






内部编号: 2024060446

2020 年浙江华海药业股份有限公司

公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

分析师: 王婷亚  wty@shxsj.com
翁斯喆  wsz@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100343】

评级对象：2020年浙江华海药业股份有限公司可转换公司债券

华海转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2024年6月28日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023年6月27日

首次评级：AA/稳定/AA/2020年6月3日



跟踪评级观点

主要优势：

- 医药制造业发展趋势良好。随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，未来中长期我国医药市场发展空间仍很大，医药制造行业发展前景良好。
- 产品竞争和研发优势。华海药业是我国通过美国 FDA、欧洲 EDQM、澳大利亚 TGA 等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一，在制剂国际化领域走在前列。并且，公司为国内特色原料药行业的龙头企业，其普利类和沙坦类原料药产品规模全球领先，具有一定产品竞争优势。此外，公司已建立临海汛桥研发中心、杭州、南京、上海研发中心、武汉研发中心及美国研发中心，研发体系覆盖了从化学合成、中间体、原料药和制剂的完整产业链。
- 经营规模不断扩大。跟踪期内，受益于国家集采中标量增加和美国 FDA 禁令解除后相关产品销售的逐步恢复等因素，华海药业收入规模进一步增大。
- 经营创现能力较强，融资渠道畅通。跟踪期内华海药业经营环节现金净流入仍较多且进一步增加，经营创现能力较强，公司目前拥有一定规模的现金类资产和上市公司股权，且融资渠道畅通，可为公司的债务偿付提供较好保障。

主要风险：

- 业务经营受国内医改政策、海外市场变化、汇率和原材料价格波动等影响较大。受国家医保控费、带量采购等医改政策影响，行业竞争日益加剧，华海药业持续面临一定的经营压力。跟踪期内，公司海外销售占比仍较高，需关注地区政治、国际贸易摩擦、汇率波动等对公司经营业绩的影响。此外，公司产品的原材料成本占比较高，持续面临原材料价格波动风险。
- 投融资压力和产能释放压力。华海药业目前在建及拟建项目数量多、投资规模大，且项目建设周期较长，公司持续面临资本性支出压力及产能释放压力。
- 应收账款和存货规模大且不断增长。因客户结算周期相对较长，回款较慢，跟踪期内，随着经营规模不断扩大，华海药业的存货及应收账款规模仍较大，且存货中库存商品占比高，需关注由此带来的营运资金周转压力和存货跌价损失风险。
- 即期债务压力。跟踪期内，华海药业的债务规模随着业务规模的扩大和项目资金的投入而进一步增长，且增量以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力加大。
- 公司治理及管理风险。截至 2024 年 3 月末，华海药业实控人持有公司股份 24.88%，持股比例不高，且特定增完成后，实控人持股比例或进一步下降，公司第二大股东目前持有公司股份仍超过 15%，持股比例不低，需关注未来的公司治理风险。2024 年 4 月，华海药业因部分闲置募集资金使用期限超过十二个月，收到浙江证监局出具的警示函，尽管公司已在自查发现后将超期使用资金全部归还至相关账户，但上述事件说明公司管理环节存在漏洞，需关注相关管理风险及资金使用状况。
- 缬沙坦杂质事件的相关索赔事项仍存在不确定性。截至目前，华海药业因缬沙坦杂质事件收到山德士提起的仲裁结果及美国消费者集体诉讼索赔金额尚存在不确定性，需关注后续案件进展及对公司的影响。

- 环保及安全生产压力大。近年来，各级主管部门对于环境保护及治理的监管不断趋严，多条法规和政策陆续实施。华海药业主营业务产品的生产过程均涉及化学危险品和三废，2023 年公司子公司因环保问题受到行政处罚，公司持续面临一定的环保及安全生产风险。
- 可转债转股压力。华海转债已于 2021 年 5 月进入转股期，当前转股价格为 33.93 元/股。公司目前股价低迷，债转股存在较大的压力。

跟踪评级关注：

- 向特定对象发行股票进展。华海药业计划向特定对象发行股票申请已获得证监会同意注册批复，公司计划向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金不超过 12.1 亿元，需关注后续进展。

跟踪评级结论

通过对华海药业主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持华海转债 AA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计华海药业信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 原料药产品市场需求进一步放缓，且公司竞争优势削弱导致公司未来出现大幅下滑；
- ② 公司原料药及制剂业务产品销售价格进一步下滑造成大额资产减值损失；
- ③ 重大药品质量、环保安全事件影响正常经营；
- ④ 国内医药行业政策或国际经贸政策变动导致公司产品竞争力大幅削弱，市场份额明显下滑。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司市场竞争地位明显提高，经营业绩和现金流状况显著提升；
- ② 公司产品研发取得重大突破，研发成果商业化价值突出。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	3.30	5.00	4.30	17.98
刚性债务（亿元）	48.89	51.96	54.57	61.80
所有者权益（亿元）	79.77	92.92	106.16	108.39
经营性现金净流入量（亿元）	7.86	10.59	19.15	10.33
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	154.68	181.52	186.00	200.89
总负债（亿元）	86.92	104.06	103.49	115.99
刚性债务（亿元）	57.97	70.59	72.39	84.41
所有者权益（亿元）	67.76	77.46	82.51	84.90
营业收入（亿元）	66.44	82.66	83.09	24.99
净利润（亿元）	4.81	11.76	8.17	2.74
经营性现金净流入量（亿元）	9.38	12.43	22.17	8.53
EBITDA（亿元）	15.19	24.08	21.22	—
资产负债率[%]	56.19	57.33	55.64	57.74
权益资本与刚性债务比率[%]	116.89	109.72	113.98	100.58
流动比率[%]	160.84	164.78	139.97	132.80
现金比率[%]	45.64	34.89	27.75	44.86
利息保障倍数[倍]	5.19	6.89	4.87	—
净资产收益率[%]	7.12	16.20	10.22	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.34	27.51	43.29	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.96	-12.46	5.73	—

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出[倍]	8.27	9.60	7.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.37	0.30	—

注：根据华海药业经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
	④其他因素	/	
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA	

调整因素：(0)

支持因素：(0)

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26764&cid=114&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023 年医药制造与流通行业信用回顾与 2024 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29743&cid=91&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年浙江华海药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“华海转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华海药业提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对华海药业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，公司已发行但尚未到期的债券为“华海转债”，发行规模为 18.43 亿元，期限为 6 年，募集资金主要用于项目建设和补充流动资金，该债券已于 2021 年 5 月 6 日进入转股期，截至 2023 年末累计 1760 张华海转债转股，剩余 1842.42 万张（18.42 亿元）尚未转股，目前转股率低且转股价远高于股票市价，存在较大的债转股压力。

图表 1. 公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	最新利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	备注
华海转债	18.43	6 年	1.5%	2020-11	18.43 亿元/2020-11	正常付息

资料来源：华海药业

“华海转债”的募集资金总额为 18.43 亿元，主要用于年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目，生物园区制药及研发中心项目和补充流动资金。其中年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目预计完工时间为 2025 年，建成后可进一步提升公司原料药工业化生产水平，并为公司制剂业务提供原料；生物园区制药及研发中心项目为集生物药的研发、生产于一体的生产基地，目前项目已经正式投入使用，多个临床期项目已经转移至园区，正在积极推进上市许可申请工作，但因前期投资大且持续的研发投入，加之产能尚处于爬坡阶段，2023 年实现收益-0.59 亿元，尚未达成预定的经济效益。截至 2024 年 3 月末，可转债资金累计使用规模为 17.09 亿元，相关项目回收周期较长，关注项目建设进度及投产后效益实现情况。

图表 2. 截至 2024 年 3 月末募集资金用途情况（单位：亿元）

发行时间	投资总额	拟使用募集资金	已投入募集资金	预计完工时间
年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目	7.95	6.93	6.97 ¹	2025 年
生物园区制药及研发中心项目	14.94	6.00	4.82	2022 年
补充流动资金	5.50	5.29	5.29	—
合计	28.39	18.22	17.09	—

资料来源：华海药业

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。

2023 年末及 2024 年第一季度，该公司合并范围内子公司较上年末分别减少 5 家和 0 家，合并范围变化对公司财务状况影响较小，最近三年一期财务数据具有可比性。

¹ 已投入募集资金超出拟使用募集资金主要系募集资金产生的利息收入一并投入本项目所致。

2. 业务

该公司是全球规模居前的普利类、沙坦类原料药供应商，主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售业务。跟踪期内，受益于国家集采的推进、中标产品的增加及美国 FDA 禁令解除后相关产品销售恢复等因素，公司营业收入持续增长，但受集采产品价格下降、原料药市场竞争加剧以及产品销售结构变动等影响，2023 年以来公司总体毛利率出现下滑。目前，公司海外销售占比仍较大，原材料成本占比仍较高，仍需关注汇率波动及原材料价格浮动等对公司业绩产生的影响。公司后续在建拟建项目规模仍很大，关注项目的投融资压力和新增产能的释放压力。此外，公司计划向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金不超过 12.1 亿元，需关注后续进展。

该公司于 2018 年发生缙沙坦杂质事件，随着公司陆续收到缙沙坦相关产品国内外市场销售资格以及美国 FDA 禁令的解除，该事件对公司经营影响正逐步消除。但目前，对于原料药客户山德士提起的仲裁及美国消费者诉讼的损失，公司尚无法准确预估，相关诉讼及仲裁周期较长，需关注事件进展及对公司业务经营的影响。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

医药制造行业受公共卫生产品需求减少、产品降价、出口放缓以及行业政策等因素影响，2023 年主要经济指标出现下滑，短期运行压力有所加大。各子行业走势有所分化。2023 年以来带量采购范围持续扩大，药品审评体系不断健全与优化，政策鼓励药企研制新药，国家医保药品目录调整常态化并加快新药商业化进程，推动医药产业向创新驱动转型和高质量发展。“十四五”以来，我国医药行业研发投入保持高强度，医药行业营运效率保持合理水平，财务杠杆水平维持稳健。长期看，医药行业受益于健康消费升级和人口老龄化的时代背景，行业增长基础整体良好。

预计 2024 年，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素将推动我国医药制造行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景保持良好。“控费”仍将是医药行业政策的主线，但药品集采价格政策的边际影响有望减弱。医保基金结余稳步提升，医保基金支付能力可持续性增强。未来创新药物及医疗器械将成为医药企业研发主流，研发投入力度有望进一步加大。预计受医药行业改革政策驱动，并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望进一步提升。行业内企业竞争实力有所分化，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中。预计医药制造行业财务状况和现金流水平总体保持稳定，可为债务偿付提供较好支持。

详见：《2023 年医药制造与流通行业信用回顾与 2024 年展望》

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	66.44	82.66	83.09	24.99	20.59
其中：核心业务营业收入合计	66.03	81.83	82.49	24.89	20.36
制剂产品销售	36.46	47.21	49.32	16.08	13.10
在核心业务营业收入中占比	55.22	57.69	59.78	64.60	64.34
原料药及中间体销售	27.71	32.88	31.60	8.63	7.17
在核心业务营业收入中占比	41.97	40.18	38.31	34.67	35.23
其他	1.86	1.74	1.58	0.18	0.09
在核心业务营业收入中占比	2.82	2.13	1.91	0.73	0.43
毛利率	60.00	62.36	60.42	59.74	58.87
其中：核心业务毛利率	60.17	62.54	60.55	59.94	58.81
制剂产品销售	75.58	75.07	68.43	67.67	68.79
原料药及中间体销售	42.25	47.14	47.79	45.25	41.00
其他	25.32	13.26	69.79	74.23	24.55

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司以特色原料药及医药中间体为发展起点，在特色原料药产业化的基础上，利用国际合作平台以及国际主要原研药专利保护集中到期的契机，将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸，形成了中间体、原料药、制剂垂直一体化的完整产业链。公司形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等为主导的特色原料药及制剂产品系列，主要产品有厄贝沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾片、盐酸帕罗西汀片、缬沙坦氨氯地平片、缬沙坦氢氯噻嗪片、盐酸多奈哌齐片、左乙拉西坦片、安立生坦片、磷酸奥司他韦胶囊、伏立康唑片、利伐沙班片、草酸艾司西酞普兰片、艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、多巴丝肼片、枸橼酸托法替布片、注射用培美曲塞二钠、非布司他片等。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司营业收入分别为 83.09 亿元和 24.99 亿元，同比分别增长 0.52%和 21.36%，同期毛利率分别为 60.42%和 59.74%。跟踪期内，受益于国家集采的推进、中标产品的增加及美国 FDA 禁令解除后相关产品销售恢复等因素，公司营业收入持续增长，但受集采产品价格下降、原料药市场竞争加剧以及产品销售结构变动等影响，2023 年以来公司总体毛利率出现下滑。公司的其他业务主要是销售非自产产品取得的贸易收入及对外部企业生产工艺技术开发取得的技术服务收入。公司其他业务经营规模很小，对其营收及毛利总额的影响有限。

① 经营状况

原料药及中间体

从业务分类来看，该公司原料药产品以心脑血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主，逐步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等延伸。作为全球主要的心血管类（以普利类、沙坦类系列产品为主）、精神障碍类及神经系统类（如帕罗西汀、左乙拉西坦、普瑞巴林等）原料药供应商，公司销售网络覆盖全球 106 个国家和地区，与全球超千家制药企业建立了稳定的合作关系，主要市场头部客户覆盖率近 90%，已形成一定的网略优势和品牌效应。

该公司主要原料药产品心血管类中的普利类和沙坦类产品，2023 年合计占原料药销售收入的 53.99%，其中普利类和沙坦类在药政市场占有率领先。此外，其他原料药如神经系统类产品近年发展迅速，已成为公司新的增长点。公司原料药及中间体产品 85%以上均销往海外市场。2023 年及 2024 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为 31.60 亿元和 8.63 亿元，分别同比变动-3.90%和 20.36%，2023 年收入下降主要系原料药市场产能过剩，客户控制库存需求下滑，2024 年一季度因市场持续开拓，公司市占率提升，当期收入同比有所增长；同期，公司原料药及中间体毛利率分别为 47.79%和 45.25%，2023 年毛利率上升主要系公司技改升级叠加规模效应，成本下降所致，2024 年一季度，因市场竞争加剧，当期部分产品有所降价以及低毛利产品销售占比增加所致。

图表 4. 公司主要原料药及中间体销售情况（单位：亿元、%）

原料药及中间体	2021 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年 第一季度		2023 年 第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	16.34	44.16	20.43	48.55	17.28	48.67	4.57	47.96	4.40	40.62
神经系统类	6.81	41.99	8.25	44.04	9.80	49.53	2.71	44.52	1.99	41.79

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

制剂产品

2023 年及 2024 年第一季度，该公司制剂产品销售收入分别为 49.32 亿元和 16.08 亿元，分别同比增长 4.46%和 22.73%。跟踪期内，公司制剂业务收入增长主要受益于国家集中采购中标规模的扩大、美国 FDA 禁令解除后的销售恢复和布南色林片、非洛地平缓释片等新产品的上市及销售渠道扩展等。2023 年公司国内制剂销售收入 34.76 亿元，较上年同比下降 7.25%，主要系集采产品价格下滑所致；国外制剂销售收入 14.56 亿元，同比增长 49.55%，主要系美国 FDA 禁令解除后，国外制剂业务收入持续恢复。同期，公司制剂产品毛利率分别为 68.43%和 67.67%，毛利率水平较 2022 年有所下滑，主要系集采产品进一步降价以及相对低毛利的美国制剂和长兴制药股份有限公司（以下简称“长兴制药”）制剂销售占比提升所致。

图表 5. 公司主要制剂产品销售情况（单位：亿元、%）

成品药	2021 年度		2022 年度		2023 年		2024 年 第一季度		2023 年 第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
心血管类	21.40	80.89	24.50	78.59	22.21	68.72	7.17	68.20	5.64	70.52
神经系统类	8.39	72.32	11.60	75.92	12.62	71.61	3.78	70.87	3.27	69.84

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司国内制剂产品销售主要包括氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、安立生坦片等心血管药，盐酸帕罗西汀片、盐酸舍曲林片、利培酮片等抗抑郁药系列，近年依托欧美制剂品质、原料药龙头企业成本优势及带量采购等实现了较快增长。截至 2023 年末，公司累计 33 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中选，较 2022 年末增加 9 个中选制剂产品。国采及接续政策中要求医疗机构优先使用集中采购中选品种，并确保完成约定采购量。中标价格与原销售价格相比有一定程度下降，但通过集中采购产品销售量有所增加，同时也相应降低了销售推广费用，对公司经营业绩产生了积极的影响。2021-2023 年，公司相关中标产品销售金额分别为 26.54 亿元、32.91 亿元和 30.79 亿元。

该公司制剂产品国外销售主要包括自主仿制药业务及原研药代加工业务，产品主要销往美国市场，其中自主仿制药主要产品包括安非他酮缓释片、氯沙坦钾片、缬沙坦片、赖诺普利片、草酸艾司西酞普兰片等；原研代加工药品主要包括苯甲酸利扎曲普坦片等。原研厂家合作方面，公司依托 GMP 认证、较高的 EHS 管理水平和知识产权关注度等优势，积极同原研厂家开展新项目合作机会、承接跨国药企专利即将到期或已到期产品的转移生产工作，目前已和默沙东及 ParPharmaceutical,Inc. 等公司达成合作。目前，公司已自主拥有美国 ANDA 文号 90 多个（含暂时性批准），多个产品市场占有率名列前茅²。公司销售网络基本覆盖美国大中型药品采购商，经过多年发展，公司制剂产品海外销售方面积累了大规模生产、销售和物流一体化的管理经验，供应链日趋成熟。

该公司是国内首家通过美国 FDA 制剂认证的企业，同时也是目前国内通过美国 FDA、欧洲 EDQM、澳大利亚 TGA（澳大利亚药品管理局）等国际主流市场官方认证最多的制药企业之一，现有生产基地均较规范。

图表 6. 公司生产主体情况

产品	生产主体
原料药	华海药业汛桥生产基地、华海药业川南生产基地、湖北赛奥生产基地、华海建诚生产基地等
中间体	临海市华南化工有限公司、昌邑华普医药科技有限公司和南通华宇化工科技有限公司等

² 据美国 IQVIA 统计(2024 年 2 月数据)，公司在美国市场销售的被纳入统计的 58 个产品中，有 32 个产品的市场份额占有率位居前三，其中 14 个产品市场份额占有率位居第一。

产品	生产主体
生物药	浙江华海生物科技有限公司
制剂产品	华海药业制剂生产基地、华海制药科技（医药小镇）、长兴制药股份有限公司和美国的夏洛特工厂 ³ 等

资料来源：华海药业

该公司生产模式以自主生产为主、定制化生产为辅。自主生产方面，以销定产并保留适当安全库存；定制化生产目前占比较小，主要包括委托加工、合同定制化生产、合作研发生产等。跟踪期内，受美国 FDA 禁令解除后市场逐步恢复以及国内集采中标规模增长，公司制剂业务产量及产能利用率同比有所回升，但受国外制剂产量影响，目前仍处于较低水平；原料药生产基地产能利用率较高，基本维持在 80%以上。为满足不断扩大的业务发展需要及在研新药未来的生产能力，公司拟通过原料药生产线项目的建设提升产品生产能力。跟踪期内原料药产能由 2021 年的 8292 吨/年提升至 2023 年的 10707.69 吨/年，其中 2022 年原料药产能较 2021 年有所下降主要系当年部分车间重建，对应车间产能淘汰所致。

图表 7. 公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品		2021 年度	2022 年度	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
制剂	产能（亿片/年）	195.00	295.00	295.00	73.75	73.75
	产量（亿片）	101.79	144.82	164.29	36.80	36.58
	产能利用率（%）	52.20	49.09	55.69	49.90	49.60
原料药及 中间体	产能（吨）	8,292.00	7,997.80	10,707.69	2,638.38	1,999.45
	产量（吨）	5,651.79	6,442.00	8,602.83	2,223.97	1,657.79
	产能利用率（%）	68.16	80.55	80.34	84.29	82.91

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司设立采购管理中心统一负责公司及下属分子公司的采购工作。采购内容主要包括外购原料药、原辅料、包装材料；生产设备、配件及辅助材料；分析仪器、实验室耗材和试剂等，其中制剂的活性成分原料大部分由公司自行生产供应。公司大宗或大额物资实行公开招标模式采购，由多家合格供应商提供报价，公司从质量、技术、服务、价格四个维度进行考核后选择。公司对大宗原材料及采购金额较大产品（除溶剂类受市场波动较大的外）采购货款以银行票据结算为主，承兑一般半年期，支付承兑的期限一般为货到检测合格 30-60 天内支付；对金额较小的原材料以电汇结算为主，付款期多数为货到化验合格 60-90 天全额电汇支付；溶剂类受市场波动较大的物料以电汇为主，验收合格 30 内付款。2023 年度公司前五名供应商采购额合计 2.70 亿元，占当期采购总额的 13.47%，前五名供应商采购额中无关联方。

该公司制剂的原材料主要为原料药，原料药的原材料主要为化工原料。2021~2023 年度，公司营业成本中原材料成本分别为 17.50 亿元、20.96 亿元和 22.41 亿元，分别占营业成本的 65.88%、67.38%和 68.16%。采购价格方面，跟踪期内相关化工原料及原料药价格整体呈下降趋势，公司成本压力得到一定缓解。

图表 8. 公司主要原材料采购情况

主要原材料		2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
乙酸乙酯	采购量（吨）	7,640.98	7,829.98	8,286.24	2,005.16	1,861.74
	采购单价（元/公斤）	8.09	6.78	6.04	5.87	6.14
2-溴丁酸乙酯	采购量（吨）	1,675.25	823.25	1,268.75	390.00	205.00
	采购单价（元/公斤）	46.61	53.03	28.44	27.82	40.02
邻氯苯腈	采购量（吨）	1,862.54	1,731.48	2,057.22	616.66	395.46
	采购单价（元/公斤）	23.40	25.59	16.77	13.71	21.33
咪唑醛	采购量（吨）	320.64	519.21	362.10	56.80	80.90

³ 华海药业下属子公司普霖斯通于 2017 年出资 0.14 亿美元（约 9638 万元人民币）完成了对 ParPharmaceutical, Inc. 位于夏洛特市的工厂的收购。夏洛特工厂拥有生产厂房约 54,295 平方英尺、租用仓库约 109,520 平方英尺，拥有制剂生产产能 70 亿片，可生产对乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品，且通过了 FDA、DEA 等的认证，在当地拥有良好的信誉。

主要原材料		2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
	采购单价（元/公斤）	216.22	196.30	151.76	133.80	161.48
无水乙醇	采购量（吨）	5,367.85	6,030.91	5,494.47	1,546.67	1,217.19
	采购单价（元/公斤）	7.41	7.88	7.28	7.23	7.72

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司已在临海、杭州、上海、欧洲及美国等地区或国家建立了营销中心，形成了特色原料药、国内制剂、国外制剂相结合的营销体系。公司海外销售平台主要包括华海（美国）国际有限公司（以下简称“华海美国”）、普霖强生生物制药股份有限公司（以下简称“普霖强生”）和 Solco Healthcare US, LLC.⁴（以下简称“寿科健康”），其中华海美国负责原料药美国地区的境外销售；普霖强生公司是经营境外仿制药业务的控股型公司；寿科健康公司系于 2012 年 3 月收购的在美国地区从事仿制药销售业务的公司。

该公司原料药的销售市场按照药政法规严格程度大体可以分为药政市场和半药政/非药政市场。药政市场主要包括美国、欧盟、澳大利亚、日本、韩国等。随着全球一体化趋势的加强，半药政/非药政市场国家也在提高药品的准入门槛，药政和半药政/非药政市场的差距逐渐缩小。公司原料药以出口为主，出口销售方式可分为自营出口及通过国内外贸易商、中间商销售等，其中自营出口主要系为减少中间环节的费用，提高市场竞争力采取的重要销售方式，近年在原料药销售占比中呈增加趋势；贸易公司/中间商出口销售主要借助于国内外的贸易公司和中间商进行的销售，整体销售占比较小。此外，公司部分原料药于境内销售，主要通过直接销售或国内贸易商、中间商销售。

该公司国内制剂销售以招商及分销模式为主，同时逐步加强自营队伍建设，不断扩大各类终端市场覆盖率。公司国外销售可分为自营销售模式、合作销售模式和代理销售模式，其中自营销售模式主要是通过境外子公司寿科健康的销售队伍和分销渠道销往最终客户；合作销售模式主要是与境外公司合作，双方按合同共同分担研发费用和 risk、共同注册制剂产品，公司按合同对定制化生产的合作制剂产品，多数通过寿科健康在美国销售，合作产品的费用和利润由双方共同分担和分享；代理销售主要系销售其他公司的产品。

2023 年，受益于新客户新市场的开发，该公司原料药销量整体有所提升⁵，但部分国内制剂的集采产品由独家中标改为多家中标，当年销量有所下滑。销售单价方面，2023 年受下游客户调整库存影响，市场竞争加剧，多数原料药产品销售均价有所下滑；当年国内制剂产品受续标价格下降影响，销售均价持续下滑。2023 年度，公司前五大客户销售额为 10.95 亿元，占营业收入比重的 13.18%，不存在对少数客户的依赖情况。

关于缙沙坦杂质事件⁶，该公司已分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月收到缙沙坦原料药恢复出口欧盟的资格和缙沙坦片国内市场销售资格。美国 FDA 禁令已于 2021 年 11 月底解除，2022 年 1 月欧洲药典适应症（CEP）也已恢复，目前缙沙坦杂质事件对公司经营的影响已逐渐消除。但是针对该事件目前尚有原料药客户 SANDOZ（山德士制药有限公司，以下简称“山德士”）提起的仲裁及美国消费者诉讼未完结，截至 2023 年末，根据目前掌握的信息和案件进展，难以判断公司可能面临的判决结果或赔偿金额，公司未对上述缙沙坦事件计提预计负债，需关注上述案件的进展及对公司经营、财务的影响。

未来，公司将持续加快产业转型升级步伐，推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，不断提升研发创新能力，加速生物药和创新药领域的发展。公司资本性支出计划主要围绕在建项目和研发支出等展开。在建项目方面，川南生产基地及车间改造项目等大部分已建设完成，后续所需投资支出较少，目前公司主要建设项目包括年产 200 亿片（粒）出口制剂工程、南洋区块厂区工程 16 个原料药项目、华海制药项目、华海生物项目和湖北赛奥项目等项目。其中南洋区块厂区工程-年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目是公司的募投项目，该项目建设地点位于华海建诚厂区内，由全资子公司浙江华海建诚药业有限公司负责实施，产品包括 20 吨/年培哌普利、50 吨/年雷米普利、30 吨/年卡维地洛、15 吨/年培南侧链、10 吨/年 S-苄酯等 16 个原料药，目前项目中 W3 生产车间、W4 中试车间及部分配套的仓储系统、能源

⁴ 2012 年 3 月 13 日，华海药业下属子公司普霖斯通与 Legacy Pharmaceuticals（卢森堡）国际有限公司签订收购协议，以 55.1 万美元完成了对寿科健康的收购。

⁵ 2023 年，公司原料药中沙坦类及神经系统类主要产品销量同比增长，普利类产品销量有所下降。

⁶ 该公司 2018 年 7 月和 10 月分别公告了《关于缙沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的公告》和《关于缙沙坦原料药的未知杂质中发现极微量基因毒性杂质的进展公告》，并就相关事件采取了主动向中国、美国以及欧盟等药品监管部门报告等一系列措施，当年公司收到 FDA 进口禁令及欧盟“不符合”报告；此后通过新工艺开发，上述禁令已解除，销售资格已全部恢复。

系统等已完工转固，预计 2024 年取得安全生产许可证，项目中尚有部分车间及公用配套工程未完成，预计于 2025 年完工；年产 200 亿片（粒）出口制剂工程建设完成后可实现产能 200 亿片/年的固体制剂的生产，目前项目主体已经全部建成，剩余外用中试、F4 东年产 10 亿片（粒）缓控释固体制剂生产线等个别生产线未安装使用，预计将于 2024 年 12 月底完工；华海制药项目预计总投资规模为 56.78 亿元，拟建设研发办公基地、医药生产基地、高层次人才公寓和职工宿舍等，该项目将按照欧美 cGMP 标准，引进国际一流设备，布局高端制剂、创新药、新型抗生素、抗肿瘤、高致敏、原研合作六大板块及相应的配套设施，建成后产能和技术可匹配公司所有品类制剂药产品的生产；华海生物项目为本次可转债募投项目生物园区制药及研发中心⁷项目的主体工程建设项目，建设完成后可为在研的高端生物药提供生产能力，该项目已基本转固，仅剩余部分设备未达到使用状态；湖北赛奥项目为面向国内市场的原料药生产基地项目，包括小分子原料药和发酵多肽原料药两个板块，主要用以满足公司国内制剂的原料药供应、中国市场的原料药销售，目前主体项目已完工，预计 2024 年底建成。

图表 9. 截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目情况(单位：(亿元))

分类	项目名称	总投资	预计完工时间	累计投资额	资金来源
原料药及中间体业务在建项目	川南生产基地	8.50	工程已全部完工，剩余零星设备更换	9.16	自筹资金
	川南车间改造项目	5.69	除 5 车间完工时间无法预估，API 事业部后勤用房已完工未验收，其他都已完工	4.88	自筹资金
	华海南通工程	7.85	调整经营策略，项目推进缓慢 ⁸	3.03	自筹资金
	南洋区块厂区工程（包括年产 20 吨培哌普利、50 吨雷米普利等 16 个原料药项目）	10.00	预计 2025 年底	10.33	自筹资金、募集资金
	华南西厂区项目	4.02	主体项目已完工，目前还有部分设备未达到可使用状态未转固	3.44	自筹资金
	湖北赛奥项目	5.05	预计 2024 年底	5.03	自筹资金
制剂业务在建项目	制剂抗肿瘤车间	2.00	主体项目已完工，目前还有部分设备未达到可使用状态未转固	1.61	自筹资金
	年产 200 亿片（粒）出口制剂工程	13.16	预计 2024 年底	12.04	自筹资金、募集资金
	华海制药项目	56.78	一期预计 2026 年底	16.80	自筹资金
	F5 高架库项目	1.12	主体项目已完工，目前还有部分设备未达到可使用状态未转固	0.99	自筹资金
生物药项目	华海生物项目	10.47	主体项目已完工，目前还有部分设备未达到可使用状态未转固	9.45	自筹资金、募集资金
生活配套项目	头门港人才公寓建设项目	4.30	预计 2024 年底	1.16	自筹资金
	合计	128.94	—	77.91	—

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司最新于 2024 年 5 月发布公告⁹，拟向特定对象发行股票募集资金不超过 12.10 亿元，其中 4 亿元用于补充流动资金，其余主要用于制剂数字化智能制造建设项目建设，在募集资金到位之前，公司将以自筹资金先行投入。制剂数字化智能制造建设项目建设于华海制药科技产业园的一期生产区内建设，包括固体制剂车间和高架仓库，其中固体制剂车间设计产能 150 亿片/年，产品包括神经系统类、心血管类、激素及影响内分泌类、其他类四大类药物。该项目总投资 13.23 亿元，拟使用募集资金 9.30 亿元，实施主体为公司全资子公司浙江华海制药科技有限公司，建设期为 3 年。本项目预计内部收益率（税后）23.76%，静态投资回收期为 7.08 年（所得税后，含建设期）。

⁷ 生物园区制药及研发中心项目总投资金额为 14.94 亿元，功能主要为生物类药品的生产、研发、仓储等，项目建设期为 2 年。该研发、生产基地可为公司生物药研发生产提供支撑。该募投项目除涵盖华海生物项目的工程建设外，还包含研发投入、铺底流动资金及土地投入等。

⁸ 目前园区环评已批复，因调整经营策略，公司项目已过最佳投资期，项目推进缓慢。

⁹ 2024 年 5 月 18 日，公司发布公告《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》称，公司拟向特定对象发行不超过 1.48 亿股股票，拟募集资金总额不超过 12.10 亿元，目前相关事项已获得上交所审核通过，且已获得中国证监会同意注册的批复。

图表 10. 公司拟投资项目概况（亿元）

序号	项目名称	实施主体	项目总投资	拟使用募集资金
1	制剂数字化智能制造建设项目	浙江华海制药科技有限公司	13.23	9.30
2	补充流动资金	华海药业	4.00	2.80
合计			17.23	12.10

注：根据华海药业提供的数据整理、计算。

该公司主要在建拟建项目计划总投资 128.94 亿元，截至 2024 年 3 月末已投入 77.91 亿元，相关项目所需资金规模较大，关注项目投融资压力及后续产能释放压力。

② 竞争地位

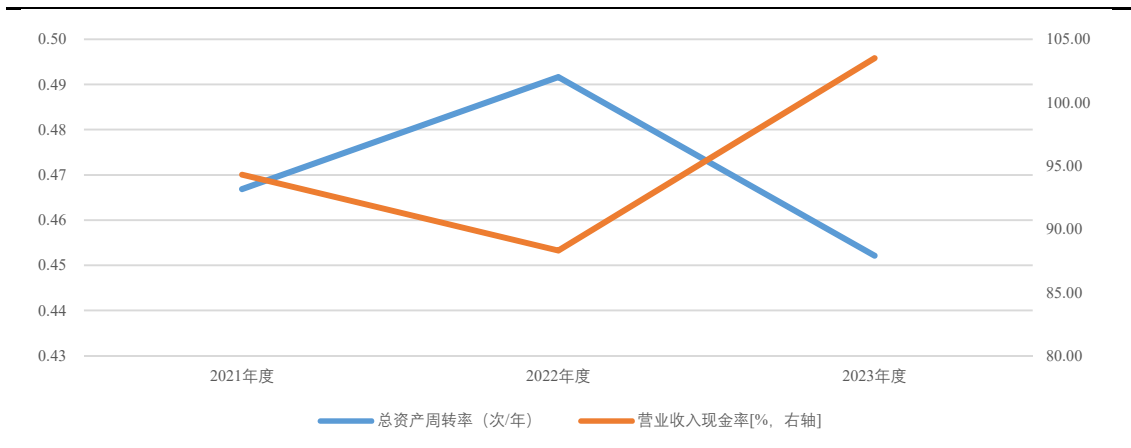
该公司是国内原料药的龙头企业，在国际原料药市场也处于行业领先地位，销售覆盖全球 106 个国家和地区，与全球超千家制药企业建立了稳定的合作关系，主要市场头部客户覆盖率近 90%，在心血管药物领域，是全球主要的普利类、沙坦类药物供应商。制剂方面，公司国内制剂产品销售网络覆盖全国。截至目前，公司通过仿制药质量与疗效一致性评价（含视同）产品共 60 余个，销售区域覆盖全国 31 个省、市、自治区，共涉及 38 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中中选。公司原料药业务与制剂业务具有一定的协同效应。公司从原料药及中间体开始，向产业链下游的制剂领域拓展，公司生产的原料药部分可用于制剂的生产和研发，具备从中间体、原料药到制剂的一体化供应链优势。

研发方面，近年来该公司坚持创新发展，不断加大研发投入。2021-2023 年度，公司研发投入分别为 11.06 亿元、12.02 亿元和 11.70 亿元（其中，费用化的研发投入分别为 9.42 亿元、9.26 亿元和 9.83 亿元），研发投入占营业收入的比例分别为 16.64%、14.54%和 14.08%。截至 2023 年末，公司拥有研发人员 1848 人，已建立起以华海美国为前沿技术信息平台，以上海张江研发中心为自主仿创平台，以临海总部技术中心为基础技术创新和科技转化平台的创新体系，以湖北武汉研发中心为抗病毒药物研发平台的完整研发体系。2023 年，公司国内制剂实现新获批产品 15 个，新增规格产品 1 个，完成新产品申报 27 个、申报批生产 37 个，实现新产品立项 57 个，在研项目超 150 个；美国制剂获得 ANDA 文号 8 个（包含暂时性批准文号），完成新产品申报 6 个，在审 ANDA 文号 34 个；原料药通过审评审批 20 个，完成新产品注册申报 43 个，实现新产品立项 33 个；生物药获得临床批件 7 个，11 个产品处于临床研究阶段。

综合来看，该公司需要持续的资本投入及稳定的收入来源来支撑公司的经营规模及研发投入。2021-2023 年，公司医药制造业务收入分别为 64.17 亿元、80.09 亿元和 80.92 亿元，近年来保持一定增长；同期公司净资产分别为 67.76 亿元、77.46 亿元和 82.51 亿元，公司净资产持续增长，且公司拟通过向特定对象发行股票募集资金，未来公司净资产或将进一步增长。总体来看，公司营业收入保持相对稳定，且资本补充能力较强，有助于其在激烈的市场竞争中保持竞争优势。

③ 经营效率

图表 11. 反映公司经营效率要素的主要指标值

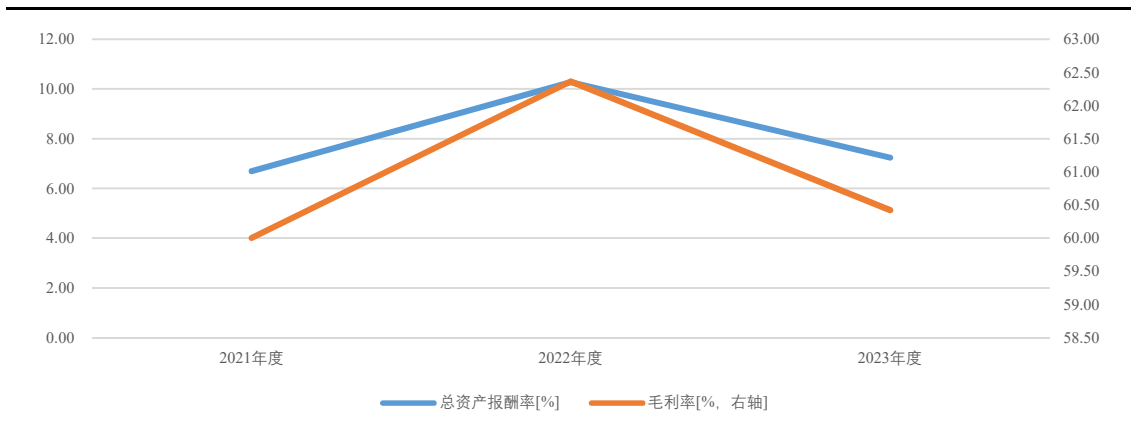


资料来源：根据华海药业所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年度，该公司营业收入现金率分别为 94.30%、88.32%和 103.53%，2023 年因公司加强应收账款回款管理，当年回款情况实现一定提升。同期公司总资产周转率分别为 0.47 次、0.49 次和 0.45 次，公司资产周转率较低，主要系存货周转速度及应收账款周转速度较慢所致，2023 年分别为 0.97 次和 3.23 次。存货周转方面，公司原料药及中间体产品有 85%以上销往国外规范药政市场，而规范药政市场对特色原料药、生产工艺、产品检验等方面有较高要求，增加了公司从产品备料到成品发货的周期。公司近年不断通过增加以销定产占总体销售的比例，并根据年度的销售计划及市场情况适时调节原材料库存比例，并引进 SAP 系统来提升存货管理的能力。公司应收账款周转速度较慢，主要系公司主营业务收入中境外业务占比接近 50%，该类业务应收账款账期相对较长。

④ 盈利能力

图表 12. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据华海药业所提供数据整理、绘制。

该公司利润主要来源于主业经营收益。2021~2023 年及 2024 年一季度，公司营业毛利分别为 39.86 亿元、51.55 亿元、50.20 亿元和 14.93 亿元，2023 年以来由于制剂业务集采产品价格下降及销售结构变动等影响，公司营业毛利同比有所下滑，同期公司毛利率分别为 60.00%、62.36%、60.42%和 59.74%。2021~2023 年，公司总资产报酬率分别为 6.70%、10.29%和 7.25%，因利润总额下滑且资产规模持续增长，2023 年总资产报酬率有所下滑。

该公司 2021~2023 年及 2024 年第一季度期间费用分别为 35.78 亿元、34.48 亿元、37.12 亿元和 10.64 亿元，2023 年因汇兑收益减少，当年期间费用及期间费用率有所增长，同期期间费用率分别为 53.86%、41.72%、44.67%和 42.57%。公司期间费用以销售费用和管理费用（含研发费用）为主，2023 年在期间费用中占比分别为 34.88%和 61.42%，近年来公司销售费用及管理费用规模较为稳定，财务费用支出相对较少。同期，公司的资产减值损失

(含信用减值损失)分别为0.29亿元、1.16亿元、1.09亿元和-0.06亿元,主要为存货跌价损失和坏账减值损失,其中2023年资产减值损失为1.17亿元,主要因当年部分产品销售价格下跌使得售价低于成本以及根据药品的保质期限对近效期的产品等计提存货跌价损失增加;信用减值损失为-0.08亿元,较上年减少主要系2023年公司应收账款回款较好所致。2021-2023年及2024年一季度,公司的经营收益¹⁰分别为3.14亿元、15.14亿元、11.03亿元和4.06亿元,2023年因毛利收窄、费用进一步扩大及汇兑收益减少等影响主业经营收益有所下滑,2024年一季度受益于新产品持续导入并逐步上量以及公司开拓市场,产品市占率提升,当期公司主业经营收益同比有所回升。

图表 13. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2021 年度	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业毛利 (亿元)	39.86	51.55	50.20	14.93	12.12
期间费用 (亿元)	35.78	34.48	37.12	10.64	9.19
其中: 销售费用 (亿元)	11.79	12.44	12.95	4.91	3.45
管理费用 (含研发费用, 亿元)	22.11	22.15	22.80	5.32	4.87
财务费用 (亿元)	1.88	-0.11	1.37	0.42	0.88
期间费用率 (%)	53.86	41.72	44.67	42.57	44.65
其中: 财务费用率 (%)	2.83	-0.13	1.65	1.67	4.27
资产减值损失 (含信用减值损失) (亿元)	0.29	1.16	1.09	-0.06	0.02
经营收益 (亿元)	3.14	15.14	11.03	4.06	2.65
全年利息支出总额 (亿元)	1.84	2.51	2.74	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.17	0.31	0.42	-	-

注: 根据华海药业提供的数据整理、计算。

2021-2023年及2024年第一季度,该公司取得营业外净收入(含其他收益和资产处置收益)分别为0.26亿元、0.65亿元、1.61亿元和0.32亿元,其中计入其他收益中的政府补助分别为0.98亿元、0.85亿元、1.61亿元和0.23亿元,营业外支出分别为0.82亿元、0.42亿元、0.30亿元和0.05亿元,主要为固定资产处置损失、对外捐赠以及与缙沙坦原料药杂质事件相关的客户补偿支出¹¹,关注后续客户补偿支出规模对公司盈利的影响。同期,公司的投资收益分别为1.47亿元、-0.75亿元、-0.63亿元和-0.07亿元,其中2021-2023年权益法核算的长期股权投资收益分别为-0.42亿元、-0.42亿元和-0.28亿元,亏损主要来自联营企业 Eutilex Co., Ltd./VIEW Therapeutics, Inc. 和 ELPIS BIOPHARMACEUTICALS 等,主要系相关医药科技公司持续较大的研发投入产生的亏损,关注公司主要参股投资企业后续研发产出效益的情况。2021-2023年公司公允价值变动净收益分别为3.00亿元、0.05亿元和-1.00亿元,2023年公司公允价值变动亏损较大主要系当年公司持有的君实生物、盟科药业以及共同药业股价下滑所致。

2023年及2024年一季度该公司净利润分别为8.17亿元和2.74亿元,分别同比减少3.59亿元和增长1.05亿元,2023年受产品价格下滑影响公司经营业绩有所下滑,2024年一季度公司经营业绩有所好转。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	1.47	-0.75	-0.63	-0.07	-0.11
营业外净收入 (含其他收益和资产处置收益) (亿元)	0.26	0.65	1.61	0.32	0.15
公允价值变动损益 (亿元)	3.00	0.05	-1.00	-0.59	-0.28

注: 根据华海药业提供的数据整理、计算。

¹⁰ 经营收益=营业利润-其他经营收益。

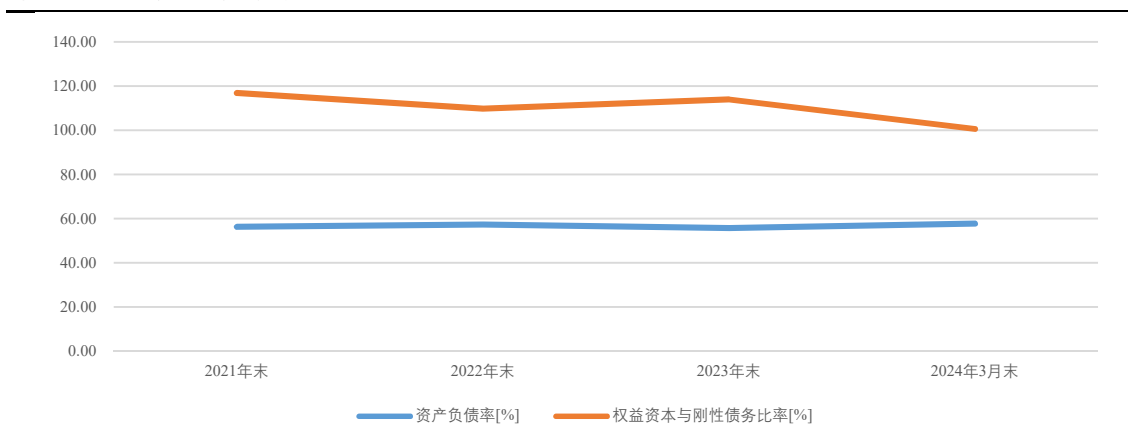
¹¹ 公司对因缙沙坦原料药杂质问题及相关产品断供等造成损失的客户进行损失补偿,目前主要客户都已签订合同,后续会按照合同逐步支付,后续需补偿金额已计入预计负债。

3. 财务

跟踪期内，该公司经营规模继续扩大，资产负债率仍处于较合理水平，但即期偿债压力较大。公司持有一定规模的现金类资产和上市公司股权，且经营获现能力较强，整体财务状况良好。公司应收账款和存货规模较大，需关注由此带来的营运资金周转压力，以及以库存商品为主的存货面临的跌价损失风险。

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据华海药业所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 56.19%、57.33%、55.64%和 57.74%，2023 年末公司权益资本随着经营积累而有所增长，当年资产负债率有所下降，2024 年一季度公司为扩建产能及项目投入，当期末银行借款有所增长，资产负债率有所上升。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 116.89%、109.72%、113.98%和 100.58%，跟踪期内公司权益资本对刚性债务的覆盖程度仍保持较高水平，但 2024 年 3 月末因银行借款增长，当期权益资本对刚性债务比率有所下滑。整体来看公司财务杠杆仍处于相对合理水平。但公司在建及拟建项目规模较大，未来公司财务杠杆可能逐渐上升。

① 资产

图表 16. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	68.13	79.07	76.22	89.02
其中：现金类资产（亿元）	44.04	43.56	40.98	44.31
应收款项（亿元）	19.33	16.74	15.11	30.07
存货（亿元）	18.50	26.65	24.81	24.29
存货（亿元）	27.39	33.75	34.32	32.37
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	86.56	102.45	109.78	111.88
其中：固定资产（亿元）	55.96	56.44	59.02	55.69
在建工程（亿元）	33.79	44.32	56.20	57.23
公允价值计量的权益工具投资（亿元）	25.02	28.03	23.17	23.41
无形资产（亿元）	5.38	4.76	3.67	3.35
长期股权投资（亿元）	9.71	10.72	11.13	11.04
商誉（亿元）	4.89	3.88	4.18	4.10
商誉（亿元）	0.71	0.71	0.64	0.64
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.66	11.71	5.88	5.94
受限资产账面余额/总资产（%）	4.31	6.45	3.16	2.96
期末抵押融资余额（亿元）	9.26	15.96	12.60	12.54

注：根据华海药业所提供数据整理、计算。

该公司近年来经营规模持续扩大，资产规模持续增长，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司资产总额分别为 154.68 亿元、181.52 亿元、186.00 亿元和 200.89 亿元。同期末，公司流动资产在资产总额中的占比分别为 44.04%、43.56%、40.98%和 44.31%，目前公司资产分布相对集中于非流动资产。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款（含合同资产）和存货构成。2023 年末及 2024 年 3 月末公司现金类资产分别为 15.11 亿元和 30.07 亿元，公司现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产以及应收银行票据。截至 2024 年 3 月末，公司现金类资产为 30.07 亿元（其中受限货币资金为 0.44 亿元），主要为货币资金 28.36 亿元、交易性金融资产 0.60 亿元和应收银行票据 1.10 亿元，其中交易性金融资产主要为公司持有的君实生物股票，当期末公司现金类资产较上年末大幅增长，主要系 2024 年一季度公司收到销售货款同比增长以及取得银行借款增加所致。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末公司应收账款账面价值分别为 18.50 亿元、26.65 亿元、24.81 亿元和 24.29 亿元，跟踪期内随着公司加强管理，应收账款规模有所下降；公司应收账款账龄集中在一年以内，2023 年末公司应收账款账面余额 26.42 亿元，其中 1 年以内占比 98.50%，总体已计提坏账准备 1.61 亿元，应收账款主要是给予例如 Mckesson Financial Center、AmerisourceBergen Health Corp 等国内外大型的医药企业及经销商的账期，以及给予国内各级医院客户较长账期所致，2023 年末公司应收账款前五名合计占比 37.12%；总体而言，公司应收账款回收风险较为可控。同期末，存货规模分别为 27.39 亿元、33.75 亿元、34.32 亿元和 32.37 亿元，2023 年随着产能规模的扩张，加之垂直一体化的生产模式，整体生产周期相对较长，公司库存规模持续上升，2024 年一季度公司销量同比增长，当期末存货规模有所下降；截至 2023 年末，存货中库存商品、原材料、在产品和半成品账面余额分别为 22.06 亿元、6.61 亿元、4.35 亿元和 1.69 亿元，合计已计提存货跌价准备 1.39 亿元；存货中原材料主要为基础化工原料，在产品为公司正在生产中的产品，半成品系主要工序基本完成但尚未包装验收入库的产品，库存商品包括验收入成品库的各类原料药、医药中间体及制剂；公司的存货规模较大，且主要集中于库存商品，面临一定的存货跌价损失风险。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、金融和股权投资（包括公允价值计量的权益工具投资和长期股权投资）等构成。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司固定资产及在建工程账面价值合计分别为 58.82 亿元、72.35 亿元、79.37 亿元和 80.64 亿元，主要为公司生产所需的机器设备和房屋建筑物，2023 年以来随着对项目的持续投入，公司固定资产及在建工程规模继续增长；同期末，无形资产账面价值分别为 9.71 亿元、10.72 亿元、11.13 和 11.04 亿元，主要为土地使用权，2023 年末为 8.09 亿元，其余主要为软件和非专利技术。同期末，公司的金融和股权投资分别为 10.27 亿元、8.64 亿元、7.85 亿元和 7.45 亿元，跟踪期内有所减少主要系 2023 年公司减持部分盟科药业股票，加之当年公司所持共同药业、多禧生物等公允价值下降所致；截至 2023 年末，公司的长期股权投资账面价值为 4.18 亿元，主要包括对 ELPIS BIOPHARMACEUTICALS 1.58 亿元、Eutilex Co., Ltd 0.81 亿元和湖北华海共同药业有限公司 0.60 亿元等，当年对湖北华海共同药业有限公司追加投资 0.20 亿元，公司长期股权投资有所增长；同期末公司按公允价值计量的权益工具投资为 3.67 亿元，主要为其他非流动金融资产，主要包括多禧生物（1.51 亿元）、共同药业（0.72 亿元）、盟科药业（0.54 亿元）、Vivo PandaFund,L.P（0.52 亿元）等权益投资，2023 年因公允价值变动，当年非流动金融资产规模有所下降。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司商誉账面价值分别为 0.71 亿元、0.71 亿元、0.64 亿元和 0.64 亿元，2023 年主要包括长兴制药股份有限公司（0.38 亿元）和寿科健康美国有限责任公司（0.26 亿元），当年因全资子公司南通华宇化工科技有限公司（以下简称“南通华宇”）调整经营策略，营业收入下滑，公司对其计提全额商誉减值 0.06 亿元，当年商誉规模有所下滑。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产为 5.94 亿元，占资产总额的 2.96%，整体受限资产规模不大。

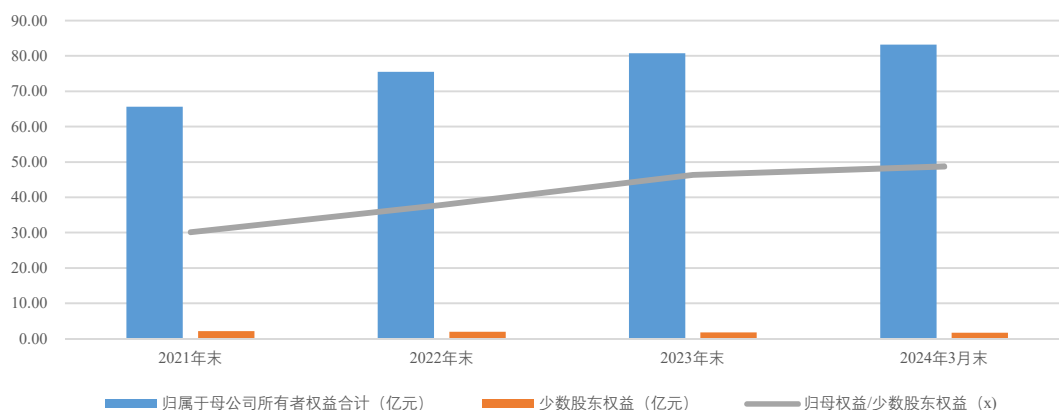
图表 17. 至 2024 年 3 月末，公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.44	银行存款冻结、定期存单质押、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金
固定资产	2.91	借款抵押
无形资产	1.29	借款抵押
在建工程	1.29	借款抵押
合计	5.94	—

注：根据华海药业所提供数据整理、计算。

② 所有者权益

图表 18. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据华海药业所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 67.76 亿元、77.46 亿元、82.51 亿元和 84.90 亿元，跟踪期内随着盈利的积累，公司所有者权益规模继续上升。同期末归属于母公司的所有者权益分别为 65.59 亿元、75.47 亿元、80.77 亿元和 83.19 亿元，主要为未分配利润、实收资本和资本公积。截至 2024 年 3 月末，公司未分配利润为 49.95 亿元，占有所有者权益的 58.84%。公司未分配利润占比较大，且近年进行了多次分红，2021-2023 年公司对上一年度分别进行现金分红 2.91 亿元、1.47 亿元和 3.53 亿元，2024 年公司拟向全体股东每股派送现金红利 0.2 元（含税）。需关注后续分红政策对公司权益资本稳定性的影响。此外根据公司最新于 2024 年 5 月发布的公告，公司拟向特定对象发行不超过 1.48 亿股股票，拟募集资金总额不超过 12.10 亿元，有望进一步增强公司权益资本实力。目前公司向特定对象发行事项已获得上交所审核通过，且已获得中国证监会同意注册的批复，需关注后续进展。

③ 负债

图表 19. 公司债务结构及核心债务（亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	57.97	70.59	72.39	84.41
其中：短期刚性债务	22.99	23.81	32.17	44.40
中长期刚性债务	34.98	46.78	40.22	40.01
应付账款	5.27	8.53	9.44	9.49
递延收益	4.48	5.32	6.65	6.87
其他应付款	6.56	6.88	6.47	8.08
预计负债	1.79	1.74	1.67	1.63
综合融资成本（%）	3.55	3.91	3.83	—

资料来源：华海药业。

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]。

该公司债务主要由刚性债务及应付账款、其他应付款构成。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司刚性债务分别为 57.97 亿元、70.59 亿元、72.39 亿元和 84.41 亿元，随着公司不断投入资金进行扩产建设，跟踪期内公司刚性债务规模继续较快增长；同期末，应付账款余额分别为 5.27 亿元、8.53 亿元、9.44 亿元和 9.49 亿元，主要为应付材料款、应付工程款及应付设备款等，跟踪期内随着公司生产销售规模扩大和项目建设的持续投入，相应的应付材料、设备款持续增长；其他应付款余额分别为 6.56 亿元、6.88 亿元、6.47 亿元和 8.08 亿元，主要是应付的产品推广服务费、押金保证金及应付暂收款等，2023 年末分别为 3.99 亿元、0.83 亿元和 1.48 亿元，2023 年产品推广服务费有所减少，2024 年一季度随着市场开拓及新产品推出，公司继续加大产品推广力度，其他应付款规模有所增加；同期末，公司的递延收益分别为 4.48 亿元、5.32 亿元、6.65 和 6.87 亿元，为与资产相关的政

府补助，主要包括临海国际医药小镇华海制药科技产业园项目建设补助、生产线技术改造项目等；同期末，预计负债为 1.79 亿元、1.74 亿元、1.67 亿元和 1.63 亿元，主要系缙沙坦杂质事件发生后，公司计提的召回费用和对客户的补偿等。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续增长。2023 年公司将部分长期借款重分类至一年内到期的长期借款，当年末短期刚性债务有所增长，中长期刚性债务有所下降；2024 年 3 月末，公司为扩充产能以及在建项目投入，短期借款增长 8.42 亿元至 24.25 亿元，当期末短期刚性债务大幅增长。截至 2024 年 3 月末，公司刚性债务规模为 84.41 亿元，主要集中于银行借款和应付债券，金额分别为 61.64 亿元和 18.40 亿元，其中银行借款以信用借款为主，当期末公司短期刚性债务占比 52.59%，即期偿债压力较大。随着公司银行借款逐年增长，综合融资成本有所波动，目前综合融资成本基本维持在 4% 左右。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 20. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	9.38	12.43	22.17	8.53	3.74
其中：业务现金收支净额（亿元）	26.24	31.69	42.47	12.55	7.02
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-23.57	-24.33	-16.23	-4.72	-5.21
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金	24.34	23.16	15.92	4.78	5.12
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	11.18	6.09	-6.44	10.93	5.49

资料来源：华海药业。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司 2021-2023 年及 2024 年第一季度经营性现金净流量分别为 9.38 亿元、12.43 亿元、22.17 亿元和 8.53 亿元，因当年销售收入增长，相应收到的销售款项增加以及部分进入集采的制剂销售结算方式变为款到发货，2023 年公司经营活动净现金流入同比大幅增长 9.74 亿元。

由于该公司近年在建项目和研发项目持续投入，致使公司投资性现金流净流出规模持续增大。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司投资性现金流净额分别为-23.57 亿元、-24.33 亿元、-16.23 亿元和-4.72 亿元。随着公司在建项目和拟投项目的推进，预计在未来短期仍将会有较多的投资性现金支出。

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及向特定对象发行股票等方式满足。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 11.18 亿元、6.09 亿元、-6.44 亿元和 10.93 亿元，2023 年因公司偿还借款增加，当年筹资活动现金流转为净流出，2024 年一季度因公司增加银行借款，当期筹资性现金流转为净流入且同比有所增长。公司后续在建拟建项目的资本性支出规模仍很大，后续仍面临较大的投融资压力。

② 偿债能力

图表 21. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	15.19	24.08	21.22
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.27	9.60	7.75
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.37	0.30

资料来源：根据华海药业所提供数据整理、计算。

2021-2023 年度，该公司 EBITDA 分别为 15.19 亿元、24.08 亿元和 21.22 亿元，由于经营利润的减少，2023 年 EBITDA 较上年有所下滑。同期，EBITDA/刚性债务分别为 0.29 倍、0.37 倍和 0.30 倍，EBITDA/全部利息支出分别为 8.27 倍、9.60 倍和 7.75 倍，跟踪期内 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所下降，但总体覆盖

程度仍较高。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	160.84	164.78	139.97	132.80
速动比率 (%)	94.32	92.95	75.81	83.36
现金比率 (%)	45.64	34.89	27.75	44.86

资料来源：根据华海药业所提供数据整理、计算。

注：速动比率=（流动资产-存货-预付账款-待摊费用）/流动负债

截至 2024 年 3 月末，该公司的流动比率、速动比率和现金比率分别为 132.80%、83.36%和 44.86%，公司目前拥有一定规模的现金类资产和上市公司股权，受限资产规模不大，且经营活动现金流持续较多净流入，经营创现能力较强，整体流动性较好。

截至 2024 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 92.35 亿元，其中尚未使用的额度为 23.71 亿元，后续仍有一定的融资空间。

(2) ESG 因素

该公司为自然人控股的上海证券交易所上市企业，公司实际控制人为陈保华。截至 2024 年 3 月末，陈保华共持有公司股份 3.69 亿股，占公司总股本的 24.88%；目前无股权处于质押状态。公司另一大股东周明华 2024 年 3 月末仍持有公司股权 15.14%，持股比例也较高。此外，根据公司 2024 年 5 月发布的《浙江华海药业股份有限公司向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，公司拟向特定对象发行股票不超过 1.48 亿股，若不考虑其他因素，上述股票发行完成后，陈保华持有公司股权最多将下降至 22.62%¹²。总体看，公司控股股东持股比例不高，待定增完成后，将进一步下降。而二股东周明华先生目前未在公司担任职务，自 2005 年以来其持股比例已从 29.15%降至 2024 年 3 月末 15.14%，但持股比例仍不低，仍需关注未来的公司治理风险。公司产权情况详见附录一。2023 年 4 月，公司原副总裁尚飞女士离职，离职后不再担任公司任何职务。

2024 年 3 月，因该公司相关管理人员疏忽，部分暂时用于补充流动资金的闲置募集资金使用期限已超过十二个月，涉及金额 1,150 万元，公司自查发现上述情况后随即归还了该部分募集资金。同年 4 月，因上述事件浙江证监局对公司及相关人员分别采取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。上述事件表明公司管理环节存在纰漏，需关注公司后续资金管理、使用等的状况。

在社会责任方面，该公司在临海市设立慈善总会筹备成立之初主动捐资，是临海慈善总会的创始单位之一。2023 年公司合计对外捐赠 1,370.80 万元。在环境方面，公司共有 10 家分子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司成立了专门的检测公司，为各分子公司建立了环境自测管理规定，根据环保相关法规要求定期进行环境自测。2023 年 1 月 6 日，南通市生态环境局对公司下属子公司南通华宇作出行政处罚决定，因南通华宇产生挥发性有机物废气的甲苯回收工序未在密闭空间或者设备中进行，根据相关规定，南通华宇被处罚款 27,532 元。公司已就上述情况及时作出相应整改并按时缴纳罚款，该行政处罚不属于重大行政处罚，不会对公司生产经营产生重大影响。

(3) 表外事项

受缙沙坦杂质事件影响，该公司尚存未决诉讼及仲裁，且案件耗时较长，需关注后续进展情况。

未决诉讼方面，该公司于 2018 年 10 月 8 日披露了《浙江华海药业股份有限公司关于公司及其下属子公司涉及

¹² 不考虑该时点之后的股本变化情况。

诉讼的公告》，美国市场消费者因公司缙沙坦原料药的未知杂质中发现含量极微的基因毒性杂质（NDMA）事件，认为公司存在欺诈性隐瞒、违反合约、疏忽、不当得利等行为向美国纽约南区联邦地区法院、美国伊利诺依北区联邦地区法院等法院提起诉讼。被告为公司及下属子公司华海（美国）国际有限公司（以下简称“华海美国”）、普霖斯通制药有限公司（以下简称“普霖斯通”）、寿科健康美国公司（以下简称“寿科健康”）以及其他全球主要的仿制药生产商、分销商、零售商、批发商等约 60 家企业。目前案件仍处于应诉阶段，尚未取得进一步的实质性进展，诉讼结果尚存在不确定性，公司目前无法可靠预计上述未决诉讼对公司的影响。

未决仲裁方面，该公司于 2020 年 5 月 14 日披露了《浙江华海药业股份有限公司关于公司涉及仲裁的公告》，根据公告“山德士及其下属公司因公司供应的缙沙坦原料药的杂质问题，认为公司违反了与其签订的《框架供货协议》项下的义务导致其遭受损失，向位于德国汉堡的中欧仲裁中心提起仲裁，申请公司赔偿因杂质事件所遭受的所有直接和间接损失，包括已发生的以及部分未来可能发生的损失，赔偿总额约 1.15 亿美元（其中主要组成部分为因该产品的销售损失所导致的利润损失约 6,840 万美元）。2017 年及 2018 年 1-6 月，公司分别出售给山德士及其下属公司的缙沙坦原料药合计金额约为 531 万美元和 673 万美元。截至目前，公司与除山德士外的其他客户已达成共识，就其召回产品的相关直接成本进行适当补偿，并签署了相关协议或做了相应的安排。”目前，该仲裁案件尚未开庭，公司已聘请专业律师团队代理应对该仲裁案件。因上述仲裁案件仍处于仲裁程序初期阶段，仲裁结果尚存在不确定性，公司亦无法准确判断对本期利润及期后利润的影响。

2024 年 3 月末，该公司对外担保金额为 0.85 亿元，为对参股公司湖北华海共同药业有限公司按照公司持股比例提供的信用借款担保。2023 年末湖北华海共同药业有限公司总资产及所有者权益分别为 4.58 亿元和 1.35 亿元，2021-2023 年净利润分别为-48.51 万元、-113.81 万元和-314.97 万元。

此外，根据该公司提供的 2024 年 5 月 22 日的《企业信用报告》及相关资料，跟踪期内公司不存在借款违约及欠息事项。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了浙江海正药业股份有限公司以及湖南九典制药股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以医药制造为主业的上市公司，具有较高的可比性。

该公司权益资本规模较大，盈利能力较强，对债务规模及利息支出的保障程度相对较好，但经营效率相对较弱，经营获现能力一般，公司财务杠杆相对较高。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，债券期限为 6 年，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。本次发行的可转换公司债券期满后 5 个工作日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

跟踪期内，该公司股价波动较大，多次触发转股价格向下修正条款，但目前本次债券尚未达到上述回售条件。公司最新于 2024 年 5 月 22 日再次触发转股价格向下修正条款。公司董事会决定本次不向下修正转股价格，在未来 3 个月内如再次触发转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。总体看，如剩余可转债转股不成功，或因股价波动触发有条件提前回售条款，一定程度上将增加公司债务压力。

2. 偿债保障措施跟踪分析

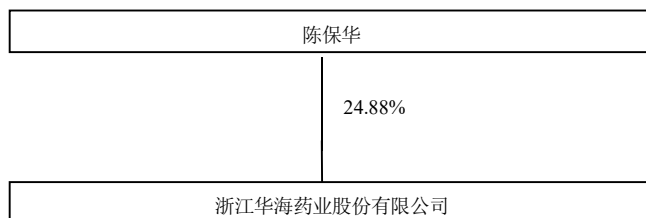
跟踪期内该公司经营活动现金流持续较多净流入，经营创现能力较强，整体流动性较好。同时公司银行授信剩余未使用规模较大，且公司拟通过股票定增募集资金，公司融资渠道畅通，资本补充能力极强。但期内公司盈利能力下滑，EBITDA 对债务的覆盖程度有所降低。整体来看，公司偿债保障能力较强。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定华海药业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，华海转债信用等级均为 AA。

附录一：

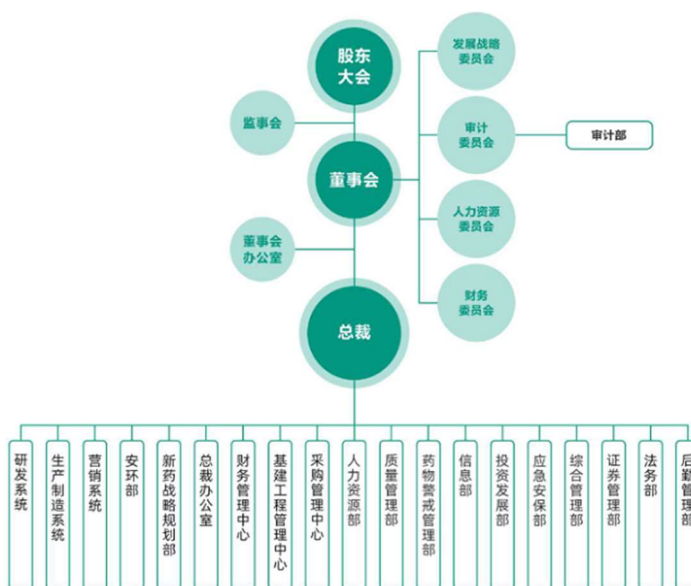
公司与实际控制人关系图



注：根据华海药业提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华海药业提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
浙江华海药业股份有限公司	华海药业	本级/母公司	—	医药化工	54.57	106.16	57.30	16.45	19.15	-	母公司口径
临海市华南化工有限公司	华南化工	子公司	100.00	医药化工	1.07	4.83	4.58	0.81	-0.75	1.52	
浙江华海医药销售有限公司	华海医药	子公司	95.00	零售批发	-	5.58	25.02	5.03	7.25	6.90	
华海（美国）国际有限公司	华海美国	子公司	100.00	进出口贸易	-	1.22	14.17	-1.43	-1.83	-0.67	
华海药业南通股份有限公司	华海南通	子公司	100.00	医药化工	-	0.46	0.05	-0.59	0.01	-0.24	
南通华宇化工科技有限公司	华宇化工	子公司	100.00	医药化工	-	1.82	0.71	-0.04	0.00	0.02	
江苏云舒海进出口有限公司	江苏云舒海	子公司	100.00	进出口贸易	-	0.27	0.06	-0.01	0.10	0.04	
昌邑华普医药科技有限公司	华普科技	子公司	51.00	医药化工	-	1.28	1.17	-0.07	0.26	-0.03	
长兴制药股份有限公司	长兴制药	子公司	60.31	医药化工	0.08	3.67	4.68	0.66	0.81	0.83	
浙江华海制药科技有限公司	华海科技	子公司	100.00	医药化工	11.85	3.42	0.73	-0.07	0.77	0.30	
浙江华海投资管理有限公司	华海投资	子公司	100.00	投资管理	-	1.05	-	-0.01	0.50	-0.01	
浙江华海生物科技有限公司	华海生物	子公司	100.00	医药化工	-	11.75	0.79	-0.50	0.91	0.14	

注：根据华海药业2023年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：原料药及制剂生产、销售 归属行业：医药制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据					2023 年末财务数据/指标				
		净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	总资产报酬率 （%）	营业收入现金率 （%）	总资产周转率 （次/年）	权益资本与刚性 债务比率 （×）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支 出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
湖南九典制药股份有限公司	A+/稳定	19.73	22.36	14.22	106.91	1.03	4.77	31.27	4.86	42.82	1.14
浙江海正药业股份有限公司	AA+/稳定	83.49	103.73	0.60	106.69	0.57	1.47	52.60	11.60	5.39	0.20
发行人	AA/稳定	82.51	83.09	7.25	103.53	0.45	1.14	55.64	21.22	7.75	0.30

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	154.68	181.52	186.00	200.89
货币资金 [亿元]	18.76	13.65	13.42	28.36
刚性债务[亿元]	57.97	70.59	72.39	84.41
所有者权益 [亿元]	67.76	77.46	82.51	84.90
营业收入[亿元]	66.44	82.66	83.09	24.99
净利润 [亿元]	4.81	11.76	8.17	2.74
EBITDA[亿元]	15.19	24.08	21.22	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.38	12.43	22.17	8.53
投资性现金净流入量[亿元]	-23.57	-24.33	-16.23	-4.72
资产负债率[%]	56.19	57.33	55.64	57.74
权益资本与刚性债务比率[%]	116.89	109.72	113.98	100.58
流动比率[%]	160.84	164.78	139.97	132.80
现金比率[%]	45.64	34.89	27.75	44.86
利息保障倍数[倍]	5.19	6.89	4.87	—
担保比率[%]	—	—	1.07	1.00
营业周期[天]	447.49	458.32	490.82	—
毛利率[%]	60.00	62.36	60.42	59.74
营业利润率[%]	13.07	18.72	13.53	14.99
总资产报酬率[%]	6.70	10.29	7.25	—
净资产收益率[%]	7.12	16.20	10.22	—
净资产收益率*[%]	7.46	16.56	10.63	—
营业收入现金率[%]	94.30	88.32	103.53	105.74
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.34	27.51	43.29	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.96	-12.46	5.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.27	9.60	7.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.37	0.30	—

注：表中数据依据华海药业经审计的2021~2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

$$\text{资产负债率}(\%) = \frac{\text{期末负债合计}}{\text{期末资产总计}} \times 100\%$$

$$\text{权益资本与刚性债务比率}(\%) = \frac{\text{期末所有者权益合计}}{\text{期末刚性债务余额}} \times 100\%$$

$$\text{流动比率}(\%) = \frac{\text{期末流动资产合计}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{现金比率}(\%) = \frac{\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{利息保障倍数}(\text{倍}) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出}}$$

$$\text{担保比率}(\%) = \frac{\text{期末未清担保余额}}{\text{期末所有者权益合计}} \times 100\%$$

$$\text{营业周期}(\text{天}) = 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业收入}}{[\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}] / 2} \right\} + 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业成本}}{[\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}] / 2} \right\}$$

$$\text{毛利率}(\%) = 1 - \frac{\text{报告期营业成本}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{营业利润率}(\%) = \frac{\text{报告期营业利润}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{总资产报酬率}(\%) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{[\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}] / 2} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}(\%) = \frac{\text{报告期净利润}}{[\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}] / 2} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}^*(\%) = \frac{\text{报告期归属于母公司所有者的净利润}}{[\text{期初归属母公司所有者权益合计} + \text{期末归属母公司所有者权益合计}] / 2} \times 100\%$$

$$\text{营业收入现金率}(\%) = \frac{\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{经营性现金净流入量与流动负债比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额}}{[\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}] / 2} \times 100\%$$

$$\text{非筹资性现金净流入量与负债总额比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}}{[\text{期初负债合计} + \text{期末负债合计}] / 2} \times 100\%$$

$$\text{EBITDA/利息支出}(\text{倍}) = \frac{\text{报告期 EBITDA}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息}}$$

$$\text{EBITDA/刚性债务}(\text{倍}) = \frac{\text{EBITDA}}{[\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}] / 2}$$

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

$$\text{刚性债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{应付短期融资券} + \text{应付利息} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他具期债务}$$

$$\text{EBITDA} = \text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产及其他资产摊销}$$

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体 评级	首次评级	2020年6月3日	AA/稳定	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
	前次评级	2023年6月27日	AA/稳定	王科柯、熊梓	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA/稳定	王婷亚、翁斯喆	新世纪评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	—
债项 评级	首次评级	2020年6月3日	AA	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
	前次评级	2023年6月27日	AA	王科柯、熊梓	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA	王婷亚、翁斯喆	新世纪评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。