

华润医药控股有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1378 号

华润医药控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 华润医药 MTN001”、“19 润药 Y1”、“20 润药 Y1”和“22 润药 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 华润医药 MTN001”、“19 润药 Y1”、“20 润药 Y1”和“22 润药 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了行业地位突出、综合竞争实力强、业务结构多元化、盈利和经营获现水平进一步提升、控股股东实力强且对公司支持力度大等方面的优势和良好的外部发展环境对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到并购带来管理方面的挑战及商誉减值风险、债务规模大、短期债务占比高、应收账款规模大且持续增加等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

概况数据

华润医药控股（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,660.74	1,724.12	2,001.21	2,099.71
所有者权益合计（亿元）	532.15	589.00	692.28	709.22
总债务（亿元）	477.08	460.51	552.18	617.75
营业总收入（亿元）	1,804.23	1,782.96	1,973.46	510.23
净利润（亿元）	46.65	53.10	58.26	19.47
EBITDA（亿元）	101.31	108.62	117.70	--
经营活动净现金流（亿元）	84.83	92.57	106.35	-48.30
资产负债率(%)	67.96	65.84	65.41	66.22
华润医药控股（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	412.02	417.29	446.23	445.58
所有者权益合计（亿元）	177.00	192.08	187.90	188.55
总债务（亿元）	77.05	56.18	74.31	90.25
营业总收入（亿元）	-	-	-	-
净利润（亿元）	10.46	5.63	4.73	0.65
经营活动净现金流（亿元）	18.08	46.96	-1.34	-0.68
资产负债率(%)	57.04	53.97	57.89	57.68

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：医药流通(C100200_2019_02)

华润医药控股有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	5.89	7
	净资产回报率(%)*	16.16	7
	现金周转天数(天)*	104.05	6
财务政策与偿债能力(30%)	资产负债率(%)	65.41	8
	总债务/EBITDA(X)*	4.55	8
	货币等价物/短期债务(X)*	0.68	7
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	4.79	7
规模(15%)	营业总收入(亿元)	1,973.46	10
运营实力(30%)	销售区域覆盖广度及深度	10	10
	渠道保障能力	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性、药品安全质量及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **外部发展环境良好。**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

■ **行业地位突出，综合竞争实力强。**公司在中药、化学药和营养保健品领域品牌优势明显，相关产品居于国内市场领先地位，2021 年销售过亿的重点产品有 62 个；同时，下属子公司华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业”）销售网络覆盖全国大部分省市，行业地位突出，综合竞争实力强。

■ **业务结构多元化提升了公司的抗风险能力。**公司业务涵盖了中药、化学药、营养保健品、医药商业及医药研发五大板块，2021 年收购博雅生物制药集团股份有限公司（以下简称“博雅生物”）进一步拓展了血液制品领域的布局，多元化的业务结构有助于规避业态单一的风险，整体抗风险能力加强。

■ **公司盈利和经营获现水平进一步提升。**2021 年受益于国内疫情防控形势趋于稳定，带动医药工业及医药商业板块销售均同比恢复，公司利润水平和经营获现水平进一步提升。

■ **控股股东实力强，对公司支持力度大。**公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”），控股股东为华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药集团”），股东实力强；公司所经营的医药业务是华润医药集团的核心业务，且是未来战略发展的重要板块，公司在业务发展、医药行业资源整合和资金等方面能得到控股股东的大力支持。

关注

■ **并购带来管理方面的挑战及商誉减值风险。**医药工业板块及商业板块的并购重组给公司带来收益的同时也为其经营管理带来挑战；同时，公司商誉规模较大，或将面临一定减值风险。

■ **债务规模较大，短期债务占比高。**截至 2022 年 3 月末公司总债务为 617.75 亿元，其中短期债务占比高达 83.56%，债务结构有待改善。

■ **应收账款规模大且持续增加，对营运资金形成占用。**公司医药商业业务应收账款保持较大规模，2021 年由于受疫情对下游客户回款速度的影响仍有所延续，应收账款规模进一步增大，对营运资金形成占用。

评级展望

中诚信国际认为，华润医药控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**财务杠杆持续大幅攀升、资产流动性恶化、业务规模大幅缩减、失去重要子公司控制权、盈利及经营获现情况持续严重恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

评级历史关键信息

华润医药控股有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 华润医药 MTN001 (AAA)	2021/06/11	许新强、刘逸伦、袁悦颖	中诚信国际医药流通行业评级方法 C100200 2019_02	阅读全文

注：中诚信国际原口径，历史评级信息仅列示中期票据历史评级情况。

同行业比较

2021 年部分医药流通企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	现金周转天数（天）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
国药控股	5,210.51	130.56	76.96	3,352.56	70.21
上海医药	2,158.24	62.75	75.36	1,634.36	63.86
华润医药控股	1,973.46	58.26	108.99	2,001.21	65.41

注：“国药控股”为“国药控股股份有限公司”简称；“上海医药”为“上海医药集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 华润医药 MTN001	AAA	AAA	2021/06/11	25.00	25.00	2021/06/23~2024/06/23	--
19 润药 Y1	AAA	AAA	2021/06/21	20.00	20.00	2019/11/13~2022/11/13 (3+N)	发行人续期选择权、票 面利率选择权、赎回
20 润药 Y1	AAA	AAA	2021/06/21	10.00	10.00	2020/10/30~2022/10/30 (2+N)	发行人续期选择权、票 面利率选择权、赎回
22 润药 01	AAA	AAA	2022/01/06	20.00	20.00	2022/01/21~2025/01/21	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2021 年末，华润医药控股有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（第一期）（债券简称为“19 润药 Y1”，债券代码 155852）和华润医药控股有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）（债券简称为“20 润药 Y1”，债券代码 175347）募集资金已全部使用完毕。2022 年 1 月，公司发行华润医药控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“22 润药 01”，债券代码 185335），截至 2022 年 3 月末“22 润药 01”募集资金已全部使用完毕。上述债券募集资金实际使用情况与募集说明书承诺的用途和使用计划一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑

较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政

扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。其中，2021 年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021 年医药工业规模以上企业实现营业收入 33,049.3 亿元，同比增长 19.1%；实现利润总额 7,006.5 亿元，同比增长 68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业

收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药 3 个子行业营业收入从 2020 年的负增长实现了 10%左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

国内卫生体制改革持续深化有利于医药制造行业提升规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

近年来国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）、国家卫生健康委员会（以下简称“国家卫健委”）、和国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）在医疗端、医药端和医保端“三医联动”持续深化改革，发布了国家医保谈判“双通道”管理机制、“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规，通过医保、医药和医疗的联动，促进医药行业改革进一步推进与深化，加快建设可持续的多层次医疗卫生服务保障体系。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2021 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
------	----	------	------	-------

2021.4	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判“双通道”管理机制的指导意见》	为确保国家医保谈判药品顺利落地，满足参保患者用药需求，就建立完善谈判药品“双通道”管理机制在分类管理、遴选药店、规范使用、完善支付政策、优化经办管理、强化监管、加强领导等方面提出指导意见。	促进谈判药品的供应保障多元化，对于解决谈判药品“进院难”问题、推动医疗机构药品制度改革等将产生积极影响。
2021.5	国家药监局	《药品警戒质量管理规范》	规范适用于药品上市许可持有人和获准开展药物临床试验的药品注册申请人开展的药物警戒活动，要求持有人和申办者建立药物警戒体系，通过体系的有效运行和维护，监测、识别、评估和控制药品不良反应及其他与用药有关的有害反应等。	规范和指导药品上市许可持有人和药品注册申请人的药物警戒活动，全面落实药物警戒主体责任，明确其在药物警戒体系建设和药物警戒活动开展中的职责，并对药物警戒的委托管理进行原则性规定。
2021.9	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	提出“十四五”期间全民医疗保障的发展基础、总体要求（指导思想、基本原则、发展目标），健全多层次医疗保障制度体系，优化医疗保障协同治理体系构筑坚实的医疗保障服务支撑体系，要求各地区、各有关部门做好规划实施。	促进基本医疗保障公平发展，有利于加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《十四五医药工业发展规划》	新一轮技术变革和跨界融合加快，围绕新机制、新靶点药的基础研究和转化应用不断取得突破，生物医药与新一代信息技术深度融合	医药工业新一轮科技革命和产业变革为行业发展提供了广阔空间。

资料来源：公开资料整理

其中，医保端政策调整对医药制造行业的影响最为直接也最为明显。近年来我国进行多批全国范围内国家药品集中采购及医用耗材集中采购，药品与医用耗材带量采购已逐步实现常态化，中选品种数量和中标企业数量整体提升，平均降价幅度亦始终保持在 50% 以上，与此同时，省际集采联盟的数量亦不断增多，与国家集采形成良好配合与补充。医保目录持续进行动态调整，不断调入基本用药，平均价格降幅保持在 50% 以上。**中诚信国际认为**，

上述政策有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。引导药品适度竞争，为价格更低、质量更优的药品腾出空间，提升药品可及性和用药公平性。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。而另一方面，带量采购和医保目录动态调整的不断深入使得医药制造行业整体竞争压力加剧，促使行业内企业通过优化生产与经营效率以实现成本压降，行业竞争回归药品成本把控以及效用与质量的提升。

表 2：历次药品及医疗器械集中采购主要情况一览（个）

带量采购批次	范围	时间	采购周期	中选品种数量	平均降价幅度	最高降价幅度	中标企业数量
1	4+7 城市	2018 年 11 月	以结果执行日起 12 个月	25	52%	96%	15
扩围	全国	2019 年 9 月	中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企业为 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期视实际情况可延长一年	25	59%	78%	45
2	全国	2019 年 12 月	全国实际中选企业为 1 家的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 2 家或 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的品种，本轮采购周期原则上为 3 年	32	53%	93%	77
3	全国	2020 年 7 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	55	53%	95%	125

首批国家高值医用耗材集中带量采购	全国	2020 年 11 月	本次冠脉支架采购周期 2 年	27	93%	--	11
4	全国	2021 年 1 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	45	52%	96%	118
5	全国	2021 年 6 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	61	56%	98%	148
骨科创伤类医用耗材集中带量采购	12 省市	2021 年 7 月	2021 年 11 月 1 日至 2022 年 10 月 31 日	20,751	88.65%	--	71
6	全国	2021 年 11 月	本次胰岛素集中采购周期为 2 年，由各地终选结果实际执行日起计算	6	48%	76%	11

资料来源：公开资料整理

表 3：历次医保谈判主要情况一览

谈判时间	入围药品数量（个）	谈判成功药品数量（个）	平均降幅	协议有效期
2015 年（试点）	5	3	50%以上	2016 年至 2017 年采购期内
2017 年	44	36	39%	2018 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日
2018 年	18	17	56.7%	2019 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日
2019 年	119（新药）+31（续约品种个数）	70（新药）+27（续约品种个数）	60.7%+26.4%	2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
2020 年	162	119	50.64%	2021 年 3 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日
2021 年	117	94（27 个目录内原有品种+67 个目录外新增药品）	61.71%（目录外新增药品）	2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

医药流通行业增速保持恢复态势，随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势

2021 年全国药品流通市场销售规模持续稳定增长，行业增速保持恢复态势。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 25,829 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 9.26%，增速同比加快 8.06 个百分点，比 2019 年同期增长 8.93%；其中药品零售市场销售额 5,463 亿元，同比增长 7.73%，增速同比放慢 3.84 个百分点，比 2019 年同期增长 14.69%。

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，

2020 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 73.7%，同比提高 0.4 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 42.6%，同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来或将进一步提升行业集中度，不断优化行业结构。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 4：2020 年度医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药股份有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年 9 月末连锁化率提升至 57.1%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具备竞争优势。

此外，2021 年 10 月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

跟踪期内，公司产权结构稳定，治理良好，部分董事、监事及高级管理人员发生变动

截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 150.00 亿元，为华润医药集团独资企业，最终控制人为国务院国资委，产权结构稳定。

跟踪期内，公司建立了较为完善的法人治理结构，严格按《公司法》和有关法律法规规范运作，并制定了一套全面、系统的内部控制及管理办法，

进一步加强对下属子公司的控制力。资金管理方面，因上市公司独立性要求，公司不对下属上市公司资金进行归集，对下属华润医药商业等非上市公司资金按照资金管理制度纳入资金池统一调配使用。

人事变动方面，2021 年以来公司部分董事、监事及副总裁等高级管理人员发生变动。

表 5：2021 年以来公司人事变动情况

变更人员类型	变更人员名称	变更人员职务	时间
高级管理人员	魏成林	离任副总裁	2021 年 2 月
高级管理人员	郭建军	离任副总裁（仍担任公司董事）	2021 年 5 月
高级管理人员	殷惠军	离任高级副总裁	2021 年 8 月
高级管理人员	靳松	离任副总裁	2021 年 8 月
董事	李向明	离任董事	2021 年 9 月
董事	郭建军	离任董事	2021 年 9 月
董事	唐娜	就任董事	2021 年 9 月
董事	赵炳祥	就任董事	2021 年 9 月
监事	张健	离任监事	2021 年 9 月
监事	彭颖	就任监事	2021 年 9 月
高级管理人员	崔兴品	新任副总裁	2021 年 11 月
董事、董事长	韩跃伟	离任董事、董事长	2022 年 1 月
董事	赵炳祥	离任董事	2022 年 1 月
董事、董事长	白晓松	就任董事、董事长	2022 年 1 月
董事	陶然	就任董事	2022 年 1 月

注：2022 年 1 月，韩跃伟先生不再担任公司董事及董事长时亦不再担任公司法定代表人，公司法定代表人由新任董事及董事长白晓松先生接任。
资料来源：华润医药控股公司债券 2021 年年度报告及公司公告，中诚信国际整理

公司医药工业板块产品丰富，治疗领域广，重点产品优势突出，2021 年收购博雅生物进一步拓展了血液制品领域的布局；随着新冠疫情防控趋于平稳，跟踪期内板块收入实现增长

公司业务范围涵盖中药、化学药、生物制剂、营养保健品、医药流通业及医药研发六大板块，在心血管、大输液、生殖健康、基因治疗、天然药物、中成药等领域居于国内领先地位。其中，医药工业是华润医药控股的支柱产业，也是传统的优势板块。2021 年以来，公司继续通过并购重组进行业务扩张。其中，2021 年 7 月及 11 月，公司分别以股份协议转让及向特定对象发行股份形式获得博雅生物 6,933.20 万股及 7,830.86 万股股权；截至 2021 年末，公司共持有博雅生物 28.86% 股份，同时拥有

博雅生物 40.01%股份的表决权，是博雅生物的控股股东，博雅生物已于 2021 年 11 月 25 日纳入公司合并范围，助力公司实现在血液制品领域的突破性

布局¹。未来公司将继续通过并购重组拓展医药工业板块，中诚信国际将持续关注未来公司并购重组事项及其对经营管理的影响。

表 6：2021 年以来公司并购重组情况（亿元）

控股企业					
时间	收购方	收购标的	持股比例/持股数	交易对价	影响
2021 年 1 月	华润三九医药股份有限公司	安徽省金芙蓉中药饮片有限公司	60.00%	0.98	新增部分中药饮片产能
2021 年 1 月	华润双鹤药业股份有限公司	东营天东制药有限公司	38.75%	--	拓展肝素类原料药及制剂业务
2021 年 7 月	华润医药控股	博雅生物制药集团股份有限公司	6,933.20 万股	23.11	实现在血液制品领域的突破性布局
2021 年 11 月			7,830.86 万股 (向特定对象发行股份)	24.57	
2021 年 9 月	江中药业股份有限公司	晋城海斯制药有限公司 ²	51.00%	4.32	拓展治疗型化学药研制
参股企业					
时间	收购方	收购标的	持股比例	交易对价	影响
2021 年 3 月	华润双鹤药业股份有限公司	浙江湃肽生物有限公司	33.33% (增资)	2.58	布局生物制药领域

注：2020 年 12 月 17 日，华润双鹤以 3.41 亿元收购了东营天东制药有限公司（以下简称“天东制药”）38.75%股权；2021 年 1 月 12 日，华润医药（汕头）产业投资基金合伙企业（有限合伙）与华润双鹤签订投票权委托协议，将天东制药 31.25%投票权委托给华润双鹤，因此华润双鹤共持有天东制药 70%的投票权，并将其于 2021 年 1 月纳入合并范围。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

除新并购的博雅生物外，医药工业主要运营主体包括下属华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”）、东阿阿胶股份有限公司（以下简称“东阿阿胶”）、华润江中制药集团有限责任公司（以下简称“华润江中”；其主要业务主体为上市公司江中药业股份有限公司，以下简称“江中药业”）、华润紫竹药业有限公司（以下简称“华润紫竹”）和华润双鹤药业股份有限公司（以下简称“华润双鹤”）。作为国内三大医药集团公司之一，公司行业地位突出，综合竞争实力强，在 2021 年中国非处方药（OTC）生产企业年度综合排名中，华润三九、江中药业和华润紫竹分列位列第 1、第 17 和第 70

名；华润双鹤旗下 12 个产品获评“2021 化学制药行业优秀产品品牌”。

公司产品涵盖化学药、生物药、中药和营养保健品，主要治疗和疾病领域包括心脑血管、消化道、内分泌、呼吸科、骨科、血液科、抗肿瘤、医学营养、肠胃科、儿科、泌尿及生殖系统、感冒止咳、抗感染、皮肤科、治疗性输液等，2021 年全年共生产 615 种产品，其药品剂型丰富，品种众多，治疗领域广泛，多元化的产品结构有助于分散单一产品需求波动产生的风险。

表 7：医药工业板块子公司概况

下属企业	业务板块	具体业务分类	重点产品及行业地位
华润三九	中药、化学药	OTC（非处方药）及中药处方药	华润三九重点产品包括 999 感冒灵、参附注射液、注射用头孢、免煎中药、三九胃泰颗粒、正天丸等，2021 年“999”品牌产品、“澳诺葡萄糖酸钙口服溶液”、“易复善”等在相关品类内保持领先地位。

¹ 截至 2022 年 3 月末，博雅生物总资产为 76.79 亿元，所有者权益为 70.27 亿元；2021 年，博雅生物实现营业总收入 26.51 亿元，净利润 3.58 亿元。此外，博雅生物已于 2022 年 1 月更名为华润博雅生物制药集团股份有限公司。

² 截至 2021 年末，晋城海斯制药有限公司（以下简称“海斯制药”）总

资产 8.70 亿元，净资产 3.91 亿元；海斯制药于 2021 年 10 月纳入公司合并范围，报告期（即 2021 年 10 月~2021 年 12 月）实现营业收入 2.48 亿元，净利润 0.12 亿元（上述财务信息已考虑购买日公允价值调整的影响）。

华润双鹤	化学药	大输液、慢病、专科	华润双鹤重点产品包括降压0号、冠爽、穗悦、糖适平、卜可、珂立苏、贝奇灵、诺百益、小儿复方氨基酸注射液、基础输液、BFS等。具体来看，在降压领域目前已经形成了以降压0号为核心的全品类产品线；专科领域产品亦保持较高市场地位，其中珂立苏在治疗新生儿呼吸窘迫的PS制剂产品中市场份额第一，小儿氨基酸市场份额排名第一，斐童上市一年后市场份额排名第三，腹膜透析液市场份额排名第二，丙戊酸镁缓释片为独家品种且在丙戊酸口服剂系列中排名第二；基础输液持续保持部分市场的较大份额。
东阿阿胶	营养保健品	营养保健品	东阿阿胶主要销售阿胶及阿胶系列产品，2021年连续第7年获得“健康产业药品品牌价值·TOP50”榜单第一，保持了较强的品牌优势，旗下“桃花姬”阿胶糕等新产品亦稳步发展。
江中药业	中药、营养保健品	OTC（非处方药）及营养保健品	江中药业为胃肠用药市场领导者，重点产品包括江中健胃消食片及江中系列产品、初元、参灵草等；2021年，在保持“江中”牌10亿单品健胃消食片基础上，乳酸菌素片突破4.2亿元，并新增多维元素片及“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊2个过亿产品。
博雅生物	生物制剂	血液制品	博雅生物重点产品包括人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子等，是全国白蛋白、静注人免疫球蛋白规格最全的生产企业之一，同时也是全国较少的三类产品齐全的企业之一。
华润紫竹	化学药	生殖健康药	华润紫竹目前是国内最大的计生药品生产企业，重点产品包括毓婷、金毓婷、米非司酮等，截至2021年末米非司酮占抗早孕市场37.90%份额，毓婷和金毓婷占紧急避孕药市场48.50%份额，市场占有率保持第一。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

公司制药领域重点产品优势突出，品牌价值高，2021年共有阿胶及系列产品、999感冒灵、三九胃泰颗粒、大输液、降压0号、糖适平、毓婷/金毓婷等62个销售过亿的产品，同比增幅较大，核心产品梯队发展情况良好。2021年，受集采中选产品价格下降影响，化药心血管产品销售收入同比有所下降，且由于限抗、集采等政策延续，抗感染产品收入仍呈下滑态势，但随着当年新冠疫情防控趋于平稳，其他主要产品销售收入均同比增长。

此外，2021年12月21日，由湖北牵头的19省中成药省际联盟集采正式发布拟中选结果，广东也正在组织省际中药联盟集采。目前公司相关品种未涉及湖北及广东中成药带量采购，但中成药集采已经从市、省级试点，到覆盖范围广阔的多个省际联盟集采，省际联盟采购后中成药带量采购的规模或将进一步扩大，中诚信国际将对公司未来中成药集采中标情况及其可能对整体经营和盈利能力带来的影响保持关注。

表 8：公司工业板块主要产品销售收入（亿元）

药品	2019	2020	2021
感冒用药（感冒灵、复方感冒灵等）	28.51	27.95	35.97
阿胶及系列产品	20.43	21.38	27.49
化药心血管产品（降压0号、压氏达等）	30.67	30.33	27.12
配方颗粒	21.97	22.79	23.48

³ 自2021年11月25日至12月31日，博雅生物实现营业收入2.46亿

消化道及新陈代谢（胃泰系列、气滞胃痛、茵栀黄、健胃消食片）	17.75	22.40	23.05
基础输液	21.59	18.30	21.10
中药心脑血管（参附、参麦、生脉、血塞通）	11.85	11.22	11.41
骨科（骨通贴膏、庄股系列、天和追风膏）	4.69	6.74	7.79
皮肤（皮炎平系列）	6.04	6.41	7.08
精神神经	3.94	5.45	6.66
化药儿科（小儿复方氨基酸注射液、小儿氨酚黄那敏颗粒、珂立苏）	7.57	6.28	6.34
抗感染产品（新泰林、佳美舒、美红）	23.06	11.55	5.16
其他	99.67	95.84	118.33
合计	297.74	286.64	320.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从各经营主体来看，2021年，华润三九营业收入同比上升12.34%，主要系感冒、皮肤、肠胃等传统CHC健康消费品稳步发展，加之处方药业务中专科及配方颗粒销售收入快速增长所致；虽然受集采影响慢病业务收入有所下滑，但随着疫情防控常态化管理，医院及终端市场需求回升，输液及专科业务收入同比增长，带动当年华润双鹤营业总收入同比上升7.14%；受益于阿胶及其他主力产品销售回升，2021年东阿阿胶营业总收入同比增加12.89%；江中药业营业总收入同比上升17.72%，主要系当年非处方药业务稳步发展，加之收购海斯制药令处方药业务收入增幅较大所致；华润紫竹业绩亦小幅提升。受上述因素综合影响，加之2021年博雅生物于当年11月25日纳入公司合并范围³，医药

元，净利润0.54亿元。

工业板块全年收入同比上升 11.98%。2022 年一季度，各经营主体收入均同比增加，带动当期医药工业板块收入亦同比上升。整体来看，跟踪期内疫情缓解使得医药工业板块收入回升，经营情况良好。

表 9：公司医药工业板块下属企业经营情况（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
华润三九	147.02	136.37	153.20	41.94
华润双鹤	93.81	85.04	91.12	25.18
东阿阿胶	29.59	34.09	38.49	8.90
江中药业	24.49	24.41	28.74	9.31
博雅生物	27.61	25.13	26.51	6.55
华润紫竹	11.00	11.43	12.24	3.45
净利润	2019	2020	2021	2022.1~3
华润三九	21.39	16.18	20.81	8.46
华润双鹤	10.66	10.13	9.72	3.45
东阿阿胶	-4.45	0.41	4.39	1.15
江中药业	4.79	4.90	5.31	1.94
博雅生物	4.42	2.75	3.58	1.07
华润紫竹	1.36	1.61	2.70	1.16

注：博雅生物于 2021 年 11 月 25 日纳入公司合并范围。

资料来源：上市公司年报及公司提供，中诚信国际整理

此外，2022 年 5 月，华润双鹤与河南真实生物科技有限公司（以下简称“真实生物”）签订签署了《战略合作协议》及《阿兹夫定片委托加工生产框架协议》，华润双鹤将受托加工生产阿兹夫定片。阿兹夫定片是一种抗艾滋病药物，于 2021 年获得国家药监局批准，目前新增临床试验为抗新型冠状病毒适应症，但目前真实生物治疗此适应症的临床试验结果尚未公开发布，此适应症尚未获得国家药监局批准。根据协议，华润双鹤与真实生物在产品研发、生产、经销以及与经销直接相关的多个方面、领域拓展合作，华润双鹤拥有对真实生物提供的阿兹夫定片技术资料、控制文件进行审核验证的权利；未来，双方将根据阿兹夫定片开展临床试验、批准上市应用各阶段的实际情况，针对委托加工生产涉及的订单计划、结算方式、交货期限以及质量要求等具体事项，另行签署委托合同。该项合作目前仍处于较早期阶段，未来需关注产品新适应症获批进展及相关事项可能对华润双鹤及公司整体经营业绩情况带来的影响。

跟踪期内研发投入继续增加，保持了较强的研发实

力，新项目研发的不断推进为公司未来发展奠定了良好基础

公司本部设有研发管理部，对公司整体产品研发工作进行统筹管理；下属子公司中，中国医药研究开发有限公司以研发仿制药为主，华润三九、华润双鹤、华润紫竹、江中药业等下属企业也拥有自己的研发机构。整体来看，研发平台侧重点各有不同，研发实力较为雄厚。

截至 2021 年末，公司研发团队共有 1,280 人，新产品开发在研项目约 200 个，其中新药项目超过 70 个，主要涉及肿瘤和免疫、代谢和内分泌、呼吸系统、血液、心血管、中药经典名方等领域；2021 年共有 23 个产品向国家药品监督管理局提交生产注册申请，10 个产品获批生产批件，研发项目继续快速推进。同期末，公司在研的生物药项目有 14 个，其中 11 个为生物新药，聚焦于抗肿瘤、免疫、内分泌等治疗领域；重点开展的一致性评价专项项目共 64 个，其中 30 余个项目已进入或完成申报阶段，获批 20 个（22 个品规），2021 年内共有 8 个产品通过一致性评价，其中华润双鹤厄贝沙坦分散片及华润三九佐匹克隆片为国内首家获批品种。2021 年，公司研发投入金额增至 17.10 亿元，占医药工业收入的比例为 5.33%，研发投入力度亦保持较好水平。

合作研发项目方面，公司持续扩大产品外部获取力度，通过技术许可、服务外包等共建联合实验室等多种灵活方式与国内外研发机构合作。2021 年 7 月，华润双鹤与宁波大学建立联合创新研究院暨赵玉芬院士工作室，工作室以多肽创新药的共同研发为主要领域，聚焦包括多肽—药物偶联、多肽类呼吸窘迫治疗药物、多肽分离提纯及其高级结构表征等研究方向，以先导化合物筛选为切入点，针对具备开发价值的目标化合物共同开展药物成药性、制备技术及成果转化为导向的基础研究工作；2021 年 9 月，华润双鹤与中国医学科学院药物研究所携手共建的创新晶型药物研究联合实验室在北京成立，通过联合实验室的运作，企业和科研院所的

紧密合作与优势互补，将进一步加强公司创新药物晶型研发能力。整体来看，公司在研发方向上进一步布局前沿技术，开发原创性产品，创新研发管线得到进一步丰富和优化。

公司医药商业板块持续发展，收入规模与行业地位稳固，2021 年以来供应链网络布局不断完善，同时医疗器械分销业务继续向专业化发展，相关业务收入保持增长

公司医药商业业务运营主体为华润医药商业，2021 年以来收入规模保持增长态势，行业地位稳固。作为国内第三大医药批发企业，公司与辉瑞制药有限公司、拜耳医药保健有限公司、阿斯利康制药有限公司、北京诺华制药有限公司等跨国制药企业及国内品牌制药企业保持了长期的合作关系；2021 年以来，公司继续加大对优质产品引进力度，截至 2021 年末，医药商业板块的上游供应商近 1.4 万家，经营品规近 21 万个。销售网络方面，2021 年以来公司落实区域化发展战略，打造多个重点区域市场，并通过不断提升学术能力和创新数字化营销，满足专病专业推广和基层慢病推广的下沉需求，提升终端市场份额；截至 2021 年末，公司二、三级医院客户共 9,421 家，同比增加 650 家，同时

拥有基层医疗机构客户近 7 万家，零售药店及其他客户超过 4 万家，网络已覆盖至全国 28 个省、直辖市及自治区，拥有物流配送中心 208 个。

同时，公司继续推进医疗器械分销业务的专业化发展，截至 2021 年末已在 17 个省份建立独立医疗器械公司，继续深化发展骨科、介入、IVD 诊断试剂、综合耗材等重点发展领域，当年医疗器械分销收入同比增长约 10%至约 217 亿元。此外，跟踪期内公司向上游器械生产端延伸，成立了华润（北京）医疗器械供应链管理有限公司，建立了全国骨科产品线专业平台并提供相关一体化服务。

公司将持续完善医药产业布局，未来仍将保持一定投资规模

目前，公司主要在建项目计划总投资额为 38.03 亿元，截至 2022 年 3 月末累计已投入 11.001 亿元，预计尚需投入 27.029 亿元；此外，华润双鹤拟建华润赛科制剂厂库房及质检楼建设项目，计划投资 2.40 亿元；同时公司或将继续通过并购重组进行业务扩张，进一步完善医药产业布局，保持业务多元化优势，未来仍将保持一定投资规模。

表 10：截至 2022 年 3 月末公司重大在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2022 年 3 月末累计投资	2022 年 4~12 月计划投资	2023 年计划投资	2024 年计划投资
华润江中科创城现代中医药生产基地一期工程项目	5.66	1.98	2.50	1.05	0.13
华南区生产制造中心（经开区）项目	4.97	1.54	2.38	0.99	0.05
华润双鹤研发中心（次渠）建设项目	4.01	0.77	1.18	1.47	0.50
晋城海斯制药有限公司产业园项目	4.00	-	1.00	1.00	1.00
华润河南医药有限公司-十四大街物流园	3.60	2.74	0.53	0.33	-
华润九新与罗氏集团国际化高端制造合作项目（GR 项目）	2.79	0.89	1.15	0.65	0.10
华润英特现代中医药产业中心项目	2.57	0.22	1.02	1.21	0.13
重庆九隆生产基地项目	2.18	0.15	0.85	1.18	-
提取三期建设	1.99	0.09	0.90	0.39	0.17
华润辽宁新建（沈阳）物流中心项目	1.85	0.001	0.29	1.19	0.27
华润三九云南配方颗粒及中药饮片建设项目	1.81	1.12	0.43	-	-
华润大连澳德医药有限公司-医药分装生产基地项目	1.48	0.61	0.86	-	-
华润山西康兴源医药有限公司-物流中心项目	1.12	0.89	0.23	-	-
合计	38.03	11.001	13.32	9.46	2.35

资料来源：公司提供

财务分析

资料来源：公司提供

以下分析基于经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，财务数据均为审计报告本期数或期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他应付款”中的带息负债款项调整至短期债务。

跟踪期内，国内疫情防控趋于稳定及合并范围扩大使得营业总收入同比增加，加之期间费用率下降，盈利能力持续上升；公司本部主要行使管理职能，未从事实体业务，盈利能力较弱，2021 年以来利润水平随汇兑受益及投资收益有所波动

2021 年，随着国内疫情防控形势趋于稳定，各医药工业及商业运营主体经营情况良好，加之当年新收购的博雅生物、海斯制药等纳入合并范围，各板块收入均同比上升，带动营业总收入同比增加 10.68%。毛利率方面，受集采政策持续推行及产品架构变化等因素共同影响，处方药业务毛利率同比下降，使得当年医药工业板块毛利率有所下滑；医药商业板块毛利率亦小幅下降，主要系疫情缓解后毛利率水平较高的防疫物资出口业务收入减少所致；上述因素共同作用下，2021 年公司营业毛利率下滑 1.13%。2022 年一季度，公司营业总收入及毛利率均同比上升，但二季度以来新冠疫情在各地有所反复，需关注其对医药工业板块销售及公司整体经营的影响。

表 11：公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
医药工业	297.74	286.64	320.98	93.87
医药商业	1,493.38	1,482.49	1,635.36	411.93
其他	13.11	13.83	17.13	4.43
营业总收入	1,804.23	1,782.96	1,973.46	510.23
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
医药工业	64.64	62.51	60.00	57.53
医药商业	7.44	7.66	6.68	6.42
营业毛利率	17.15	16.83	15.70	16.18

跟踪期内，公司期间费用仍以销售费用和管理费用为主，随着业务规模及研发投入扩大，销售费用及管理费用均有所增加，期间费用呈上升态势，但跟踪期内收入增速较快，期间费用率持续下降。此外，综合融资成本下降及利息收入增加使得跟踪期内财务费用有所减少。

受益于收入规模扩大及费用管控水平提升等，2021 年经营性业务利润、利润总额及净利润均同比上升，但应收账款保理利息支出及手续费增加使得当年投资收益大幅减少，同时由于华润三九、东阿阿胶等计提了一定的存货跌价损失⁴，加之新冠疫情对下游客户账期的影响仍有所延续，资产减值损失保持一定规模，对利润造成一定侵蚀。2022 年一季度，在营业总收入增加、毛利率回升及期间费用率下降等因素共同作用下，公司盈利水平持续提升。

盈利指标方面，2021 年公司 EBIT 和 EBITDA 随着利润总额的增长而上升，但收入增速较快使得 EBITDA 利润率有所下降，所有者权益增幅较大亦使得净资产回报率继续下行，但整体仍处于较好水平。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	166.51	140.04	143.48	36.64
管理费用	54.41	59.24	63.34	14.04
财务费用	27.27	17.90	16.48	3.40
期间费用合计	248.18	217.18	223.30	54.09
期间费用率	13.76	12.18	11.32	10.60
经营性业务利润	57.32	80.54	82.40	27.14
资产减值损失合计	11.31	16.95	11.78	3.11
投资收益	13.12	4.12	1.04	0.54
利润总额	60.36	68.59	72.82	24.79
净利润	46.65	53.10	58.26	19.47
EBIT	85.08	91.54	94.03	--
EBITDA	101.31	108.62	117.70	--
EBITDA 利润率	5.62	6.09	5.96	--
净资产回报率	17.49	16.30	14.68	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；资产减值损失合计包含信用减值损失和资产减值损失。

⁴ 存货跌价准备主要是中药配方颗粒试点工作结束后，于 2021 年 11 月 1 日起正式执行新标准，不具有国家标准或省级药品监督管理部门制定标准的中药配方颗粒不得上市销售。公司综合考虑过渡期时间、终端需

求及退货风险等多因素后，基于谨慎原则合理预估减值风险，对部分存货计提了存货跌价准备。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

华润医药控股本部主要行使管理职能，未从事实体业务，无营业收入。本部期间费用以管理费用为主，财务费用中存在一定汇兑收益使得 2021 年本部经营性业务保持盈利状态，但汇兑收益金额同比减少使得经营性业务利润有所下降，加之投资收益与上年基本持平，本部利润总额及净利润相应下滑，整体盈利能力持续弱化。2022 年一季度，汇兑收益及投资收益同比上升，本部盈利水平有所恢复。

表 13：近年来公司本部盈利相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	1.94	2.09	1.78	0.23
财务费用	-0.53	-4.40	-2.87	-0.58
经营性业务利润	-1.43	2.31	1.07	0.35
投资收益	11.83	3.72	3.92	0.42
利润总额	10.46	6.01	5.02	0.77
净利润	10.46	5.63	4.73	0.65

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来总资产与总负债规模继续扩大，应收账款持续上升对资金形成占用；公司债务增速较快，且债务结构仍有待优化

随着经营规模持续扩大，2021 年以来公司总资产保持增长态势。其中，货币资金规模有所波动，但仍较为充足，截至 2021 年末共有 37.78 亿元使用受限，受限比例为 18.41%，主要为银行承兑保证金。交易性金融资产为理财产品，2021 年以来规模增幅较大。由于受疫情对下游客户回款速度的影响仍有所延续，跟踪期内应收账款持续增长，对营运资金形成占用，截至 2021 年末一年以内的应收账款占比在 90%以上。其他应收款主要为应收采购返利和集团往来款项等，2021 年以来随业务规模扩大而持续上升。公司非流动资产主要包括固定资产、商誉及长期股权投资，2021 年以来随项目建设、收购及参股企业增多整体呈增长态势；公司持续通过收并购实现规模扩张，形成较大商誉，需关注其减值风险。资产流动性方面，2021 年应付账款周转速度加快，但由于应收账款及存货周转率均有不同程度上

升，公司现金周转天数小幅下降至 108.99 天。

表 14：近年来公司主要周转率指标（次、天）

	2019	2020	2021
应收账款周转率	3.31	2.89	2.96
存货周转率	7.79	7.35	7.43
应付账款周转率	5.90	5.58	5.88
现金周转天数	94.08	109.09	108.99

注：应付账款周转率=（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）/应付账款平均净额。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由有息债务、应付账款和其他应付款构成，2021 年以来保持上升态势。其中，应付账款随着业务开展而继续增长；其他应付款主要为关联方往来款、应付保证金及部分安置款等，截至 2022 年 3 月末，其中控股股东华润医药集团提供的无息借款为 110.15 亿元。公司总债务以短期债务为主，2021 年以来，公司通过增加长期银行借款及发行公开市场长期债券调整债务结构，加之短期营运资金需求亦较大，总债务保持较快增速，截至 2022 年 3 月末短期债务占比为 83.56%，较上年末有所下降，但整体债务结构仍有待继续优化。权益方面，受益于利润积累，加之公司继续开展收并购业务令少数股东权益持续上升，2021 年以来所有者权益增速较快。同期，总资产增速较快使得 2021 年末资产负债率小幅下降，但 2022 年 3 月末总债务继续增加使得公司财务杠杆水平有所上升。

表 15：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	151.29	147.72	205.26	194.38
交易性金融资产	47.72	58.13	98.01	101.36
应收账款	593.36	638.90	695.92	787.30
存货	197.49	205.99	241.90	252.42
其他应收款	56.91	45.31	54.47	61.46
固定资产	127.99	130.65	144.12	142.09
长期股权投资	41.25	46.19	47.84	48.40
商誉	172.94	177.35	203.60	203.60
总资产	1,660.74	1,724.12	2,001.21	2,099.71
应付账款	268.41	266.14	311.88	339.84
其他应付款	309.73	330.29	365.49	330.71
短期债务	391.53	443.66	486.11	516.22
总债务	477.08	460.51	552.18	617.75
短期债务/总债务	82.07	96.34	88.03	83.56
总负债	1,128.59	1,135.12	1,308.93	1,390.49
少数股东权益	282.30	304.07	389.06	397.60

所有者权益合计	532.15	589.00	692.28	709.22
资产负债率	67.96	65.84	65.41	66.22
总资本化比率	47.27	43.88	44.37	46.55

注：应收账款含应收款项融资中的应收账款部分，存货包含合同资产。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司本部总资产规模同比上升。其中，其他应收款主要为本部对华润医药商业等下属子公司提供的借款；交易性金融资产主要系理财产品，当年赎回规模较大令其余额大幅下降。长期股权投资主要为对华润三九、华润医药投资、华润江中等以成本法核算的子公司投资，2021 年博雅生物纳入合并范围令年末本部长期股权投资大幅上升。

本部总负债以有息债务及其他应付款为主。2021 年以来，本部其他应付款随与下属子公司往来款规模变化而有所波动；由于下属子公司业务发展存在一定资金需求，本部总债务增速较快，但跟踪期内陆续发行 25 亿元中期票据及 20 亿元公司债券，加之通过增加长期银行借款置换了全部的短期银行借款令短期债务明显下降，截至 2022 年 3 月末，短期债务占总债务比例已降至 27.75%，债务结构较上年末大幅优化。权益方面，对股东进行 7.50 亿元利润分配令 2021 年末所有者权益同比下降，2022 年 3 月末随利润积累有所回升，但总债务增速较快使得本部杠杆水平整体上升。

表 16：公司本部主要资产、负债及资本结构（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2.29	4.63	19.93	14.40
其他应收款	313.91	322.97	301.40	305.83
交易性金融资产	23.03	15.80	2.35	2.41
长期股权投资	72.44	73.53	121.96	122.36
总资产	412.02	417.29	446.23	445.58
短期债务	26.31	45.94	32.91	25.05
总债务	77.05	56.18	74.31	90.25
其他应付款	137.65	148.65	183.92	162.63
总负债	235.03	225.21	258.32	257.03
所有者权益合计	177.00	192.08	187.90	188.55
资产负债率	57.04	53.97	57.89	57.68
总资本化比率	30.33	22.63	28.34	32.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理。

经营获现能力进一步增强，但总债务增速较快使得

盈利和经营获现对债务本金的覆盖能力有所弱化

2021 年，公司经营获现水平随其经营规模扩大而继续提升；2022 年一季度，受医药流通行业年末集中结算特性等影响，公司经营活动现金呈大幅净流出态势，且流出规模同比小幅上升。2021 年以来，公司项目建设及收并购支出保持一定规模，且收回理财产品投资规模下降，投资活动现金净流出规模大幅上升。同期，公司外部融资规模扩大令筹资活动现金流持续呈净流入状态。

偿债指标方面，2021 年，综合融资成本下降使得 EBITDA 及经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力增强，但由于总债务增速较快，盈利及经营获现对债务本金的覆盖能力有所弱化，货币等价物对短期债务的覆盖能力小幅波动。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	84.83	92.57	106.35	-48.30
投资活动净现金流	13.29	-27.05	-69.46	-7.01
其中：取得投资收益收到的现金	4.42	3.95	4.32	0.93
筹资活动净现金流	-104.47	-82.57	11.40	46.04
EBITDA 利息保障倍数	4.09	4.72	5.55	--
总债务/EBITDA	4.71	4.24	4.69	--
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.20	0.19	-0.31*
经营活动净现金流/利息支出	3.43	4.03	5.01	--
货币等价物/短期债务	0.56	0.67	0.80	0.71

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，由于对下属子公司往来款流出增加，本部经营活动现金流由正转负；本部持续赎回理财产品令跟踪期内投资活动现金净流出有所下降；2021 年由于本部外部融资规模扩大，当年筹资活动现金净流入规模较大，2022 年一季度支付利息同比上升令当期筹资活动现金流由正转负。由于本部未从事实体经营活动，且 2021 年以来仍保持一定债务规模为下属子公司提供资金支持，盈利及经营获现对债务本息覆盖能力有限，较依赖外部融资、下属子公司分红⁵和为下属子公司提供股东借款

⁵ 2021 年，本部收到现金分红 5.43 亿元，主要为下属上市公司华润三九现金分红 3.11 亿元、华润双鹤现金分红 1.81 亿元。

取得的利息。

表 18：近年来公司本部现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	18.08	46.96	-1.34	-0.68
投资活动净现金流	-30.64	-10.59	-7.22	-3.74
其中：取得投资收益收到的现金	9.50	8.59	4.31	0.72
筹资活动净现金流	4.07	-34.02	23.85	-1.12
经营活动净现金流/总债务	0.23	0.84	-0.02	-0.03*
货币等价物/短期债务	0.96	0.44	0.68	0.67

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债分布来看，2022 年共有 30.00 亿元债券到期，中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

表 19：本部存续债到期分布情况（亿元）

	2022.7~12	2023	2024 及以后
到期金额	30.00	-	45.00

注：假设公司发行的永续期公司债券“19 润药 Y1”、“20 润药 Y1”到期赎回。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

融资渠道畅通，充足的备用流动性对公司整体偿债能力提供有力支持

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保情况、无重大法律未决诉讼事项。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产共 45.54 亿元，主要为货币资金 37.78 亿元、应收票据 4.03 亿元和固定资产 1.99 亿元，受限资产占期末总资产比例为 2.28%，受限资产规模很小。

备用流动性方面，截至 2021 年末，公司及子公司获得多家金融机构合计 2,091.18 亿元的授信额度，其中未使用授信额度为 1,515.69 亿元；同时，公司下属华润三九、华润双鹤、江中药业、东阿阿胶及博雅生物 5 家子公司均为 A 股上市企业，资本市场融资渠道通畅。

关联交易方面，截至 2021 年末，公司关联方应收款项⁶为 16.97 亿元，其中对华润租赁有限公司其他应收款项账面余额为 12.04 亿元；同期末，关联

方应付款项⁷为 229.83 亿元；其中其他应付款中应付控股股东华润医药集团款项 111.44 亿元，对华润医药集团长期应付款 15.85 亿元，均为无息负债。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 6 月 10 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东华润医药集团经营实力很强，公司所经营医药业务为其核心业务和未来重要发展的战略板块，股东支持力度和支持意愿强

公司控股股东华润医药集团是中国领先的综合医药公司，是华润集团根据国务院国资委“打造央企医药平台”的要求，在重组央企华源集团、三九集团医药资源的基础上成立，业务范畴覆盖医药及保健产品的生产、分销及零售，并于 2016 年 10 月正式在香港联交所主板挂牌交易。截至 2021 年末，华润医药集团总资产 2,485.62 亿港元，总负债 1,535.78 亿港元，所有者权益 949.84 亿港元，全年实现营业总收入 2,368.06 亿港元，净利润 66.47 亿港元，经营实力很强。公司所经营的医药业务是华润医药集团的核心业务，且是未来战略发展的重要板块，近年来在业务发展、医药行业资源整合和资金等方面得到控股股东的大力支持，控股股东支持意愿和力度大。

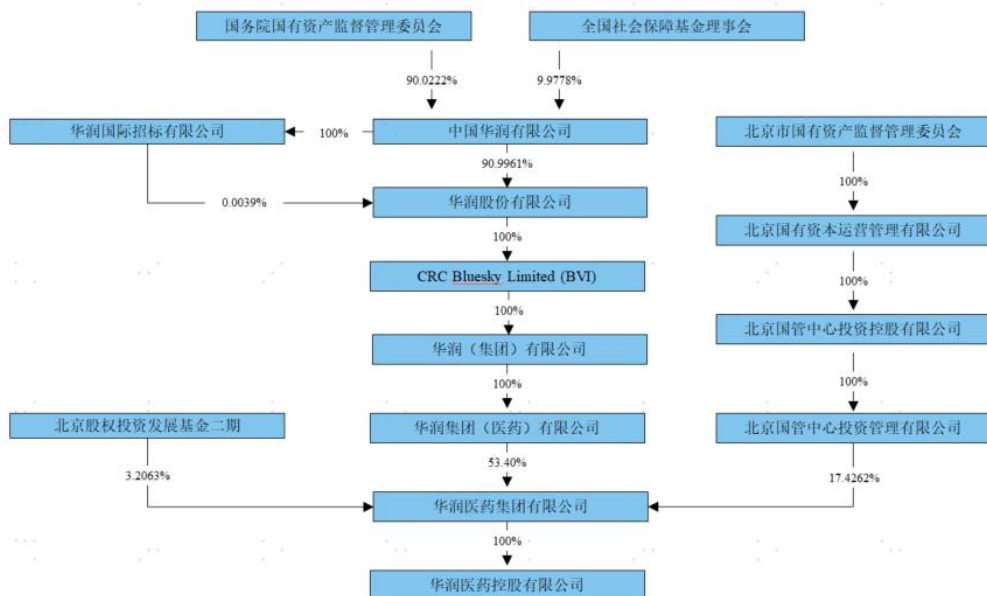
评级结论

综上所述，中诚信国际维持华润医药控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 华润医药 MTN001”、“19 润药 Y1”、“20 润药 Y1”和“22 润药 01”的债项信用等级为 **AAA**。

⁶ 关联方应收款项包括应收账款、其他应收款、预付款项、一年内到期的非流动资产、其他流动资产和股权投资。

⁷ 关联方应付款项包括应付账款、其他应付款、应付股利、合同负债、长期应付款。

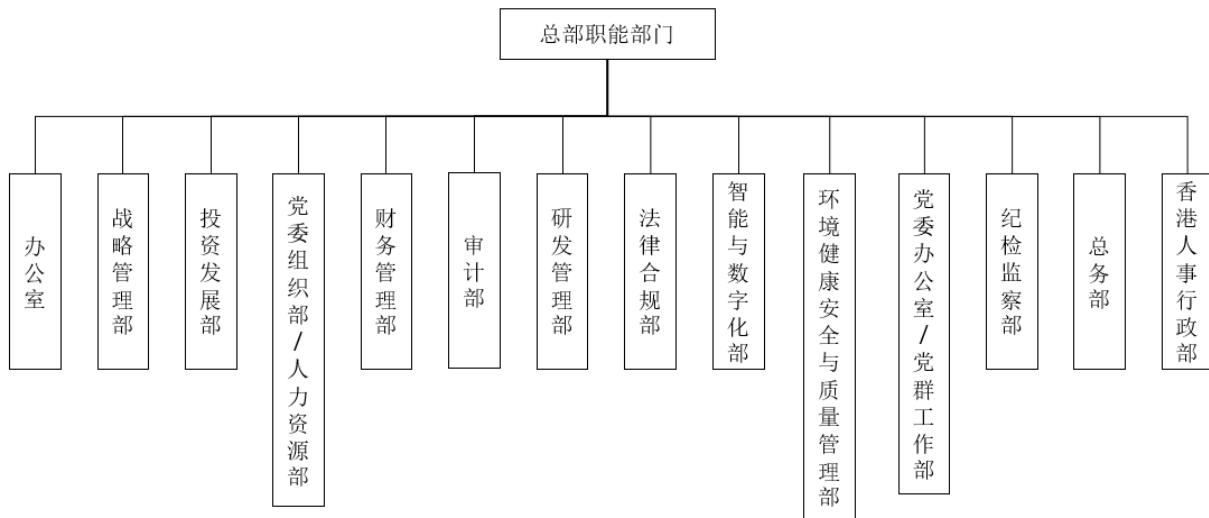
附一：华润医药控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2021 年末公司主要子公司情况

全称	简称	股权比例	股票代码
华润三九医药股份有限公司	华润三九	63.60%	000999.SZ
华润双鹤股份有限公司	华润双鹤	59.99%	600062.SH
江中药业股份有限公司	江中药业	43.03%	600750.SH
东阿阿胶股份有限公司	东阿阿胶	32.00%	000423.SZ
华润紫竹药业有限公司	华润紫竹	100.00%	--
华润博雅生物制药集团股份有限公司	博雅生物	28.86%	300294.SZ
华润医药商业集团有限公司	华润医药商业	100.00%	--
华润医药投资有限公司	华润医药投资	100.00%	--
北京医药集团有限公司	北药集团	51.00%	--

注：截至 2021 年末，公司拥有博雅生物 40.01% 股份的表决权，是博雅生物的控股股东。



资料来源：公司提供、中诚信国际整理

附二：华润医药控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,512,851.23	1,477,220.81	2,052,617.92	1,943,767.28
应收账款净额	5,933,616.97	6,388,993.85	6,959,180.26	7,873,031.24
其他应收款	569,063.89	453,120.77	544,668.55	614,637.19
存货净额	1,974,863.85	2,059,948.39	2,419,003.27	2,524,153.64
长期投资	483,485.49	585,582.98	557,517.40	562,264.91
固定资产	1,279,857.92	1,306,480.54	1,441,181.24	1,420,888.05
在建工程	112,814.05	90,667.60	106,857.20	126,254.95
无形资产	759,202.50	798,864.40	1,062,907.71	1,054,669.70
总资产	16,607,400.52	17,241,205.40	20,012,148.92	20,997,143.55
其他应付款	3,097,284.07	3,302,871.82	3,654,892.77	3,307,070.33
短期债务	3,915,250.15	4,436,566.45	4,861,061.33	5,162,231.99
长期债务	855,510.15	168,564.07	660,731.33	1,015,295.47
总债务	4,770,760.30	4,605,130.52	5,521,792.66	6,177,527.46
净债务	3,257,909.07	3,127,909.71	3,469,174.74	4,233,760.18
总负债	11,285,930.94	11,351,208.72	13,089,300.09	13,904,936.51
费用化利息支出	247,223.30	229,529.05	212,087.45	--
资本化利息支出	421.21	393.84	111.73	--
所有者权益合计	5,321,469.57	5,889,996.68	6,922,848.83	7,092,207.05
营业总收入	18,042,295.20	17,829,645.63	19,734,649.01	5,102,331.53
经营性业务利润	573,179.91	805,399.10	823,991.87	271,449.66
投资收益	131,184.92	41,213.39	10,445.86	5,407.60
净利润	466,539.15	531,005.16	582,565.90	194,657.63
EBIT	850,801.44	915,393.16	940,313.03	--
EBITDA	1,013,102.69	1,086,160.92	1,177,011.52	--
经营活动产生现金净流量	848,254.11	925,655.20	1,063,549.31	-483,008.53
投资活动产生现金净流量	132,900.87	-270,503.80	-694,571.10	-70,073.88
筹资活动产生现金净流量	-1,044,721.88	-825,701.54	114,013.40	460,358.23
资本支出	170,619.94	168,164.29	207,119.95	50,419.35
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	17.15	16.83	15.70	16.18
期间费用率(%)	13.76	12.18	11.32	10.60
EBITDA 利润率(%)	5.62	6.09	5.96	--
总资产收益率(%)	5.39	5.41	5.05	--
净资产回报率(%)	17.48	16.30	14.68	--
流动比率(X)	1.18	1.15	1.20	1.22
速动比率(X)	0.99	0.96	1.00	1.02
存货周转率(X)	7.79	7.35	7.43	6.92*
应收账款周转率(X)	3.31	2.89	2.96	2.75*
资产负债率(%)	67.96	65.84	65.41	66.22
总资本化比率(%)	47.27	43.88	44.37	46.55
短期债务/总债务(%)	82.07	96.34	88.03	83.56
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.20	0.19	-0.31*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.22	0.21	0.22	-0.37*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.43	4.03	5.01	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.65	13.82	13.97	--
总债务/EBITDA(X)	4.71	4.24	4.69	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.24	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.09	4.72	5.55	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.44	3.98	4.43	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中的带息负债款项调整至短期债务；3、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将应收款项融资中的应收账款和应收票据部分分别计入应收账款和应收票据，将使用权资产计入无形资产；4、带*指标已经年化处理。

附三：华润医药控股有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据(单位：万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	22,908.79	46,317.43	199,322.61	143,954.78
应收账款净额	0.00	-	-	-
其他应收款	3,139,091.31	3,229,687.37	3,014,005.00	3,058,260.71
存货净额	0.00	-	-	-
长期投资	724,353.00	735,285.91	1,219,577.24	1,223,641.32
固定资产	397.31	343.20	282.87	273.24
在建工程	0.00	-	-	-
无形资产	80.47	55.76	2,797.28	2,791.24
总资产	4,120,230.04	4,172,873.35	4,462,295.63	4,455,826.34
其他应付款	1,376,498.73	1,486,512.81	1,839,232.91	1,626,338.87
短期债务	263,101.40	459,431.92	329,080.26	250,463.22
长期债务	507,363.75	102,320.31	413,979.83	652,023.34
总债务	770,465.15	561,752.23	743,060.09	902,486.57
净债务	747,556.36	515,434.80	543,737.48	758,531.78
总负债	2,350,272.83	2,252,058.25	2,583,248.96	2,570,310.09
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	1,769,957.20	1,920,815.09	1,879,046.68	1,885,516.24
营业总收入	0.00	-	-	-
经营性业务利润	-14,255.57	23,072.61	10,705.12	3,486.77
投资收益	118,288.78	37,177.56	39,179.90	4,172.85
净利润	104,618.14	56,334.88	47,287.11	6,469.57
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	180,787.41	469,594.20	-13,420.03	-6,753.22
投资活动产生现金净流量	-306,411.11	-105,947.27	-72,165.18	-37,385.46
筹资活动产生现金净流量	40,746.08	-340,238.29	238,486.08	-11,226.11
资本支出	16.92	75.14	3.60	-
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产回报率(%)	6.29	--	--	--
流动比率(X)	2.06	1.76	1.64	1.71
速动比率(X)	2.06	1.76	1.64	1.71
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	57.04	53.97	57.89	57.68
总资本化比率(%)	30.33	22.63	28.34	32.37
短期债务/总债务(%)	34.15	81.79	44.29	27.75
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	0.84	-0.02	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.69	1.02	-0.04	-0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	18.91	76.34	-6.32	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中的带息负债款项调整至短期债务；3、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将使用权资产计入无形资产；4、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产回报率	=EBIT/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。