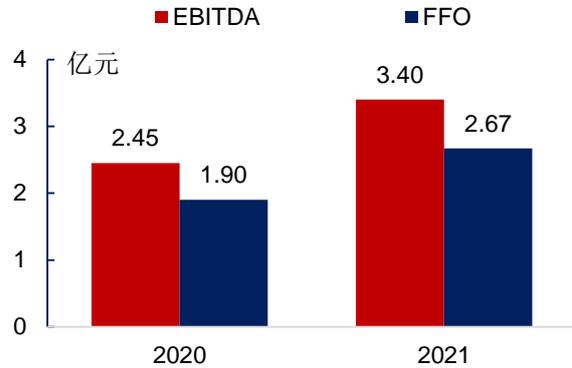
### 2021年公司长期投入规模大幅增加，但由于现金生成能力仍较好，整体资金压力不大

2021年公司经营活动净现金流规模同比下降12.33%，主要系2021年公司材料采购、费用随公司销售增长、规模扩大而增长，同时，由于管理团队和技术团队的扩充以及浙江晖石的收购，支付给职工的薪酬支出也较上年同期有较大幅增加。2021年公司经营性现金流量（FFO）同比增长40.53%，生成现金的能力仍较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财投资；公司投资活动现金流出主要为购买理财及增加项目建设支出。2021年投资活动产生的现金流量的大幅净流出，主要系公司为发展主营业务，相应增加了厂房、生产设备等长期资产的投入及购买浙江晖石股权支出所致。截至2021年末公司主要在建项目尚需投资13.62亿元，但考虑到公司现金类资产较为充裕、现金生产能力较强，整体融资弹性较好等因素，公司资金压力不大。筹资活动方面，2021年公司筹资净现金流大幅减少，主要系2020年公司收到非公开发行股票募集资金所致。

**图9 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

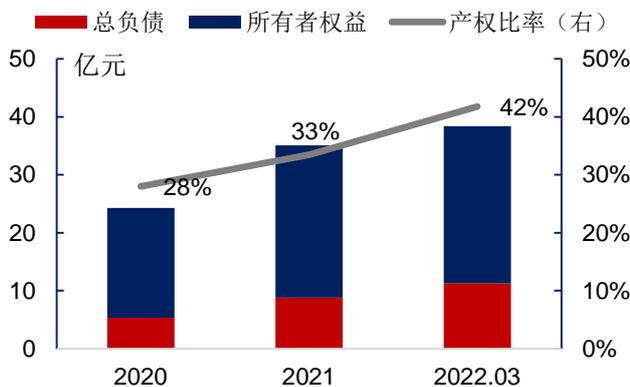
**图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

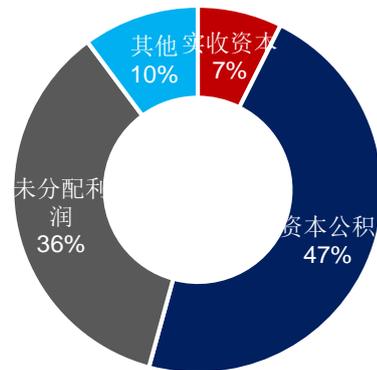
## 资本结构与偿债能力

公司净资产保持增长，整体负债率较低，流动性指标表现较好，债务压力较小

得益于公司日常经营及收购浙江晖石，2021年公司净资产规模同比增长38.68%，同期公司总负债同比增长65.54%、增速大于净资产增长，受此影响公司产权比率上升5.46个百分点至33.46%，净资产对负债的保障能力有所下降，但整体仍表现较好。

**图11 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图12 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍主要以流动负债为主，2021年末流动负债占比较为稳定。随着公司业务的发展，公司融资需求有所上升，2021年公司短期借款规模同比大幅提升，主要系增加保证及抵押借款补充流动资金。应付票据为公司与上游供应商结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，2021年末同比增长18.75%；公司应付账款主要为购买原材料、固定资产而形成，随着公司经营规模的不断增长，相应采购增加，2021年末公司应付账款大幅增加107.14%至1.16亿元。截至2021年末公司应付票据和应付账款账面价值

合计为2.68亿元，占负债总额的30.41%，体现出公司对上游的占款能力具有一定优势。2021年末公司合同负债规模同比降低50.34%，主要系公司收到的预收款已实现收入。公司其他应付款主要系应付限制性股票激励回购义务、应付往来款等，2021年规模保持稳定。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款和租赁负债。

2021年公司长期借款增加主要系配合项目建设长期资金需求所致，2021年末规模为0.24亿元。递延收益仍为政府补助，2021年末及2022年3月末规模保持稳定。2022年4月公司发行11.50亿元规模的“药石转债”，公司负债规模大幅提升。

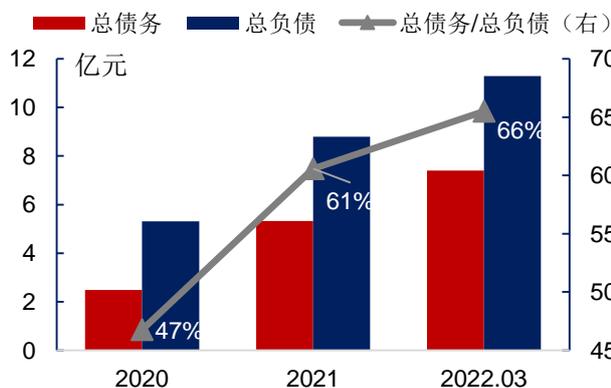
**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2022年3月      |                | 2021年       |                | 2020年       |                |
|----------------|--------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额          | 占比             | 金额          | 占比             |
| 短期借款           | 4.95         | 43.78%         | 3.48        | 39.54%         | 1.20        | 22.70%         |
| 应付票据           | 2.03         | 17.99%         | 1.52        | 17.25%         | 1.28        | 24.07%         |
| 应付账款           | 1.76         | 15.62%         | 1.16        | 13.16%         | 0.56        | 10.55%         |
| 合同负债           | 0.29         | 2.53%          | 0.28        | 3.24%          | 0.57        | 10.80%         |
| 其他应付款          | 0.73         | 6.50%          | 0.74        | 8.36%          | 0.70        | 13.16%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 0.12         | 1.06%          | 0.10        | 1.11%          | 0.00        | 0.00%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>10.35</b> | <b>91.59%</b>  | <b>7.89</b> | <b>89.73%</b>  | <b>4.76</b> | <b>89.70%</b>  |
| 长期借款           | 0.30         | 2.67%          | 0.24        | 2.68%          | 0.00        | 0.00%          |
| 递延收益-非流动负债     | 0.52         | 4.63%          | 0.54        | 6.11%          | 0.54        | 10.11%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>0.95</b>  | <b>8.41%</b>   | <b>0.90</b> | <b>10.27%</b>  | <b>0.55</b> | <b>10.30%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>11.30</b> | <b>100.00%</b> | <b>8.79</b> | <b>100.00%</b> | <b>5.31</b> | <b>100.00%</b> |

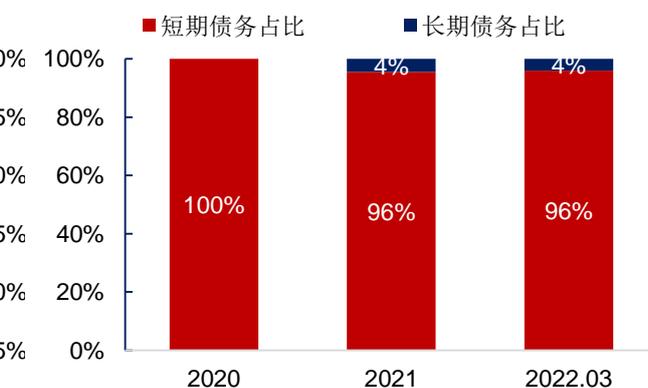
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021年公司总债务规模同比大幅上升114.92%至5.33亿元，占总负债比重亦有所提升。从长短期债务结构来看，公司债务仍主要为短期债务。2022年4月公司发行药石转债后，总债务规模及长期债务占比将大幅提升。

**图13 公司债务占负债比重**



**图14 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从杠杆状况指标来看，2021年末公司资产负债率有所上升，但仍处于较低水平。由于公司货币资金规模较大，近年来公司净债务均为负值，现金对债务的覆盖程度较好。2021年随着借款规模增大、利息支出的增加，公司EBITDA利息保障倍数有所下降，但仍处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。2020-2021年公司总债务/总资本占比均较低。整体来看公司偿债压力较小。

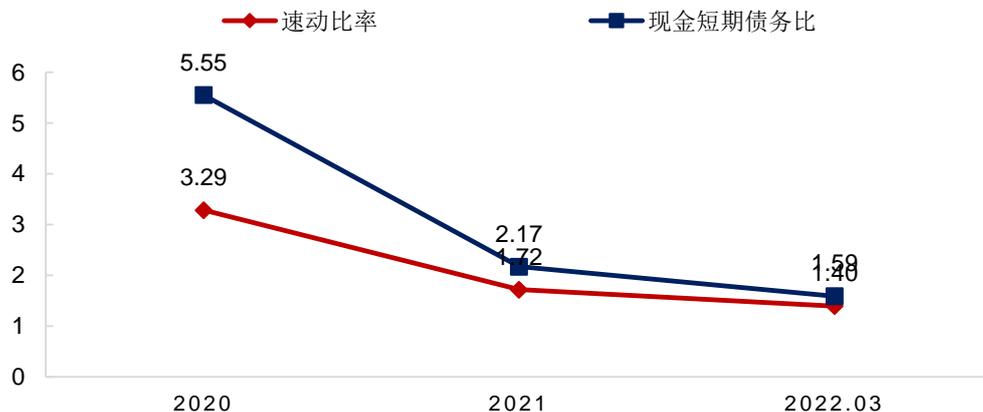
**表14 公司杠杆状况指标**

| 指标名称          | 2022年3月 | 2021年   | 2020年   |
|---------------|---------|---------|---------|
| 资产负债率         | 29.45%  | 25.07%  | 21.88%  |
| 净债务/EBITDA    | --      | -1.61   | -4.52   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --      | 35.28   | 388.77  |
| 总债务/总资本       | 21.48%  | 16.88%  | 11.58%  |
| FFO/净债务       | --      | -48.69% | -17.15% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从流动性指标来看，由于2021年公司增加较大规模的短期借款、故年末速动比率和现金短期债务比同比有所下降，2022年3月末进一步降低。但公司现金资产较为充沛，融资渠道较为通畅，整体看短期偿债压力较小。

**图15 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 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（2022年5月12日），公司本部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。

## 八、抗风险能力分析

不断增长的新药研发成本及不断降低的投资回报率使得药企与医药研发外包服务机构（CRO）的合作逐渐紧密，近年来药物研发支出的增长提升了行业发展的空间；国内多重政策的实施为医药研发外包服务机构的发展提供了良好基础；公司作为小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，2021年主营业务保持良好增长、CDMO业务成为新的业绩增长点，盈利能力及现金生成能力表现较好。但是近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，未来可能存在无法顺利消化的风险；公司将浙江晖石纳入合并范围后若浙江晖石经营不及预期，存在一定商誉减值风险；此外，公司收入主要来源于海外客户，2021年末公司以外币计价的主要资产尚具一定规模，公司存在一定汇率波动风险。整体来看，公司抗风险能力较好。

## 九、结论

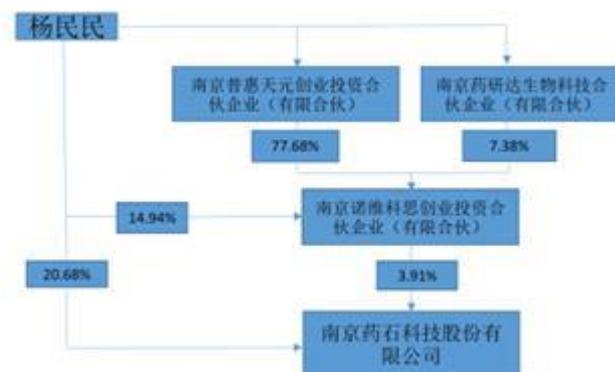
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“药石转债”的信用等级为AA。

## 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）   | 2022年3月 | 2021年   | 2020年   | 2019年    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 货币资金          | 6.98    | 7.00    | 12.45   | 1.64     |
| 存货            | 5.57    | 4.48    | 3.10    | 2.07     |
| 流动资产合计        | 20.02   | 18.04   | 18.73   | 5.37     |
| 固定资产          | 8.74    | 5.96    | 1.38    | 1.31     |
| 在建工程          | 4.17    | 5.75    | 1.71    | 1.27     |
| 非流动资产合计       | 18.34   | 17.03   | 5.52    | 4.93     |
| 资产总计          | 38.36   | 35.07   | 24.25   | 10.29    |
| 短期借款          | 4.95    | 3.48    | 1.20    | 0.60     |
| 应付票据          | 2.03    | 1.52    | 1.28    | 0.95     |
| 应付账款          | 1.76    | 1.16    | 0.56    | 0.31     |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.12    | 0.10    | 0.00    | 0.00     |
| 流动负债合计        | 10.35   | 7.89    | 4.76    | 2.78     |
| 长期借款          | 0.30    | 0.24    | 0.00    | 0.00     |
| 非流动负债合计       | 0.95    | 0.90    | 0.55    | 0.10     |
| 负债合计          | 11.30   | 8.79    | 5.31    | 2.88     |
| 总债务           | 7.40    | 5.33    | 2.48    | 1.55     |
| 归属于母公司的所有者权益  | 25.02   | 24.27   | 18.95   | 7.41     |
| 营业收入          | 3.36    | 12.02   | 10.22   | 6.62     |
| 净利润           | 0.74    | 5.04    | 1.84    | 1.52     |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.20    | 2.38    | 2.72    | 1.27     |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.75   | -9.14   | -1.45   | -3.01    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.52    | 1.45    | 9.93    | 0.51     |
| 财务指标          | 2022年3月 | 2021年   | 2020年   | 2019年    |
| 销售毛利率         | 47.64%  | 48.13%  | 45.79%  | 51.59%   |
| EBITDA 利润率    | --      | 28.31%  | 23.98%  | 28.59%   |
| 总资产回报率        | --      | 17.44%  | 11.88%  | 19.62%   |
| 产权比率          | 41.75%  | 33.46%  | 28.00%  | 38.91%   |
| 资产负债率         | 29.45%  | 25.07%  | 21.88%  | 28.01%   |
| 净债务/EBITDA    | --      | -1.61   | -4.52   | -0.30    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --      | 35.28   | 388.77  | 58.05    |
| 总债务/总资本       | 21.48%  | 16.88%  | 11.58%  | 17.33%   |
| FFO/净债务       | --      | -48.69% | -17.15% | -267.57% |
| 速动比率          | 1.40    | 1.72    | 3.29    | 1.18     |
| 现金短期债务比       | 1.59    | 2.17    | 5.55    | 1.45     |

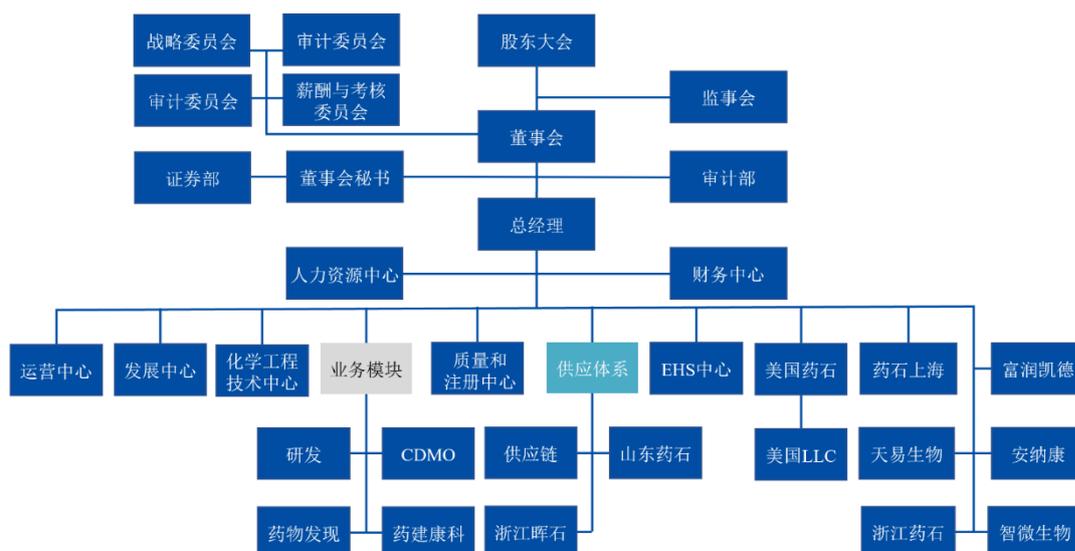
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 子公司名称                     | 注册地  | 持股比例   | 业务性质           | 取得方式       |
|---------------------------|------|--------|----------------|------------|
| Pharmabolck (USA), Inc.   | 美国   | 100%   | 销售             | 设立         |
| 南京富润凯德生物医药有限公司            | 南京   | 100%   | 药物研发           | 设立         |
| 南京天易生物科技有限公司              | 南京   | 100%   | 药物研发、技术咨询服务及销售 | 同一控制下企业合并  |
| 山东药石药业有限公司                | 德州   | 100%   | 生产销售           | 非同一控制下企业合并 |
| Pharma Block LLC          | 美国   | 100%   | -              | 设立         |
| 南京安纳康生物科技有限公司             | 南京   | 100%   | 药物研发、技术服务及咨询   | 非同一控制下企业合并 |
| 南京药建康科医药科技有限公司            | 南京   | 100%   | 科学研究和技术服务业     | 非同一控制下企业合并 |
| 南京智微生物科技有限公司              | 南京   | 98%    | 药物研发、技术咨询服务及销售 | 设立         |
| 浙江药石化学工程技术有限公司            | 浙江上虞 | 100%   | 药物研发、技术咨询服务及销售 | 设立         |
| 浙江晖石药业有限公司                | 浙江上虞 | 53.93% | 药物研发、技术咨询服务及销售 | 非同一控制下企业合并 |
| 上海药石源新药业有限公司              | 上海   | 100%   | 科技推广和应用服务      | 设立         |
| 江西上石药业有限公司                | 江西宜春 | 100%   | 科技推广和应用服务      | 设立         |
| PHARMA BLOCK (UK) LIMITED | 英国   | 100%   | 药物研发及销售        | 设立         |

资料来源：公司 2021 年审计报告

## 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         | 未受限货币资金+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。 |