



2021年一品红药业股份有限公司可转换公司债券2023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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

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：

2021年一品红药业股份有限公司可转换公司债券 2023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
一品转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：一品红药业股份有限公司（以下简称“一品红”或“公司”，股票代码“300723.SZ”）核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片竞争力较强、对业绩形成较强支撑，营业收入、经营活动现金流净额保持增长，研发投入加大、产品管线进一步丰富，新注册产品陆续中标全国集采、成为新的业绩增长点；中证鹏元同时关注到，受国家政策影响，公司产品面临一定价格下降压力，注射用乙酰谷酰胺收入未来或大幅下降，公司持续进行产能扩张、新增产能能否有效消化及产生预期收益存在不确定性，公司市场推广费用较高、新药研发存在一定不确定性，期间费用对利润造成较大侵蚀，以及债务期限结构欠佳、面临一定集中偿付压力等风险因素。

评级日期

2023年06月07日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	43.59	40.98	37.04	21.45
归母所有者权益	21.63	20.51	18.74	14.85
总债务	15.63	11.83	12.29	2.90
营业收入	7.16	22.80	21.99	16.75
净利润	1.04	2.62	2.93	2.24
经营活动现金流净额	0.32	4.76	4.38	2.75
净债务/EBITDA	--	1.26	1.25	-1.77
EBITDA 利息保障倍数	--	10.13	8.64	21.53
总债务/总资本	40.77%	35.33%	37.85%	16.25%
FFO/净债务	--	19.48%	3.59%	3.78%
EBITDA 利润率	--	20.28%	16.87%	15.10%
总资产回报率	--	8.99%	13.72%	14.47%
速动比率	1.08	1.02	1.20	1.97
现金短期债务比	0.63	1.10	0.94	2.68
销售毛利率	85.93%	86.83%	85.52%	82.37%
资产负债率	47.91%	47.16%	45.51%	30.31%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司核心产品竞争力较强，对业绩形成较强支撑。**公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片属于非限制类口服抗菌药、为独家剂型、国家医保及基药目录产品，产品竞争力较强、对业绩形成较强支撑。2022年盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销量同比增长18.88%，实现收入10.10亿元；公司主营业务收入、EBITDA规模保持增长，销售回款情况较好，收现比维持在较高水平，经营活动现金净流入4.76亿元。
- **公司加大研发投入，产品管线进一步丰富，盐酸溴己新注射液中标全国集采，成为新的业绩增长点。**公司形成了儿童类药、慢性病类药两大核心产品梯队，治疗领域涵盖抗感染、心脑血管、呼吸、皮肤等多个领域。公司布局较多产品研发管线，2022年公司自主研发投入1.90亿元，同比增长33.34%，新增12个药品生产批件。公司新注册产品陆续中标全国集采，其中盐酸溴己新注射液中标全国第七批集采（2022年11月起执行），2022年、2023年一季度分别实现收入1.87亿元、1.63亿元。

关注

- **公司产品价格面临一定下降压力。**2022年公司主要产品销售均价同比下降；其中，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片价格相对平稳、销售均价同比小幅下降；注射用乙酰谷酰胺受医保政策影响、注射用盐酸溴己新受盐酸溴己新注射液全国集采影响，销售均价同比下降幅度相对较大。未来随着集采等政策持续推进，公司产品价格或继续下降。
- **公司注射用乙酰谷酰胺收入未来或大幅下降。**公司注射用乙酰谷酰胺为辅助用药、未被纳入国家医保，受国家政策影响，2022年注射用乙酰谷酰胺销量同比下降24.71%；2023年1月该产品被纳入第二批国家重点监控合理用药目录，一季度收入同比大幅下降。
- **公司新增产能能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。**2023年一季度，联瑞厂区生产基地一期逐步投产，公司产能大幅提升，新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。截至2023年3月底，公司在建项目主要为瑞石原料药生产基地、联瑞厂区生产基地二期，尚需投资规模较大，公司拟通过发行可转换公司债券满足项目建设资金需求。
- **公司市场推广费用较高、新药研发存在一定不确定性，期间费用对利润造成较大侵蚀。**公司销售费用主要为市场及学术推广费用、规模较大，2022年为12.49亿元；公司研发费用增长较快，新药研发周期长、不确定因素较多，若进展不达预期，前期研发投入将无法收回。
- **公司债务期限结构欠佳，面临一定集中偿付压力。**2022年底、2023年3月底公司短期债务占比仍较高、债务期限结构欠佳。未来随着瑞石原料药生产基地项目、联瑞厂区生产基地二期建设的推进，公司财务杠杆水平或加大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型、国家医保及基药目录产品，产品竞争力较强，新注册产品陆续中标全国集采，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	康弘药业	以岭药业	佐力药业	灵康药业	誉衡药业	公司
总资产	77.21	163.36	36.39	18.55	40.74	40.98
营业收入	33.89	125.33	18.05	2.89	31.08	22.80
净利润	8.66	23.57	2.86	-1.96	-2.90	2.62
销售毛利率	88.55%	63.77%	70.57%	67.81%	76.86%	86.83%
资产负债率	10.54%	33.09%	24.16%	38.82%	58.19%	47.16%
研发支出	4.35	10.32	0.65	0.32	1.02	1.90
研发支出占营业收入比例	12.84%	7.15%	3.62%	10.93%	3.27%	8.32%

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-	2022-5-25	刘书芸、张旻熿	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-8-11	秦风明、刘书芸	化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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
一品转债	4.80	4.05	2022-05-25	2027-01-28

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2021年01月28日发行6年期4.8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于生产车间升级改造项目、医药创新产业园（一期）建设项目及补充流动资金。2021年12月公司发布《关于变更部分可转债募集资金用途的公告》，鉴于“广州联瑞生产基地建设项目”进度及公司自研产品产销情况，为提高资金使用效率，更加合理配置资产结构，公司计划将“生产车间升级改造项目”募集资金及专户利息变更至“广州联瑞厂区生产基地建设项目”¹。截至2022年底，“一品转债”募集资金余额为28.17元。

三、发行主体概况

“一品转债”2021年8月进入转股期，2022年及2023年一季度“一品转债”转股合计增加股本81.16万元²。受本期债券转股以及股权激励影响，2023年3月底公司股本增至28,848.27万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2023年3月底，控股股东仍为广东广润集团有限公司（以下简称“广润集团”），实际控制人仍为李捍雄、吴美容夫妇，合计持有公司56.16%股份³，其中通过广润集团间接持有公司42.43%股份，李捍雄直接持有公司5.74%股份，吴美容直接持有公司5.89%股份，李捍雄通过广州市福泽投资管理中心（有限合伙）间接持有公司2.10%股份。截至2023年3月底，吴美容直接持有的1,699.10万股公司股份被质押。公司股权结构详见附录二。

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事儿童类药、慢性病类药的研发、生产和销售。2022年公司新设3家子公司。截至2022年底，公司纳入合并范围的子公司共有27家，详见附录四。

¹ 公司原募投项目“生产车间升级改造项目”由子公司广州一品红制药有限公司（简称：一品红制药）实施。由于公司仅有一品红制药一处生产基地，为保持正常生产经营，客观上暂不具备停产改造的条件，致使由一品红制药实施的生产车间升级改造建设项目无法按照计划进行。“广州联瑞厂区生产基地建设项目”系公司首次公开发行募集资金建设项目。联瑞生产基地建成投产后，将有效缓解当前一品红制药生产基地产能紧张情况。

² 本期债券的转股价格2021年4月20日由45.79元/股调整为25.52元/股，2021年6月1日调整为25.45元/股，2021年8月24日调整为25.48元/股，2022年5月12日调整为25.28元/股，2022年7月12日调整为25.31元/股，2023年1月17日调整为25.30元/股。

³ 截至2023年3月底，李捍雄兄弟李捍东持有公司4.90%股份（直接持有3.15%股份，通过广州市福泽投资管理中心（有限合伙）间接持有1.75%），吴美容弟弟吴春江持有公司3.59%股份。除此以外，公司未知其他股东是否存在关联关系或是否属于一致行动人。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广东湾区疫苗科技成果转化有限公司	44.22 %	500	科技推广和应用服务业	新设
广东卓瑞医药科技有限公司	100.00%	500	科技推广和应用服务业	新设
广州一品红大药房有限公司	100.00%	500	零售业	新设

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

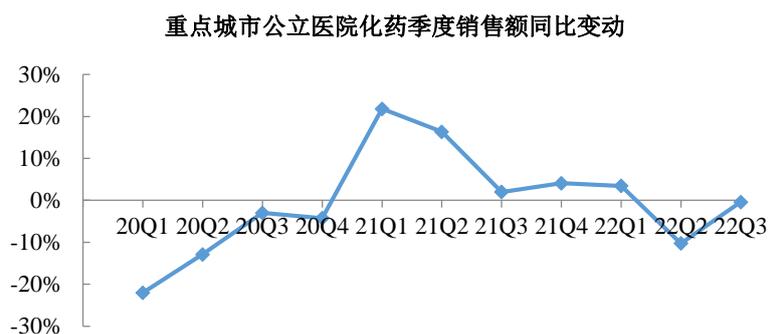
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

2022年化药行业增速放缓，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制造行业业绩持续承压，创新药面临较好的发展机遇，行业研发格局从“以仿为主”到“仿创结合”过渡

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。2020年受国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策进入执行期等影响，化药制剂行业业绩同比大幅下滑；2021年化药销售回暖；2022年前三季度，国内部分化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，全国重点城市公立医院化药销售额增速波动较大，前三季度累计同比小幅下降0.4%。根据中国医药企业管理协会发布的《2022年医药工业经济运行情况》，2022年全国化学药品制剂营业收入同比增长1.9%，利润同比增长0.9%，行业整体维持低增速。考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计2023年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

图1 2022年化药行业增速波动较大，前三季度整体同比小幅下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

2022年上半年仿制药在中国公立医疗机构终端市场销售额占比69%，同比增速为-0.6%，下降幅度小于原研药，在集采常态化下，仿制药中选品种对原研药品种的替代趋势明显。

表2 集采常态化下仿制药对原研药的替代趋势明显

品种类型	2021年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售额同比增长
原研药	31.13%	31.00%	-1.20%
仿制药	68.87%	69.00%	-0.60%
总计	100.00%	100.00%	-0.80%

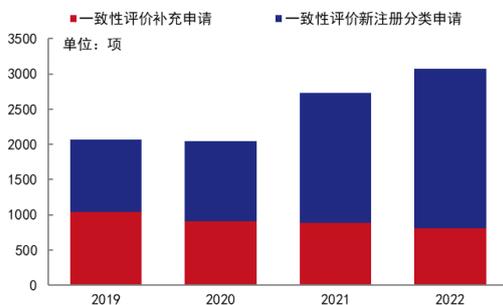
注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额

资料来源：米内网，中证鹏元整理

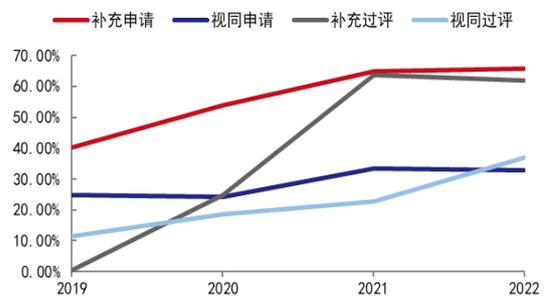
我国仿制药一致性评价工作自2012年开始，近年已迈向成熟阶段。2022年，共有1,764个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比下滑10.5%。截至2022年末，已通过一致性评价（含视同过评）的受理号达5,573个，涉及药品4,013个。从申报种类来看，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出在集采提速扩面的新阶段下，部分市场规模小、竞争格局

激烈的老品种一致性评价不再受青睐，企业重心转移到发展高质量高标准的新药研发。近四年，注射剂一致性评价申报及过评数量及占比逐年递增，尤其是2020年国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》后，注射剂一致性评价工作明显提速，预计未来将维持高占比。同时，国家鼓励有条件的企业率先开展口服固体制剂、注射剂之外的其他剂型产品的一致性评价，缓释片、缓释胶囊、肠溶胶囊、脂质体注射液、滴眼液、吸入制剂等创新复杂制剂的申报数量将持续上升。

未来随着仿制药一次性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

图2 仿制药企业研发重心转移


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图3 一致性评价药品中注射剂占比持续提高


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。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8批药品集中带量采购，2022年7月，第七批国家组织药品集中带量采购产生中选结果，60种药品采购成功，327个中选产品平均降价48%，涉及31个治疗类别，2022年11月起相继落地执行。2023年4月11日，国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果，共39种药品采购成功，拟中选药品平均降价56%，将于2023年7月开始实施。按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个，未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购将进一步加速扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。

表3 全国带量采购加速扩面，预计未来化药行业利润将继续承压

项目	全国第八批集采	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2023年2月	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	39个品种	60个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业(家)	174	217	148	118	125	77
平均降幅	56%	48%	56%	50.00%	53.00%	53.00%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2023年1月18日，国家医疗保障局召开2022年国家医保药品目录调整新闻发布会，宣告2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作已顺利结束。本次调整共有111个药品新增进入目录，3个药品被调出目录。从谈判和竞价情况看，147个目录外药品参与谈判和竞价（含原目录内药品续约谈判），121个药品谈判或竞价成功，总体成功率达82.3%，谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%。2016年至今，国家已经组织了7次药价谈判，医保目录动态调整机制基本形成。预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇，行业整体研发格局将从“以仿为主”过渡到“仿创结合”。

表4 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

项目	第七次	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	147	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	121	94	119	97	17	36	3
平均降幅	60.1%	目录外： 61.71%	50.64%	新增： 60.7% 续约： 26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年1月13日，国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，这是继2019年发布第一批重点监控用药目录后的首次更新，本次发布的药品除已经在第一批目录中出现的药物外，也包括奥美拉唑、头孢哌酮舒巴坦、布地奈德、地佐辛等已经纳入国家或地方集采且在临床上需求量较大的药品，进入重点监控目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险，相关药品占比较大的企业业绩或受一定影响。

表5 近年化药行业主要政策情况

发布时间	政策/文件名称	主要内容
2021年11月	工信部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》	对我国医药产业升级发展提出整体目标：加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。
2022年7月	全国第七批药品带量采购产生中选结果	60种药品采购成功，平均降价48%
2023年1月	2022年国家医保药品目录调整结果发布	本次调整121个药品谈判或竞价成功，平均价格降幅60.1%
2023年1月	国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》	进入该目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险
2023年3月	国家药监局药品审评中心发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规划（试行）》	加快创新药审评速度，鼓励创新药研究发展
2023年4月	全国第八批药品带量采购产生中选结果	39种药品采购成功，平均降价56%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片属于非限制类口服抗菌药、为独家剂型、竞争力较强，对业绩形成较强支撑；公司研发投入加大，产品管线持续丰富，盐酸溴己新注射液中标全国集采、成为新的业绩增长点；随着集采等医保控费政策逐步推进，主要产品价格仍存在一定下降压力

公司主要从事儿童类药、慢性病类药的研发、生产和销售以及生物基因疫苗产品的研发。从收入构成来看，公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片对营业收入贡献较大，2022年公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入占营业收入、医药制造比重分别为44.30%、45.52%，占比继续小幅提升。

2022年公司实现营业收入22.80亿元，同比增长3.68%。儿童类药方面，2022年儿童类药收入同比增长16.20%，主要系盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液销量保持增长所致。慢性病类药方面，2022年慢性病类药同比下降4.13%。其中，公司新增产品盐酸溴己新注射液2022年实现收入1.87亿元，成为公司新的业绩增长点；受盐酸溴己新注射液集采影响，注射用盐酸溴己新市场规模萎缩、收入同比下降44.07%；注射用乙酰谷酰胺为辅助类用药，受相关政策影响、收入持续下降，2022年同比下降38.62%；其他类药2022年同比大幅增长主要系银黄口服液等产品收入快速增长所致。医药其他及服务主要系代理产品收入，受“两票制”政策影响同比继续下降。毛利率方面，公司医药制造业毛利率水平较高、相对稳定，医药其他及服务毛利率水平较低、同比有所下滑，2022年由于毛利率较高的医药制造收入占比提升，公司销售毛利率同比略有提升。

2023年一季度，公司新产品盐酸溴己新注射液、磷酸奥司他韦胶囊快速放量，芬香清解口服液、注射用环磷腺苷等产品继续快速增长，注射用乙酰谷酰胺、注射用盐酸溴己新市场继续萎缩，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、馥感啉口服液平稳小幅增长，益气健脾口服液、参柏洗液同比略有回升。2023年一季度，公司实现营业收入7.16亿元，同比增长38.84%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药制造	7.06	98.64%	86.62%	22.19	97.32%	88.29%	20.15	91.61%	90.19%
其中：儿童类药	3.97	55.48%	83.94%	13.13	57.57%	88.52%	11.30	51.37%	88.32%
慢性病类药	2.52	35.25%	90.58%	7.89	34.61%	89.57%	8.23	37.43%	93.88%
其他类药	0.57	7.91%	87.83%	1.17	5.15%	77.11%	0.62	2.81%	75.40%
医药其他及服务	0.10	1.36%	35.37%	0.61	2.68%	33.83%	1.85	8.39%	34.52%
合计	7.16	100.00%	85.93%	22.80	100.00%	86.83%	21.99	100.00%	85.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司主要产品情况

分类	产品名称	药品类别	国家基药	国家医保	治疗领域
儿童类药	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	化药制剂	是	是	抗感染
	芩香清解口服液	中成药	否	是	流行性感冒
	益气健脾口服液	中成药	否	否	消化
	馥感啉口服液	中成药	否	否	呼吸道感染
慢性病类药	磷酸奥司他韦胶囊	化药制剂	是	是	甲型和乙型流感
	注射用乙酰谷酰胺	化药制剂	否	否	心脑血管
	注射用盐酸溴己新	化药制剂	否	是	支气管炎
	盐酸溴己新注射液	化药制剂	否	是	支气管炎
	注射用环磷腺苷	化药制剂	否	是	心脑血管
	尿清舒颗粒		否	是	慢性前列腺炎

注：1、公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型；

2、注射用乙酰谷酰胺 2023 年 1 月被纳入第二批国家重点监控合理用药目录。

资料来源：公司年报、公开资料，中证鹏元整理

公司自主研发投入规模继续增加，产品管线进一步丰富，新增产品转化陆续投放市场，但新药研发周期长、不确定因素较多，仍需关注新药研发风险

公司形成了以儿童类药、慢性病类药两大核心产品梯队，治疗领域涵盖抗感染、心脑血管、呼吸、皮肤等多个领域。公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片属于非限制类口服抗菌药，为独家剂型、国家医保及基药目录产品，林可酰胺类产品中市场占有率排名第一，整体竞争力较强。

2022年公司自主研发投入1.90亿元，同比增长 33.34%，自主研发投入规模继续增加，产品管线进一步丰富。2022年10月公司润霖研发中心完工投入使用，将进一步助力公司自主研发。2022年，公司新增“羧甲司坦口服溶液（125ml：6.25g）”、“磷酸奥司他韦胶囊（75mg）”和“盐酸氨溴索滴剂（20ml:300mg）”等儿童药注册批件，新增研发获批盐酸文拉法辛缓释胶囊（75mg 和 150 mg）、盐酸依匹斯汀片（10mg 和 20mg）和硝苯地平控释片（30mg 和 60mg）等慢性病药注册批件。2023年3月底，公司共有173个药品注册批件，其中国家医保品种72个、国家基药品种24个、国家中药保护品种1个。

2022年公司合作研发仍主要系与 Arthrosi Therapeutics, Inc（以下简称“Arthrosi”）合作研发降尿酸创新药AR882和小分子创新药AR035。2023年1月，AR882 治疗痛风适应症的全球 II b 期临床试验结果良好，子公司瑞腾生物(香港)以自有资金 500 万美元对 Arthrosi 进行增资，投资完成后瑞腾生物(香港)预计将持有 Arthrosi 18.68%的股份。

公司通过自主研发、合作研发，布局较多产品研发管线，为中长期持续发展提供支持，但需关注公司研发投入较大，若在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。

表8 公司自主研发投入规模持续增加

项目	2022年	2021年
研发人员数量（人）	312	261
研发人员数量占比	22.51%	23.75%
研发投入金额（万元）	18,978.04	14,232.30
研发投入占营业收入比例	8.32%	6.47%
研发支出资本化的金额（万元）	0.00	0.00

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

表9 公司产品管线持续丰富，新增产品转化陆续投放市场

项目	2022年	2021年
在销数量	58	42
其中：当年新增在销数量	16	11
药品注册批件	173	158
其中：国家医保品种	72	65
儿童药注册批件	25	18
慢病药注册批件	49	43

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

2022年公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、注射用环磷腺苷销量继续增长，注射用乙酰谷酰胺销量大幅下降；新产品盐酸溴己新注射液中标全国集采，成为新的业绩增长点；需关注随着集采等医保控费政策推进，公司主要产品价格仍存在一定下降压力

公司产品销售主要由子公司广东泽瑞药业有限公司（以下简称“泽瑞药业”）负责。公司产品以处方药为主，销售模式主要为学术推广模式⁴，销售终端主要为医院，直接客户主要为大型医药流通商，给予医药商业公司开票价格一般为中标价的90%-95%。款项结算方面，公司对于部分信用良好、财务状况佳的大型医药流通商给予30-90天账期，其余医药流通商一般为货到付款；2022年公司给予客户账期未发生较大变化。公司客户集中度较高、主要客户关系相对稳定，前五大客户均为大型医药流通商，2022年前五大客户销售占比51.53%、同比提高0.89个百分点。销售区域方面，随着不断的市场拓展及新产品的进入，公司华北、华中、西北等地区收入增长较快，但仍以华东、华南地区为主；2022年华东、华南地区收入分别占营业收入的35.98%、25.68%。

公司积极参与全国集采，新注册的产品陆续中标国家集采。公司产品的入围中选将有利于扩大中选产品的销售金额、提高中选产品的市场占有率。公司新产品盐酸溴己新注射液中标集采后，已成为公司新的业绩增长点。受到盐酸溴己新注射液集采冲击，公司注射用盐酸溴己新销售大幅下降，整体来看盐

⁴ 学术推广模式：药企组建兼具医药专业背景、医药营销经验的营销团队，通过学术活动、科研交流等在专业领域推广公司产品，以实现产品销售的增长和品牌影响力的提升。医疗机构产生药品需求后，通过省级平台集中发布采购需求，药企参与各省药品招投标，中标后药企根据医疗机构的需求向配送公司销售药品，配送公司向医疗机构进行销售。

酸溴己新类产品收入2022年、2023年一季度均同比大幅增长。

表10 公司产品全国集采中标情况（单位：万片/粒/支、万元/年）

产品名称	中标时间	中标价格	中选数量	约定金额	采购周期	执行起始日
磷酸奥司他韦胶囊	2022.7	19.93 元/盒（75mg*10 粒/盒）	66.98	133.49	3 年	2022.11
硝苯地平控释片	2022.7	4.27 元/盒（30mg*7 片/盒）	9,540.07	5,819.44	3 年	2022.11
盐酸溴己新注射液	2022.7	178.8 元/盒(2ml:4mg*10 支/盒)	750.42	13,417.53	3 年	2022.11
氨甲环酸注射液	2023.3	8.9 元/盒(5ml:0.25g*5 支/盒)	336.89	599.67	2025.12	2023.7
托拉塞米注射液	2023.3	3.9 元/盒(2ml:10mg*5 支/盒)	453.24	353.53	2025.12	2023.7
合计				20,323.66		

注：集采实际采购金额往往与约定采购金额存在一定差异

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

主要产品销量方面，随着公司市场营销力度的加大、医院覆盖率的进一步提升等多重因素影响，2022年盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、注射用环磷腺苷销量同比继续增长，2023年一季度仍保持增长趋势；益气健脾口服液未被纳入国家医保，公司进行品牌升级和渠道调整，2022年销量同比大幅下降，2023年一季度同比略有回升；注射用乙酰谷酰胺为辅助用药、未被纳入国家医保，受国家政策影响，2022年注射用乙酰谷酰胺同比下降，2023年1月该产品被纳入第二批国家重点监控合理用药目录，一季度继续大幅下降。受集采影响，2022年注射用盐酸溴己新销量大幅下降，盐酸溴己新注射液销量大幅增长，预计2023年盐酸溴己新注射液销量继续增长，注射用盐酸溴己新销量继续下降。

公司产品销售均价受产品中标价格、产品规格变动影响较大，受医保控费、集采等政策影响，2022年公司主要产品销售均价同比均下降，其中核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片价格虽呈下降趋势但相对平稳；注射用乙酰谷酰胺价格下降幅度相对较大。未来随着集采等医保控费政策进一步推进，公司主要产品价格仍存在一定下降压力。

表11 公司主要产品产销情况

大类	产品	项目	2022 年	2021 年	同比
儿童类药	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	产量（万片）	51,955.84	45,953.23	13.06%
		销量（万片）	54,833.90	46,125.52	18.88%
		产销率	105.54%	100.37%	
	益气健脾口服液	产量（万瓶）	687.95	1,232.08	-44.16%
		销量（万瓶）	640.92	1,160.29	-44.76%
		产销率	93.16%	94.17%	
芬香清解口服液	产量（万瓶）	867.58	398.19	117.88%	
	销量（万瓶）	953.20	321.05	196.90%	
	产销率	109.87%	80.63%		
慢性病类药	注射用乙酰谷酰胺	产量（万支）	1,042.94	1,802.64	-42.14%
		销量（万支）	1,127.97	1,498.20	-24.71%

	产销率	108.15%	83.11%	
注射用盐酸溴己新	产量（万支）	788.33	1,255.44	-37.21%
	销量（万支）	820.44	1,281.06	-35.96%
	产销率	104.07%	102.04%	
盐酸溴己新注射液	产量（万瓶）	2,170.95	6.68	32399.25%
	销量（万瓶）	1,653.58	3.00	55019.43%
	产销率	76.17%	44.91%	
注射用环磷腺苷	产量（万支）	1,056.10	481.45	119.36%
	销量（万支）	913.69	475.66	92.09%
	产销率	86.52%	98.80%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司主要产品销售均价同比变动情况

产品名称		2022年	2021年
儿童类药	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	-3.81%	1.36%
	益气健脾口服液	-8.32%	2.51%
	芬香清解口服液	-11.36%	3.17%
慢性病类药	注射用乙酰谷酰胺	-18.47%	-11.48%
	注射用盐酸溴己新	-12.67%	-21.49%
	注射用环磷腺苷	-14.37%	-15.04%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司主要剂型产品生产线满负荷运转，盐酸溴己新注射液仍采用委外生产；2023年联瑞厂区生产基地一期逐步通过GMP认证，公司产能大幅提升；在建、拟建项目较多、完工后可完善公司产业布局、进一步提高公司产能，但新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性

2022年底联瑞厂区生产基地一期竣工；2023年2月，联瑞智能制造基地口服固体车间、水针车间、冻干粉针车间、口服液车间和中药提取车间顺利通过药监部门的符合性检查并获得药品生产许可备案。联瑞厂区生产基地投入使用后，公司产能大幅提升。目前，公司拥有一品红联瑞、一品红制药两处生产基地。未来联瑞生产基地将以大批量品种生产制造为主；一品红制药生产基地主要定位于小批量和多品种生产，两个基地互为补充。

2022年公司产能无变动。公司主要实行“以销定产”原则，即依据销售计划、库存情况等制定生产计划，结合市场需求适时调整。此外，公司部分品种⁵通过委托生产的方式满足市场业务需求，需关注盐酸溴己新注射液通过委托河北凯威制药有限责任公司进行生产，公司面临一定质量控制风险。2022年公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、尿清舒颗粒销量继续增长，片剂、颗粒剂、合剂产能利用率继续提升；注射用乙酰谷酰胺、注射用盐酸溴己新销量大幅下降，注射用环磷腺苷销量快速

⁵委托生产的8个品种为：多索茶碱注射液、盐酸溴己新注射液、克林霉素磷酸酯注射液、克林霉素磷酸酯注射液、盐酸氨溴索注射液、牛黄解毒片、复方桔梗止咳片、复方黄连素片。

增长，冻干粉针剂产能利用率同比略有下滑。整体来看，2022年公司主要剂型产品生产线满负荷运转。

表13 公司产能利用率情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2022年	片剂（万片）	40,000	59,424	148.56%
	冻干粉针剂（万支）	4,000	4,134	103.34%
	颗粒剂（万袋）	2,000	1,858	92.88%
	合剂（万支）	8,000	4,207	52.59%
	洗剂（万瓶）	200	55	27.49%
2021年	片剂（万片）	40,000	49,769	124.42%
	冻干粉针剂（万支）	4,000	4,334	108.36%
	颗粒剂（万袋）	2,000	1,666	83.29%
	合剂（万支）	8,000	3,244	40.55%
	洗剂（万瓶）	200	67	33.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为提高资金使用效率，更加合理配置资产结构，2021年12月公司将本期债券原募投项目“生产车间升级改造项目”募集资金及专户利息变更至“广州联瑞厂区生产基地建设项目”。截至2023年3月末，公司主要在建项目如下表所示，已基本完工，公司产能大幅提升，生产压力未来将大幅度缓解。

2023年5月，公司发布公告，拟向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金将用于瑞石原料药生产基地项目、注射液及中药固体制剂生产线建设项目、创新药和高端仿制药研发项目。瑞石原料药生产基地项目已于2022年底开工，注射液及中药固体制剂生产线建设项目由子公司广州市联瑞制药有限公司负责实施。募投项目实施并达产后，有利于完善公司产业布局、进一步提高公司产能，但需关注新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。

表14 截至2023年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	IPO/可转债募集资金拟使用金额	已使用募集资金	累计已投资
一品红药业广州联瑞厂区生产基地建设项目	94,232.00	63,525.56	67,674.81	109,572.28
润霖研发中心建设工程	31,801.62	31,412.62	31,956.68	36,940.39
合计	126,033.62	94,938.18	99,631.49	146,512.67

注：IPO募投项目“一品红药业（润霖）研发中心建设项目”、本期债券募投项目“医药创新产业园（一期）建设项目”均在润霖研发中心建设工程项目中核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金用途（单位：万元）

项目	总投资	募集资金拟使用金额
瑞石原料药生产基地项目	58,677.86	55,655.71
注射液及中药固体制剂生产线建设项目	16,593.70	15,192.29
创新药和高端仿制药研发项目	25,152.00	25,152.00

补充流动资金项目	12,000.00	12,000.00
合计	112,423.57	108,000.00

注：1、瑞石原料药生产基地已于 2022 年底开工；

2、注射液及中药固体制剂生产线建设项目拟在联瑞厂区预留范围之内新增一条非最终灭菌水针生产线和一条中药固体制剂生产线。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司核心原料药盐酸克林霉素棕榈酸酯与供应商合作稳定，价格整体较为平稳

公司原材料采购主要为化学原料药采购、包材采购以及中成药采购。2022 年采购的化学原料药主要为盐酸克林霉素棕榈酸酯、环磷腺苷、己酮可可碱以及乙酰谷酰胺等，以盐酸克林霉素棕榈酸酯为主。公司盐酸克林霉素棕榈酸酯主要从浙江海翔川南药业有限公司、重庆安格龙翔制药有限公司价两家供应商采购，结算一般为货到验收合格后付款，采购价格整体相对平稳，备货周期一般为 2 个月左右；环磷腺苷、己酮可可碱等原料药价格波动较大，公司根据市场价格情况适时调整备货周期，备货周期在 2-12 个月左右，2022 年及 2023 年部分原料药货源紧张、需要进行预付。包材采购合作供应商数量较多，结算周期为货到验收合格后月结，包材价格 2022 年小幅增长。中药材采购规模不大，均价 2022 年继续呈增长趋势，若中药材价格未来出现大幅波动，将对公司中成药盈利能力产生一定影响。从供应商集中度来看，公司采购集中度整体较高；2022 年公司前五大供应采购额占当期采购总额的 45.40%，同比下降 4.96 个百分点。

表16 公司主要化药原料药采购均价变动情况

原材料名称	2022 年	2021 年
盐酸克林霉素棕榈酸酯	5.05%	-2.16%
环磷腺苷	-8.23%	-9.89%

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

以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

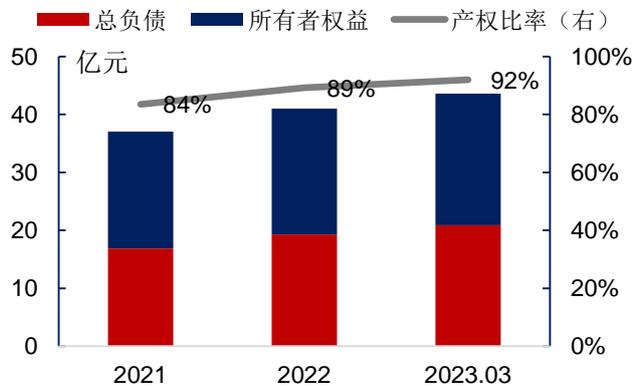
资本实力与资产质量

随着联瑞厂区生产基地及润霖研发中心建设推进、业务规模的扩张，公司总资产保持增长，增量主要源自盈余积累与债务融资，财务杠杆同比小幅提升；公司受限资产占比较高，整体资产流动性一般，需关注应收账款回收风险及长期股权投资减值风险

公司主要以盈余积累、债务融资满足自身资金需求，随着联瑞厂区生产基地、润霖研发中心等项目的建设推进以及公司业务规模扩大，2022 年底及 2023 年 3 月底公司总资产规模保持增长，产权比率继续

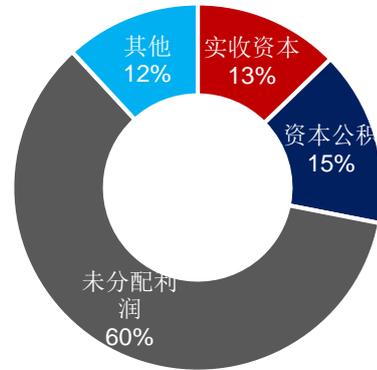
小幅提升。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为医药制造生产企业，厂房、设备等为其核心经营性资产。随着联瑞厂区生产基地、润霖研发中心等项目的建设推进、逐步竣工转固，2022年底及2023年3月底，公司在建工程持续大幅下降，公司固定资产规模快速增长。截至2023年3月底，公司固定资产主要系一品红本部、联瑞厂区两大生产基地，以及润霖研发中心。在建工程主要系联瑞厂区建设工程、润霖研发中心建设工程。公司无形资产主要系土地使用权、华南疫苗的专利权。其他非流动资产系联瑞生产基地、润霖研发中心建设预付的设备款。

随着公司产品品种的增多、业务规模的扩大，公司应收账款及存货快速增长。2022年底公司应收账款对象仍主要为应收医药商业公司货款，前五大应收对象占比57.33%，账龄仍以一年以内为主，需关注应收账款回收风险；2022年公司给予客户信用账期无重大变动，应收账款周转天数为35.61天，同比有所增加，仍维持在合理水平。公司存货主要由库存商品、原材料、半成品等构成，2022年存货周转天数增至175.68天。随着国家集采等政策的推进，公司主要产品价格呈下降趋势，但主要产品中短期内大幅降价可能性较低且存货周转天数相对合理，公司存货跌价风险相对较小。预付款项主要系预付原材料货款，2022年底及2023年3月底快速增长主要是原材料及原料药货源紧张，采购难度增加，需要提前预付款项原因所致。

公司通过参股投资、产业基金投资等方式积极布局医药健康领域，对外投资规模较大，仍需关注其资产减值风险；2022年公司长期股权投资损益为-3,157.64万元。2022年公司新增对粤财（中山）生物医药投资合伙企业（有限合伙）1,500万元投资；2023年一季度，公司按协议对珠海广发信德瑞腾创业投资基金合伙企业（有限合伙）追加1亿元投资，截至2023年3月底，公司长期股权投资主要系对ArthroSi、珠海广发信德瑞腾创业投资基金合伙企业（有限合伙）、成都分迪药业有限公司等公司的投资。

截至2022年底，公司现金类资产合计6.54亿元，占总资产的15.95%。需关注，2022年底公司受限资产合计9.19亿元，占总资产的22.43%；其中，受限货币资金2.15亿元（不可撤销信用证及汇票保证金、

账户冻结⁶)，用于借款抵押的固定资产2.41亿元、无形资产1.88亿元、在建工程2.76亿元。公司整体资产流动性一般。

表17 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.98	18.30%	6.46	15.75%	10.75	29.02%
应收账款	2.14	4.92%	2.48	6.05%	2.03	5.48%
存货	2.09	4.79%	1.78	4.34%	1.15	3.10%
应收款项融资	1.62	3.71%	1.50	3.65%	0.40	1.09%
预付款项	1.43	3.27%	0.74	1.79%	0.29	0.79%
流动资产合计	16.92	38.81%	14.11	34.44%	15.64	42.21%
长期股权投资	3.90	8.95%	2.91	7.11%	3.02	8.16%
固定资产	12.50	28.68%	7.06	17.24%	1.59	4.28%
在建工程	2.37	5.43%	9.04	22.07%	7.84	21.16%
无形资产	4.37	10.03%	4.61	11.25%	4.60	12.43%
其他非流动资产	0.49	1.13%	0.32	0.79%	1.41	3.80%
非流动资产合计	26.67	61.19%	26.87	65.56%	21.41	57.79%
资产总计	43.59	100.00%	40.98	100.00%	37.04	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入、毛利率同比小幅提升，期间费用率同比持平、仍对利润形成较大侵蚀；受非经常性损益影响，公司净利润同比略有下降；需关注，公司联瑞厂区生产基地、润霖研发中心投资规模较大，2023年全部转固、折旧摊销可能会给公司盈利带来一定不利影响

2022年公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、注射用环磷腺苷销量保持增长，新增产品盐酸溴己新注射液中标集采放量、新产品磷酸奥司他韦胶囊2023年1季度亦快速放量，但注射用盐酸溴己新、注射用乙酰谷酰胺以及代理产品市场规模大幅下降。综合影响下，2022年和2023年一季度公司营业收入同比分别增长3.68%和 38.84%。毛利率方面，公司医药制造业毛利率水平较高、相对稳定，医药其他及服务毛利率水平较低、同比有所下滑，2022年由于毛利率较高的医药制造收入占比提升，公司销售毛利率同比提高1.32个百分点。

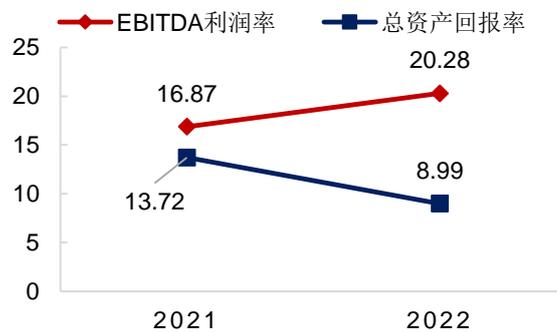
公司销售费用、管理费用及研发费用规模较大、持续增长，对公司利润形成较大侵蚀。2022年公司销售费用同比略有下降，管理费用、研发费用继续快速增长，三费合计16.53亿元，同比增长3.78%，占营业收入比重为72.51%，同比持平。2022年公司参股企业仍处于研发投入阶段，长期股权投资收益为-

⁶ 公司 73.11 万元因账户信息未及时更新被冻结，其使用权受到限制。

3,157.64万元，其他非流动金融资产公允价值变动收益-1,246.93万元，同期公司收到的政府补助同比下降。受非经常性损益同比下降影响，2022年公司实现净利润2.62亿元，同比下降10.67%

盈利能力指标方面，2022年由于公司销售毛利率提升、折旧及摊销增长，公司EBITDA利润率同比提高3.42个百分点。2022年公司联瑞厂区生产基地、润霖研发中心建设推进，尚未对业绩形成拉动，总资产回报率同比继续下滑。需关注，公司联瑞厂区生产基地、润霖研发中心投资规模较大，2023年全部转固、折旧摊销可能会给公司盈利带来一定不利影响，公司总资产回报率或继续下降。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司主营业务现金生产能力较好，经营活动现金流净额、FFO同比提高；公司财务杠杆水平呈小幅上升趋势，短期借款占比仍较高，仍面临一定集中偿付压力

随着公司经营规模的扩大，联瑞生产基地、润霖研发中心建设的推进，2022年及2023年一季度公司总负债规模持续增长。

公司对外融资主要为银行借款以及发行可转债。银行借款主要为票据贴现借款、抵押借款，短期借款利率在1.6%-2%之间，授信银行主要为招商银行、中信银行、农业银行等。应付债券系应付本期债券。租赁负债主要系总部生物岛办公租赁以及各处办事处租赁形成。2022年底公司新增一笔银行长期抵押借款用于联瑞厂区生产基地建设，利率3.35%，2024年起分五年偿还本金。2023年3月底，由于项目逐步竣工结算，同时原料药、原材料备货加大，公司资金压力加大、短期借款较2022年底大幅增长，总债务规模增至15.63亿元。从期限结构来看，公司长短期债务结构较往年有所改善，但短期债务占比仍较高，面临一定集中偿付压力。

经营性债务方面，应付账款主要系应付供应商货款及费用款，随着公司业务规模扩大，2022年底同比有所增长。2022年底合同负债主要系预收盐酸溴己新注射液、磷酸奥司他韦胶囊等产品的货款，同比大幅增长。其他应付款主要系应付联瑞厂区生产基地及润霖研发中心未结算的项目建设款、保证金、限

制性股票回购义务等，随着项目建设推进，2022年底继续快速增长。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.50	45.49%	5.50	28.46%	8.52	50.51%
应付账款	0.22	1.06%	0.69	3.58%	0.41	2.41%
应付票据	0.06	0.30%	0.16	0.81%	0.00	0.00%
合同负债	0.30	1.44%	1.10	5.71%	0.21	1.25%
其他应付款	2.80	13.40%	3.14	16.27%	1.85	10.97%
一年内到期的非流动负债	0.17	0.80%	0.28	1.43%	0.25	1.46%
流动负债合计	13.68	65.49%	12.09	62.55%	12.06	71.51%
长期借款	2.00	9.58%	2.00	10.35%	0.00	0.00%
应付债券	3.31	15.87%	3.31	17.15%	2.70	16.04%
租赁负债	0.59	2.80%	0.59	3.03%	0.82	4.88%
非流动负债合计	7.21	34.51%	7.24	37.45%	4.80	28.49%
负债合计	20.88	100.00%	19.33	100.00%	16.86	100.00%
总债务合计	15.63	74.84%	11.83	61.22%	12.29	72.90%
其中：短期债务	9.73	46.59%	5.93	30.70%	8.76	51.97%
长期债务	5.90	28.25%	5.90	30.53%	3.53	20.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主营业务现金生产能力较好，2022收现比为105.16%，维持在较高水平。随着业务规模的扩大，2022年公司经营活动现金流净额、FFO同比增长，经营活动现金生成能力进一步提高。公司持续进行产能扩张，自由现金流更能反应公司真实现金流情况。由于联瑞厂区生产基地及润霖研发中心投资规模较大，随着项目建设推进，2022年公司自由现金流仍为净流出。未来随着瑞石原料药生产基地项目、联瑞厂区生产基地二期建设的推进，公司自由现金流预计仍为净流出。

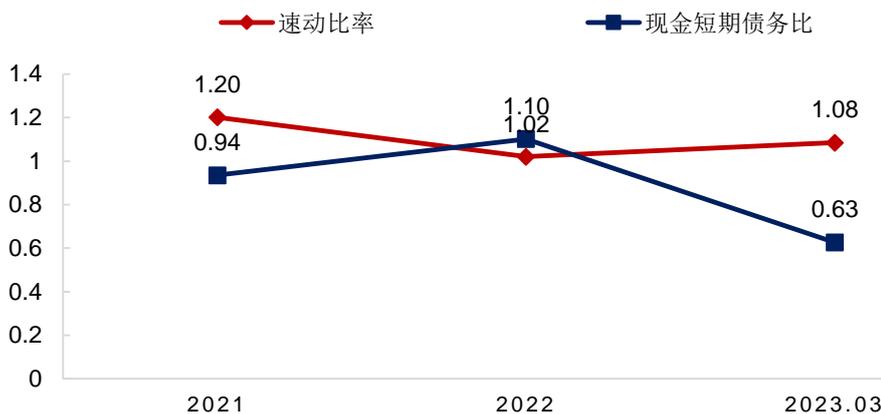
财务杠杆方面，公司主要依赖债务融资、盈余积累满足资金需求，随着公司业务规模扩大、在建项目建设推进，公司财务杠杆水平呈小幅上升趋势。公司盈利能力尚可、经营活动现金流表现较好，EBITDA、经营活动净现金流对净债务覆盖程度较好，整体偿债压力较为可控。需关注，公司拟通过发行可转换公司债券方式融资满足未来项目建设资金需求，成功发行后或将提高公司负债水平。

公司流动性比率指标呈下降趋势，2023年3月底，公司现金类资产对短期债务保障程度欠佳，面临一定的短期偿债压力。2023年3月底，公司尚未使用的银行授信额度11.60亿元，同时公司尚未抵押的土地、厂房等，未来可为公司对外融资提供一定支持。整体来看，公司融资弹性一般。

表19 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流净额	0.32	4.76	4.38
FFO	-0.19	1.13	0.17
资产负债率	47.91%	47.16%	45.51%
净债务/EBITDA	--	1.26	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	10.13	8.64
总债务/总资本	40.77%	35.33%	37.85%
FFO/净债务	--	19.48%	3.59%
经营活动净现金流/净债务	3.34%	81.63%	94.67%
自由现金流/净债务	-5.54%	-22.36%	-26.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司为医药制造企业，环保风险、安全生产风险较低，管理团队较为稳定，ESG表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司无其他因违规经营或产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员5名，其中独立董事2名，实际控制人之一李捍雄任董事长。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2023年3月末，公司组织架构图如附录三所示。公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。

2022年6月谢小华先生因个人原因申请辞去公司副总经理、董事会秘书职务，辞职后不再担任公司任何职务；2022年9月公司新聘张明渊为董事会秘书。跟踪期内，公司核心高管变动具体如下表所示。2022年11月公司发布《2022年股票期权与限制性股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予权益总数为528.10万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额28,733.4903万股1.84%；本激励计划激励对象总人数为288人，激励对象包括公司（含控股子公司，下同）高级管理人员及核心骨干员工。

表20 跟踪期内公司核心高管变动情况

姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
谢小华	副总经理、董事会秘书	-
张明渊	-	董事会秘书

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月26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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月25日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

行业环境方面，受集采等医保控费政策影响，2022年公司主要产品销售均价同比下降，预计未来仍呈下降趋势；受医保政策、国家重点监控合理用药目录影响，注射用乙酰谷酰胺2023年一季度收入同比

大幅下降。经营竞争力方面，公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片产品竞争力较强、对业绩形成较强支撑。公司研发投入较大，产品线持续丰富，新注册产品陆续中标全国集采，其中盐酸溴己新注射液成为新的业绩增长点。但我们也关注到，公司持续扩增产能，新增产能能否有效消化及产生预期收益存在不确定性，市场推广费用较高、新药研发存在一定不确定性，期间费用对利润造成较大侵蚀。偿债能力方面，公司财务杠杆水平尚可，主营业务盈利能力、回款情况较好，EBITDA及经营活动现金流净额对净债务覆盖程度尚可，但需关注债务期限结构欠佳，面临一定集中偿付压力。整体来看，公司具有一定的抗风险能力。

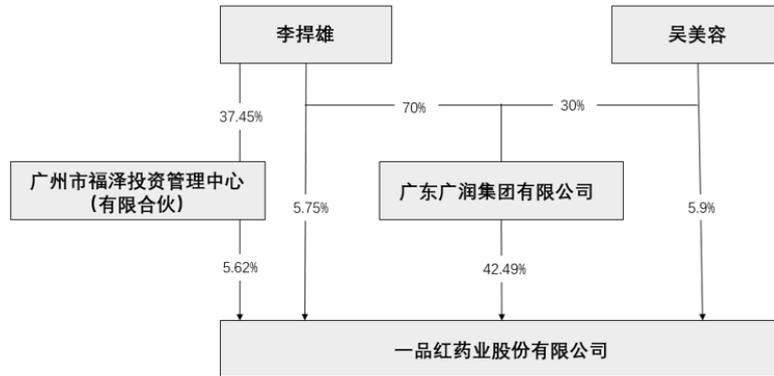
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“一品转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.98	6.46	10.75	7.26
流动资产合计	16.92	14.11	15.64	12.09
固定资产	12.50	7.06	1.59	1.65
无形资产	4.37	4.61	4.60	2.98
非流动资产合计	26.67	26.87	21.41	9.36
资产总计	43.59	40.98	37.04	21.45
短期借款	9.50	5.50	8.52	2.90
其他应付款	2.80	3.14	1.85	1.11
流动负债合计	13.68	12.09	12.06	5.57
应付债券	3.31	3.31	2.70	0.00
非流动负债合计	7.21	7.24	4.80	0.93
负债合计	20.88	19.33	16.86	6.50
总债务	15.63	11.83	12.29	2.90
所有者权益	21.63	20.51	18.74	14.85
营业收入	7.16	22.80	21.99	16.75
营业利润	1.26	2.82	2.85	1.99
净利润	1.04	2.62	2.93	2.24
经营活动产生的现金流量净额	0.32	4.76	4.38	2.75
投资活动产生的现金流量净额	-2.69	-6.70	-9.20	-3.07
筹资活动产生的现金流量净额	3.89	-1.39	5.56	0.17
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	4.63	3.71	2.53
FFO	--	1.13	0.17	-0.17
净债务	9.69	5.83	4.63	-4.48
销售毛利率	85.93%	86.83%	85.52%	82.37%
EBITDA 利润率	--	20.28%	16.87%	15.10%
总资产回报率	--	8.99%	13.72%	14.47%
资产负债率	47.91%	47.16%	45.51%	30.31%
净债务/EBITDA	--	1.26	1.25	-1.77
EBITDA 利息保障倍数	--	10.13	8.64	21.53
总债务/总资本	40.77%	35.33%	37.85%	16.25%
FFO/净债务	--	19.48%	3.59%	3.78%
速动比率	1.08	1.02	1.20	1.97
现金短期债务比	0.63	1.10	0.94	2.68

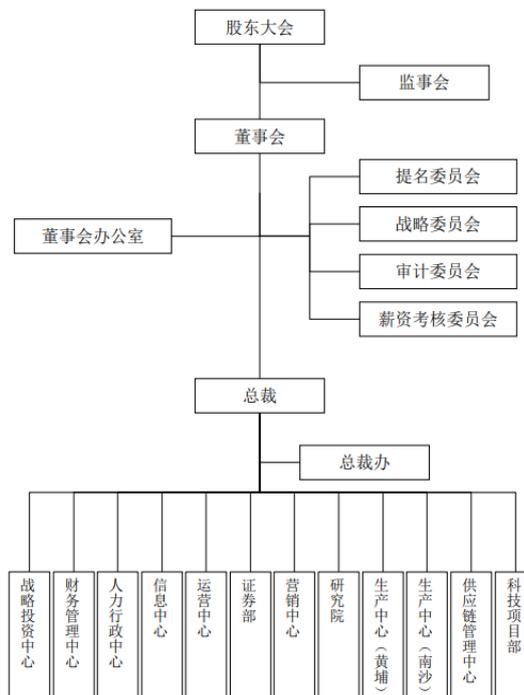
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
广州一品红制药有限公司	5,000.00	-	100.00%	医药制造业
广州市联瑞制药有限公司	30,000.00	-	100.00%	医药制造业
广州润霖医药科技有限公司	28,500.00	85.08%	14.92%	科学研究和技术服务业
广州市品瑞医药科技有限公司	1,000.00	-	52.00%	科学研究和技术服务业
广东辰瑞医药科技有限公司	1,000.00	-	100.00%	科学研究和技术服务业
广东泽瑞药业有限公司	500.00	-	100.00%	批发和零售业
ApicHope Pharmaceutical (USA) Limited	500 万美元	100.00%	-	科学研究和技术服务业
广东福瑞医药科技有限公司	500.00	-	100.00%	科学研究和技术服务业
广东品晟医药科技有限公司	2,500.00	-	70.00%	科学研究和技术服务业
广东云瑞医药科技有限公司	2,000.00	-	70.00%	科学研究和技术服务业
一品红生物医药有限公司	5,000	100.00%	-	科学研究和技术服务业
广州瑞腾生物医药科技有限公司	2,000.00	100.00%	-	研究和试验发展
广州瑞奥生物医药科技有限公司	2,000.00	100.00%	-	研究和试验发展
广州一品兴瑞医药科技有限公司	253.33	-	85.00%	科学研究和技术服务业
瑞腾生物（香港）有限公司	1.00	-	100.00%	科学研究和技术服务业
广州瑞安博医药科技有限公司	8,448.00	-	60.70%	科学研究和技术服务业
广州云瑞君益数据信息技术有限公司	3,000.00	100.00%	-	信息技术
广州一品红生物医药科技有限公司	1,000.00	100.00%	-	科学研究和技术服务业
广州联瑞生物科技有限公司	1,000.00	100.00%	-	科学研究和技术服务业
广东瑞石制药科技有限公司	5,000.00	-	100.00%	医药制造
广东瑞石生物医药科技有限公司	36,000.00	100.00%	-	科学研究和技术服务业
广东华南疫苗股份有限公司	3,154.00	-	52.71%	科学研究和技术服务业
佛山市焯泰科技有限公司	800.00	-	52.71%	科学研究和技术服务业
佛山华苗医药科技有限公司	1,000.00	-	31.62%	科学研究和技术服务业
广东湾区疫苗科技成果转化有限公司	500.00	-	44.22%	科技推广和应用服务业
广东卓瑞医药科技有限公司	500.00	-	100.00%	科技推广和应用服务业
广州一品红大药房有限公司	500.00	-	100.00%	零售业

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。