

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0091号

灵康药业集团股份有限公司：

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“灵康转债”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“灵康转债”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



二〇二二年六月二日

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”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级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，但不不对资料提供方和/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；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

2022年6月2日



灵康药业集团股份有限公司

主体及“灵康转债”2022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	2022/6/2	AA-/稳定	谢笑也	高君子

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
灵康转债	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

灵康药业集团股份有限公司（以下简称“灵康药业”或“公司”）主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵萍和陶灵刚。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模 和市场地位	营业总收入	25.00	6.48
	市场地位	15.00	6.00
盈利能力	利润总额	10.00	0.96
	净资产收益率	10.00	6.81
	毛利率	10.00	10.00
债务负担 和保障程度	经营现金流流动负债比	10.00	10.00
	资产负债率	10.00	8.77
	全部债务/EBITDA	10.00	5.99

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无调整

4.主体信用等级

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

公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场保持一定竞争力；跟踪期内公司开拓了医药流通服务业务，预计未来可对公司的收入和利润形成一定补充；跟踪期内公司经营性现金流仍保持净流入状态，收入获现能力较好。同时，受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2021年公司主导产品销量和销售额降幅明显，多地疫情频发疫情对医院的进院诊疗需求影响仍将持续，短期内公司主导产品销量承压；公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内，审计机构对公司2021年度内部控制的有效性出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告，截至2021年末上述占用资金已经全部收回并收取利息。

综合分析，东方金诚维持灵康药业主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“灵康转债”的信用等级为AA-。

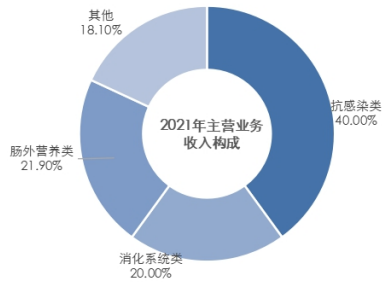
同业比较

项目	灵康药业集团 股份有限公司	重庆华森制药 股份有限公司	海南普利制药 股份有限公司	特一药业集团 股份有限公司
资产总额 (亿元)	25.14	17.71	46.62	20.66
营业总收入 (亿元)	7.40	8.46	15.09	7.58
毛利率 (%)	79.38	52.74	71.58	53.03
利润总额 (亿元)	0.70	1.03	4.68	1.47
资产负债率 (%)	41.98	28.54	45.48	38.94
经营现金流流动负债比 (%)	19.80	40.03	15.10	51.74

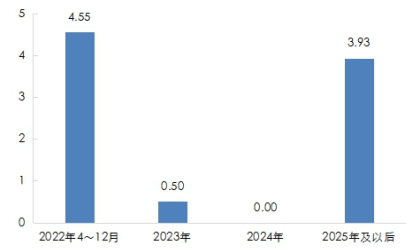
注：以上企业最新主体信用等级均为AA-/稳定，数据来自企业公开披露的2021年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2021年主营业务收入构成



2022年3月末债务期限结构（亿元）



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	19.13	27.16	25.14	24.64
所有者权益（亿元）	13.14	14.80	14.59	14.70
全部债务（亿元）	3.20	10.87	9.68	8.99
营业总收入（亿元）	16.35	10.01	7.40	1.26
利润总额（亿元）	2.23	1.79	0.70	0.24
经营性净现金流（亿元）	2.36	1.27	1.29	0.27
营业利润率（%）	85.12	83.12	78.08	76.15
资产负债率（%）	31.34	45.52	41.98	40.34
流动比率（%）	305.98	278.69	275.61	298.40
EBITDA 利息倍数（倍）	20.64	17.07	7.18	-
全部债务/EBITDA（倍）	1.15	4.60	3.60	-

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告以及2022年1~3月未经审计的财务报表。

优势

- 公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场保持一定竞争力；
- 跟踪期内公司开拓了医药流通服务业务，预计未来可对公司的收入和利润形成一定补充；
- 跟踪期内公司经营性现金流仍保持净流入状态，收入获现能力较好。

关注

- 受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2021年公司主导产品销量和销售额降幅明显，2022年3月以来，多地疫情频发对医院的进院诊疗需求影响仍将持续，短期内公司主导产品销量承压；
- 受新冠肺炎疫情及项目审批手续延迟影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；
- 跟踪期内，由于公司被关联企业非经营性占用1.50亿元资金，天健会计师事务所对公司出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告，截至2021年末上述占用资金已经全部收回并收取利息。

评级展望

公司评级展望为稳定。受新冠肺炎疫情及药品价格下跌影响，公司业绩短期内仍将承压，但中长期来看，随着疫情防控得到控制，门诊需求回升将有助于公司盈利能力的改善。

评级方法及模型

《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC0202004）》

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-	2021/6/15	谢笑也、高君子	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004) 》	阅读原文
AA-/稳定	AA-	2020/6/23	谢笑也、高君子	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004) 》	阅读原文

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
灵康转债	2021/6/15	5.25	2020/12/1~2026/12/1	-	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及“灵康药业集团股份有限公司2020年可转换公司债券”（以下简称“灵康转债”）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”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

灵康药业主要从事化药处方药的研发、生产和销售，控股股东为灵康控股集团有限公司（以下简称“灵康控股”），实际控制人为自然人陶灵萍和陶灵刚。

公司前身为海南灵康制药有限公司（以下简称“海南灵康”），于2003年12月24日成立，初始注册资本为1000万元，首期出资250万元。2012年10月16日，海南灵康整体变更为股份有限公司，并在海南省工商行政管理局变更登记注册，2013年12月18日迁址至西藏山南市，总部位于西藏自治区山南市泽当镇。2015年5月28日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“灵康药业”，股票代码“603669.SH”。截至2022年3月末，公司股本为72122.74万股（每股面值1元），灵康控股持有公司47.09%的股份，为公司控股股东；陶灵萍通过灵康控股间接持有公司47.09%的股份，并直接持有公司6.68%的股份；陶灵刚直接持有公司1.36%的股份；陶灵萍、陶灵刚系为兄妹，其合计持有公司55.13%的股份，为公司的实际控制人。

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖了抗感染药、消化系统药和肠外营养药等重要领域。截至2022年3月末，公司取得了114个品种共202个药品生产批准文件。公司多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力。根据IMS数据统计，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在该注射剂型市占率为69.71%，排名全国第一；注射用奥美拉唑钠销售份额在该注射剂型市占率为6.30%，排名第四。

截至2022年3月末，公司总资产24.64亿元，所有者权益14.70亿元，资产负债率40.34%。2021年和2022年1~3月，公司实现营业总收入分别为7.40亿元和1.26亿元，利润总额分别为0.70亿元和0.24亿元。

截至2022年3月末，公司实际控制人陶灵萍、陶灵刚合计持有公司股数39763.51万股，占公司总股本的55.13%，其中已质押或冻结的数量为19753.50万股，质押比例为49.68%。

相关债项本息兑付及募集资金使用情况

本息兑付方面，截至2022年3月末，灵康药业发行的“灵康转债”利息已按期偿付，暂未到本金兑付日。截至2022年3月31日，累计共有人民币6705.40万元“灵康转债”已转换为公司股票，转股数量为778.77万股，占可转债开始转股前公司已发行股份总额的1.09%。尚未转股的可转债金额为人民币45794.60万元，占可转债发行总量的87.23%。

募集资金使用情况方面，“灵康转债”扣除发行费用后，实际募集资金净额为人民币51778.16万元，截至2022年3月末，公司可转债募集资金已使用2450.52万元，剩余49327.64万元尚未使用，已使用资金全部用于海南灵康制药美安生产基地建设项目（一期）（以下简称

“募投项目”）。2022年4月30日，公司发布《关于可转换公司债券募集资金投资项目延期的公告》，称“灵康转债”募投项目达到预定可使用状态的日期由原定的2022年5月31日延长至2023年5月31日。延期原因主要是：一是2020年至今受疫情影响，公司的项目建设进度有所延后；二是公司根据医药行业政策和客户需求的变化，并结合公司的实际情况，优化调整募投项目建设方案；三是项目当地政府对城市规划有所调整，导致项目多项审批手续办理时间较长，使得项目在建设推进过程中进展缓慢，与计划完成时间相对滞后，导致募集资金投资项目实施进度延迟。截至2022年4月30日，募投项目已投入募集资金2450.52万元。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费平缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业分析

公司收入和毛利润主要来自化药处方药的研发、生产和销售业务，属于医药制造行业。

医药制造行业

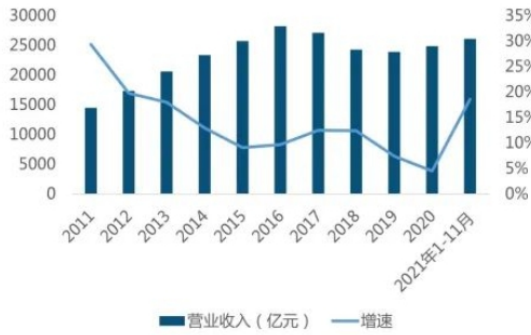
2021年以来，医药制造业营业收入及利润总额增速实现大幅增长，中长期来看，随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，行业需求仍将保持增长，但行业内企业整体收入和利润增幅将放缓

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，但增速逐年下降。2013~2019年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020年新冠肺炎疫情的发生，短期内对疫情控制实际需求的医械产品需求增加，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，我国三大终端六大市场药品销售额16437亿元，同比下降8.5%。但从中长期来看，随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，行业需求仍将保持增长。

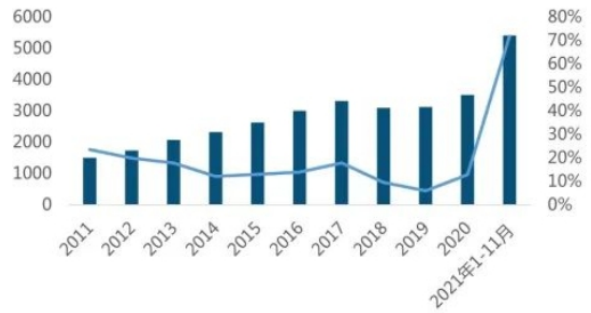
虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速逐年有所下降。根据国家统计局数据，2019年医药制造企业营业收入和利润总额分别同比增长7.40%和5.90%，增速分别同比下降5.00个百分点和3.60个百分点。2020年，由于年初受新冠肺炎疫情疫情影响，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，随着疫情得到控制，行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长4.50%，增速进一步缩窄，利润总额同比增长12.80%，利润端同比增速高于收入端，主要系行业企业对带量采购等政策的不利影响正在逐步消化，同时加强对期间费用的控制所致。预计未来带量采购扩围，化学制剂药企业进一步延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制，医药制造行业整体收入和利润增幅将放缓。

2021年1~11月，医药制造业实现营业收入26094.60亿元，利润总额为5403.50亿元，同比增长率分别为18.59%和71.78%。2020年，医药制造业营收及利润总额增速分别为4.50%和12.80%。整体来看，与前3年相比，2021年1~11月医药制造业营业收入及利润总额增速实现大幅增长。受疫情催化，高毛利率疫情产业链的收入占比的快速提升推动医药制造业盈利能力改善。

图表 1 我国医药制造行业收入及增速情况 (亿元、%)



图表 2 我国医药制造行业利润总额及增速情况¹ (亿元、%)



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化进一步加剧，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。

2016年3月，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的通知》，对已批准上市的仿制药质量和疗效一致性评价工作作出部署，对提升我国仿制药安全性和有效性具有重要意义，同时将进一步促进医药产业升级和结构调整。2019年7月，国家卫健委、国家中医药管理局发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，随即部分省市公布区域内重点监控合理用药药品目录，这将极大限制医疗机构和医生对于目录中药品的临床应用范围，辅助用药重点监控目录中药品销量将受较大影响。2020年4月，国家医保局就《关于建立药品价格和招采信用评价制度指导意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》）征求意见。该《意见》涉及内容未来若实施，将有助于目前国内医药企业销售费用畸高的改善，规范医药市场招采秩序。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，药品质量好具有成本优势的企业。

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来源于化药处方药的生产和销售业务，受新冠肺炎疫情及药品价格下跌影响，跟踪期内公司主营业务收入及毛利润规模均有明显下降，毛利率水平亦有所降低

公司主营化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药等三大领域。2021年，公司主营业务收入为7.35亿元，同比下降26.50%，主要系公司受疫情影响，进院诊疗人次下降，同时受到各省集采影响药品价格下降所致；毛利润规模亦有明显下降，为5.86亿元，同比下降30.65%。2021年，公司抗感染类、消化系统类和肠外营养类药品收入分别占公司主营业务收入的40.00%、20.00%和21.90%。2021年公司综合毛利率同比下降4.77个百分点，主要系药品价格下降所致。

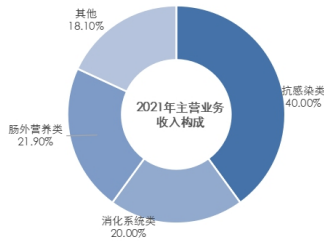
¹ 2017年以来收入数据使用的是国家统计局公布的医药制造企业营业收入来代替主营业务收入。

2022年1~3月，公司主营业务收入为1.25亿元，与上年同期相比下降54.21%，毛利润为1.05亿元，综合毛利率为78.07%，同比下降7.16个百分点。

图表3 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）

类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
抗感染类	6.79	41.52	3.81	38.04	2.94	40.00	0.35	28.00
消化系统类	5.12	31.35	2.56	25.62	1.47	20.00	0.21	16.80
肠外营养类	2.81	17.18	2.00	20.02	1.61	21.90	0.32	25.60
其他	1.63	9.95	1.63	16.32	1.33	18.10	0.37	29.60
合计	16.35	100.00	10.01 ²	100.00	7.35	100.00	1.25	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
抗感染类	5.52	81.34	2.93	76.98	2.07	70.30	0.23	67.01
消化系统类	4.83	94.31	2.38	92.96	1.34	90.97	0.20	92.99
肠外营养类	2.19	78.15	1.58	78.61	1.18	73.63	0.26	81.07
其他	1.57	96.36	1.56	95.73	1.27	95.33	0.36	96.24
合计	14.12	86.35	8.45	84.46	5.86	79.69	1.05	78.07

数据来源：公司提供，东方金诚整理



2022年3月末，公司已有55个产品被纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，另有13个品种被列入国家基药目录，可为公司产品销售提供一定保障，同时多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场保持一定竞争力

公司主要从事化药处方药的研发、生产和销售业务，主导产品涵盖肠外营养药、抗感染药和消化系统药三大领域，目前公司主要生产基地位于海南海口。截至2022年3月末，公司取得了114个品种共202个药品生产批准文件，较上年增加了1个品种2个药品生产批准文件。公司现阶段主导产品涵盖了肠外营养药、抗感染药、消化系统药等领域，主要为处方药。截至2022年3月末，公司纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录产品共计55个，被列入国家基药目录的品种13个，较去年同期品种数量无变化。公司主导产品具体情况如下表所示。

图表4 公司主导产品具体情况

药品名称	产品系列	适应症状	进入新版医保目录情况	各省招标情况	是否处方药
注射用丙氨酰谷氨酰胺	肠外营养类	用于肠外营养，为接受肠外营养的病人提供谷氨酰胺。	医保目录乙类	安徽、北京、广东、广西等26个省、自治区和直辖市	是
注射用奥美拉唑钠	消化系统类	主要用于：消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血；应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤；预防重症疾病等。	医保目录乙类	安徽、广东、贵州、海南等23个省、自治区和直辖市	是
注射用头孢唑肟钠	抗感染类	主要用于：敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病。	医保目录乙类	安徽、北京、广东、广西等26个省、自治区和直辖市	是

2 合计数据略有差异系四舍五入所致。

注射用头孢呋辛钠	抗感染类	主要用于：呼吸道及耳鼻喉感染；泌尿道感染；皮肤及软组织感染；败血症；脑膜炎；淋病；骨及关节感染。	医保目录甲类	安徽、甘肃、广东、广西等 19 个省、自治区和直辖市	是
注射用石杉碱甲	其他	适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。另外本品亦用于重症肌无力的治疗。	医保目录甲类	安徽、福建、甘肃、广东等 24 个省、自治区和直辖市	是
注射用盐酸头孢甲肟	抗感染类	适用于头孢甲肟敏感的链球菌属（肠球菌除外）、肺炎链球菌、消化球菌属、消化链球菌属、大肠杆菌等引起的感染。	未进医保	安徽、广东、广西、贵州等 22 个省、自治区和直辖市	是
注射用盐酸托烷司琼	消化系统类	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐。治疗手术后的恶心、呕吐。	医保目录乙类	安徽、北京、甘肃、广东等 26 个省、自治区和直辖市	是

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场具有一定竞争力。根据 IMS 数据统计，2021 年，注射用丙氨酰谷氨酰胺销售份额在该注射剂型市占率为 69.71%，排名全国第一；注射用奥美拉唑钠销售份额在该注射剂型市占率为 6.30%，排名第四；注射用石杉碱甲为公司独家剂型。

图表 5 2021 年公司主要产品市占率及细分领域排名情况 (%)

治疗领域	主导品种	公司的市场份额	公司排名
肠外营养类	注射用丙氨酰谷氨酰胺	69.71	1
	注射用奥美拉唑钠	6.30	4
消化系统类	注射用盐酸托烷司琼	16.50	3
	注射用头孢唑肟钠	2.96	5
抗感染类	注射用头孢呋辛钠	2.88	12
	注射用盐酸头孢甲肟	26.27	2
	注射用头孢孟多酯钠	6.83	5
其他类	注射用石杉碱甲	100.00	1
	氟马西尼注射液	17.28	2
	注射用盐酸纳洛酮	22.13	1

资料来源：IMS 数据，东方金诚整理

受新冠肺炎疫情影响，2021 年公司主要产品产量和产能利用率同比均有明显下降

公司消化系统类药品主导产品包括注射用奥美拉唑钠、肠外营养类主导产品包括注射用丙氨酰谷氨酰胺、抗感染类主导产品包括注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟等，主要由子公司海南灵康制药有限公司（以下简称“灵康制药”）负责生产，截至 2022 年 3 月末，公司共计拥有 15 条生产线。

公司主要采用“以销定产”模式，视市场需求制定生产计划，同时保持合理库存以保证供货。公司主导产品均为处方药，受疫情影响，进院诊疗人次下降，需求下降导致公司主导产品销量下降，公司根据市场的销量情况来确定产量，销量的下降导致产量相应的下降，致使公司各主要产品产能利用率下降。2021 年公司冻干粉生产车间产能利用率为 20.76%，较上年下降

10.36个百分点；粉针剂车间产能利用率同比下降0.50个百分点，产能利用率进一步下降；头孢粉针剂车间同比下降1.90个百分点。产量方面亦受到较大负面冲击，各主要产品产量均同比明显下降。

2022年一季度，疫情对公司主导产品需求量的冲击依然持续，主要产品产能利用率整体较2021年继续下行。

图表6 近年公司主要生产车间药品生产情况³（万瓶、%）

生产车间	主要生产产品	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月	
冻干粉针剂车间	注射用奥美拉唑钠、注射用盐酸托烷司琼、注射用石杉碱甲	产能	8000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量	4992.32	2489.52	1660.91	371.62
		产能利用率	62.40	31.12	20.76	18.58
粉针剂车间	注射用丙氨酰谷氨酰胺	产能	3000.00	3000.00	3000.00	750.00
		产量	691.38	443.49	428.43	82.59
		产能利用率	23.05	14.78	14.28	11.01
头孢粉针剂车间	注射用头孢呋辛钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢唑肟钠	产能	8000.00	8000.00	8000.00	2000.00
		产量	6375.65	3103.98	2952.37	420.72
		产能利用率	79.70	38.80	36.90	21.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受疫情影响及全国药品价格下降的影响，2021年公司部分药品销量和销售额降幅明显，2022年3月以来，上海、吉林、北京等地疫情持续发酵，疫情对医院的进院诊疗需求影响短期内仍将持续，短期内公司主导产品销量承压

受疫情及各省集采导致全国药品价格下降的影响，2021年公司主要药品中除注射用头孢唑肟钠销量和销售额同比均有小幅提升外其他品种均有所下降。其中注射用奥美拉唑钠销量和销售额分别为1092.28万瓶和0.92亿元，分别同比下降22.69%和36.55%；注射用丙氨酰谷氨酰胺销量和销售额分别为297.02万瓶和1.42亿元，同比分别下降6.27%和19.77%；注射用头孢呋辛钠销量和销售额分别为1254.76万瓶和0.80亿元，分别同比下降28.50%和37.98%；注射用石杉碱甲销量和销售额分别为41.35万瓶和0.56亿元，分别同比下降24.00%和29.11%；注射用盐酸头孢甲肟和注射用盐酸托烷司琼销量和销售额亦有所下降。

2021年，公司化药处方药业务收入为7.35亿元，同比下降26.50%，毛利润为5.86亿元，同比下降30.65%；毛利率为79.69%，较2020年下降4.77个百分点。

2022年3月以来，上海、吉林、北京等地疫情持续发酵，新冠肺炎疫情疫情防控形势严峻复杂，疫情对医院的进院诊疗需求影响短期内仍将持续，短期内公司主导产品销量承压。

³ 其中注射用奥美拉唑钠和注射用盐酸托烷司琼共用冻干粉针剂生产线，注射用头孢呋辛钠和注射用盐酸头孢甲肟共用头孢粉针剂生产线，注射用丙氨酰谷氨酰胺在粉针剂车间生产，此外，公司各生产线还生产其他产品。该表中2019年~2021年产能数据均为对应车间仅生产相应产品时可实现的最大产能，2022年1~3月的产能数据为年度产能换算成季度产能而来。

图表7 近年公司主要药品销售情况

主要产品		2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
注射用奥美拉唑钠	销量(万瓶)	2851.38	1412.86	1092.28	211.19
	产销率(%)	91.65	114.23	118.17	136.73
	销售均价(元/瓶)	11.86	10.23	8.38	7.08
	销售额(亿元)	3.38	1.45	0.92	0.15
注射用丙氨酰谷氨酰胺	销量(万瓶)	405.43	316.88	297.02	71.09
	产销率(%)	98.73	96.03	98.04	98.47
	销售均价(元/瓶)	58.62	55.86	47.79	40.53
	销售额(亿元)	2.38	1.77	1.42	0.29
注射用头孢唑肟钠	销量(万瓶)	810.62	658.42	794.03	225.25
	产销率(%)	96.80	97.08	104.26	107.21
	销售均价(元/瓶)	14.35	13.42	11.38	8.32
	销售额(亿元)	1.16	0.88	0.90	0.19
注射用头孢呋辛钠	销量(万瓶)	2345.34	1754.95	1254.76	105.72
	产销率(%)	90.41	108.33	105.70	103.50
	销售均价(元/瓶)	8.26	7.34	6.38	3.17
	销售额(亿元)	1.94	1.29	0.80	0.03
注射用石杉碱甲	销量(万瓶)	32.66	54.41	41.35	13.68
	产销率(%)	99.42	81.86	121.59	48.12
	销售均价(元/瓶)	132.75	145.10	136.32	105.48
	销售额(亿元)	0.43	0.79	0.56	0.14
注射用盐酸头孢甲肟	销量(万瓶)	767.35	282.99	315.59	36.96
	产销率(%)	76.09	381.79	91.74	197.64
	销售均价(元/瓶)	18.33	16.72	14.70	14.75
	销售额(亿元)	1.41	0.47	0.46	0.05
注射用盐酸托烷司琼	销量(万瓶)	336.90	214.50	177.84	49.58
	产销率(%)	92.88	94.44	114.98	135.04
	销售均价(元/瓶)	30.84	27.79	24.42	11.76
	销售额(亿元)	1.04	0.60	0.43	0.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司主要采取区域经销商的销售模式，跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系，客户集中度有所提升

公司主要采取区域经销商的销售模式。截至2022年3月末，公司销售网络终端已覆盖逾6500家二级以上医院。随着国家两票制政策的实施，公司经销商逐渐向各个区域规模大、资金实力强、网络覆盖广的医药商业公司集中，下游客户主要为大型医药流通公司。2021年，公司前五名客户销售额合计占主营业务收入的比重为36.65%，同比提升2.28个百分点，跟踪期内公司与下游客户仍然保持了较为稳定的合作关系。

图表8 2021年公司前五大客户销售情况(亿元、%)

客户名称	销售额	占比	是否关联方
国药控股股份有限公司及其下属公司	1.30	17.66	否
华润医药商业集团有限公司下属公司	0.63	8.55	否
上药控股有限公司及其下属公司	0.30	4.09	否
深圳市全药网药业有限公司	0.28	3.81	否
云南省医药有限公司	0.19	2.54	否
合计	2.69	36.65	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021年公司主要药品生产所需化学原料药采购供应商集中度进一步提升

公司主要药品生产所需原料主要有丙氨酰谷氨酰胺、头孢呋辛钠、头孢唑肟钠等化学原料药。公司原料均为外部采购，所需原材料价格由市场定价，不同品种原材料价格走势不一。公司与供应商长期稳定合作，供应商集中度高，主要为福安药业集团重庆博圣制药有限公司、苏州盛达药业有限公司、远大生命科学（武汉）有限公司、珠海保税区丽珠合成制药有限公司和深圳信立泰药业股份有限公司等。2021年，公司前五大供应商采购金额合计占比为67.29%，较上年提升3.71个百分点，供应商集中度进一步提升。

未来发展

受新冠肺炎疫情及项目审批手续延迟影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力

截至2022年3月末，公司重点在建项目预计总投资8.50亿元，累计已投入1.63亿元，尚需投入6.87亿元，资金来源主要为自有资金和本期债券募集资金，存在一定资金支出压力。受新冠肺炎疫情及项目审批手续办理延迟影响，美安生产基地建设项目工程进度有所延迟。西藏总部大楼建设项目主要用于公司运营及藏药研发，2021年底已完工，尚未完成验收。未来在建项目的完工投产后，公司生产能力将进一步增加，将有助于业务规模增加。

图表9 截至2022年3月末公司重点在建项目情况(亿元、%)

项目名称	总投资额	2022年3月末 已投资额	2022年4~12 月拟投资额	2023年 拟投资额	2024年及以 后拟投资额	资金来源	项目 建设期
美安生产基地建设项目	8.00	1.19	3.28	2.00	1.53	自有资金+募集资金	2016年12月至2023年12月
西藏总部大楼建设项目	0.50	0.44	0.06			自有资金	2018年5月至2021年12月
合计	8.50	1.63	3.34	2.00	1.53		-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

为应对新冠肺炎疫情及各省集采带来的药品价格下降压力，跟踪期内公司开拓了医药流通服务业务，若开展顺利，预计未来可对公司的收入和利润形成一定补充

为应对新冠肺炎疫情及各省集采带来的药品价格下降压力，跟踪期内公司开拓了医药流通服务业务。2021年8月，公司全资子公司西藏驿信医药有限公司（以下简称“西藏驿信”）与成都上锦南府医院签署《成都上锦南府医院药品、试剂、医用耗材等物资供应与配送长期服务

合同》，西藏骅信为成都上锦南府医院药品（特殊药品除外）、试剂、医用耗材、办公用品的采购、物流与配送等项目服务的提供商，合同金额为每年3亿元，期限3年。该合同的签署有助于公司拓展医药流通业务，延伸医药产业链，预计未来可对公司的收入和利润形成一定补充。

公司治理与战略

跟踪期内，由于公司被关联企业非经营性占用1.50亿元资金，天健会计师事务所对公司出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告，截至2021年末上述拆出款项已经全部收回并收取利息

跟踪期内，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对灵康药业2021年度内部控制的有效性进行审计，并出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告（天健审【2022】5180号）。强调事项内容涉及灵康药业2021年度存在被控股股东的控股企业浙江灵康益冠实业有限公司非经营性占用人民币1.50亿元资金的情况。上述拆出款项虽然已经全部收回并收取利息，但由于灵康药业在拆出资金过程中未履行公司内部控制制度的审批流程，未履行关联交易的决策程序且未及时进行信息披露，说明灵康药业在资金支付审批、关联交易决策、信息披露等方面存在内部控制缺陷，灵康药业已对上述问题进行了自查，并对上述内部控制缺陷制定了整改措施。同时，天健会计师事务所（特殊普通合伙）说明，对公司内部控制审计报告发表的带强调事项段无保留意见不影响已对财务报告内部控制发表的审计意见。

跟踪期内，公司治理结构、组织架构、发展战略等均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2021年财务报告和2022年1~3月财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2022年1~3月财务报表未经审计。截至2022年3月末，公司拥有9家直接控股子公司，跟踪期内无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内公司资产规模小幅下降，资产结构仍以流动资产为主

2021年末及2022年3月末，公司资产总额分别为25.14亿元和24.64亿元，其中流动资产占比分别为71.12%和69.73%，公司资产构成仍以流动资产为主。

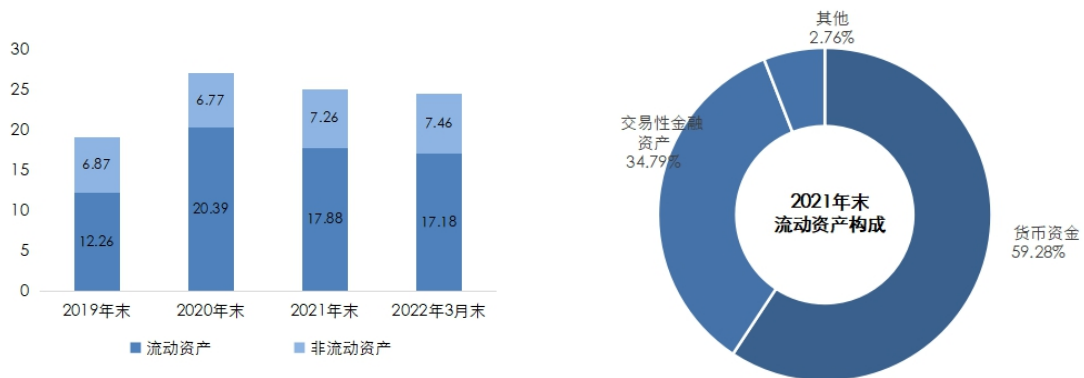
截至2021年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成，合计占流动资产的比重为97.37%。截至2021年末，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，占比分别为98.42%和1.58%，其中其他货币资金0.16亿元，全部为受限资金，主要用于对银行承兑汇票和银行借款的保证金。2021年末，公司货币资金较2020年末下降37.02%，主要系公司利用闲置资金购买理财及偿还银行借款所致。2021年末和2022年3月末，公司交易性金融资产分别为5.79亿元和6.01亿元，2021年末公司交易性金融资产较2020年末增长221.74%，主要是新购买理财产品所致；公司应收账款分别为1.24亿元和1.24亿元，2021年末应收账款同比下降27.94%，主要系公司受疫情影响的同时药品价格下降的影响，收入规模下降所致。公司应收账款账龄主要集中在1年以内，占比88.94%；应收账款坏账准备期

末余额为 0.15 亿元，计提比例 10.93%；同期期末公司存货分别为 0.52 亿元和 0.49 亿元，其中 2021 年末存货同比下降 25.19%，主要系公司受疫情影响产量和销量下降，减少备货量所致。2021 年，公司应收账款周转率为 5.02 次，与上年基本持平；存货周转率为 2.53 次，较 2020 年提升 0.57 次。

2021 年末和 2022 年 3 月末，公司非流动资产分别为 7.26 亿元和 7.46 亿元。2021 年末，公司非流动资产同比增长 7.19%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，占比分别为 38.25%、25.89%和 17.09%，合计占非流动资产比重为 81.23%。2021 年末和 2022 年 3 月末，公司固定资产分别为 2.78 亿元和 2.69 亿元，主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成；在建工程分别为 1.88 亿元和 1.94 亿元，主要包含美安生产基地建设项目、西藏总部大楼建设项目等。公司无形资产分别为 1.24 亿元和 1.23 亿元，2021 年末无形资产较 2020 年末增长 20.84%，主要是土地使用权增长所致；长期股权投资分别为 0.67 亿元和 0.66 亿元，2021 年末，公司长期股权投资较 2020 年末增长 5.74%，主要系公司对浙江和沐康医药科技有限公司追加投资所致。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产规模为 1.79 亿元，占资产总额的比重为 7.25%，占净资产的比重为 12.15%。其中受限货币资金 0.31 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和银行借款保证金；固定资产 0.87 亿元，主要用于银行承兑汇票抵押；受限无形资产 0.61 亿元，主要用于银行承兑汇票抵押。

图 10 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	5.11	15.67	9.87	8.87
应收账款	2.29	1.71	1.24	1.24
存货	0.90	0.69	0.52	0.49
交易性金融资产	3.56	1.80	5.79	6.01
流动资产合计	12.26	20.39	17.88	17.18
长期股权投资	0.82	0.63	0.67	0.66
固定资产	3.37	3.06	2.78	2.69
在建工程	1.54	1.59	1.88	1.94
无形资产	0.50	1.03	1.24	1.23
非流动资产合计	6.87	6.77	7.26	7.46
资产总额	19.13	27.16	25.14	24.64

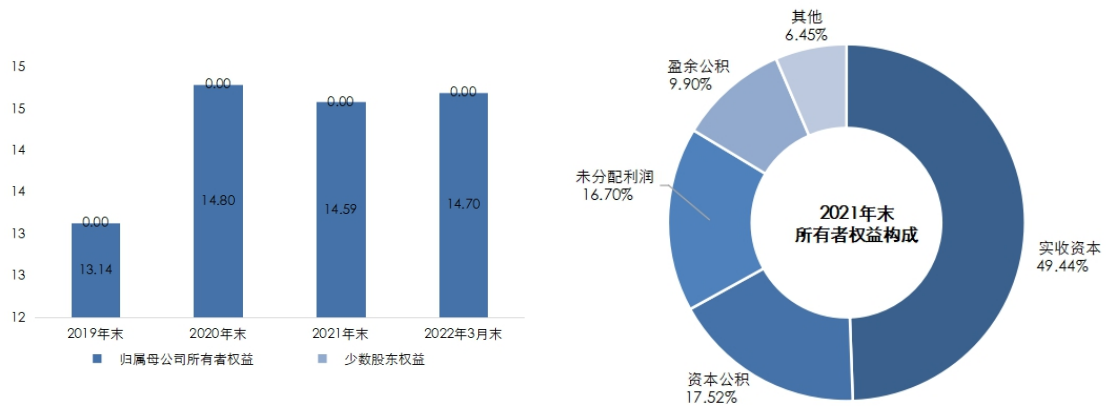
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成，由于公司向股东派发现金红利，跟踪期内公司所有者权益略有下降

2021年末和2022年3月末，公司所有者权益分别为14.59亿元和14.70亿元，2021年末，公司所有者权益较2020年末下降1.42%。截至2021年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和盈余公积构成，占比分别为49.44%、17.52%、16.70%和9.90%，合计占所有者权益比重为93.55%。2021年末，公司实收资本与2020年末基本持平；资本公积同比增长31.85%，主要系可转换公司债券转股所致；2021年5月，经公司股东大会审议通过，公司向股东每股派发现金红利0.20元（含税），共计分配现金红利1.43亿元，导致公司2021年末未分配利润同比减少25.65%。

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，公司负债仍以流动负债为主，公司归还了部分长期借款，有息债务规模有所下降，债务负担有所减轻

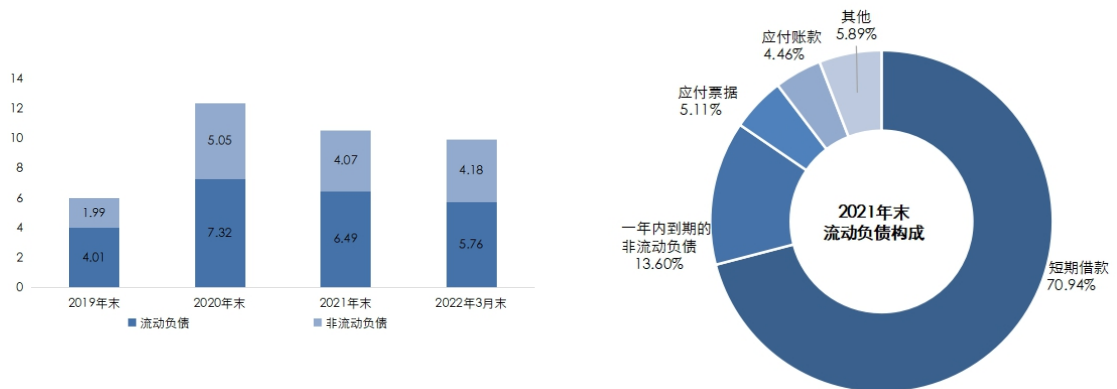
2021年末和2022年3月末，公司负债总额分别为10.56亿元和9.94亿元，2021年末，公司负债总额较2020年末下降14.62%，其中流动负债的比重为61.47%，公司负债构成仍以流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据和应付账款构成，2021年末占比分别为70.94%、13.60%、5.11%和4.46%，合计占流动负债比重为94.11%。2021年末和2022年3月末，公司流动负债分别为6.49亿元和5.76亿元，其中2021年末，公司流动负债较2020年末下降11.31%，主要系归还了部分一年内到期的长期借款所致。2021年末和2022年3月末，公司短期借款分别为4.60亿元和4.00亿元，2021年末，公司短期借款较2020年末增长18.10%，主要是用于日常经营周转和支付市场营销费用增加所致；同期末公司一年内到期的非流动负债分别为0.88亿元和0.86亿元，2021年末，公司归还了部分一年内到期的长期借款，导致年末一年内到期的非流动负债规模同比下降53.61%。公司应付账款主要为应付供应商货款和长期资产购置款，2021年末和2022年3月末分别为0.29亿元和0.38亿元。2021年末，公司应付票据较2020年末增长241.37%，主要系票据结算增多所致。

公司非流动负债主要由应付债券构成，2021年末和2022年3月末，公司非流动负债分别为4.07亿元和4.18亿元。2021年末，公司应付债券规模同比下降6.46%，主要系“灵康转债”

部分投资人转股所致。2021年末和2022年3月末，公司均无长期借款，2021年末，公司长期借款较2020年末下降100.00%，主要是长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债所致。

图表 12 公司负债情况 (亿元)



项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
短期借款	0.60	3.90	4.60	4.00
应付票据	0.70	0.10	0.33	0.19
应付账款	0.65	0.46	0.29	0.38
一年内到期的非流动负债	-	1.90	0.88	0.86
流动负债合计	4.01	7.32	6.49	5.76
长期借款	1.90	0.85	-	-
应付债券	-	4.13	3.86	3.93
非流动负债合计	1.99	5.05	4.07	4.18
负债总额	6.00	12.36	10.56	9.94

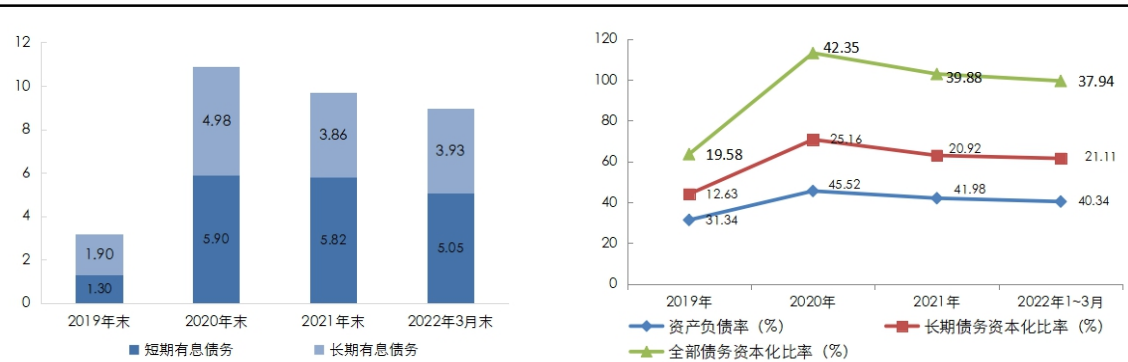
资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，截至2021年末，公司全部债务为9.68亿元，相比上年末下降11.00%，主要系公司归还了长期借款所致。短期有息债务和长期有息债务占比分别为60.12%和39.88%。同期末，公司资产负债率为41.98%，相比上年末下降3.54个百分点；长期债务资本化比率为20.92%，相比上年末下降4.24个百分点；全部债务资本化比率为39.88%，相比上年末下降2.47个百分点。

2022年3月末，公司全部债务为8.99亿元，相比上年末下降7.13%，其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为56.23%和43.77%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为40.34%和37.94%。

从债务期限结构来看，2022年4~12月和2023年，公司有息债务到期偿还额分别为4.55亿元和0.50亿元。

图表 13 公司有息债务情况 (亿元、%)



图表 14 截至 2022 年 3 月末公司债务期限结构情况 (万元)

债务到期时间	短期借款 到期偿还金额	应付票据 到期偿还金额	一年内到期的非 流动负债	应付债券	合计
2022 年 4~12 月	35014.11	1867.14	8630.86	-	45512.11
2023 年	5012.09	-	-	-	5012.09
2024 年	-	-	-	-	-
2025 年及以后	-	-	-	39333.97	39333.97
合计	40026.20	1867.14	8630.86	39333.97	89858.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

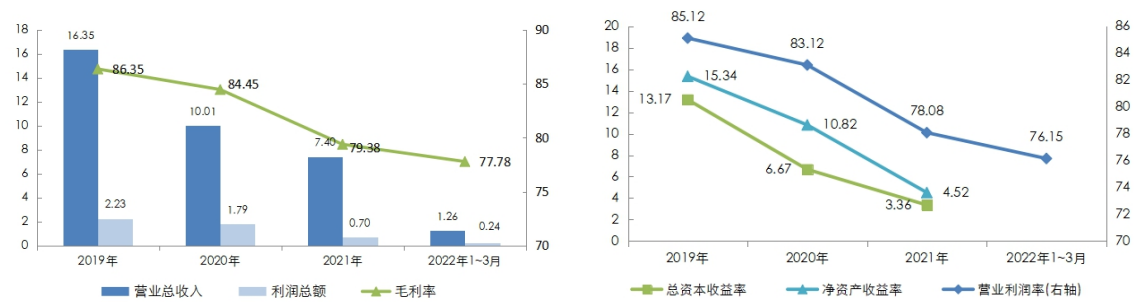
受新冠肺炎疫情及药品价格下跌影响，2021 年公司营业收入降幅明显，利润空间进一步缩窄，公司业绩短期内仍将承压，但中长期来看，疫情防控若得到有力控制，门诊需求回升将有助于公司盈利能力的改善

受新冠肺炎疫情、各省集采导致公司主导药品价格下跌的影响，2021 年，公司营业收入同比下降 26.04%，为 7.40 亿元；同期，营业利润率为 78.08%，相比上年下降 5.04 个百分点；利润总额 0.70 亿元，同比下降 60.68%。公司其他收益主要为与收益相关的政府补助，2021 年为 0.24 亿元，同比下降 72.23%，主要系上年同期收到政府发放的非持续性产业发展扶持资金所致；同期投资收益为 0.16 亿元，主要来自理财产品的收益。

期间费用方面，公司费用以销售费用为主，期间费用率高企，对利润空间挤占明显。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司销售费用率分别为 57.26%和 44.28%。2021 年，公司销售费用率较 2020 年下降了 5.13 个百分点，主要系受疫情影响市场推广活动减少，同时减少了流通环节，销售环节各项费用减少所致所致。2021 年，公司总资本收益率为 3.36%，相比上年下降 3.32 个百分点；净资产收益率为 4.52%，相比上年下降 6.30 个百分点。

2022 年 1~3 月，公司营业收入为 1.26 亿元，同比下降 54.01%，利润总额为 0.24 亿元，同比下降 44.19%，主要系收到的政府补助下降所致。受新冠肺炎疫情疫情影响，门诊量下降，药品销售终端需求受到较大影响，同时各省集采导致公司主导药品价格下跌，利润空间进一步缩窄，公司业绩短期内仍将承压。但中长期来看，疫情防控若得到有力控制，门诊需求回升将有助于公司盈利能力的改善。此外，公司开拓了医药流通服务等新业务，可能将为公司带来一定的收入和利润补充。

图表 15 公司收入和盈利能力情况 (亿元)



图表 16 2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月公司期间费用情况 (万元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
销售费用	109235.52	62450.95	42391.36	5579.80
管理费用	7784.92	8328.66	9108.47	1594.18
研发费用	3804.37	2036.48	2277.50	183.94
财务费用	951.39	395.63	640.35	44.01
期间费用合计	121776.20	73211.72	54417.69	7401.92
期间费用占营业收入比重	74.48	73.14	73.50	58.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内公司经营性现金流有所下降，但仍保持净流入状态，收入获现能力较好，公司在建项目后续投资规模较大，未来对外融资需求将有所增长

受新冠肺炎疫情影响，产品销售回款短期承压，公司经营性现金流有所下降，2021 年经营活动现金流入为 9.19 亿元，相比上年下降 29.33%，主要系公司受疫情影响的同时受到各省集采及全国价格联动的影响，营业收入下降所致；经营活动现金流出为 7.91 亿元，相比上年下降 32.64%；经营活动产生的现金流量净额为 1.29 亿元，与上年基本持平。2021 年公司现金收入比为 119.49%，同比下降 0.35 个百分点。

2021 年，公司投资活动现金流入为 17.14 亿元，相比上年增长 96.60%，主要系理财产品到期收回所致；公司投资活动现金流出为 21.47 亿元，相比上年增长 188.57%，主要系支付的理财产品投资款大幅增长所致；投资活动产生的现金流量净额为-4.33 亿元；筹资活动现金流入为 4.87 亿元，相比上年下降 51.69%，系融资活动减少所致；筹资活动现金流出为 7.66 亿元，相比上年增长 291.53%，系偿还债务所支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-2.79 亿元。公司美安生产基地建设项目等在建项目后续投资规模较大，未来对外融资需求将有所增长。

2022 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.27 亿元、-0.52 亿元和-0.91 亿元。

图表 17 公司现金流和现金收入比情况 (亿元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内流动比率、速动比率均有所下降，经营现金流动负债比小幅提升。截至 2022 年 3 月末，公司未受限货币资金期末余额 8.56 亿元，流动负债 5.76 亿元，账面资金对流动负债的覆盖倍数为 1.49 倍。

长期偿债能力方面，2021 年末，公司全部债务资本化比率为 39.88%，较 2020 年末下降 2.47 个百分点；长期债务资本化比率为 20.92%，较 2020 年末下降 4.24 个百分点；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.60 倍和 7.18 倍。

截至 2022 年 3 月末，公司已获银行授信总额 6.75 亿元，尚未使用银行授信 1.56 亿元。

图表 18 公司偿债能力主要指标 (%、倍)

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
流动比率	305.98	278.69	275.61	298.40
速动比率	283.56	269.25	267.65	289.96
经营现金流动负债比	58.80	17.33	19.80	-
EBITDA 利息倍数	20.45	17.07	3.60	-
全部债务/EBITDA	1.15	4.60	7.18	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 13 日，公司本部无不良信用记录。存续期内债券已按期支付利息。

抗风险能力及结论

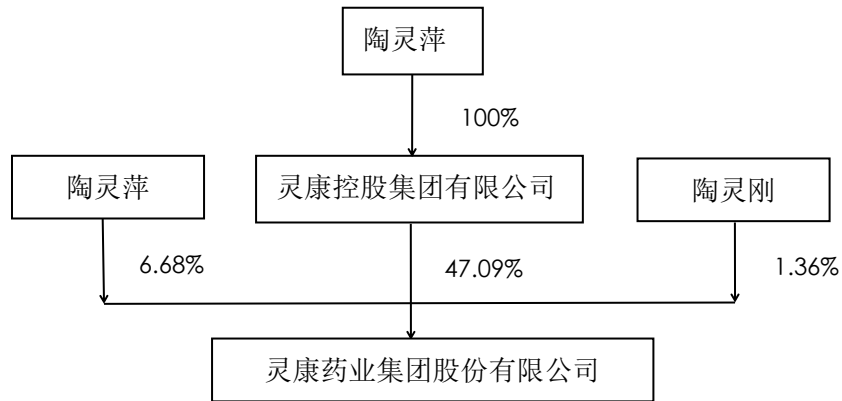
公司主导产品涵盖抗感染药、消化系统药和肠外营养药三大领域，多个主导产品市场份额位居行业前列，在细分市场保持一定竞争力；跟踪期内公司开拓了医药流通服务业务，预计未来可对公司的收入和利润形成一定补充；跟踪期内公司经营性现金流仍保持净流入状态，收入获取能力较好。

同时，东方金诚关注到，受新冠肺炎疫情及各省集采药品价格下跌影响，2021 年公司主导产品销量和销售额降幅明显，2022 年 3 月以来，多地疫情频发对医院的进院诊疗需求影响仍将

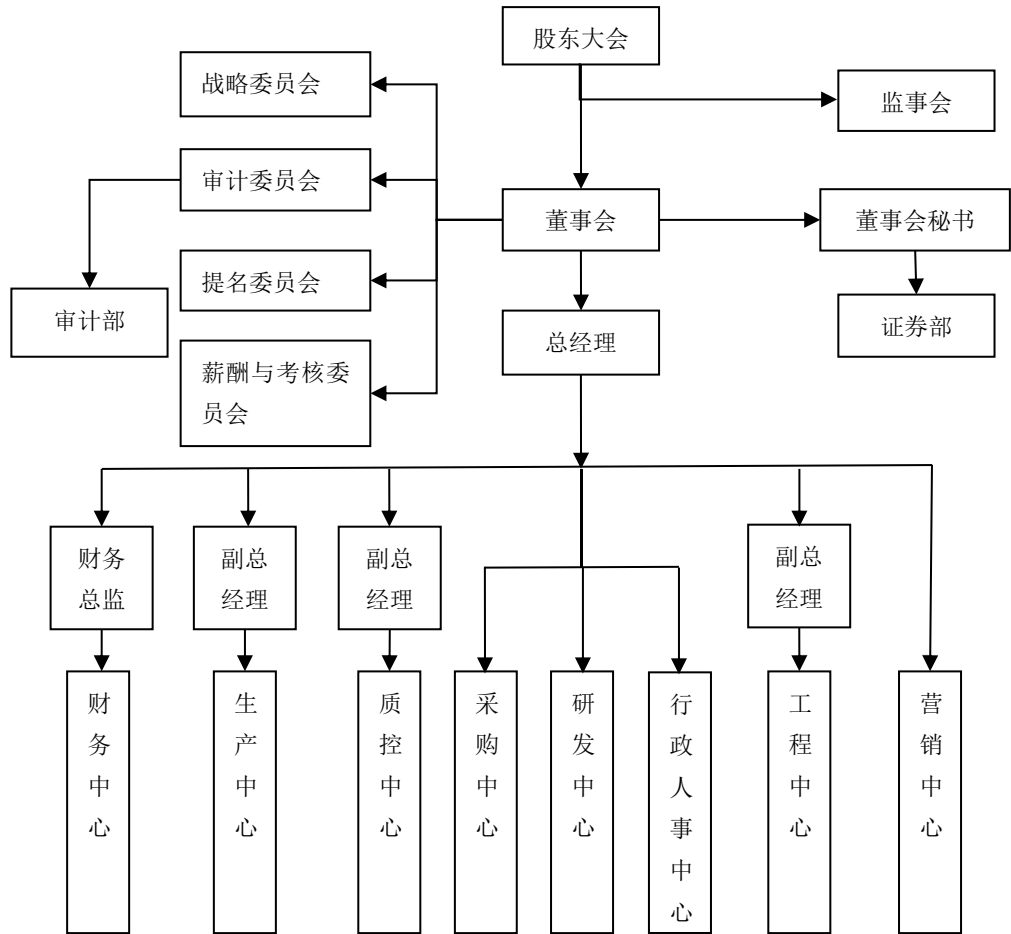
持续，短期内公司主导产品销量承压；受新冠肺炎疫情及项目审批手续延迟影响，公司在建项目进度不及预期，且后续投资规模较大，未来仍存在资金支出压力；跟踪期内，由于公司被关联企业非经营性占用 1.50 亿元资金，天健会计师事务所对公司出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告，截至 2021 年末上述占用资金已经全部收回并收取利息。

综上，东方金诚维持灵康药业主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，并维持“灵康转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	19.13	27.16	25.14	24.64
所有者权益 (亿元)	13.14	14.80	14.59	14.70
负债总额 (亿元)	6.00	12.36	10.56	9.94
短期债务 (亿元)	1.30	5.90	5.82	5.05
长期债务 (亿元)	1.90	4.98	3.86	3.93
全部债务 (亿元)	3.20	10.87	9.68	8.99
营业收入 (亿元)	16.35	10.01	7.40	1.26
利润总额 (亿元)	2.23	1.79	0.70	0.24
净利润 (亿元)	2.02	1.60	0.66	0.21
EBITDA (亿元)	2.78	2.36	1.35	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.36	1.27	1.29	0.27
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.12	1.28	-4.33	-0.52
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.28	8.12	-2.79	-0.91
毛利率 (%)	86.35	84.45	79.38	77.78
营业利润率 (%)	85.12	83.12	78.08	76.15
销售净利率 (%)	12.33	15.99	8.90	16.32
总资本收益率 (%)	13.17	6.67	3.36	-
净资产收益率 (%)	15.34	10.82	4.52	-
总资产收益率 (%)	10.54	5.89	2.62	-
资产负债率 (%)	31.34	45.52	41.98	40.34
长期债务资本化比率 (%)	12.63	25.16	20.92	21.11
全部债务资本化比率 (%)	19.58	42.35	39.88	37.94
货币资金/短期债务 (%)	393.68	265.73	169.67	175.49
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	69.98	23.42	-31.45	-
流动比率 (%)	305.98	278.69	275.61	298.40
速动比率 (%)	283.56	269.25	267.65	289.96
经营现金流动负债比 (%)	58.80	17.33	19.80	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.45	17.07	3.60	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.15	4.60	7.18	-
应收账款周转率 (次)	14.30	5.00	5.02	-
销售债权周转率 (次)	14.30	5.00	5.02	-
存货周转率 (次)	4.97	1.96	2.53	-
总资产周转率 (次)	1.71	0.43	0.28	-
现金收入比 (%)	109.05	119.84	119.49	102.66

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+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：企业主体及长期债券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。