

# 上海皓元医药股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕9206号

联合资信评估股份有限公司通过对上海皓元医药股份有限公司及其拟发行的向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定上海皓元医药股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，上海皓元医药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年九月二十日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。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。

二、本报告系联合资信接受上海皓元医药股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 上海皓元医药股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA-/稳定	AA-/稳定	2024/9/20

**债项概况** 上海皓元医药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本次债券”）发行规模为 8.22 亿元，期限为 6 年；按年付息，到期一次还本；本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于“高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）”“265t/a 高端医药中间体产品项目”“欧创生物新型药物技术研发中心”和“补充流动资金”；本次债券具有转股条款、赎回条款、回售条款。

**评级观点** 公司业务覆盖了药物研发及生产“起始物料—中间体—原料药—制剂”产业链，具备提供前端后端一体化解决方案能力，主营业务包括分子砌块、工具化合物和生化试剂及特色原料药、中间体和制剂业务，在分子砌块和工具化合物行业具备一定技术优势和品牌影响力；公司建立了符合上市公司要求的法人治理结构和较为规范的管理制度，执行情况较好；2021—2023 年，公司前端业务和后端业务规模均持续扩张，营业总收入持续增长；由于行业竞争加剧等因素影响，公司毛利率持续下降，叠加计提资产减值损失和信用减值损失，公司利润总额持续下降；同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，截至 2023 年末，公司资产结构较为均衡，存货和应收账款对营运资金存在占用，商誉规模较大；公司短期债务占比较高，公司偿债指标有所弱化；2022 年以来，受备货等因素影响，公司经营活动现金由净流入转为净流出；2024 年 1—6 月，随着公司控制备货节奏以及加大应收账款催款力度，公司经营活动现金同比由净流出转为净流入。本次债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大，公司 EBITDA 和经营现金流入对本次债券能够形成一定保障。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

**评级展望** 未来，随着公司产能利用率提升以及分子砌块和工具化合物的持续开发，公司市场竞争力有望进一步增强。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司获得重大技术突破，营业总收入和利润大幅增长；公司行业地位明显提升，下游需求旺盛带动公司资本实力进一步增强。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**下游需求持续萎缩或公司技术迭代缓慢导致公司经营性收入利润大幅下降；计提大额存货跌价和商誉减值，对公司产生重大不利影响；公司债务大幅增长，短期债务占比快速提升，偿债压力显著增加。

### 优势

- **公司具备一定的技术优势和品牌影响力。**截至 2023 年末，公司已完成超 2.8 万种产品的自主研发、合成，累计储备超 11.6 万种分子砌块和工具化合物，构建了 180 多种集成化化合物库；公司拥有多个核心技术平台，自行合成开发了艾日布林、曲贝替定等高难度特色原料药；公司作为国内较早开展 ADC Payload-Linker 研究的企业之一，在 ADC 领域具备一定竞争力。
- **公司业务覆盖了药物研发及生产“起始物料—中间体—原料药—制剂”产业链。**公司主要产品及服务包括小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块、工具化合物和生化试剂的研发，小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产，具备提供前端后端一体化解决方案能力。
- **公司完成科创板上市，资本实力进一步增强；近年来，公司业务规模扩张，营业总收入持续增长。**2021 年 6 月，公司在上海证券交易所科创板上市，扣除发行费用后募集资金净额为 11.08 亿元。2021—2023 年，随着公司业务规模扩张，营业总收入持续增长，年均复合增长 39.27%。

### 关注

- **受行业竞争激烈等因素影响，2021—2023 年，公司毛利率持续下降；公司期间费用对利润侵蚀明显。**2021—2023 年，公司所处行业竞争加剧，公司毛利率持续下降。2021—2023 年，公司作为研发驱动型企业需持续进行研发投入，受加强国际销售网络建设等因素影响，公司增加销售费用投入，公司期间费用在营业总收入中的占比分别为 30.27%、35.36%和 33.73%，对利润侵蚀明显。
- **公司存货规模较大，需关注资金占用及存货跌价风险；公司并购形成商誉，需关注商誉减值风险。**截至 2023 年末，公司存货 11.45 亿元，在资产总额中占比为 27.32%，计提存货跌价准备 1.88 亿元，对应确认资产减值准备，对公司利润存在一定影响。截至 2023 年末，公司商誉 3.01 亿元，在资产总额中占比为 7.18%，主要为并购药源药物形成。
- **本次可转换公司债券发行规模较大，对公司债务结构影响很大；需关注本次可转换公司债券募投项目投资收益不达预期风险。**公司本次债券发行规模为 8.22 亿元，分别占公司 2023 年末长期债务和全部债务的 193.30%和 75.46%，对公司现有债务结构影响很大。近年来，公司所处行业竞争加剧，公司本次债券募投项目主要为原料药和中间体 CDMO 产能建设、中间体产能建设以及研发中心建设，产能消化尚需一定时间，需关注医药制造产业政策变化、新技术发展、行业竞争、市场供求等因素可能导致的募投项目收益不达预期风险。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa <sup>-</sup>
个体调整因素:				--
个体信用等级				aa <sup>-</sup>
外部支持调整因素:				--
评级结果				AA <sup>-</sup>

个体信用状况变动说明: 不适用。

外部支持变动说明: 不适用。

## 主要财务数据

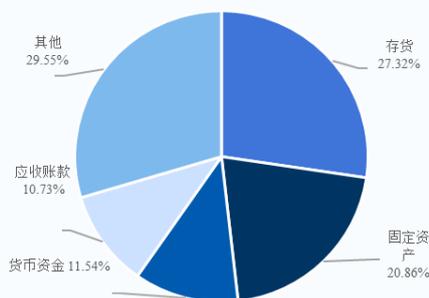
项目	合并口径			
	2021年	2022年	2023年	2024年6月
现金类资产(亿元)	10.43	4.83	5.05	4.50
资产总额(亿元)	23.85	35.98	41.92	43.73
所有者权益(亿元)	18.36	23.32	25.26	26.43
短期债务(亿元)	0.51	3.03	6.64	6.65
长期债务(亿元)	1.65	3.66	4.25	5.17
全部债务(亿元)	2.16	6.68	10.90	11.82
营业总收入(亿元)	9.69	13.58	18.80	10.56
利润总额(亿元)	2.10	1.99	1.28	0.79
EBITDA(亿元)	2.63	2.95	3.09	--
经营性净现金流(亿元)	0.58	-2.40	-0.64	0.77
营业利润率(%)	53.84	51.07	44.76	44.91
净资产收益率(%)	10.38	8.21	5.00	--
资产负债率(%)	22.99	35.18	39.74	39.56
全部债务资本化比率(%)	10.54	22.28	30.14	30.90
流动比率(%)	494.35	221.74	188.03	195.96
经营现金流动负债比(%)	17.98	-29.22	-5.47	--
现金短期债务比(倍)	20.46	1.60	0.76	0.68
EBITDA利息倍数(倍)	144.23	38.67	13.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.82	2.27	3.52	--

项目	公司本部口径			
	2021年	2022年	2023年	2024年6月
资产总额(亿元)	16.62	24.89	26.49	28.54
所有者权益(亿元)	14.84	18.74	18.23	19.68
全部债务(亿元)	0.93	3.19	4.47	4.40
营业总收入(亿元)	4.18	5.67	7.01	3.06
利润总额(亿元)	0.22	0.76	-1.02	1.39
资产负债率(%)	10.73	24.69	31.19	31.04
全部债务资本化比率(%)	5.88	14.54	19.70	18.27
流动比率(%)	936.31	280.61	224.44	205.42
经营现金流动负债比(%)	-152.22	-89.65	-47.99	--

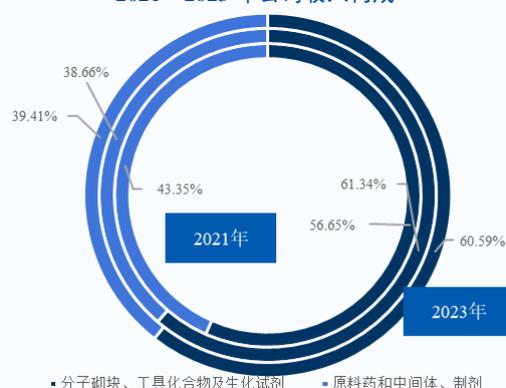
注: 1. 公司2024年半年度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2023年末公司资产构成



2021—2023年公司收入构成



2021—2023年及2024年1—6月公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023年末及2024年6月末公司债务情况



## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA <sup>+</sup> 稳定	2023/05/22	杨恒 王煜彤	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号  
 资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：杨恒 [yangheng@lhratings.com](mailto:yangheng@lhratings.com)

项目组成员：王煜彤 [wangyt@lhratings.com](mailto:wangyt@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



## 一、主体概况

上海皓元医药股份有限公司（以下简称“公司”或“皓元医药”）系由上海皓元化学科技有限公司（以下简称“皓元化学”）整体变更设立。皓元化学成立于 2006 年 9 月 30 日，由郑保富、高强、薛吉军、史杰清和卢新宇共同出资设立，注册资本为 150 万元。2015 年 12 月，皓元化学股东上海安戌信息科技有限公司（以下简称“安戌信息”）、上海真金高技术服务业创业投资中心（有限合伙）（以下简称“真金投资”）、上海景嘉创业接力创业投资中心（有限合伙）（以下简称“景嘉创业”）、余道乾和杨世先作为发起人，皓元化学以经审计的净资产 2707.29 万元折合为股本 2000 万股，每股面值为人民币 1 元，剩余 707.29 万元计入资本公积，整体变更为股份公司，注册资本变更为 2000.00 万元。完成变更后，安戌信息持股 68.00%，真金投资持股 15.00%，景嘉创业持股 15.00%，余道乾和杨世先各持股 1.00%。

2016 年 5 月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，证券代码“837278.NQ”，证券简称“皓元医药”。2018 年 3 月，公司在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。2021 年 6 月，公司在上海证券交易所科创板上市，证券代码“688131.SH”，证券简称“皓元医药”。截至 2024 年 6 月末，公司总股本 2.11 亿元，安戌信息持股 32.34%，为公司控股股东；郑保富和高强通过安戌信息合计持有公司 25.87% 的股权，二人签订《一致行动协议》，为公司实际控制人。截至 2024 年 6 月末，公司实际控制人和控股股东所持公司股份均无质押。

公司主营业务包括小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至 2023 年末，公司内设生命科学事业部、创新药研发服务事业部、商业化原料药事业部、生产基地和集团管理服务中心等职能部门，公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2023 年末，公司合并资产总额 41.92 亿元，所有者权益 25.26 亿元（含少数股东权益 0.17 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 18.80 亿元，利润总额 1.28 亿元。截至 2024 年 6 月末，公司合并资产总额 43.73 亿元，所有者权益 26.43 亿元（含少数股东权益 0.22 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 10.56 亿元，利润总额 0.79 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区蔡伦路 720 弄 2 号 501 室；法定代表人：郑保富。

## 二、本次债项概况

### 1 本次债券概况

本次公司向不特定对象发行的可转换公司债券（以下简称“本次债券”）拟募集资金总额不超过 82235.00 万元（含本数），期限为自发行之日起 6 年。本次债券每张面值为 100.00 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还未偿还的可转换公司债券和最后一年利息。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券不提供担保。

#### （1）转股条款

##### 初始转股价格的确定

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，公司将按上述条件出现的先后顺序，依次对转股价格进行调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）。具体的转股价格调整公式如下：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P1$  为调整后转股价， $P0$  为调整前转股价， $n$  为派送股票股利或转增股本率， $A$  为增发新股价或配股价， $k$  为增发新股或配股率， $D$  为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在上海证券交易所网站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)）或中国证监会指定的上市公司其他披露媒体上刊登相关公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规、证券监管部门和上海证券交易所的相关规定来制订。

#### **转股价格的向下修正条款**

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

如公司决定向下修正转股价格，公司将在上海证券交易所网站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)）或中国证监会指定的上市公司其他信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等有关信息。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，且为转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

#### **(2) 赎回条款**

##### **到期赎回条款**

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将按照未转股的可转换公司债券的票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转公司债券持有人赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

##### **有条件赎回条款**

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当上述两种情形的任意一种出现时，公司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转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。

#### **(3) 回售条款**

##### **有条件回售条款**

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三十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全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述三十个交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

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计息年度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。

### 附加回售条款

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且根据中国证监会或上海证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途的或被中国证监会或上海证券交易所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以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

### 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于“高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）”“265t/a 高端医药中间体产品项目”“欧创生物新型药物技术研发中心”和“补充流动资金”。

“高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）”拟新建 4 个生产车间，购置反应釜、离心泵、计量罐、烘箱、冷凝器等生产设备，并建设废气处理设施、污水处理设施、动力车间、仓库、办公楼等公用工程及辅助设施。项目整体建设期为 24 个月，建成后预计所得税后内部收益率为 16.91%，投资回收期为 7.59 年（含建设期）。

“265t/a 高端医药中间体产品项目”拟新建 1 个生产车间、对原有 2 个生产车间进行扩建，并购建储罐区、污水池、甲类仓库等基础工程设施，购置反应釜、离心机、干燥机、烘箱、冷凝器、冷冻系统、过滤器、污水处理设备等生产、公用辅助设施。项目规划产品主要包括雷美替胺中间体、酒石酸伐伦克林中间体系列、氢溴酸替格列汀中间体、英克西兰中间体、苏沃雷生、三唑巴坦等药物中间体、非苏拉赞中间体、酮替芬中间体、盐酸维拉唑酮等 11 个产品。项目建成后，公司将进一步扩大自有原料药、中间体生产基地，满足公司产品规模化生产的需求。项目整体建设期为 27 个月，建成后预计所得税后内部收益率为 19.48%，投资回收期为 6.84 年（含建设期）。

“欧创生物新型药物技术研发中心”将开展小核酸药物、多肽药物、ADC 药物<sup>1</sup>等新型药物的技术研发，针对药物开发的需求开展新颖分子砌块、重组蛋白（高活性细胞因子试剂）的开发，并开展相关产品纯化技术的研究，项目计划建设期为 24 个月，拟投入的募集资金不涉及具体研发项目投入。项目将为公司新型药物 CMC 研究体系提供基础，提高公司小核酸药物、多肽药物、ADC 药物等新型药物的开发能力和服务能力；同时将丰富公司分子砌块和细胞因子的产品管线，提高公司色谱分离纯化技术和能力。

公司本次债券募投项目主要为原料药和中间体 CDMO 产能建设、中间体产能建设以及研发中心建设，需关注医药制造产业政策变化、新技术发展、行业竞争、市场供求等因素可能导致的募投项目收益不达预期风险。

图表 1 • 本次债券拟使用用途

拟使用用途	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）	40545.00	37307.00
265t/a 高端医药中间体产品项目	13026.00	12443.00
欧创生物新型药物技术研发中心	8280.00	7985.00
补充流动资金	24500.00	24500.00
<b>合计</b>	<b>86351.00</b>	<b>82235.00</b>

资料来源：《上海皓元医药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》

<sup>1</sup> Antibody-Drug Conjugate, 抗体偶联药物。是由单克隆抗体、小分子药物以及连接二者的连接子组成。ADC 由单克隆抗体靶向识别并进入肿瘤细胞，在肿瘤细胞内释放化疗有效药物，杀死肿瘤细胞。

### 三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策发力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年半年报）》](#)。

### 四、行业分析

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023 年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。完整版医药行业分析详见[《医药制造行业 2024 年度行业分析》](#)。

### 五、基础素质分析

#### 1 竞争实力

公司为研发驱动型企业，研发投入规模较大，拥有多个核心技术平台。公司分子砌块及工具化合物产品较为丰富，自有品牌在分子砌块及工具化合物领域具有一定影响力；公司自行开发合成了艾日布林等高难度特色原料药，作为国内较早开展 ADC Payload-Linker 研究的企业之一，已与 600 余家相关领域客户合作。

公司主营业务包括小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产，为研发驱动型企业。2021—2023 年，公司研发投入分别为 1.03 亿元、2.02 亿元和 2.24 亿元，在营业总收入中的占比分别为 10.67%、14.84%和 11.92%，保持在较高水平。

公司核心技术围绕化学合成、工艺优化、杂质控制、质量研究等药物化学基础应用研究构建，经过多年的技术积累，掌握了不对称合成技术、偶联反应技术、催化技术、连续反应技术、晶型筛选技术等多种技术手段，形成了高活性原料药（HPAPI）开发平台、多手性复杂药物技术平台、维生素 D 衍生物药物原料药研发平台、特色靶向药物开发平台、药物固态化学研究技术平台及分子砌块和工具化合物库开发孵化平台等多个核心技术平台。公司先后被评选为国家级专精特新“小巨人”企业、上海市品牌培育示范企业、上海市企业技术中心，并荣获“中国医药研发 50 强”“中国医药 CDMO 企业 20 强”、中国科促会“科技创新奖一等奖”等多项荣誉称号。截至 2023 年末，公司在研项目涵盖抗肿瘤、糖尿病治疗、心脑血管治疗、神经系统治疗等多个领域；公司累计知识产权项目获得授权数量 245 个，其中发明专利 85 个，实用新型 70 个，外观设计 4 个，软件著作权 86 个。

分子砌块和工具化合物领域，公司拥有了“MCE”“乐研”“ChemScene”等自主品牌，终端客户包括主要为科研院所、高校以及大型医药企业，在行业内具备一定影响力。截至 2023 年末，公司已完成超 2.8 万种产品的自主研发、合成，累计储备超 11.6 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块约 8.0 万种，工具化合物约 3.6 万种，构建了 180 多种集成化合物库，为基础研究和新

药开发的客户提供了品类丰富的高质量研究工具，满足不同客户的需求。使用公司产品的科研客户在包括 Nature、Science、Cell 等国际知名期刊在内的学术刊物中，累计发表的文章超过 37000 篇。

原料药中间体和制剂领域，截至 2023 年末，公司累计承接了 676 个创新药项目，主要布局在中国、日本、韩国、美国和欧洲市场，处于临床前及临床 I 期项目居多，部分产品已进入临床 II 期、临床 III 期或者新药上市申报阶段。公司自主开发了合成和药品注册难度高的品种如艾日布林、曲贝替定等产品，开发出了艾日布林的三元模块式组装合成工艺。

在 ADC 业务领域，公司是国内较早开展 ADC Payload-Linker 研究的企业之一，主要提供与 ADC 药物小分子化学部分相关的 CMC (Chemical Manufacturing and Control, 化学成分生产和控制) 及 CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization, 研发生产合同外包) 服务，涵盖了毒素 (Payload)、连接子 (Linker)、以及有效载荷 (Payload-Linker) 的研发、工艺优化、工艺验证、注册申报、GMP 产业化等各个环节，并全程参与中国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药 (荣昌生物的纬迪西妥单抗) 的研发、申报和生产。截至 2023 年末，公司已经有 12 个与 ADC 药物相关的小分子产品在美国 FDA 注册了 DMF，协助客户完成了多个 Payload-Linker 的 CMC 服务和临床注册申报。

## 2 人员素质

**公司高层管理人员具备较强的技术背景和丰富的行业经验，员工结构符合公司特点和发展需求。**

截至 2024 年 6 月末，公司共有 9 位董事，其中包括 3 位独立董事；公司共有 3 位监事，其中包括 1 位职工监事；公司共有 4 位高级管理人员，其中包括 1 位总经理、1 位副总经理、1 位财务总监、1 位董事会秘书。

郑保富，男，1979 年 10 月出生，中国国籍，持有香港特别行政区永久性居民身份证，博士研究生学历。郑保富先生 2001 年 7 月毕业于南开大学化学系，获得理学学士学位；2005 年 12 月毕业于香港大学化学系，获得博士学位；2006 年 9 月创办皓元化学，自公司成立来历任执行董事、董事长、总经理职务；2015 年 12 月至今，担任公司董事长、总经理职务。

高强，男，1973 年 11 月出生，中国国籍，持有香港特别行政区永久性居民身份证，博士研究生学历。高强先生 1999 年 7 月毕业于兰州大学化学化工学院，获得理学硕士学位；2004 年 4 月毕业于香港大学化学系，获得博士学位；2004 年 5 月至 2006 年 2 月任香港大学化学系研究员；2006 年 9 月创办皓元化学，自公司成立来历任董事、副总经理职务；2015 年 12 月至今，担任公司董事、副总经理职务。

截至 2023 年末，公司合并口径在职员工人数为 3370 人。

图表 2 • 截至 2023 年末公司员工情况 (单位: 人)

专业类别	员工数	教育程度	员工数
销售人员	279	博士及博士后	54
财务人员	46	硕士	602
管理人员	392	本科	1618
研发技术人员	437	专科及以下	1096
生产技术人员	1573	--	--
生产及业务辅助人员	643	--	--
<b>合计</b>	<b>3370</b>	<b>合计</b>	<b>3370</b>

资料来源：公司年报，联合资信整理

## 3 信用记录

**公司过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告 (统一社会信用代码: 91310000794467963L)，截至 2024 年 9 月 4 日，公司无未结清和已结清关注类和不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会，建立了符合上市公司要求的法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，依法行使的职权包括决定公司经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事、决定有关董事和监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会的报告、对公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券作出决议等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，其中独立董事3人。董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会行使的职权包括召集股东大会、并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案和决算方案、制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事每届任期3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会行使的职权包括应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事和高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理1名，根据需要可设副总经理，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期3年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使的职权包括在董事会授权范围内主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议并向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案和公司基本管理制度、制定公司的具体规章、提请董事会聘任或者解聘公司副总经理和财务总监等其他高级管理人员等。

### 2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，执行情况较好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、对外担保、关联交易决策、信息披露、董事监事和高级管理人员持有和买卖本公司股票、防止控股股东及其关联方占用公司资金等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，公司根据有关法律法规，结合公司实际情况，制定了《财务管理制度》，对公司的财务管理体制、会计核算管理、资金管理、财务预算管理、税务管理、财务监督、财务信息系统管理、会计交接以及会计档案管理等事项作出规定。

对外担保管理方面，公司根据相关法律法规以及公司章程，结合公司的实际情况，制定了《对外担保管理制度》，对公司对外担保的对象、担保的审查与审批、担保合同的订立、担保风险、责任人责任等事项作出规定。

关联交易决策方面，公司根据《公司法》《上海证券交易所科创板股票上市规则》以及公司章程的相关规定，制定了《关联交易决策制度》，对关联人和关联关系、关联交易界定、关联交易应当遵守的基本原则、关联交易的管理、关联交易价格的确定、关联交易的批准、关联交易的信息披露等事项作出规定。

信息披露方面，公司根据公司章程以及有关法律、法规、规章的规定，结合公司实际情况，制定了《信息披露制度》，对信息披露的内容及披露标准、科创属性持续披露、信息传递审核及披露流程、信息披露事务管理部门及其负责人的职责、信息披露报告审议和职责、信息保密、发布信息的流程、信息披露豁免与暂缓等事项作出规定。

董事、监事和高级管理人员持有和买卖公司股票方面，公司根据公司章程以及法律、法规、规范性文件的规定，结合公司的实际情况，制定了《董事、监事和高级管理人员持有和买卖本公司股票管理制度》，对信息申报与披露、持有公司股票可转让的一般原则和规定、责任追究及处罚等事项作出规定。

研发管理方面，公司针对研发过程建立了内部控制制度，对研发内部控制进行规定，并明确各个关键控制点，通过对于关键控制点的控制实现对于整个研发过程的管控。

## 七、经营分析

### 1 经营概况

公司主营业务为前端分子砌块、工具化合物及生化试剂业务，以及后端原料药和中间体、制剂业务；2021—2023年，随着经营规模扩大，公司主营业务收入持续增长，由于行业竞争加剧等因素影响，公司主营业务毛利率持续下降。

2021—2023年，公司主营业务包括前端分子砌块、工具化合物及生化试剂业务以及后端原料、中间体和制剂业务，随着经营规模扩大，公司主营业务收入持续增长。公司根据与下游客户签订的合同和开票内容将前后端业务分为产品销售和技术服务。前端分子砌块、工具化合物及生化试剂业务中，产品销售包括分子砌块和工具化合物和生化试剂产品的销售，技术服务包括工具化合物和生化试剂定制合成服务和在药物发现阶段为客户提供化合物开发的FTE服务。后端原料、中间体和制剂业务中，产品销售为向仿制药客户交付公司自主立项的中间体、原料药产品，以及根据创新药客户的要求向其提供定制化产品；技术服务为CDMO服务以及根据客户要求提供技术开发、药证申报、工艺路线研发以及辅助申报等服务。

收入构成方面，2021—2023年，随着公司分子砌块和工具化合物产品种类快速增长，分子砌块、工具化合物及生化试剂业务收入持续增长，在公司主营业务收入中占比波动上升，为公司主要收入来源；公司原料药和中间体、制剂业务收入持续增长，其中技术服务收入快速增长，原料药和中间体、制剂业务收入在主营业务收入中占比波动下降。

毛利率方面，2021—2023年，由于分子砌块行业国内市场竞争激烈叠加下游创新药客户融资环境趋紧等因素影响，公司分子砌块、工具化合物及生化试剂业务毛利率持续下降，但仍属较高水平；受CDMO行业竞争加剧等因素影响，公司原料药和中间体、制剂业务毛利率持续下降。综上，2021—2023年，公司主营业务毛利率持续下降。

2024年1—6月，公司实现营业总收入10.56亿元，同比增长19.82%；营业利润率为44.91%，同比下降4.81个百分点；公司实现利润总额0.79亿元，同比下降28.55%。

图表3·2021—2023年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021年			2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
分子砌块、工具化合物及生化试剂	5.45	56.65	68.28	8.27	61.34	61.89	11.32	60.59	58.24
其中：产品销售	4.78	49.72	70.22	7.48	55.45	64.09	10.03	53.67	61.78
技术服务	0.67	6.93	54.39	0.79	5.89	41.11	1.29	6.92	30.79
原料药和中间体、制剂	4.17	43.35	35.98	5.21	38.66	35.60	7.36	39.41	25.68
其中：产品销售	3.45	35.86	34.48	3.90	28.96	33.94	4.32	23.13	20.61
技术服务	0.72	7.50	43.16	1.31	9.70	40.55	3.04	16.27	32.88
合计	9.62	100.00	54.28	13.48	100.00	51.72	18.68	100.00	45.41

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 2 业务经营分析

#### (1) 产品生产

公司主要产品包括分子砌块、工具化合物、原料药、中间体以及制剂等；分子砌块和工具化合物种类繁多、单次用量少，主要由实验室生产，实验室反应釜产能利用处于接近饱和状态；原料药和中间体由于自有产能尚在建设之中，部分产品需委外生产。近年来，公司通过自建、收购途径扩张自有产能，产能利用一直处于接近饱和状态。

公司主要产品及服务包括小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块、工具化合物和生化试剂的研发，小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产，覆盖了药物研发及生产“起始物料—中间体—原料药—制剂”产业链。

图表 4 公司主要产品和服务应用情况



资料来源：公司提供

公司分子砌块和工具化合物业务主要在药物发现阶段提供毫克到千克级的产品和技术服务，分子砌块产品涵盖了新药研发领域所需的喹啉类、氮杂吡啶类、萘满酮类、哌嗪类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类、吡啶类、嘧啶类、吡唑类、核苷单体等化学结构类型产品；工具化合物产品种类覆盖基础科学研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标，涉及化学小分子、蛋白大分子、多肽、核酸及基因治疗原辅料分子、细胞治疗辅料分子等产品系列。

生产模式方面，公司的分子砌块和工具化合物业务根据订单需求结合经济批量的原则制定生产规划。对于新颖的且无需大规模生产的单个分子砌块和工具化合物，以实验室生产为主。对于备货期较短的产品，公司在安排具体生产任务时通过预留合理的库存量进行保障。

公司原料药和中间体业务主要对应临床前和进入临床后的 CDMO 服务，以及合成工艺开发、工艺优化和原料药注册申报等技术服务，并提供药品上市及商业化所需的百千克到吨级的原料药和中间体产品。在自有工厂建成之前，公司的医药原料药和中间体的生产模式为实验室生产模式和委外生产模式。为保证产品质量、加强技术保密，公司建立了委外生产的制度和管理体系，与此同时，公司逐步通过自建以及并购等方式进行自有原料药和中间体产能建设。2022 年，公司完成药源药物的收购后开始涉足制剂产品，公司的制剂产品生产模式为自主生产。公司拥有五个独立的制剂 D 级洁净车间，制剂车间通过了欧盟 QP 质量审计，并通过了国家药监局和江苏省药监局的药品注册和 GMP 二合一动态现场检查。

技术服务方面，公司在进行产品生产的过程中，同时形成了一系列核心技术平台。借助技术平台，公司同时为客户提供相应的技术服务。当接收到客户的需求后，技术部门进行项目评估，评估通过后，和客户签订技术服务合同，并开始启动项目的实施，最后完成项目交接。对于有需要提供样品的项目，在技术交接环节同时进行样品交接。对于技术服务的项目，往往会有多个阶段性的验收，当所有阶段性验收合格后，最终完成总项目验收。

产能方面，2022 年，公司完成对山东成武泽大泛科化工有限公司（以下简称“泽大泛科”）100%股权的收购。截至 2023 年末，泽大泛科拥有二苄羟产能 100 吨、氨硫三氮唑产能 600 吨，主要用于医药中间体的生产，2023 年产能利用率约为 60%。同年，公司的 IPO 募投项目“安徽皓元药业有限公司年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）”的部分车间建成并投入运营，截至 2023 年末，安徽皓元药业有限公司（以下简称“安徽皓元”）尚处于产能爬坡阶段，安徽皓元尚未完全建成达产，产能利用率较低。公司自主合成的产品主要通过实验室生产的方式进行，2021—2023 年，公司实验室反应釜容积持续增长，产能利用一直处于接近饱和状态。

图表 5 公司实验室反应釜容积情况（单位：L）

	2021 年末	2022 年末	2023 年末
皓元医药	2670.00	3750.00	4700.00
皓元生物	1220.00	1720.00	2680.00
<b>合计</b>	<b>3890.00</b>	<b>5470.00</b>	<b>7380.00</b>

资料来源：公司提供

(2) 采购

公司采购的原辅材料种类较多，单一物料采购金额较低。2021—2023 年，随着业务规模扩大，公司直接材料金额持续增长，公司供应商集中度较低。

公司采购的主要内容包括各类基础原料（包括初级中间体、原辅料、催化剂、溶剂、部分原料药）、实验室仪器、耗材等研发生产所需的相关材料。

采购模式方面，公司的研发和技术部门根据研发、生产安排提交采购需求，经过上一级领导审批后进入到采购部门的采购环节，采购员根据采购内容进行供应商的选择，寻找质量合格、信誉优良的供应商并获取报价，从中选择性价比高、供应稳定、有质量保障的货源。采购部门优选合格供应商名录中的供应商及历史合作供应商，对于新的供应商，采购部门会对供应商的背景进行调查，对于营业范围的合理性、真实性进行确认。货源确认后，采购人员经议价、谈判、确认价格后，签订采购合同，并下单采购。期间，采购人员负责跟进采购的进度。产品到货后，仓库负责收货，质量管理部门检测判断合格后放行入库，后续财务部门进行结算。对于收货检查不合格，或者产品数量不符等情况，由采购人员和供应商进行协调推进后续处理工作。公司的采购结算账期通常在1~2个月。分子砌块和工具化合物业务中，对于初次合作的供应商可能会支付部分预付款；原材料和中间体业务中，若项目周期较长，公司与外协工厂将按照月度结算。

图表 6 公司主要采购情况

原材料	2021年		2022年		2023年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
卡泊三醇中间体 KBC	117.58	0.44	152.15	0.25	--	--
曲贝替定中间体 QBA	--	0.00	--	0.00	--	--
替格瑞洛中间体 TGD	391.11	1.46	207.33	0.34	293.33	0.61
西那卡塞中间体 XNA	71.68	0.27	143.36	0.23	--	--
托法替尼中间体 TFA	635.06	2.37	201.89	0.33	--	--
羟基脯氨酸	0.05	0.00	1989.69	3.24	--	--
Boc 酸酐	2.81	0.01	1435.78	2.34	52.11	0.11
5%钯碳	1.38	0.01	897.26	1.46	328.61	0.68
二(氰基苯)二氧化钨	391.51	1.46	0.08	0.00	--	--
邻氟溴苯	23.89	0.09	522.49	0.85	104.34	0.22
碘化钠	1.31	0.00	862.92	1.40	789.85	1.64
醋酸钯	79.68	0.30	181.68	0.30	449.39	0.93
二乙酸碘苯	0.58	0.00	2.41	0.00	3.02	0.01
乙腈	184.2	0.69	454.64	0.74	449.39	0.93
正己烷	46.12	0.17	77.46	0.13	53.12	0.11
10% Pd/C	5.46	0.02	30.89	0.05	550.84	1.14
3,5-二氟苯酚	0.67	0.00	97.01	0.16	537.43	1.12
3,3-二甲氧基环丙烷-1,1-二甲酸异丙酯	--	--	0.09	0.00	483.81	1.01
RPT835	--	--	--	--	342.00	0.71
氯化钯	14.38	0.05	272.54	0.44	185.55	0.39
<b>合计</b>	<b>1967.47</b>	<b>7.34</b>	<b>7257.03</b>	<b>12.25</b>	<b>4622.79</b>	<b>9.61</b>

资料来源：公司提供

2021—2023年，公司直接材料采购金额分别为2.81亿元、3.96亿元和5.73亿元，在主营业务成本中的占比分别为63.93%、60.79%和56.18%。随着业务规模扩大，公司直接材料金额持续增长，占比持续下降。上表为公司采购额前五大的主物料及采购金额较大且在每年均有采购的其他材料，公司采购的原辅材料种类较多，达到10000种以上，单种物料采购金额较低。2021—2023年，公司前五大供应商采购金额分别为1.21亿元、1.61亿元和1.39亿元，采购金额占采购总金额的比例分别为26.70%、17.74%和18.53%，公司供应商集中度较低。

### (3) 销售

2021—2023年，公司采用直销和经销结合的方式进行销售，下游客户集中度较低；由于近年来境内市场竞争加剧，公司进行境外销售网络搭建，境外销售规模持续增长，毛利率有所波动。

公司产品拥有“MCE”“乐研”“ChemScene”“ChemExpress”“药源药物”等自主品牌。

销售模式方面，公司的分子砌块和工具化合物业务主要采用直销和经销相结合的模式，并通过线上和线下结合的方式进行品牌宣传和营销。线上推广形式包含主题邮件推广、社交媒体推广及搜索引擎推广等；线下拓展形式包括参加多种产业展会和学术大会并配以销售实地拜访、组织专题讲座等。对于原料药和中间体业务也采用直销和经销相结合的方式。直销方面，公司通过客户信息收集对目标客户主动拜访、参加国内外行业展会和专业展会，获取潜在市场需求并进行后续定向产品和技术营销；公司在海外市场主要采用经销模式，公司优先选择国内外知名贸易服务商合作，以快速拓宽销售渠道并相应减少海外销售的风险。对于制剂业务，公司主要采取直销模式，通过行业展会、行业论坛、新客户拜访以及老客户推荐等方式获取客户资源，为处于工艺验证阶段、临床试验阶段、注册申报阶段以及商业化生产阶段的客户制剂生产服务。原料药和中间体产品主要为下游客户研发和药证申报注册用，下游客户需求有一定的周期性波动，不同产品在不同年度的产销率具有一定波动。

销售结算方面，公司与客户之间主要采用电汇和承兑汇票等方式进行结算，以电汇为主。分子砌块和工具化合物业务为货到付款模式，账期通常在1个月左右；原料药和中间体业务一般在产品交付后统一结算，账期通常在1~2个月，部分海外客户账期在3个月左右。

销售区域方面，2021—2023年，随着境内市场竞争加剧，公司加强境外产品的销售网络搭建，在美国、欧洲、日本、韩国、印度等国家或地区组建了多个商务中心，公司境外销售占比分别为37.38%、34.09%和37.01%，境外销售毛利率有所波动。销售集中度方面，2021—2023年，公司前五大客户销售额分别为1.85亿元、2.33亿元和2.74亿元，占比分别为19.11%、17.14%和14.57%，客户集中度较低。

图表7 公司产销规模较大且稳定销售的产品销售情况（单位：千克）

日期	品名	内部耗用	对外销售	产销率（%）
2021年	新药中间体 ND599A	0.53	0.02	--
	醋酸巴多昔芬原料药	36.32	1948.89	116.25
	卡泊三醇中间体 KBB	0.09	52.00	123.78
	替格瑞洛中间体 TGA	0.47	6851.03	124.55
	新药中间体 ND403A	0.99	2365.36	121.82
2022年	新药中间体 ND599A	13.33	11030.00	63.00
	醋酸巴多昔芬原料药	82.30	1349.70	106.00
	卡泊三醇中间体 KBB	0.01	60.00	85.60
	替格瑞洛中间体 TGA	0.09	5363.13	76.42
	新药中间体 ND403A	3.26	2918.30	103.25
2023年	新药中间体 ND599A	904.58	22.45	179309.25
	醋酸巴多昔芬原料药	0.03	1722.02	100.00
	卡泊三醇中间体 KBB	0.03	40.00	80.04
	替格瑞洛中间体 TGA	9017.58	12669.72	79.61
	新药中间体 ND403A	4.07	2999.90	101.53

注：产销率=（内部耗用+对外销售）/（外协采购+委托加工+自产）  
 资料来源：公司提供

### 3 经营效率

2021—2023年，公司经营效率指标表现尚可。

从经营效率指标看，2021—2023年，公司销售债权周转次数持续下降，主要系公司业务规模扩大导致应收科目增长所致；存货周转次数持续下降；总资产周转次数波动下降。与同行业其他企业相比公司整体经营效率指标表现尚可。

图表8 • 2023年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	中位数	药石科技	毕得医药	凯莱英	九洲药业
存货周转次数（次）	0.97	1.42	1.42	1.07	2.94	1.73
应收账款周转次数（次）	4.78	4.78	4.29	5.30	3.52	6.76
总资产周转次数（次）	0.48	0.46	0.35	0.46	0.41	0.59

注：为保证可比性，上表数据均来自wind，上表中部分数据计算口径与本报告存在差异  
 资料来源：Wind

## 4 未来发展

公司主要在建项目为 IPO 和可转债募投项目，未来发展规划符合公司业务需求；在建项目投产后对公司产能影响较大，需关注产能消化进度压力。

截至 2023 年末，公司主要在建项目为 IPO 和可转债募投项目，主要资金来自于募集资金，自筹资金规模较小，资金需求压力尚可。公司计划逐步将外包项目转为自有产能生产，但受限于产线的官方资格审批流程以及客户新订单转产周期较长，公司现有产能安徽皓元及泽大泛科的产能利用率较低，需关注在建项目投产后的产能消化进度压力。

图表 9 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	预计使用募集资金	项目到达预定可使用状态日期	资金来源
安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）	6.83	5.18	2024 年 11 月	IPO+自筹
265t/a 高端医药中间体产品项目	1.30	1.24	/	可转债+自筹
高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）	4.05	3.73	/	可转债+自筹
合计	12.18	9.97	--	--

注：“--”表示不适用  
资料来源：公司提供

公司确立了“产业化、全球化、品牌化”发展战略。在现有业务领域，公司将在原有核心技术平台基础上，引进更多的先进仪器设备和专业技术人才，推进技术平台迭代升级，进一步强化产品开发；公司将持续拓宽新分子类型药物的 CRO、CDMO 服务，以小分子及新分子类型药物研发为重点，计划持续加强大分子服务能力和制剂服务能力，加强 XDC、PROTAC、多肽、寡核苷酸等多种新分子类型；公司将继续加大自主品牌在技术、产品和客户等方面多层次协同引流，聚焦产品差异化发展策略，加强在欧洲、印度、日本、东南亚等区域销售网络拓展，强化品牌建设。

## 八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2024 年半年度财务报表未经审计。2021—2023 年，公司收购药源药物、泽大泛科股权并新设子公司，合并范围有所变化，财务数据可比性一般。

### 1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产总额持续增长。截至 2023 年末，公司资产结构较为均衡，资产受限规模较低；公司存货规模大，对营运资金存在一定占用，计提存货跌价准备对利润存在一定影响，需关注存货跌价风险；公司非流动资产中商誉占比较高，主要系收购药源生物产生，需关注商誉减值风险。

2021—2023 年末，公司资产总额持续增长，非流动资产占比波动上升；截至 2023 年末，公司资产结构较为均衡。流动资产方面，2021—2023 年末，公司流动资产规模持续增长。截至 2023 年末，公司货币资金较上年末变化不大，受限规模较小；应收账款和存货规模较大，对公司营运资金存在一定占用。存货方面，2021—2023 年末，随着公司分子砌块和工具化合物产品种类不断增长，以及 CDMO 业务相关产品集中进入商业化阶段或商业化前的验证阶段导致下游客户需求量增长，公司存货规模快速增长；截至 2023 年末，公司存货主要为原材料（3.69 亿元）、在产品（1.17 亿元）、库存商品（4.44 亿元）、委托加工物资（1.12 亿元）等，计提存货跌价准备 1.88 亿元，对公司利润存在一定影响。公司存货规模大，需关注存货跌价风险。非流动资产方面，2021—2023 年末，随着公司募投项目的不断建设以及收购药源药物及泽大泛科，公司非流动资产持续增长。截至 2023 年末，公司非流动资产以固定资产、在建工程、使用权资产、无形资产和商誉为主；公司商誉主要为药源药物（2.80 亿元）、欧创生物（0.13 亿元）以及泽大泛科（0.06 亿元）等，公司商誉未计提减值准备，需关注减值风险；公司在建工程主要为“安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）”“高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）”“265t/a 高端医药中间体产品项目”，在建工程持续投建并转固，对公司产能影响较大，需关注投产后收益不及预期的风险；公司无形资产主要为土地使用权（0.65 亿元）、专利权（0.51 亿元）和计算机软件（0.03 亿元），累计摊销 0.19 亿元，未计提减值准备。

截至 2024 年 6 月末，公司资产总额较上年末有所增长，资产结构较上年末变化不大。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 6 月末		2023 年末较上年末变化 (%)
	金额	占比 (%)							
<b>流动资产</b>	<b>15.90</b>	<b>66.70</b>	<b>18.23</b>	<b>50.67</b>	<b>21.88</b>	<b>52.20</b>	<b>22.28</b>	<b>50.95</b>	<b>20.05</b>
货币资金	10.37	43.50	4.60	12.79	4.84	11.54	4.42	10.11	5.10
应收账款	1.44	6.04	3.37	9.36	4.50	10.73	5.58	12.75	33.54
存货	3.52	14.76	9.11	25.32	11.45	27.32	11.02	25.20	25.75
<b>非流动资产</b>	<b>7.94</b>	<b>33.30</b>	<b>17.75</b>	<b>49.33</b>	<b>20.04</b>	<b>47.80</b>	<b>21.45</b>	<b>49.05</b>	<b>12.91</b>
固定资产	2.30	9.65	6.23	17.32	8.75	20.86	8.37	19.14	40.35
在建工程	1.16	4.86	2.47	6.86	1.52	3.63	2.80	6.39	-38.36
使用权资产	1.74	7.31	2.07	5.75	1.79	4.28	1.93	4.42	-13.37
无形资产	0.41	1.70	1.01	2.81	1.19	2.83	1.15	2.62	17.56
商誉	0.15	0.61	3.01	8.37	3.01	7.18	3.01	6.89	0.00
<b>资产总额</b>	<b>23.85</b>	<b>100.00</b>	<b>35.98</b>	<b>100.00</b>	<b>41.92</b>	<b>100.00</b>	<b>43.73</b>	<b>100.00</b>	<b>16.52</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年末，公司资产受限规模较低。

图表 11 • 截至 2023 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	0.08	银行承兑汇票保证金
固定资产	2.78	抵押担保
无形资产	0.68	抵押担保
<b>合计</b>	<b>3.54</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 2 资本结构

### (1) 所有者权益

**2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，所有者权益结构稳定性尚可。**

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.29%。截至 2023 年末，公司所有者权益 25.26 亿元，较上年末增长 8.33%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.32%，少数股东权益占比为 0.68%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 5.95%、66.85%、0.13%和 25.48%，所有者权益结构稳定性尚可。截至 2024 年 6 月底，公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

### (2) 负债

**2021—2023 年末，公司负债和债务规模均持续增长，流动负债和短期债务占比持续上升，需关注短期偿债压力；公司全部债务资本化比率和资产负债率持续上升，债务负担有所加重。**

2021—2023 年末，公司负债总额持续增长，流动负债占比持续上升；截至 2023 年末，公司负债以流动负债为主。截至 2023 年末，公司负债中有息债务为 10.55 亿元，除有息债务外，公司负债主要为应付账款和应付职工薪酬等。有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务规模快速增长；为补充营运资金，公司增加短期借款，短期债务占比持续上升，需关注短期偿债压力。截至 2023 年末，公司有息债务主要为长短期借款、租赁负债等；公司短期借款主要为信用借款（4.55 亿元）及信用证、保证借款等；公司长期借款主要为质押借款（1.32 亿元）和抵押借款（1.44 亿元），其中 0.47 亿元将于一年内到期；公司长期借款主要用于在建项目，投入可转债募投项目计划在可转债发行后进行募集资金置换。债务指标方面，2021—2023 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续上升，公司债务负担有所加重；长期债务资本化比率波动上升，长期偿债压力有所加重。整体看，公司债务负担有所加重。

截至 2024 年 6 月末，公司负债总额和全部债务较上年末略有增长，短期债务占比较上年末略有下降，债务指标较上年末变化不大。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 6 月末		2023 年末较上年末 变化 (%)
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动负债</b>	<b>3.22</b>	<b>58.70</b>	<b>8.22</b>	<b>64.95</b>	<b>11.64</b>	<b>69.86</b>	<b>11.37</b>	<b>65.73</b>	<b>41.57</b>
短期借款	0.06	1.09	2.29	18.07	5.55	33.32	5.29	30.60	142.65
应付账款	1.86	34.02	2.87	22.71	2.85	17.14	2.44	14.12	-0.69
应付职工薪酬	0.45	8.26	1.00	7.94	0.99	5.97	0.99	5.74	-1.00
一年内到期的非流动负债	0.25	4.59	0.51	4.06	0.94	5.65	1.20	6.96	83.36
<b>非流动负债</b>	<b>2.26</b>	<b>41.30</b>	<b>4.44</b>	<b>35.05</b>	<b>5.02</b>	<b>30.14</b>	<b>5.93</b>	<b>34.27</b>	<b>13.16</b>
长期借款	0.00	0.00	1.71	13.50	2.29	13.76	2.88	16.67	34.13
租赁负债	1.65	30.19	1.95	15.40	1.69	10.14	1.81	10.46	-13.37
<b>负债总额</b>	<b>5.48</b>	<b>100.00</b>	<b>12.66</b>	<b>100.00</b>	<b>16.66</b>	<b>100.00</b>	<b>17.30</b>	<b>100.00</b>	<b>31.61</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 2021—2023 年末及 2024 年 6 月末公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 2021—2023 年末及 2024 年 6 月末公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，营业利润率和利润总额持续下降；公司为研发驱动型企业，研发投入需求较大，同时，公司销售费用和管理费用亦持续增长，公司期间费用对利润侵蚀明显；由于存货规模持续增长，资产减值损失持续增长，对公司利润存在一定影响。

2021—2023 年，随着经营规模不断扩大，公司营业总收入持续增长；受行业竞争激烈等因素影响，公司营业利润率持续下降；营业利润率下降叠加费用规模增长以及计提资产减值损失和存货减值损失影响，公司利润总额持续下降。期间费用方面，2021—2023 年，公司期间费用持续增长；由于公司为研发驱动型企业，研发投入需求较大，研发费用持续增长；公司加强销售团队建设和市场推广，公司销售费用持续增长。公司期间费用规模大，对利润侵蚀明显。资产减值损失方面，2021—2023 年，由于存货规模快速增长，根据公司结合自身业务特点及存货的风险特征制定的存货跌价准备计提政策，公司存货跌价准备计提规模持续增长，形成的资产减值损失持续增长，对公司利润存在一定影响。

2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 10.56 亿元，同比增长 19.82%；营业利润率为 44.91%，同比下降 4.81 个百分点；公司实现利润总额 0.79 亿元，同比下降 28.55%。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	9.69	13.58	18.80
营业成本	4.45	6.59	10.31
期间费用	2.93	4.80	6.34
其中：销售费用	0.70	1.10	1.58
管理费用	1.14	1.69	2.20

研发费用	1.03	2.02	2.24
财务费用	0.06	-0.01	0.32
资产减值损失	-0.29	-0.43	-0.84
信用减值损失	-0.04	-0.12	-0.12
其他收益	0.15	0.23	0.22
利润总额	2.10	1.99	1.28
营业利润率(%)	53.84	51.07	44.76
总资本收益率(%)	9.37	6.64	4.19
净资产收益率(%)	10.38	8.21	5.00

资料来源：公司财务报告

与所选公司比较，公司盈利指标表现一般。

图表 16 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	中位数	药石科技	毕得医药	凯莱英	九洲药业
营业总收入(亿元)	18.80	<b>18.80</b>	17.25	10.92	78.25	55.23
销售毛利率(%)	45.17	<b>42.52</b>	42.52	40.00	51.16	37.66
总资产报酬率(%)	3.62	<b>5.63</b>	5.63	5.32	12.97	11.08
净资产收益率(%)	5.00	<b>6.97</b>	6.97	5.19	12.85	12.09

资料来源：Wind

## 4 现金流

2021—2023 年，随着公司经营规模增长，经营活动现金流入和流出规模均持续增长；2022 年以来，由于公司增加备货，经营活动现金由净流入转为净流出；2023 年，随着公司控制备货节奏，经营活动现金净流入规模同比有所下降。2021—2023 年，公司投资活动现金持续净流出，筹资活动现金持续净流入，公司存在一定融资需求。

2021—2023 年，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金以及收到的税费返还等，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工及为职工支付的现金等；随着经营规模增长，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均持续增长；2022 年以来，由于公司存货大幅增长，经营活动现金流出大于经营活动现金流入，公司经营活动产生的现金由净流入转为净流出。2023 年，由于公司控制备货节奏，经营活动现金净流出规模同比有所下降。2021—2023 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金等，投资活动现金流出主要为投资支付的现金以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金等；受 2022 年收购药源药物影响，公司投资活动现金流入和流出规模波动较大；由于公司持续投入在建项目，公司投资活动现金持续净流出，公司筹资活动前现金流量净额为负，存在一定融资需求。2021—2023 年，公司上市获得募集资金且持续增加借款，筹资活动现金持续净流入。

2024 年 1—6 月，公司经营活动现金转为净流入，投资活动现金仍为净流出，筹资活动现金保持净流入。

图表 17 • 2023 年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月	2023 年同比变化率
经营活动现金流入小计	10.05	13.85	20.19	10.58	45.78
经营活动现金流出小计	9.47	16.25	20.82	9.81	28.14
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>0.58</b>	<b>-2.40</b>	<b>-0.64</b>	<b>0.77</b>	<b>-73.52</b>
投资活动现金流入小计	0.02	55.72	9.30	0.17	-83.32
投资活动现金流出小计	3.08	62.85	12.58	1.93	-79.98
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.06</b>	<b>-7.13</b>	<b>-3.29</b>	<b>-1.77</b>	<b>-53.93</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-2.48</b>	<b>-9.53</b>	<b>-3.92</b>	<b>-1.00</b>	<b>-58.86</b>
筹资活动现金流入小计	11.36	4.42	8.15	3.81	84.53

筹资活动现金流出小计	1.29	0.82	4.06	3.34	398.22
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>10.07</b>	<b>3.60</b>	<b>4.09</b>	<b>0.47</b>	<b>13.57</b>
<b>现金收入比 (%)</b>	<b>95.57</b>	<b>94.51</b>	<b>104.15</b>	<b>98.08</b>	<b>9.64</b>

资料来源：公司财务报告

## 5 偿债指标

2021—2023 年，公司长短期偿债指标均有所弱化；截至 2023 年末，公司偿债指标表现好，短期债务规模较大，需关注短期偿债压力。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	494.35	221.74	188.03
	速动比率	384.92	110.94	89.60
	经营现金/流动负债	17.98	-29.22	-5.47
	经营现金/短期债务（倍）	1.13	-0.79	-0.10
	现金类资产/短期债务（倍）	20.46	1.60	0.76
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.63	2.95	3.09
	全部债务/EBITDA（倍）	0.82	2.27	3.52
	经营现金/全部债务（倍）	0.27	-0.36	-0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	144.23	38.67	13.05
	经营现金/利息支出（倍）	31.77	-31.50	-2.68

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，2021—2023 年，由于短期债务快速增长，公司流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务均持续下降，短期偿债指标有所弱化，仍对短期债务形成一定保障；公司经营现金由净流入转为净流出，无法对流动负债和短期债务形成覆盖。长期偿债指标方面，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续增长；2023 年，公司 EBITDA 为 3.09 亿元，从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 37.10%）、摊销（占 13.81%）、计入财务费用的利息支出（占 7.66%）、利润总额（占 41.43%）构成。2021—2023 年，公司全部债务/EBITDA 持续上升，EBITDA/利息支出持续下降，EBITDA 能够对全部债务和利息支出形成一定保障；公司经营活动现金持续净流出，无法对全部债务和利息支出形成覆盖。

对外担保方面，截至 2024 年 6 月末，公司无合并口径之外的对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 6 月末，公司无 500 万元以上的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 6 月末，公司共计获得银行授信额度 12.00 亿元，尚余授信 5.30 亿元。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

## 6 公司本部财务分析

公司本部承担一定经营职能，资产结构较为均衡，债务负担很轻，所有者权益结构稳定性好，利润受投资收益影响大。

截至 2023 年末，公司本部资产总额 26.49 亿元，较上年末增长 6.43%。其中，流动资产 14.19 亿元（占 53.57%），非流动资产 12.30 亿元（占 46.43%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.19%）、应收账款（占 17.44%）、其他应收款（占 48.48%）、存货（占 22.19%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 77.96%）、固定资产（合计）（占 8.44%）、递延所得税资产（占 5.59%）构成。截至 2023 年末，公司本部货币资金为 1.02 亿元。

截至 2023 年末，公司本部负债总额 8.26 亿元，较上年末增长 34.47%。其中，流动负债 6.32 亿元（占 76.53%），非流动负债 1.94 亿元（占 23.47%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 37.09%）、应付账款（占 32.78%）、其他应付款（合计）（占 12.68%）、一年内到期的非流动负债（占 6.72%）、应付职工薪酬（占 5.86%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 56.86%）、长期应付款（合计）（占 14.09%）、租赁负债（占 26.83%）构成。公司本部 2023 年末资产负债率为 31.19%，较 2022 年末提高 6.50 个百分点。

截至 2023 年末，公司本部全部债务 4.47 亿元。其中，短期债务占 63.71%、长期债务占 36.29%。截至 2023 年末，公司本部全部债务资本化比率 19.70%，公司本部债务负担很轻。

截至 2023 年末，公司本部所有者权益为 18.23 亿元，较上年末下降 2.77%。在所有者权益中，实收资本为 1.50 亿元（占 8.25%）、资本公积合计 16.39 亿元（占 89.95%）、未分配利润合计 0.10 亿元（占 0.57%）、盈余公积合计 0.19 亿元（占 1.07%），所有者权益结构稳定性强。

2023 年，公司本部营业总收入为 7.01 亿元，利润总额为-1.02 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.95 亿元。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-3.03 亿元，投资活动现金流净额-0.17 亿元，筹资活动现金流净额 1.45 亿元。

截至 2023 年末，公司本部资产占合并口径的 63.18%；公司本部负债占合并口径的 49.59%；公司本部所有者权益占合并口径的 72.14%；；公司本部全部债务占合并口径的 42.37%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 37.30%；公司本部利润总额占合并口径的-79.32%

## 九、ESG 分析

**公司注重环保，能够承担一定的社会责任，并披露了 ESG 报告。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。**

环境方面，公司拥有污水处理系统和废气处理装置，制订了《危险废物污染防治责任制度》，按照国家法律法规及标准要求对工厂废弃物的产生、收集、分类、标签、记录、储存、运输、处置等环节进行监督与管理，公司设有专门的危废贮存间，经分类收集、妥善暂存后委托有资质的协议单位定期外运合规处置。噪声方面，公司通过选购低噪声低振动型设备、车间内合理布局基础减振、建筑隔声、风管与设备采用软连接排风口安装消声器等措施，项目边界噪声能够达到《工业企业厂界环境噪声排放标准》（GB12348-2008）中 2 类区排放标准要求，对周边环境影响较小。2023 年，公司未因环境问题受到行政处罚。

社会责任方面，公司成立“皓基金”“皓元奖学金”，开设“奇妙魔法”科普课堂，公司不定期参加爱心捐赠、书籍捐赠、环境保护等公益活动。2023 年，公司公益活动支出资金 24 万元。公司治理方面详见本报告“六、管理分析”。

公司设置了 ESG 执行办公室，负责制定 ESG 目标、管理 ESG 工作计划以及相关绩效考核，并定期向董事会汇报；ESG 执行办公室下设 ESG 工作小组，负责协调、落实 ESG 日常工作，并实时监控、定期汇报 ESG 目标完成情况。公司已披露《上海皓元医药股份有限公司 2023 年度环境、社会及管治（ESG）报告》

## 十、债券偿还风险分析

### 1 本次债券对公司现有债务的影响

**本次债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大，债券发行后，公司债务负担将有所加重。**

公司本次债券发行规模为 8.22 亿元，分别占公司 2023 年末长期债务和全部债务的 193.30%和 75.46%，对公司现有债务结构影响很大。以 2023 年末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 39.74%、30.14%和 14.41%上升至 49.62%、43.08%和 33.06%；以 2024 年 6 月末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 39.56%、30.90%和 16.36%上升至 49.13%、43.13%和 33.63%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本次债券存在转股可能性，未来公司债务负担可能低于预测值。

### 2 本次债券偿还能力

**公司 EBITDA 和经营现金流入能够对本次债券形成一定保障；考虑到未来可能的转股因素，公司资本实力有望逐步增强，公司债务负担或将低于预测值，公司对本次债券的保障能力有望增强。**

2021—2023 年，公司 EBITDA 分别为 2.63 亿元、2.95 亿元和 3.09 亿元，分别为本次债券发行额度（8.22 亿元）的 0.32 倍、0.36 倍和 0.38 倍。2021—2023 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 10.05 亿元、13.85 亿元和 20.19 亿元，分别为本次债券发行额度（8.22 亿元）的 1.22 倍、1.68 倍和 2.45 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 0.58 亿元、-2.40 亿元和-0.64 亿元，分别为本次债券发行额度（8.22 亿元）的 0.07 倍、-0.29 倍和-0.08 倍。

图表 19 • 本次债项偿还能力测算

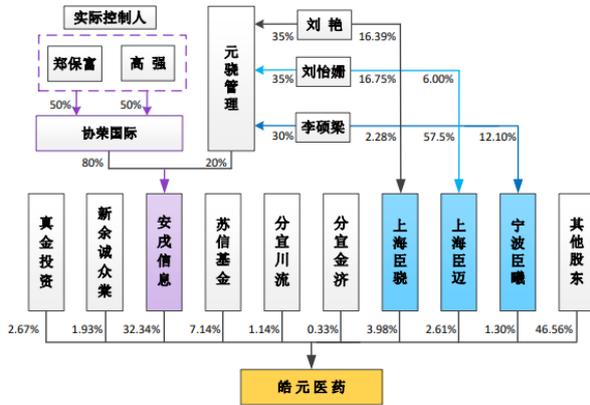
项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	12.48
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	1.62
经营现金/发行后长期债务 (倍)	-0.05
发行后长期债务/EBITDA (倍)	4.03

注：发行后长期债务为将本次债券发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十一、评级结论

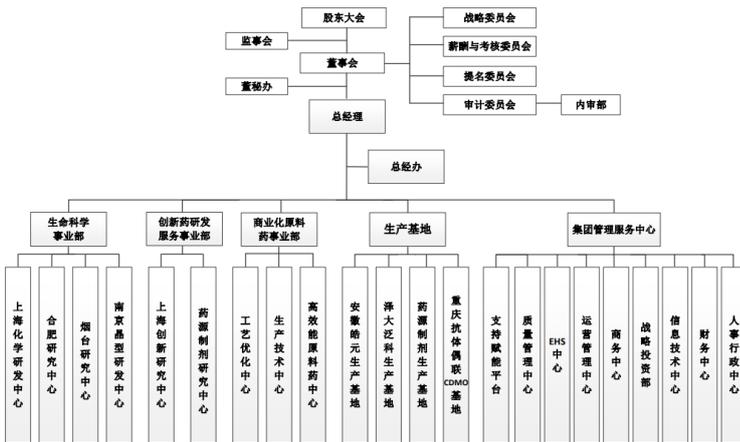
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，本次债券信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 6 月末）

子公司名称	主营业务	持股比例	
		直接	间接
上海皓元生物医药科技有限公司	分子砌块和工具化合物的研发、销售	100.00%	--
上海皓鸿生物医药科技有限公司	分子砌块的研发、销售	100.00%	--
山东成武泽大泛科化工有限公司	生物化学制品、药物中间体生产、销售	100.00%	--
药源药物化学（上海）有限公司	药学研究、GMP 定制生产等服务	100.00%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	10.43	4.83	5.05	4.50
应收账款（亿元）	1.44	3.37	4.50	5.58
其他应收款（亿元）	0.09	0.14	0.15	0.17
存货（亿元）	3.52	9.11	11.45	11.02
长期股权投资（亿元）	0.70	0.68	0.64	0.58
固定资产（亿元）	2.30	6.23	8.75	8.37
在建工程（亿元）	1.16	2.47	1.52	2.80
资产总额（亿元）	23.85	35.98	41.92	43.73
实收资本（亿元）	0.74	1.07	1.50	2.11
少数股东权益（亿元）	0.14	0.12	0.17	0.22
所有者权益（亿元）	18.36	23.32	25.26	26.43
短期债务（亿元）	0.51	3.03	6.64	6.65
长期债务（亿元）	1.65	3.66	4.25	5.17
全部债务（亿元）	2.16	6.68	10.90	11.82
营业总收入（亿元）	9.69	13.58	18.80	10.56
营业成本（亿元）	4.45	6.59	10.31	5.77
其他收益（亿元）	0.15	0.23	0.22	0.06
利润总额（亿元）	2.10	1.99	1.28	0.79
EBITDA（亿元）	2.63	2.95	3.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.26	12.83	19.58	10.35
经营活动现金流入小计（亿元）	10.05	13.85	20.19	10.58
经营活动现金流量净额（亿元）	0.58	-2.40	-0.64	0.77
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.06	-7.13	-3.29	-1.77
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.07	3.60	4.09	0.47
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	8.15	5.52	4.62	--
存货周转次数（次）	1.53	1.04	1.00	--
总资产周转次数（次）	0.60	0.45	0.48	--
现金收入比（%）	95.57	94.51	104.15	98.08
营业利润率（%）	53.84	51.07	44.76	44.91
总资本收益率（%）	9.37	6.64	4.15	--
净资产收益率（%）	10.38	8.21	5.00	--
长期债务资本化比率（%）	8.27	13.56	14.41	16.36
全部债务资本化比率（%）	10.54	22.28	30.14	30.90
资产负债率（%）	22.99	35.18	39.74	39.56
流动比率（%）	494.35	221.74	188.03	195.96
速动比率（%）	384.92	110.94	89.60	99.05
经营现金流动负债比（%）	17.98	-29.22	-5.47	--
现金短期债务比（倍）	20.46	1.60	0.76	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	144.23	38.67	13.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.82	2.27	3.52	--

注：1. 公司 2024 年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	5.74	10.36	7.11	11.62
应收账款（亿元）	0.66	1.92	2.47	2.85
其他应收款（亿元）	2.49	5.22	6.88	5.34
存货（亿元）	1.39	3.15	3.15	2.78
长期股权投资（亿元）	4.42	9.16	9.59	11.69
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	16.62	24.89	26.49	28.54
实收资本（亿元）	0.74	1.07	1.50	2.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	14.84	18.74	18.23	19.68
短期债务（亿元）	0.26	1.86	2.85	2.93
长期债务（亿元）	0.67	1.33	1.62	1.47
全部债务（亿元）	0.93	3.19	4.47	4.40
营业总收入（亿元）	4.18	5.67	7.01	3.06
营业成本（亿元）	2.83	3.88	5.56	2.53
其他收益（亿元）	0.04	0.09	0.03	0.01
利润总额（亿元）	0.22	0.76	-1.02	1.39
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.76	4.54	6.84	3.00
经营活动现金流入小计（亿元）	3.98	4.73	6.97	4.71
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.70	-4.29	-3.03	1.85
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.18	-0.96	-0.17	-1.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.38	2.23	1.45	-0.20
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	6.45	4.22	3.02	--
存货周转次数（次）	2.13	1.71	1.77	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.27	0.27	--
现金收入比（%）	89.84	80.14	97.53	97.82
营业利润率（%）	32.14	31.45	20.58	17.51
总资本收益率（%）	1.56	4.22	-2.14	--
净资产收益率（%）	1.56	4.87	-3.36	--
长期债务资本化比率（%）	4.30	6.62	8.18	6.97
全部债务资本化比率（%）	5.88	14.54	19.70	18.27
资产负债率（%）	10.73	24.69	31.19	31.04
流动比率（%）	936.31	280.61	224.44	205.42
速动比率（%）	811.56	214.77	174.65	164.85
经营现金流动负债比（%）	-152.22	-89.65	-47.99	--
现金短期债务比（倍）	22.04	5.57	2.50	3.97
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本次债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海皓元医药股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本次债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。