

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0104号

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“博瑞转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“博瑞转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司
信评委主任

二〇二四年六月二十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月20日至2025年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月20日

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司
主体及“博瑞转债”2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2024/6/20	AA-/稳定	高君子	宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
博瑞转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）主要从事高端仿制原料药及制剂的研发、生产和销售，控股股东仍为自然人袁建栋，实际控制人仍为自然人袁建栋和钟伟芳。

评级模型

基础评分模型

一级指标	二级指标	权重（%）	得分
企业规模	营业收入	20.00	9.29
	多样化	5.00	4.00
市场竞争力	产品竞争力	10.00	6.00
	研发能力	10.00	6.00
盈利能力	利润总额	15.00	9.24
	EBITDA 利润率	5.00	4.65
债务负担和保障程度	全部债务/EBITDA	10.00	3.75
	经营现金流流动负债比	10.00	8.24
	EBITDA 利息倍数	10.00	5.00
	货币资金/短期有息债务	5.00	4.23

调整因素

无

个体信用状况

aa-

外部支持

无

评级模型结果

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

跟踪期内，公司仍具有较强的细分市场竞争力，受益于奥司他韦相关原料药、制剂需求增长以及注射用米卡芬净钠中标集采后放量，公司营业收入有所增长；2023年，公司在代谢疾病、靶向治疗、呼吸吸入等领域进行研发，同时阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂中标第八批全国集采，注射用伏立康唑等获得生产批文，将有助于获利能力的提升。但同时，由于产品结构调整、产品价格下降、期间费用增加，2023年公司利润总额同比下降；跟踪期内，部分原料药产品产销量下降，部分产线产能利用率降低，泰兴原料药基地新增产线产能尚未完全释放；公司部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，后续仍面临一定资本支出压力。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“博瑞转债”的信用等级为AA-。

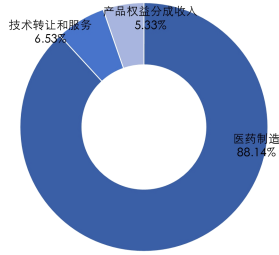
同业对比

项目	博瑞医药	浙江寿仙谷医药股份有限公司 (AA-)	浙江东亚药业股份有限公司 (AA-)	浙江花园生物医药股份有限公司 (AA-)
资产总额 (亿元)	50.32	31.74	33.43	52.61
营业总收入 (亿元)	11.80	7.84	13.56	10.95
利润总额 (亿元)	1.89	2.55	1.35	2.11
毛利率 (%)	55.79	82.72	26.64	59.87
经营现金流流动负债比 (%)	21.12	53.84	-12.04	12.66
资产负债率 (%)	51.95	31.60	39.72	45.00

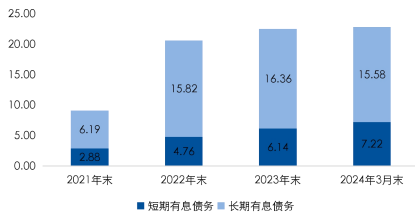
资料来源：企业公开披露的2023年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2023年公司主营业务收入构成



公司全部债务情况 (亿元)



主要数据和指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额 (亿元)	29.70	46.61	50.32	50.88
所有者权益 (亿元)	17.42	22.42	24.18	24.74
全部债务 (亿元)	9.07	20.58	22.50	22.80
营业总收入 (亿元)	10.52	10.17	11.80	3.40
利润总额 (亿元)	2.57	2.42	1.89	0.71
经营性净现金流 (亿元)	1.76	3.11	1.95	1.48
营业利润率 (%)	55.83	62.50	55.31	56.70
资产负债率 (%)	41.35	51.91	51.95	51.37
流动比率 (%)	170.31	238.85	199.48	177.77
全部债务/EBITDA (倍)	2.84	6.29	6.99	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.20	4.35	3.17	-

数据来源：公司 2021 年~2023 年经审计的合并财务报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，公司仍主要从事抗病毒类、抗真菌类等原料药和制剂的生产、销售，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力；
- 受益于奥司他韦相关原料药、制剂需求增长以及注射用米卡芬净钠中标集采后放量，跟踪期内公司营业收入有所增长；
- 2023 年，公司在代谢疾病、靶向治疗、呼吸吸入等领域进行研发，新获得国内外专利 36 件，同时阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂中标第八批全国集采，注射用伏立康唑等获得生产批文，将有助于获利能力的提升。

关注

- 由于产品结构调整、产品价格下降，2023 年公司毛利率同比下降，同时以研发费用为主的期间费用有所增加，利润总额同比下降；
- 跟踪期内，客户开发需求变化、库存调整导致部分原料药产品产销量下降，部分产线产能利用率降低，其中泰兴原料药基地新增产线产能尚未完全释放；
- 公司部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；
- 跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，在建项目后续投资规模仍较大，仍将面临一定资本支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着更多在研、报批的原料药及制剂产品获批生产、销售，未来公司市场竞争力将保持稳定。

评级方法及模型

《医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202403)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2023/6/20	高君子、宋馨	《医药制造企业信用评级方法及模型》(RTFC020202208)	阅读原文
AA-/稳定	AA-	2021/6/24	高君子、莫琛	《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》(RTFC020202004)	阅读原文

注：自 2021 年 6 月 24 日（首次评级）以来，博瑞医药主体信用等级未发生变化，均为 AA-/稳定

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
博瑞转债	2023/6/20	4.65	2022.01.04~ 2028.01.03	无	无

注：“博瑞转债”附有条件回售条款,有条件赎回条款,转股价格向下修正条款。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）提供的 2023 年度审计报告、2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司仍主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，控股股东仍为自然人袁建栋，实际控制人仍为袁建栋和钟伟芳

博瑞医药主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，截至 2024 年 3 月末，公司股本 4.22 亿股，控股股东自然人袁建栋直接持股比例为 26.87%，实际控制人仍为袁建栋和钟伟芳。

公司主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域。公司依托在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新晶型、药械组合、药物靶向递送等方面的技术优势，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链。截至 2023 年末，公司已取得有效专利共 236 件，其中发明专利 209 件，并形成了众多在研项目。公司生产和质量体系与国际接轨，cGMP 生产质量体系通过美国 FDA、欧盟 EUGMP、日本 PMDA、韩国 KFDA 等多个国家及地区的官方认证及国内新版 GMP 认证。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 50.88 亿元，所有者权益 24.74 亿元，资产负债率为 51.37%。2023 年和 2024 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 11.80 亿元和 3.40 亿元，分别实现利润总额 1.89 亿元和 0.71 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2021〕3551 号”文件核准，公司于 2022 年 1 月 4 日发行 6 年期 4.65 亿元的可转换公司债券，债券简称“博瑞转债”。“博瑞转债”募集资金扣除保荐承销费及其他发行费用后净额为 4.57 亿元。

2023 年 4 月 25 日，公司发布《博瑞生物医药（苏州）股份有限公司关于可转债募投项目变更产品种类的公告》，随着公司药物研发工作的持续推进，根据公司实际研发情况及研发计划，为提高募集资金使用效率，公司拟对博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）所涉产品种类进行调整，变更后品种为沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊及生物医药 CDMO 等，拟投入募集资金金额 4.65 亿元，项目投产后，有助于公司销售收入的提升，但同时，若公司所处行业及市场环境等情况发生突变、国家产业政策出现调

整或项目建设过程中管理不善影响项目进程，以及公司未能有效地拓展销售市场等因素均可能对本次募投项目的实施进度、预期收益产生不利影响。

截至 2023 年末，已累计投入募集资金总额 4.22 亿元，均用于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）项目建设，其余资金存放募集资金专项账户。

图表 1 变更后募投项目涉及品种及用途

序号	产品名称	规格	设计能力	主要用途
1	沙美特罗替卡松干 粉吸入剂	50µg:250µg	200 万盒/年	治疗可逆性阻塞性气道 疾病
2	噻托溴铵吸入粉雾 剂	18µg（以噻托溴铵托计）每 瓶 30 喷	400 万盒/年	慢性阻塞性肺疾病 （COPD）的维持治疗
4	噻托溴铵奥达特罗 吸入喷雾剂	每瓶 60 喷，每喷含噻托溴铵 2.5µg 和奥达特罗 2.5µg	200 万盒/年	慢性阻塞性肺疾病 （COPD）的维持治疗
5	伏环孢素软胶囊	30 粒/盒	40 万盒/年	成人活动性狼疮性肾炎 （LN）的治疗
6	生物医药 CDMO	-	-	ADC 产品

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司按时支付“博瑞转债”利息，截至本报告出具日，“博瑞转债”尚未到还本日。

截至 2024 年 3 月末，“博瑞转债”共有人民币 56000 元已转换为公司股票，转股数量为 1595 股，占“博瑞转债”转股前公司已发行股份总额的 0.0004%。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于原料药研发、生产和销售，属于医药制造行业。

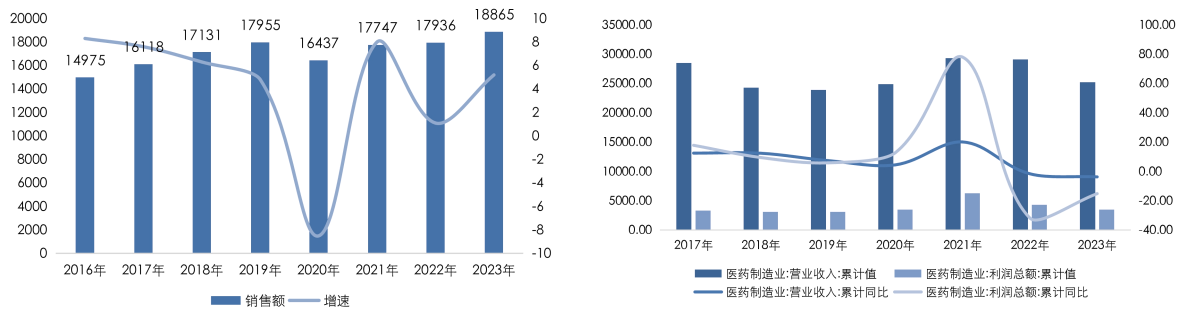
2023 年医药行业需求有所增加，增速有所提升，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长。2020 年受公共卫生事件影响，短期内对相关医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降；2021 年，受延迟医疗需求释放以及公共卫生事件相关产业链需求增加影响，医药行业需求增加。2022 年，我国三大终端六大市场药品销售额为 17936 亿元，同比增长 1.1%，受年初上海、西安等多地由于外部事件医疗诊疗影响，增速有所减缓。2023 年我国三大终端六大市场药品销售额达 18865 亿元，同比增长 5.2%。预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速承压。根据国家统计局数据，2020 年，

由于年初医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，之后行业收入及盈利逐步改善，规模以上医药制造企业营业收入同比增长 4.50%，增速进一步缩窄。2021 年，规模以上医药制造企业营业收入同比增长 20.10%。2022 年年以来，受医保控费、公共卫生事件相关物资价格下降、医药企业增加研发投入力度等因素影响，医药制造行业收入和利润均有下降，盈利承压，其中，2023 年，规模以上医药制造企业营业收入为 25205.70 亿元，同比下降 3.70%；利润总额为 3473.00 亿元，同比下降 15.10%。在国家经济稳增长背景下，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长，预计医药行业有望保持增长。

图 2 我国医药终端市场销售情况 (亿元、%) 图 3 我国医药制造行业盈利情况 (亿元、%)



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

2023 年以来，随着集采持续推进，药品价格仍呈下降趋势，医药企业通过加大研发投入、寻求外延式并购等方式优化产业布局，医疗反腐升级，行业集中度有望进一步提高，并驱动企业继续向创新转型，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。

2023 年，国家发布多项重磅政策，加大对医药行业的支持力度。产业政策方面，8 月国务院常务会议审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》，指出要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力；要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力，助推行业提质增效。药监制度方面，国家药监局药品审评中心（CDE）发布《加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》以及多项技术指导原则，进一步优化审评流程，缩短部分创新药审评时限，引导企业减少同质化研发。医保药品目录方面，年内启动了新一轮的医保谈判和医保目录调整，续约规则进一步优化，“简易续约”缓解了医保目录中创新药持续降价的压力，本轮 70% 的品种实现了原价续约。部分地区出台了针对创新药的医保支持政策，如北京的 DRG 除外支付、湖北的单独支付、上海的多元支付机制等，有利于扩大创新药临床使用。预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业

分化将进一步加剧，利好研发实力强、创新能力高、药品质量好具有成本优势的企业。

业务运营

经营概况

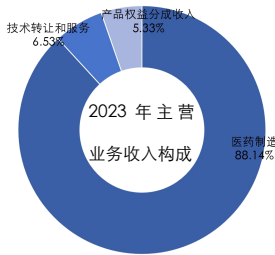
公司主营业务收入和毛利润仍主要来源于原料药业务，跟踪期内，公司主营业务收入及毛利润有所提升，但毛利率有所下降

跟踪期内，公司仍主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域；原料药业务仍是公司主要收入和毛利润来源，制剂业务收入和毛利润占比持续提升，技术转让和服务、产品权益分成业务等仍对公司收入、利润形成一定补充。2023年，奥司他韦原料药及制剂需求增长、注射用米卡芬净钠中标集采后放量，带动公司收入及毛利润提升，但产品结构调整、部分产品价格下降导致毛利率有所下降。

2024年1~3月，公司主营业务收入3.33亿元，同比增长9.29%，毛利润1.92亿元，同比增长6.82%；毛利率57.55%，同比下降1.33个百分点。

图表4 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）

类别	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医药制造	9.28	88.35	8.78	86.60	10.23	88.14	3.04	91.09
原料药 ¹	8.78	83.63	7.77	76.69	8.85	76.26	2.47	74.11
制剂	0.50	4.72	1.00	9.91	1.38	11.89	0.57	16.98
技术转让和服务	0.68	6.45	0.84	8.33	0.76	6.53	0.16	4.81
产品权益分成收入	0.55	5.20	0.51	5.07	0.62	5.33	0.14	4.10
合计	10.50	100.00	10.13	100.00	11.61	100.00	3.33	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
医药制造	4.92	53.07	5.16	58.77	5.35	52.26	1.62	53.46
原料药	4.70	53.57	4.44	57.09	4.42	49.97	1.24	50.25
制剂	0.22	44.26	0.72	71.77	0.92	66.98	0.38	67.49
技术转让和服务	0.43	63.58	0.70	83.05	0.55	72.33	0.16	98.71
产品权益分成收入	0.55	100.00	0.51	100.00	0.62	100.00	0.14	100.00
合计	5.90	56.19	6.37	62.88	6.52	56.11	1.92	57.55



资料来源：公司提供，东方金诚整理

医药制造业务

跟踪期内，公司仍主要从事抗病毒类、抗真菌类等原料药和制剂的生产、销售，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力

医药制造业务仍由全资子公司博瑞生物医药泰兴市有限公司（以下简称“博瑞泰兴”）和

¹ 包括原料药、中间体以及相关标准品、对照品和杂质。

博瑞制药（苏州）有限公司（以下简称“博瑞制药”）负责运营。博瑞泰兴仍主要负责部分医药中间体和原料药前序步骤的生产，博瑞制药主要负责规范市场中间体、原料药后续步骤和制剂的生产。公司从原料药制造向下游制剂产品延伸，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力。

公司产品仍包括高端仿制原料药和制剂，主要产品有阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净和恩替卡韦原料药及相关中间体，以及磷酸奥司他韦制剂、米卡芬净钠制剂等。2023年，受流感影响，磷酸奥司他韦原料药及制剂需求大幅增长，注射用米卡芬净钠中标集采后放量，医药制造业务整体实现收入10.23亿元，同比增长16.63%；毛利润5.35亿元，同比增长3.72%；但由于产品结构调整、产品价格下降，毛利率为52.26%，同比下降6.51个百分点。

公司研发实力较强，跟踪期内在代谢疾病、靶向治疗领域、呼吸吸入等领域开展研发工作，新获得国内外专利36件，有助于未来业务发展

公司研发实力较强，跟踪期内，公司仍基于发酵半合成技术、多手性药物合成技术等多项具有全球先进水平的自主知识产权技术平台，开展高端仿制药、制剂和创新药研发。2023年，公司仍保持较高的研发投入比例，研发费用2.49亿元，同比增长20.08%，研发费用占营业收入的21.08%。

跟踪期内，公司重点打造偶联药物平台、药械组合平台，在代谢疾病、肿瘤免疫和靶向治疗领域开发具有自主知识产权的创新药物，在呼吸吸入领域构建具有竞争力的产品线。创新药端，公司布局含GLP-1的多靶点药物，跟踪期内，BGM0504注射液减重和2型糖尿病治疗两项适应症已获得II期临床试验伦理批件；长效多肽靶向偶联药物注射用BGC0228处于临床I期试验阶段，已完成剂量爬坡研究，正在宫颈癌、卵巢癌和胃食管癌等瘤种开展剂量扩展研究。仿制药端，截至2023年末，依维莫司片、吸入用布地奈德混悬液已在国内申报，羧基麦芽糖铁注射液、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂处于稳定性阶段，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂处于中试阶段，噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成小试。

2023年，公司新提交国内专利申请82件，新获得国内专利授权31件；新提交国外专利申请6件，新获得国外专利授权5件；累计申请专利453件，其中发明专利407件；拥有有效专利共236件，其中发明专利209件，布局了美国、日本、加拿大、欧洲、韩国等多个国家和地区，有助于未来业务的发展。

1.原料药

2023年，受流感影响，奥司他韦原料药需求大幅增长，带动原料药业务收入提升，但产品结构调整、产品价格下降对毛利润和毛利率造成一定影响

公司原料药产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域，2023年，公司原料药（包含中间体）业务收入为8.85亿元，同比增长13.94%，主要系受流感影响客户对奥司他韦原料药需求大幅增长所致；毛利润4.42亿元，同比下降0.27%，实现毛利率49.97%，同比下降7.12个百分点，主要系产品结构调整、产品价格下降所致。

2024年1~3月，公司原料药收入2.47亿元，同比增长11.67%，毛利润1.24亿元，同比增长13.60%，毛利率50.25%，同比增长0.86个百分点。

图表5 主要类别产品近年收入情况（亿元、%）

	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
抗病毒类	1.40	15.99	1.04	13.39	2.81	31.73	0.75	30.49
抗真菌类	4.05	46.10	3.32	42.69	2.54	28.69	0.94	38.22
免疫抑制类	0.21	2.37	0.60	7.66	0.56	6.36	0.19	7.51
其他类	3.12	35.54	2.82	36.26	2.94	33.22	0.59	23.79
合计	8.78	100.00	7.77	100.00	8.85	100.00	2.47	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
抗病毒类	0.36	25.48	0.30	29.07	1.00	35.56	0.24	32.29
抗真菌类	2.80	69.28	2.39	72.17	1.84	72.30	0.68	72.19
免疫抑制类	0.06	29.46	0.29	48.78	0.27	47.35	0.09	47.61
其他类	1.48	47.44	1.45	51.42	1.32	44.94	0.23	38.83
合计	4.70	53.57	4.44	57.09	4.42	49.97	1.24	50.25

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司仍采取以销定产的模式，跟踪期内，泰兴原料药基地新产线完成验收，原料药产能增幅较大，恩替卡韦、阿尼芬净产量有所下降，部分产线产利用率有所下降，其中泰兴原料药基地新增产线产能尚未完全释放

公司采取以销定产的模式，中间体、原料药产品以自主生产为主，少量技术要求低的前端中间体会外协生产。

产能方面，泰兴原料药和制剂生产基地（一期）、博瑞（山东）原料药一期项目部分产线完成验收后，2023年原料药产能大幅增长。产量方面，2023年恩替卡韦、阿尼芬净产量有所下降，米卡芬净、卡泊芬净产量有所增长，奥司他韦产量大幅增长。产能利用率方面，博瑞泰兴部分发酵提取线、合成生产线产能利用率有所下降，新增生产线产能尚未完全释放；博瑞制药部分原料药及合成生产线产能利用率有所下降。

图表6 公司主要原料药产品近年产销情况²

主要产品	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月	
抗病毒类-恩替卡韦	产量（千克）	597.58	532.18	66.51	2.45
	销量（千克）	585.75	266.06	128.75	106.44
	产销率（%）	98.02	49.99	193.57	4347.79
抗病毒类-奥司他韦	产量（千克）	2065.20	6176.80	38444.75	10900.88
	销量（千克）	1433.66	4223.79	36284.03	10399.40
	产销率（%）	69.42	68.38	94.38	95.40
抗真菌类-米卡芬净	产量（千克）	181.98	275.45	293.04	107.00
	销量（千克）	195.42	233.25	201.90	54.34

² 产销量仅包括原料药产量、销量，不包括相应中间体产品产量、销量。产量为公司生产线全部产量，销量仅为对外销售量，不包含内部耗用量。

	产销率 (%)	107.39	84.68	68.90	50.78
	产量 (千克)	95.91	115.42	133.92	40.14
抗真菌类-卡泊芬净	销量 (千克)	103.11	113.91	109.45	51.87
	产销率 (%)	107.51	98.69	81.73	129.22
	产量 (千克)	45.04	116.25	73.22	5.50
抗真菌类-阿尼芬净	销量 (千克)	74.81	92.92	53.67	22.72
	产销率 (%)	166.10	79.93	73.30	413.13

资料来源：公司提供、东方金诚整理

跟踪期内，公司不同品类原料药销量有所分化，流感爆发导致奥司他韦原料药需求大幅增长，但客户开发需求变化、库存调整导致抗真菌类产品销量下降，同时市场竞争导致产品销售均价下降

2023年，公司恩替卡韦、米卡芬净、卡泊芬净、阿尼芬净等多种产品销量均有所下降；由于流感爆发，奥司他韦销量大幅增长。销售均价方面，受市场竞争影响，整体有所下降。

销售模式方面，对于境外业务，公司仍主要通过自主开拓方式进行客户开发，辅以代理商渠道；对于境内业务，公司仍以自主开发客户为主。境外客户账期多为2~3个月，以电汇或国际信用证方式结算；境内客户账期通常3~6个月，多为先货后款。境外仍主要销往欧洲、美国、日本等地，2023年公司外销收入³3.97亿元，占主营业务收入比重为34.16%，外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率波动等因素或将对公司业绩产生一定影响。

2023年，受产品结构变化影响，两家前五大客户较上年有所调整，前五名客户销售额合计占年度销售总额比例为27.32%，公司下游客户仍较为分散。

图表7 2023年公司前五大客户销售情况⁴ (亿元、%)

客户名称	销售额	占年度销售总额的比例
客户A	0.83	7.03
客户B	0.75	6.38
客户C	0.62	5.24
客户D	0.59	5.01
客户E	0.43	3.66
小计	3.22	27.32

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司主要采购部分原料药中间体及基础物料，原料定制属性较强，跟踪期内与供应商合作保持稳定

原材料采购方面，在原料药生产中，公司采购合成环节相对前端、工艺难度较小、技术保密性要求较低或客户对质量要求相对较低的前端中间体，以及基础原物料（包括溶剂、纯化用填料等）等。前端中间体采购中，根据公司相关产品的生产工艺和技术要求，向供应商询价，选择性价比高的供应商合作，具有较强的定制属性，缺乏权威的市场价格，跟踪期内，受当期主要生产品种与上年有差异影响，主要采购原料与上年差异较大，采购均价有所分化。

³ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

⁴ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

公司与供应商合作较为稳定，2023年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重为42.08%，集中度较上年有所提升。

2. 制剂业务

跟踪期内，注射用米卡芬净钠集采中标后放量，受流感影响磷酸奥司他韦制剂需求大幅增长，制剂业务销售收入及毛利润增长，阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂中标第八批全国集采，注射用伏立康唑等获得生产批文，将有助于未来获利能力的提升

公司在原料药研发、生产的基础上，进一步向制剂领域延伸产业链，制剂生产主要由子公司博瑞制药负责运营。

公司积极推进制剂产品的审评审批工作，2023年公司有5款制剂获得生产批文；截至2023年末，地诺孕素片、吸入用布地奈德混悬液、瑞加诺生注射液、碘普罗胺注射液等处于审评审批过程中；并有注射用BGC0228、BGM0504注射液、吸入用布地奈德混悬液、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂等研项目。截至2023年末，注射用米卡芬净钠、磷酸奥司他韦胶囊、恩替卡韦片、阿加曲班注射液、甲磺酸艾立布林注射液和磺达肝癸钠注射液等纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

图8 2023年公司通过审批的制剂情况

产品名称	注册分类/国家	进展情况	通过时间
注射用伏立康唑	化学药品4类	已取得生产批文	2023
甲磺酸艾立布林注射液	化学药品4类	已取得生产批文	2023
盐酸西那卡塞片	化学药品4类	已取得生产批文	2023
磺达肝癸钠注射液	化学药品4类	已取得生产批文	2023
磷酸奥司他韦颗粒	化学药品3类	已取得生产批文	2023

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司制剂生产所需原料药部分内部供给，具有一定成本优势；目前主要生产产品是磷酸奥司他韦制剂、米卡芬净钠制剂等。2022年公司注射用米卡芬净钠在第七批全国药品集中采购中标，得益于集采中标，2023年公司注射用米卡芬净钠销售收入同比增幅较大，同时，受流感影响磷酸奥司他韦制剂需求大幅增长，全年制剂产品收入1.38亿元，同比增长37.46%；实现毛利润0.92亿元，同比增长28.29%；实现毛利率66.98%，同比下降4.79个百分点。2024年1~3月，公司制剂业务收入0.57亿元，同比增长21.02%；毛利润0.38亿元，同比增长12.74%；毛利率67.49%，同比下降4.96个百分点。

2023年，公司的阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂已在第八批全国药品集中采购中标，将有助于促进公司制剂业务的进一步发展及制剂销售收入提升。制剂业务是公司未来发展方向之一，目前公司正在推进“海外高端制剂药品生产项目”、“吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）”等制剂生产线的建设，随着更多在研品种通过审评审批，将有助于公司获利能力的提升。

其他业务

公司其他业务包括技术转让和服务业务以及产品权益分成业务，分别在客户制剂产品上市前后确认，仍对公司收入和毛利润形成一定补充

其他业务收入包括技术转让和服务业务收入以及产品权益分成收入。技术转让和服务业务仍主要发生在下游客户制剂上市前，转让技术或为客户提供注册等相关服务，根据与客户合作进展里程碑式确认收入。产品权益分成收入仍主要发生在客户制剂产品上市销售后，公司按照一定方式和比例享受客户制剂产品利润分成。

技术转让和服务业务方面，公司在未接受客户委托的情况下，自主立项并研究开发，在研发达到特定阶段后，公司根据自身产品布局和相关产品的市场需求状况，将部分产品以技术转让或技术服务的形式与下游客户进行合作，指导客户完成独立的研发流程、协助客户取得临床试验批件和生产批件等⁵。该业务模式下，公司根据双方事先约定的阶段性工作完成情况收取报酬，并通过合作加速相关产品的商业化进程，有助于带动公司中间体和原料药的销售。2023年，公司技术服务订单按照开发进度完成里程碑交付，实现技术收入0.76亿元，同比下降10.17%；实现毛利润0.55亿元，同比下降21.77%；毛利率72.33%，同比下降10.72个百分点。

产品权益分成业务方面，凭借研发技术优势，公司与部分客户约定由公司提供原料药技术支持的制剂产品上市销售后，公司可按照一定方式和比例享受客户制剂销售的利润分成。2023年，公司权益分成收入0.62亿元，同比增长20.46%，主要系公司合作伙伴销售增长所致，毛利率仍为100.00%⁶。

总体来看，技术转让和服务业务以及产品权益分成业务仍能对公司收入和毛利润形成一定补充。

未来发展

公司在建项目后续投资规模仍较大，面临一定资金支出压力，部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险

截至2023年末，公司重点在建项目预计总投资26.66亿元，累计已投入22.20亿元，主要用于原料药和制剂生产。原料药生产线短期主要用以解决公司近期发展的产能制约问题，并为新产品上市提供必要的产能支持。制剂项目方面，吸入剂、铁剂等拥有较好的市场空间规模。

未来在建项目完工投产后，原料药的生产供应能力将进一步提升，制剂品类将进一步丰富，有助于起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链的进一步完善。但部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，若未来监管政策、市场竞争态势发生变化或研发进度趋缓，公司或将面临产能消纳风险。

⁵ 对于仿制药技术服务项目，通常立项时即明确对应的技术合同，按独立的项目编号单独核算，相关支出计入技术收入成本；对于创新药技术转让项目，通常立项时为自主研发项目，尚未明确是否会对外转让，相关支出计入研发费用，在签订技术转让合同后，项目后续的支出计入技术转让成本。

⁶ 公司权益分成收入由于是按照客户相关产品收入或利润的一定比例提取，公司不发生额外的支出，因此毛利率为100%。

图表 9 截至 2023 年末在建项目情况 (亿元)

项目名称	项目内容	计划总投资	已投资	资金来源
泰兴原料药和制剂生产基地(一期)	恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、奥司他韦、吡美莫司原料药生产基地	3.60	3.95	IPO 募集资金+自有资金
海外高端制剂药品生产项目	注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠、注射用阿尼芬净、磺达肝癸钠注射液、奥司他韦类产品等	5.80	6.40	IPO 募集资金+自有资金
博瑞(山东)原料药一期项目	原料药	3.00	2.66	自有资金
泰兴原料药和制剂生产基地(二期)	纽莫康定(卡泊芬净中间体)、子囊霉素(吡美莫司中间体)、米卡芬净、阿尼芬净等	5.00	4.31	自有资金
吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目(一期)	沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊、生物医药 CDMO 等	5.67	4.54	自有资金+可转债募集资金
吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中新建项目(二期)	噻托溴铵喷雾剂	2.40	0.12	自有资金+定增募集资金
博瑞(山东)BY01 项目	原料药	1.20	0.21	自有资金
合计	-	26.66	22.20	

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构方面无重大变化，未来，公司仍将践行“研发驱动”和“国际化”战略，持续落实“走出去，引进来”的双向战略，提升公司产品竞争力

跟踪期内，公司在治理结构方面无重大变化，实际控制人仍为袁建栋先生及其母亲钟伟芳女士。公司董事长、总经理袁建栋因在“大咖解读 GLP-1 全产业链系列交流会”电话会议上关于公司在研产品 BGM0504 注射液药效的相关言论具有误导性，收到江苏证监局警示函。

未来，公司将践行“研发驱动”和“国际化”两大核心战略。“研发驱动”方面，公司将持续加大研发投入力度，开发技术难度高的高端仿制药和原创性新药，打造仿制药和创新药两大研发体系，并不断提升研发体系建设，持续创新。“国际化”方面，公司将从产品立项选项，到研发、生产质量、注册申请、知识产权、市场销售全环节贯彻“国际化”，积极参与国际竞争，开拓全球市场，推动企业向国际先进水平升级。同时，公司将持续落实“走出去，引进来”的双向战略。

环境方面，公司保持对安全环保、节能减碳方面的投入，推动生产智能化、污染防治清洁化、能源低碳化，从而降低生产运营活动对环境的影响，并规避因不当管理引起的潜在风险。2023 年，公司未因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，公司与地方社区保持紧密合作，通过捐赠物资、组织志愿服务活动等多种方式，积极回馈社区与社会；不断完善公司法人治理结构和治理水平保护股东和债权人权益；

坚守平等雇佣、同工同酬的原则，持续优化各项福利管理制度，创造优越的人才发展环境，切实保障员工的各项权益。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年的合并财务报告及2024年1~3月合并财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年合并财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2024年1~3月合并财务报表未经审计。

2023年，公司新增设立子公司博瑞新创（苏州）药物研发有限公司，纳入合并范围，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共17家，较上年末增加1家。

资产构成与质量

跟踪期内，公司固定资产购建力度较大，同时仍保持一定规模的对外股权投资力度，资产规模保持增长，需关注对外股权投资的长期回报情况

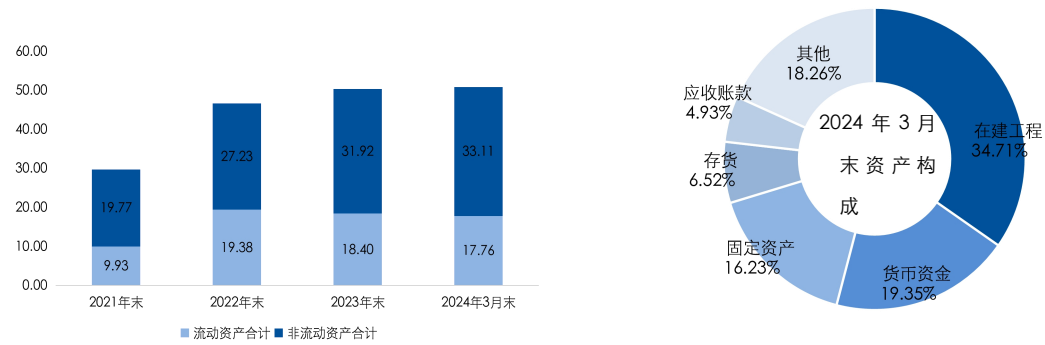
跟踪期内，公司资产规模保持增长，截至2024年3月末，公司资产总额50.88亿元，其中非流动资产占比65.08%，资产结构仍以非流动资产为主。

随着货币资金的使用，跟踪期内，公司流动资产规模有所减少，截至2024年3月末为17.76亿元，主要由货币资金、存货和应收账款等构成。跟踪期内，公司用货币资金购建固定资产，货币资金规模有所下降，截至2023年末为9.98亿元，其中0.27亿元由于信用证保证金/票据保证金而使用受限。公司存货主要为在产品和库存商品，随着公司生产经营规模的扩大，存货规模有所增加，2023年末存货账面余额3.72亿元，累计计提存货跌价准备0.27亿元，计提比例7.25%；从周转效率来看，2023年同比增加0.10次。由于当期使用票据结算较多，跟踪期内，公司应收账款规模有所下降，周转效率有所提升，2023年末应收账款账面余额3.08亿元，账龄在1年以内的占比91.61%，累计计提坏账准备0.25亿元，计提比例8.14%。

由于在建工程持续投入，跟踪期内公司非流动资产规模保持较大规模增长，主要由在建工程、固定资产、其他非流动资产和其他权益工具投资等构成。公司在建工程主要为海外高端制剂药品生产项目、博瑞吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）、泰兴原料药和制剂生产基地（二期）等，随着项目建设投入不断增加，跟踪期内在建工程账面价值保持增长。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和实验设备等，跟踪期内，由于部分在建工程转固，固定资产规模增幅较大。其他非流动资产主要为对合伙企业投资苏州鸿博创业投资合伙企业（有限合伙）、BRIGHT INNOVATIVE LP、苏州朗煜园丰创业资合伙企业（有限合伙）的投资，2023年，对上述3家企业的投资分别确认公允价值变动-248.66万元、-451.64万元和550.15万元。其他权益工具投资主要为对博诺康源（北京）药业科技有限公司、徕特康（苏州）生物制药有限公司、北京因诺瑞康生物医药科技有限公司等的投资，截至2023年末，累计计入其他综合收益的损失0.86亿元，公司仍保持一定规模的对外股权投资力度，需关注对外股权投资的长期回报情况。

截至 2023 年末，公司受限资产规模为 13.64 亿元，占同期末资产总额比重为 27.12%，占净资产比重为 56.44%，受限原因为信用证保证金/票据保证金、借款抵押；其中受限在建工程、固定资产分别为 10.40 亿元和 2.23 亿元。

图表 10 公司资产构成及质量情况（亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
货币资金	3.37	11.80	9.98	9.84
存货	2.00	2.80	3.45	3.32
应收账款	3.73	3.03	2.83	2.51
流动资产合计	9.93	19.38	18.40	17.76
在建工程	11.31	16.66	17.36	17.66
固定资产	2.38	4.02	7.18	8.26
其他非流动资产	1.16	3.01	2.33	2.11
其他权益工具投资	2.96	1.25	1.11	1.08
非流动资产合计	19.77	27.23	31.92	33.11
资产总额	29.70	46.61	50.32	50.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

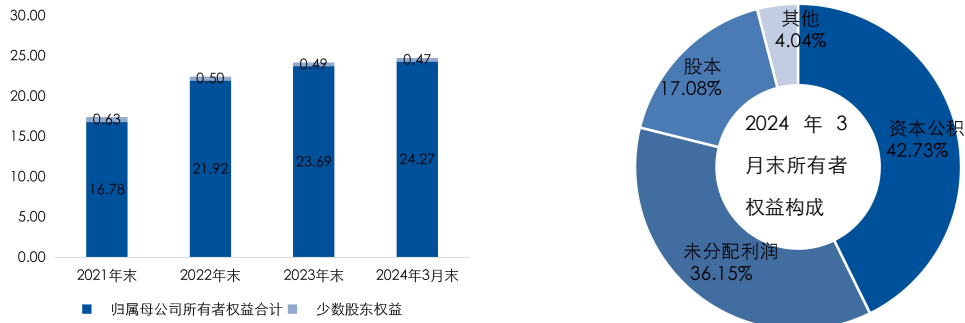
资本结构

受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益保持增长，资本构成仍以资本公积和未分配利润为主

受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益继续增长，截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益为 24.74 亿元，主要由资本公积、未分配利润和股本等构成。

受益于经营积累，跟踪期内，公司未分配利润保持增长。跟踪期内，资本公积、股本等变动不大。

图表 11 公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

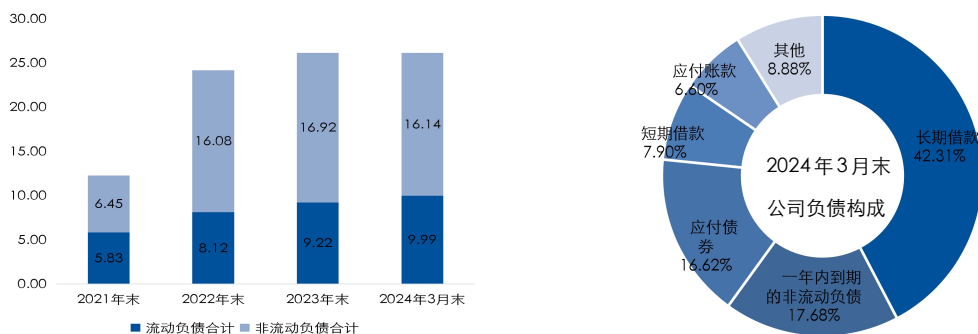
跟踪期内，公司有息债务保持增长，债务结构以长期有息债务为主，在建项目未来资金支出将致有息债务规模进一步增长

随着流动负债增长，跟踪期内，公司负债总额有所增长，截至2024年3月末为26.13亿元，负债结构仍为以非流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债有所增长，截至2024年3月末为9.99亿元，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款和应付账款等构成。跟踪期内，一年内到期的非流动负债规模有所增长，2023年末为4.14亿元，其中一年内到期的长期借款3.98亿元；同时，公司短期借款有所增长，以保证借款和信用借款为主。应付账款主要是日常经营过程中材料、设备采购款等，跟踪期内以票据或货币资金支付供应商款项较多，应付账款规模有所下降。

跟踪期内，公司非流动负债规模变动不大，截至2024年3月末为16.14亿元，以长期借款和应付债券为主。2023年末，公司长期借款规模11.85亿元，其中混合借款⁷7.51亿元、信用借款1.46亿元、保证借款2.73亿元。应付债券仍为“博瑞转债”，2024年3月末账面价值4.34亿元。

图表 12 公司负债情况（亿元）



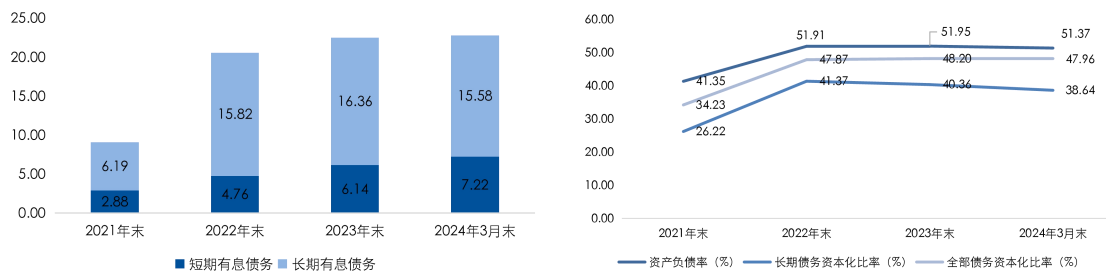
⁷ 同一笔借款，混合了保证、抵押、质押等增信措施。

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	0.26	3.15	4.14	4.62
短期借款	2.57	1.24	1.57	2.07
应付账款	2.08	2.17	1.88	1.72
流动负债合计	5.83	8.12	9.22	9.99
长期借款	6.19	11.70	11.85	11.06
应付债券	0.00	4.06	4.30	4.34
非流动负债合计	6.45	16.08	16.92	16.14
负债总额	12.28	24.20	26.14	26.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增加，2024年3月末，全部债务规模22.80亿元，以银行借款和可转换债券为主，少量租赁负债等，债务期限结构以长期债务为主。从偿债指标来看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率整体变动不大。公司在建项目仍需一定规模资金支出，预计未来有息债务规模将保持增长。

图表 13 公司有息债务情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至2023年末，公司无对合并报表范围外企业担保情况。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，但由于产品结构调整、产品价格下降，公司毛利率下滑，同时以研发费用为主的期间费用增加，利润总额有所下降

2023年，公司营业收入11.80亿元，同比增长15.94%，主要系部分原料药及制剂产品需求增长所致；但产品结构调整、产品价格下降导致营业利润率同比下降7.19个百分点至55.31%。同期，公司期间费用仍以研发费用、管理费用和销售费用为主，由于研发投入、办公及差旅费增加，同时借款利息支出增加，期间费用规模同比有所增长，期间费用率为38.42%，同比下降1.07个百分点。

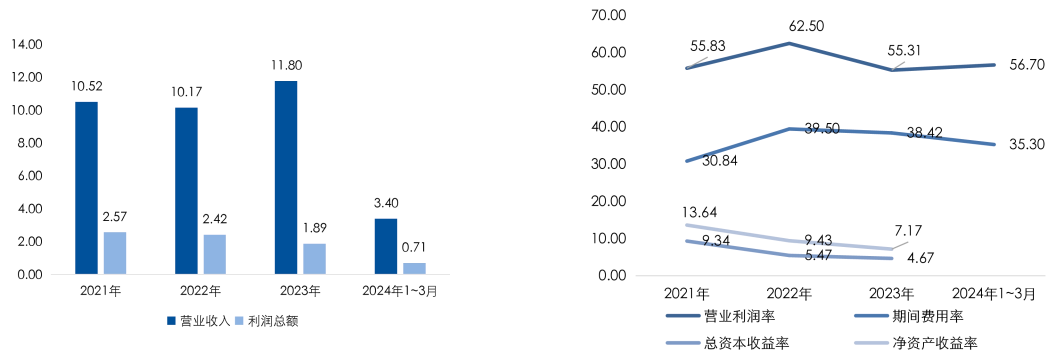
2023年，公司非经营性收益主要为其他收益，同比有所增加。同期，公司非经营性损失主要是资产减值损失和投资亏损；资产减值损失为计提的存货跌价准备，2023年较上年多计提0.07亿元；2023年，公司联营、合营企业经营亏损导致公司权益法核算的长期股权投资收益-0.14

亿元，全年投资收益-0.15亿元。整体来看，非经营性损益对利润总额影响不大。

由于产品结构调整、产品价格下降，2023年公司利润总额1.89亿元，同比下降22.06%。同期，总资本收益率、净资产收益率和总资产收益率同比均有所下降。

2024年1~3月，公司实现营业收入3.40亿元，同比增加11.54%，营业利润率56.70%，同比下降1.72个百分点；利润总额0.71亿元，同比下降6.64%。

图表 14 公司盈利能力情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

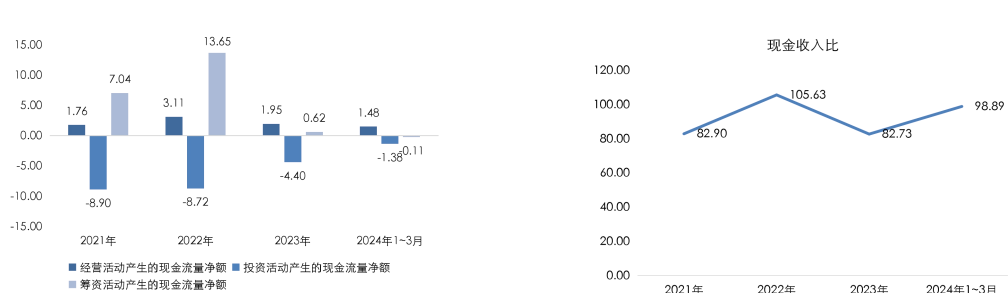
跟踪期内，公司现金回款率下降导致经营性现金流净流入规模有所下降，投资活动现金流量净额持续净流出，筹资性净现金流入规模大幅下降

2023年，公司现金回款率同比有所下降，同时支付供应商、为员工支付现金及支付各项税费较多，公司经营活动现金流净流入1.95亿元，同比下降1.16亿元；同期，现金收入比为82.73%，同比下降22.90个百分点。

投资活动现金流方面，投资活动现金流入仍主要是收回投资收到的现金，投资活动现金流出仍主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金，由于在建工程项目持续投入，投资活动现金流量仍保持较大规模净流出。

筹资活动现金流方面，2023年，公司主要通过银行渠道融资，并吸收少数股东投资0.68亿元，整体流入、流出规模相对均衡，但筹资性净现金流大幅下降。公司在建项目后续投资支出规模仍较大，后续仍具有一定外部融资依赖性。

图表 15 公司现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024年1~3月，公司经营性现金流量净额、投资性现金流量净额及筹资性现金流量净额分别为1.48亿元、-1.38亿元和-0.11亿元。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均较2022年末有所下降；经营性净现金流对流动负债的保障程度有所减弱。从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司EBITDA利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA有所上升。

截至2023年末，公司短期债务为6.14亿元；截至本报告出具日，公司无未来一年到期的债券（含回售）。2023年公司经营性净现金流为1.95亿元，投资性净现金流为-4.40亿元，筹资活动前净现金流为-2.45亿元。预计2024年，随着原料药及制剂产品销售规模的增长，公司营业收入有望增长，在建项目仍将保持一定规模的资本支出，仍需要一定规模的外部融资支持。

截至2024年3月末，公司合并口径的银行授信总额约32.85亿元，未使用额度22.58亿元，具有一定备用流动性，同时，公司作为A股上市公司，股权融资渠道畅通。

图表 16 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
流动比率	170.31	238.85	199.48	177.77
速动比率	136.00	204.30	162.12	144.56
经营现金流流动负债比	30.20	38.35	21.12	-
EBITDA 利息倍数	15.20	4.35	3.17	-
全部债务/EBITDA	2.84	6.29	6.99	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往期债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至2024年5月27日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。跟踪期内，公司按时支付“博瑞转债”利息，尚未到还本日。

抗风险能力及结论

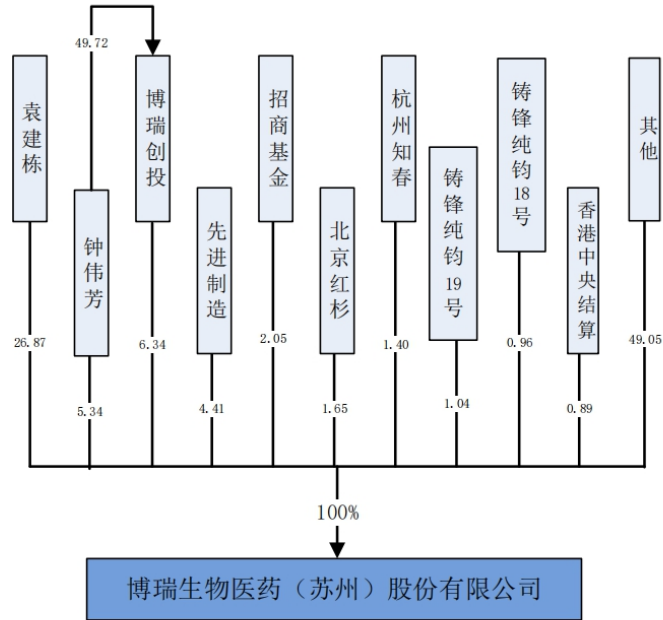
跟踪期内，公司仍主要从事抗病毒类、抗真菌类等原料药和制剂的生产、销售，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力；受益于奥司他韦相关原料药、制剂需求增长以及注射用米卡芬净钠中标集采后放量，跟踪期内公司营业收入有所增长；2023年，公司在代谢疾病、靶向治疗、呼吸吸入等领域进行研发，新获得国内外专利36件，同时阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂中标第八批全国集采，注射用伏立康唑等获得生产批文，将有助于获利能力的提升。

但同时，由于产品结构调整、产品价格下降，2023年公司毛利率同比下降，同时以研发费用为主的期间费用有所增加，利润总额同比下降；跟踪期内，客户开发需求变化、库存调整导致部分原料药产品产销量下降，部分产线产能利用率降低，其中泰兴原料药基地新增产线产能

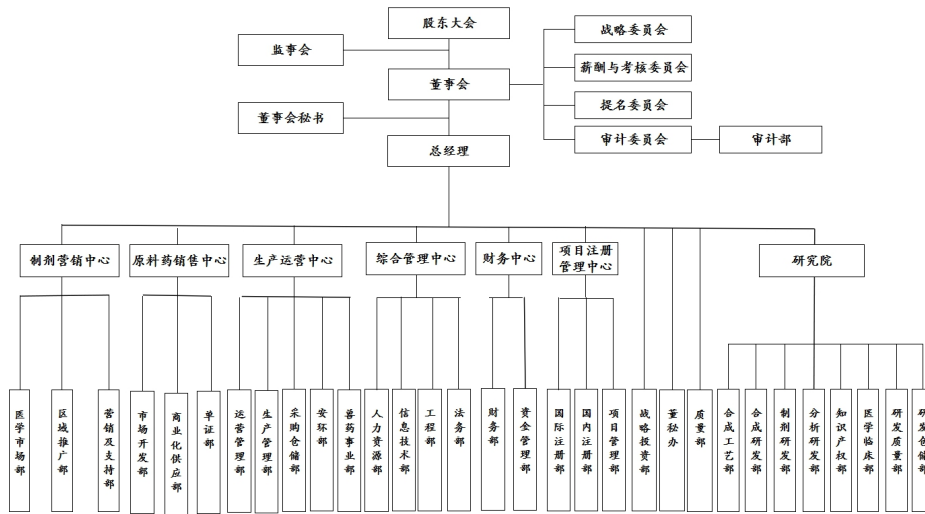
尚未完全释放；公司部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，在建项目后续投资规模仍较大，仍将面临一定资本支出压力。

综合分析，东方金诚维持博瑞医药主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“博瑞转债”信用等级为 AA-。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：博瑞医药主要财务数据和财务指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	29.70	46.61	50.32	50.88
所有者权益 (亿元)	17.42	22.42	24.18	24.74
负债总额 (亿元)	12.28	24.20	26.14	26.13
短期债务 (亿元)	2.88	4.76	6.14	7.22
长期债务 (亿元)	6.19	15.82	16.36	15.58
全部债务 (亿元)	9.07	20.58	22.50	22.80
营业收入 (亿元)	10.52	10.17	11.80	3.40
利润总额 (亿元)	2.57	2.42	1.89	0.71
净利润 (亿元)	2.38	2.11	1.73	0.62
EBITDA (亿元)	3.19	3.27	3.22	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.76	3.11	1.95	1.48
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-8.90	-8.72	-4.40	-1.38
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	7.04	13.65	0.62	-0.11
毛利率 (%)	56.23	63.01	55.79	57.17
营业利润率 (%)	55.83	62.50	55.31	56.70
销售净利率 (%)	22.57	20.78	14.70	18.17
总资本收益率 (%)	9.34	5.47	4.67	-
净资产收益率 (%)	13.64	9.43	7.17	-
总资产收益率 (%)	8.00	4.54	3.45	-
资产负债率 (%)	41.35	51.91	51.95	51.37
长期债务资本化比率 (%)	26.22	41.37	40.36	38.64
全部债务资本化比率 (%)	34.23	47.87	48.20	47.96
货币资金/短期债务 (%)	117.11	247.92	162.63	136.43
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-78.73	-27.22	-10.89	-
流动比率 (%)	170.31	238.85	199.48	177.77
速动比率 (%)	136.00	204.30	162.12	144.56
经营现金流动负债比 (%)	30.20	38.35	21.12	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.20	4.35	3.17	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.84	6.29	6.99	-
应收账款周转率 (次)	-	3.01	4.03	-
销售债权周转率 (次)	-	3.00	4.01	-
存货周转率 (次)	-	1.57	1.67	-
总资产周转率 (次)	-	0.27	0.24	-
现金收入比 (%)	82.90	105.63	82.73	98.89

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 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+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。