

# 浙江花园生物医药股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

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〔2025〕3369号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江花园生物医药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江花园生物医药股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，维持“花园转债”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：

二〇二五年五月二十二日

# 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浙江花园生物医药股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

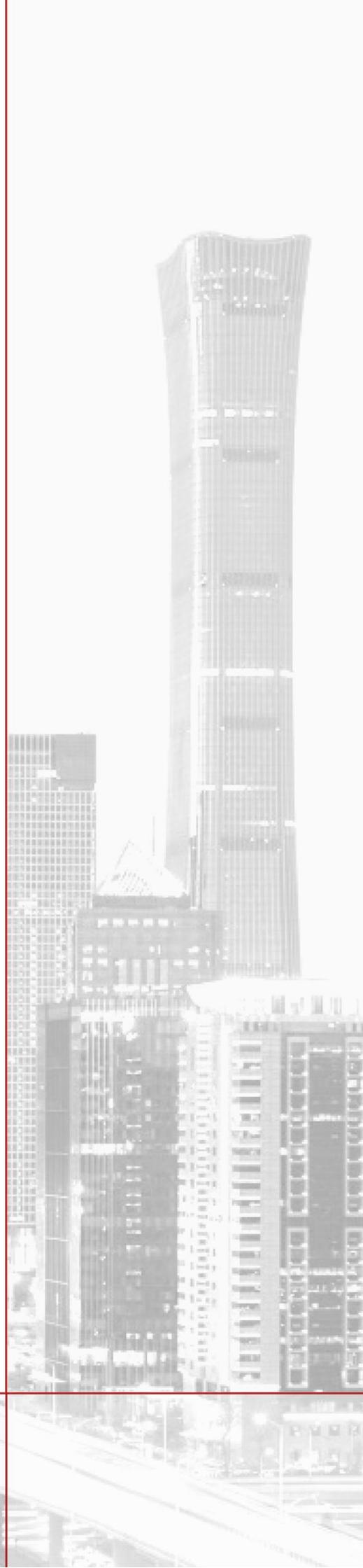
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



# 浙江花园生物医药股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
浙江花园生物医药股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/05/22
花园转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

### 评级观点

公司业务构成以维生素 D3 和心血管、神经系统等慢性疾病仿制药制剂的研发、制造和销售为主。跟踪期内，公司在维生素 D3 系列产品产业链完整度和市场份额等方面保持综合竞争优势。维生素 D3 市场具有一定周期性，2024 年随着维生素 D3 价格走出底部区间，公司食品制造业务收入及毛利率均同比增长；仿制药业务由于集采续标压力加大，部分产品续标价格下降，公司药品收入及毛利率均同比下降。公司治理结构及内部管理变化不大。财务方面，截至 2024 年底，公司资产规模较上年底增长，资产结构变化不大；所有者权益中未分配利润所占比例偏高，结构稳定性偏弱；负债较上年底变化不大，全部债务略有增长。2024 年，公司营业总收入、利润总额、经营活动现金净流入规模均同比增长，偿债指标表现较好。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对“花园转债”保障能力较好。考虑到未来可能的转股因素，公司资本实力有望逐步增强，公司对“花园转债”的保障能力或将增强。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

维生素 D3 行业波动较大，但公司具备规模优势及技术优势，竞争实力较强，毛利率保持在较高水平；医药行业集采续标竞争激烈，公司主要仿制药产品已纳入集采，降价风险部分释放，但仍需关注后续集采续标等带来的业绩压力。整体来看，公司经营状况有望保持稳定。公司未来投资需求和债务规模或将趋稳，偿债能力有望保持稳定。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司资产质量显著提升，资本实力显著增强；公司技术取得重大突破，使得产品盈利能力和市场竞争力大幅提升。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司所处行业景气度持续低迷，公司营业总收入及利润总额大幅下降，偿债能力显著下滑；新产品和新技术研发失败，或市场开拓不成功，前期研发投入无法收回，产品价格超预期下行，对公司业绩造成重大不利影响；实际控制人或重要股东、高级管理人员发生严重信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；财务杠杆大幅攀升，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

### 优势

- **公司具备完整的维生素 D3 产业链条，维生素 D3 产品居于国内领先地位。**公司形成了从上游原材料方面发展胆固醇、精制羊毛脂，逐步介入化妆品原材料领域，下游应用方面进入 25-羟基维生素 D3、环保灭鼠剂、骨化醇原料药及制剂，进入维生素 D3 高端领域的完整产业链条，维生素 D3 产品全球市场份额和羊毛脂胆固醇市场份额居于全球领先地位。
- **公司心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品具备竞争优势。**公司医药制造业务主要产品缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊取得药品注册证书或补充申请批准通知书（视同通过一致性评价），并成功中选国家或地方联盟集采，对公司业绩形成一定支撑。
- **公司现金类资产储备充足，财务弹性较好；随着维生素 D3 价格上涨，公司收入利润同比增长。**截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产充足，债务负担尚可，财务弹性较好。2024 年下半年起，维生素 D3 价格走出底部区间且整体呈上升趋势，公司 2024 年营业总收入、利润总额、经营活动现金流量净额均同比增长。

## 关注

- **公司主营的维生素 D3 产品价格波动较大，对公司食品制造业务收入及毛利率影响较大。**维生素 D3 所属维生素行业的发展具有一定的周期性，其波峰波谷出现的时点及持续时间受国内外宏观经济环境及行业自我调整等诸多因素共同影响。近年来，公司食品制造业务收入及毛利率随行业情况有所波动。
- **公司医药制造业务面临一定政策风险。**医保控费及医药集采制度持续推进，公司医药制造业务业绩承压。由于公司部分药品续标压力较大，续标价格进一步下降，使得药品收入保持下降趋势，2024 年公司药品收入同比下降 25.09%，需关注后续医药制造业务的业绩压力。
- **公司所有者权益稳定性偏弱。**截至 2024 年底，公司所有者权益中未分配利润所占比例很高，所有者权益结构稳定性偏弱。

## 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	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		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：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见公司最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

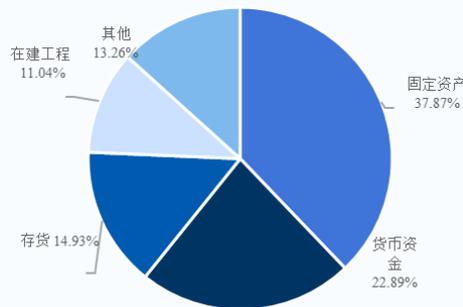
项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	15.03	14.27	12.59
资产总额（亿元）	52.61	56.13	55.37
所有者权益（亿元）	28.93	32.18	33.43
短期债务（亿元）	7.77	8.44	6.52
长期债务（亿元）	9.23	10.54	10.64
全部债务（亿元）	17.00	18.98	17.17
营业总收入（亿元）	10.95	12.43	3.26
利润总额（亿元）	2.11	3.59	1.12
EBITDA（亿元）	3.83	5.50	--
经营性净现金流（亿元）	1.60	4.66	1.44
营业利润率（%）	58.13	56.58	55.41
净资产收益率（%）	6.65	9.61	--
资产负债率（%）	45.00	42.66	39.63
全部债务资本化比率（%）	37.01	37.10	33.93
流动比率（%）	194.83	193.73	213.56
经营现金流动负债比（%）	12.66	36.59	--
现金短期债务比（倍）	1.93	1.69	1.93
EBITDA利息倍数（倍）	6.67	6.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.44	3.45	--

项目	公司本部口径		
	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	47.10	49.50	/
所有者权益（亿元）	26.22	28.69	/
全部债务（亿元）	15.50	16.58	/
营业总收入（亿元）	5.57	7.39	/
利润总额（亿元）	2.58	2.45	/
资产负债率（%）	44.33	42.04	/
全部债务资本化比率（%）	37.15	36.63	/
流动比率（%）	225.64	258.29	/
经营现金流动负债比（%）	-2.59	-37.70	/

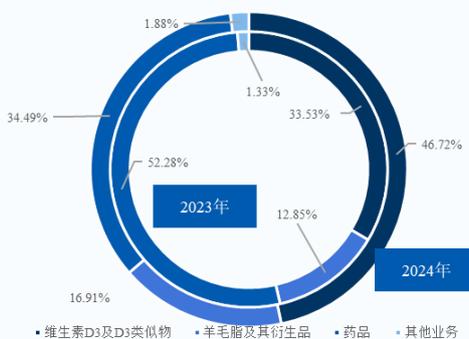
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计，公司本部2025年一季度财务报表未披露；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径中其他应付款和其他流动负债中带息部分已计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告和公司提供资料整理

2024年底公司资产构成



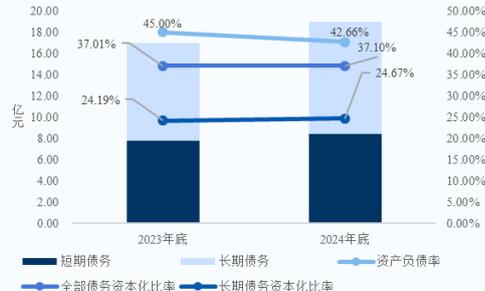
2023—2024年公司收入构成



2023—2024年公司现金流情况



2023—2024年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
花园转债	12.00 亿元	11.76 亿元	2029/03/06	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
花园转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/12	蒲雅修 王玥	<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>	<a href="#">阅读全文</a>
花园转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2023/02/28	华艾嘉 李敬云	<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>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员：王玥 wangyue1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江花园生物医药股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司系经浙江省人民政府企业上市工作领导小组出具“浙上市（2003）号”文批准，在浙江花园生物高科有限公司整体改制基础上，由全体股东作为发起人共同发起设立的股份有限公司。公司于2014年10月在深圳证券交易所上市，股票代码“300401.SZ”。2023年4月，公司名称变更为现名。经过历次股权结构变更，截至2025年3月底，公司总股本为5.43亿股，浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）持有公司26.57%股份，为公司控股股东；公司实际控制人为邵钦祥，邵钦祥家族通过花园集团有限公司（以下简称“花园集团”）直接和间接持有祥云科技全部股权。截至2024年底，公司控股股东累计质押所持公司股票0.75亿股，占其所持股份的51.67%。

公司主营业务包括维生素D3上下游系列产品的研发、生产和销售，以及心血管、神经系统等慢性疾病领域制剂产品的研发、生产和销售。截至2025年3月底，公司主营业务未发生重大变化。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至2024年底，公司合并范围内子公司共10家，较上年底增加1家；公司组织结构较上年未发生重大变化。

截至2024年底，公司合并资产总额56.13亿元，所有者权益32.18亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）；2024年，公司实现营业总收入12.43亿元，利润总额3.59亿元。截至2025年3月底，公司合并资产总额55.37亿元，所有者权益33.43亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）；2025年1—3月，公司实现营业总收入3.26亿元，利润总额1.12亿元。

公司注册地址：浙江省金华市东阳市南马镇花园村；法定代表人：邵徐君。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2025年5月11日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，已在付息日按时付息。截至报告出具日，“花园转债”转股价格为13.45元/股。

图表1·截至2025年5月11日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
花园转债	12.00	11.76	2023/03/06	6年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“花园转债”募集资金使用情况，详见下表。“花园转债”发行后，公司调整了部分募集资金用途，具体变更情况已在《浙江花园生物医药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告》中披露。

图表1·截至2024年底“花园转债”募集资金投资项目使用情况（单位：亿元）

承诺投资项目和超募资金投向是否已变更项目（含部分变更）	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	本年度投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(%) (3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本年度实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
骨化醇类原料药项目	1.35	1.30	0.11	0.11	8.75	2027年5月	不适用	不适用	否
骨化醇类制剂项目	2.86	1.73	0.13	0.14	7.84	2027年5月	不适用	不适用	否
年产6000吨维生素A粉和20000吨维生素E粉项目	1.66	1.30	0.16	0.23	17.68	2025年5月	不适用	不适用	否
年产5000吨维生素B6项目	3.06	3.00	1.80	1.85	61.52	2025年5月	不适用	不适用	否
年产200吨生物素项目	1.41	1.30	0.97	1.20	92.07	2025年5月	不适用	不适用	否
高端仿制药品研发项目	1.66	1.66	0.15	0.38	22.78	--	不适用	不适用	否
年产10000吨L-丙氨酸（发酵法）及生物制造中试基地项目	--	1.70	0.32	0.32	19.07	2025年7月	不适用	不适用	否
<b>合计</b>	<b>12.00</b>	<b>12.00</b>	<b>3.64</b>	<b>4.23</b>	--	--	--	--	--

资料来源：公司公告

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

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 年年报）》](#)。

## 五、行业分析

### 1 维生素行业

近年来，受宏观经济环境波动、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，部分维生素产品价格变动较大；受行业竞争激烈和环保标准的趋严等因素影响，行业内企业经营压力较大。

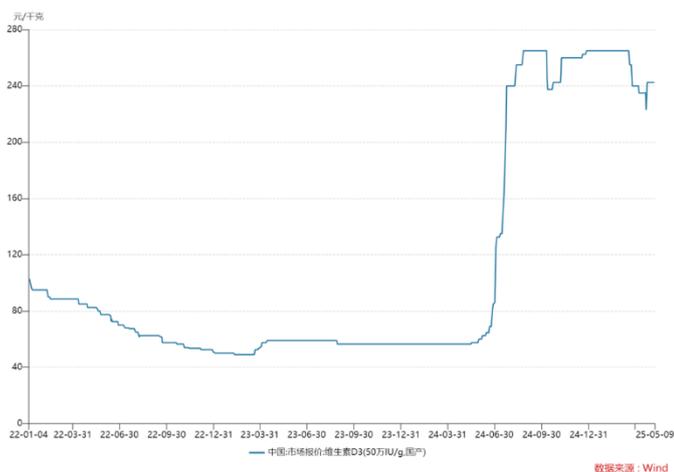
维生素作为生物体内必需的一大类营养素，是人类及动物永久性的消费品。维生素下游行业为饲料、医药及食品行业，下游消费结构相对稳定。根据博亚和讯统计，每年全球用量万吨以上的有维生素 C、维生素 E、维生素 B3、维生素 A 和维生素 B5 等品种。不同的维生素其下游消费结构存在较大差异，如维生素 C 主要用于食品和医药领域，很少用于饲料领域；维生素 D3 主要用于饲料，而较少用于食品和医药领域。

饲料级维生素 D3 产品市场呈现一定的周期性，其波峰波谷出现的时点及持续时间受国内外宏观经济环境及行业自我调整等诸多因素共同影响，这种周期性主要体现为行业产能增减变化及产品价格涨跌。维生素 D3 市场价格走势不确定性较大，价格低迷时部分厂家停产或减产，随着库存的消化，后期采购回暖拉动价格反弹；在价格上涨时，闲置产能又面临重新开工；另外，行业领导者对原料及市场的整合也会令供需格局和价格频繁变动。维生素 D3 生产企业较多，2022 年市场价格震荡下跌至较低水平，部分企业处于亏损状态，产销量下降。2023 年维生素行业产能惯性释放，供过于求形势加剧，行业竞争加剧，市场价格持续下探，多数产品跌入亏损区间。同时，受下游养殖亏损影响，饲料企业为压缩成本，对维生素 D3 仅保留刚性添加量，饲料中维生素用量不断压缩。2024 年上半年饲料级维生素 D3 的价格仍处于历史低位震荡徘徊，长时间的低位使得部分企业因亏损而减产停产，供应有所减少；随着下游养殖企业盈利水平恢复及维生素生产企业以销定产等措施对价格形成支撑，2024 年下半年饲料级维生素 D3 的价格走出底部区间。

行业竞争方面，维生素产品价格波动较大，每一次大幅涨跌的过程中，行业中的生产厂商也经历着更替、兼并整合、转型升级等过程。经过较长时间的发展和磨合，目前维生素行业总体形成了寡头垄断的格局，行业集中度较高，各个细分产品中一般都存在 3~5 个具有垄断性公司占据全球超过 80% 的市场份额。行业关注方面，第一，环保标准的趋严对于维生素生产企业的技术水平、资金投入都提出更高要求，若企业环保不达标则可能面临被淘汰的风险。第二，由于维生素细分产品市场规模较小，易受到供给端和原材料成本的影响，造成价格波动剧烈，对企业盈利有着重大影响。第三，由于维生素产品主要用于饲料生产，且出口比例较高，需关注下游需求变化、国际贸易摩擦以及汇率波动风险。

未来发展方面，随着人口的持续增长，以及新兴国家等经济体的经济发展水平不断提高，动物蛋白质的需求将持续增加，从而带动饲料行业长期需求的增长，进而推动维生素行业持续发展。

图表 3 • 2022 年以来维生素 D3 市场价格变动情况



资料来源：Wind

## 2 医药行业

2024 年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。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，鼓励研究和创制新药，鼓励优质中医药企业发展。与此同时，医药反腐政策进一步规范了行业发展，加速行业内部分化。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保持稳定。完整版医药行业分析详见《医药制造行业 2025 年度行业分析》。

## 六、跟踪期主要变化

### (一) 基础素质

截至 2025 年 3 月底，公司总股本为 5.43 亿股，祥云科技持有公司 26.57% 股份，为公司控股股东；公司实际控制人为邵钦祥。截至 2025 年 3 月底，公司控股股东累计质押所持公司股票 0.75 亿股，占其所持股份的 51.67%。

**公司维生素 D3 系列产品产业链完整，市场占有率高，具备综合竞争优势。**

规模和竞争力方面，公司已基本形成维生素 D3 全产业链布局，是国内提供维生素 D3 上下游系列产品种类最多的生产厂商。公司维生素 D3 在全球市场份额约为 30%，NF 级羊毛脂胆固醇在全球市场份额约为 70%，同时公司是中国境内规模化最大的生产羊毛脂胆固醇和 25-羟基维生素 D3 的供应商。自 2020 年 7 月 1 日起，维生素 D3 实行新国标。根据新国标，维生素 D3 油的起始原料为羊毛脂胆固醇，限制了脑干胆固醇的使用，羊毛脂成为生产维生素 D3 的唯一合法来源原料。公司以羊毛脂为原材料，自产 NF 级胆固醇，用于维生素 D3 生产，具有成本优势。此外，公司以维生素 D3 产品为基础，向上游原材料方面发展胆固醇、精制羊毛脂，逐步介入化妆品原材料领域，下游应用方面向维生素 D3 高端领域拓展，产品包括 25-羟基维生素 D3、环保灭鼠剂、骨化醇原料药及制剂等。工艺方面，公司现有三大核心生产工艺：维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺，均处于行业领先水平。公司建立了省级重点企业研究院，并建立了国家示范院士专家工作站、国家级博士后工作站。通过持续研发投入，提升研发实力及工艺技术水平。

**公司心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品具备竞争优势，主要仿制药产品中选国家或地方联盟集采，对公司业绩形成一定支撑。**

公司全资子公司浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）为心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品的研发、制造和销售企业，产品以市场为导向，兼具剂型、规格、生产工艺等方面的差异化竞争优势，主要产品取得药品注册证书或补充申请批准通知书（视同通过一致性评价），并成功中选国家或地方联盟集采。花园药业拥有省级高新技术研发中心，通过引进先进技术和自主创新相结合的方式，不断进行新产品研发和技术创新，取得了多项技术成果，基本形成了稳定可持续的产品发展梯队。截至 2024 年底，公司 6 个产品分别中选国家或地方集采。

图表 4 · 公司主要药品及集采中标情况

药品名称	治疗领域	集采中标情况
缬沙坦氨氯地平片 (I)	原发性高血压	2021 年 2 月, 中选第四批国家集采, 中选周期 1 年; 截至 2024 年底, 接续招标中选 26 个省份
多索茶碱注射液	支气管哮喘、慢性喘息性支气管炎及其他支气管痉挛引起的呼吸困难	2021 年 2 月, 中选第四批国家集采, 中选周期 1 年。截至 2024 年底, 接续招标, 累计中选省份 23 个
左氧氟沙星片	抗感染类药物	2021 年 2 月, 中选第四批国家集采, 中选周期 3 年; 2024 年中选江苏联盟集采
硫辛酸注射液	糖尿病周围神经病变引起的感觉异常	2021 年 6 月, 中选第 5 批国家集采, 中选周期 3 年; 2024 年中选江苏联盟集采
草酸艾司西酞普兰片	抑郁障碍、伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍	截至 2024 年底, 接续招标累计中选省份 20 个
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	活动性十二指肠溃疡的治疗和胃食管反流病	2023 年 11 月, 中选第九批全国药品集中采购, 中选周期 4 年
多巴丝肼片	抗震颤帕金森氏病	--
氨氯地平阿托伐他汀钙片	成人高血压、心绞痛伴有高血脂	--
罗红霉素片	由罗红霉素敏感病原体导致的感染	--
阿仑膦酸钠片	绝经后妇女的骨质疏松症以及男性骨质疏松	--

资料来源: 联合资信根据公司年报整理

在研管线方面, 公司药品研发战略仍为“生产一代、研发一代、储备一代”。2024 年, 公司取得药品注册批件 5 个 (含一致性评价补充批件, 氨氯地平阿托伐他汀钙片 3 个规格、罗红霉素片、阿仑膦酸钠片); 截至 2024 年底, 公司在审评品种 6 个, 在研品种 8 个, 适应症包括高血压、高血脂、神经系统药物、支气管哮喘等, 新药上市有望为公司贡献新的利润增长点。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用报告 (统一社会信用代码: 91330000725871364C), 截至 2025 年 4 月 17 日, 公司无已结清/未结清的不良和关注类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 联合资信未发现公司逾期或违约记录, 履约情况良好。截至本报告出具日, 联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

## (二) 管理水平

2024 年 2 月, 公司完成第七届董事会换届, 独立董事邵毅平女士和金灿先生离职, 选举杨启炜先生和厉国威先生为独立董事。其他董事、监事及高级管理人员未发生变动, 主要管理制度未发生重大变化, 管理运作正常。

## (三) 经营方面

### 1 业务经营分析

#### (1) 经营概况

2024 年下半年起, 饲料级维生素 D3 产品销售价格走出底部区间, 公司食品制造业务收入和毛利率均同比增长; 受集采续标影响, 公司医药业务收入同比下降。整体看, 公司营业总收入同比增长, 毛利率同比变化不大。

公司主营业务包括维生素 D3 上下游系列产品和维生素 A 的研发、生产和销售, 以及心血管、神经系统等慢性疾病领域制剂产品的研发、生产和销售。2024 年及 2025 年一季度, 公司主营业务未发生重大变化。

2024 年下半年起, 饲料级维生素 D3 产品销售价格走出底部区间, 公司维生素 D3 及相关产品营业收入均同比增长, 食品制造业务毛利率随之上升; 医药业务方面, 公司部分产品集采到期, 续标价格大幅下降, 受此影响, 医药业务收入和毛利率均同比下降。综上, 2024 年公司营业总收入同比增长, 毛利率同比变化不大。

2025 年 1-3 月, 随着维生素 D3 价格走出底部区间, 公司食品制造收入同比增长, 受集采续标降价等因素影响, 公司药品业务收入同比下降, 公司实现营业总收入 3.26 亿元, 同比下降 1.18%; 受益于销售费用同比下降, 公司实现利润总额 1.12 亿元, 同比增长 6.82%。

图表 5 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目		2023年			2024年			同比变化情况	
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入同比变化	毛利率（百分点）
食品制造	维生素产品	3.68	33.66%	47.69%	5.81	46.72%	60.52%	57.66%	12.83
	羊毛脂及其衍生品	1.41	12.85%	33.46%	2.10	16.91%	22.93%	49.43%	-10.53
	小计	<b>5.09</b>	<b>46.51%</b>	<b>43.90%</b>	<b>7.91</b>	<b>63.63%</b>	<b>50.53%</b>	<b>55.71%</b>	<b>6.63</b>
药品	5.72	52.28%	74.05%	4.29	34.49%	73.33%	-25.09%	-0.72	
其他业务	0.13	1.21%	66.34%	0.23	1.88%	52.72%	77.60%	-13.62	
合计		<b>10.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.87%</b>	<b>12.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>58.44%</b>	<b>13.58%</b>	<b>-1.43</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

## （2）食品制造

2024 年，公司食品制造业务仍然主要围绕维生素 D3 及 D3 类似物展开，建立了相对完整的产业链条，维生素 A 产品尚在起步阶段，占比不大；公司食品制造业务采购和销售客户集中度保持在较高水平。

公司食品制造业务主要为维生素 D3 上下游系列产品的研发、生产和销售。2024 年，公司维生素 A 产品尚在起步阶段，陆续有新产品上市，在公司食品制造业务中占比不大。

原材料采购方面，公司食品制造业务生产所需主要原材料为羊毛粗脂、化工辅料（氯化锌、金属锂、甲醇、玉米淀粉明胶）等，公司主要采用询价方式采购。其中，羊毛粗脂的主要提供方为江苏和山东地区的羊毛清洗加工企业，公司采用现款方式与供应商进行结算；化工辅料由公司下属工厂根据需要自行采购，其中金属锂、氯化锌主要采用款到发货的结算方式进行结算，其他化工辅料采用货到检测合格后现款支付的结算方式，结算账期在 30 天左右。2024 年，公司羊毛粗脂采购均价和采购数量均同比下降。原材料在公司食品制造业务成本中的占比为 49.16%，原材料价格波动对公司成本控制存在一定压力。供应商集中度来看，2024 年，公司食品制造业务向前五大供应商合计采购金额为 1.28 亿元，在总采购金额中的占比为 47.67%，采购集中度较高。

生产方面，公司按月度生产计划组织生产，月度生产计划一般由生产部门根据库存情况、销售订单情况和销售部门的市场预期情况，以及生产工艺特点编制，2024 年，公司生产模式较上年未发生重大变化。产能方面，2023 年公司大部分主要产品产能已完成由东阳生产基地向金华生产基地的转移，2024 年公司食品制造业务主要产品的产能同比保持稳定。从产能利用率来看，2024 年，公司饲料级维生素 D3 和 NF 级胆固醇产量均同比下降，产能利用率均随之同比下降，产能利用率有待提升。

销售方面，2024 年，公司仍为直销与经销并存的销售模式；销售区域方面，国外销售收入占比较高，达到 68.26%，较上年同比下降。公司与国内客户一般采用现款现货模式结算，与国外客户通常存在 90 天左右账期，较上年未发生重大变化。销量方面，2024 年，NF 级胆固醇销量同比大幅增长，饲料级维生素 D3 粉和 25-羟基维生素 D3 原销量均同比下降；产销率方面，2024 年，由于产量下降而销量增长，NF 级胆固醇产销率均同比增长至 90% 以上；由于产量降幅高于销量降幅，公司饲料级维生素 D3 粉产销率大幅上升至 110% 以上；25-羟基维生素 D3 原产销率则同比略有下降。

图表 6 • 2023—2024 年公司食品制造业务生产销售情况

	2023 年	2024 年
生产量（吨）	8953.61	5996.29
销售量（吨）	6505.38	6472.11
库存量（吨）	4052.35	3737.13

资料来源：联合资信根据公司年报整理

客户集中度方面，公司食品制造业务前五大客户销售额在总销售额中占比达到 52.42%，较上年有所下降，主要客户仍为行业内知名经销商或预混料企业。

## （3）医药制造

2024 年，受药品集采常态化、制度化持续推进，药品中标的难度大且续标价格大幅下降，公司医药制造业务收入同比下降。未来随着医保控费政策的持续推进，及部分药品集采即将到期续标，公司药品销售价格及利润空间仍存在被压降的可能性。

公司医药制造业务的经营主体为花园药业，主营业务以心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售为主。2024年，花园药业营业总收入4.34亿元，净利润0.91亿元。

采购方面，2024年，公司医药制造业务仍采取“以产定采”的模式，公司主要采购原材料如下表所示。2024年，原材料在公司医药制造业务成本中的占比为63.00%，较去年的59.66%略有上升。

图表7·公司医药制造业务采购情况（单位：万元）

项目	2023年	2024年
罗红霉素原料药	1377.28	369.91
阿奇霉素原料药	353.10	253.67
多索茶碱原料药	1015.47	730.31
硫辛酸原料药	259.78	184.96
缬沙坦氨氯地平原料药	2054.52	2025.06
左氧氟沙星原料药	476.99	439.16
其他医药辅料	535.22	1957.91

资料来源：公司提供

生产和销售方面，公司医药制造业务主要采用以销定产的模式，销售终端以医院为主，主要采用行业内通行的“经销+学术推广”模式，较上年未发生重大变化。2024年，公司部分药品集采到期，续标时参与竞争的企业数量显著增加，续标难度大且药品续标价格受此影响大幅下降，2024年公司医药产品收入及利润均同比下降。未来随着我国医保控费制度的持续推进和集采到期续标，公司主要药品面临销售价格及利润空间进一步被压降的可能性。

## 2 经营效率

2024年，公司整体经营效率指标略有上升，应收账款周转率表现好。

2024年，公司销售债权周转次数同比上升，存货周转次数和总资产周转次数同比变化不大。与同行业公司相比，公司存货周转次数处于较低水平；同时，公司在建项目规模较大，达产周期较长，造成公司总资产周转效率相对偏低；公司应收账款周转效率处于行业内领先水平。

图表8·公司经营效率指标情况

指标	2023年	2024年
销售债权周转次数（次）	8.34	9.93
存货周转次数（次）	0.66	0.64
总资产周转次数（次）	0.23	0.23

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表9·2024年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
安迪苏	4.98	8.47	0.71
金达威	2.60	8.52	0.55
新和成	2.99	7.04	0.53
花园生物	0.64	10.01	0.23

注：为便于对比，以上数据均来自wind

## 3 未来发展

公司主要在建项目投资所需资金主要来自于募集资金，需关注后续产能消化进度。

公司在建项目主要围绕食品制造业务展开。截至2024年底，公司在建项目预计投资金额为22.78亿元，完成投资14.97亿元，项目投资资金为募集资金，后续资金支出压力尚可。公司在建项目设计产能较大，达产后食品制造业务产能将得到显著提升，需关注产能消化进度。

公司披露了《关于2024年度关联交易预计的议案》，公司可转债募投项目等的土建工程主要由关联方浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）提供工程施工建设，2024年度预计交易金额不超过16000万元。2024年，公司与花园建设关联交易实际发生金额为11481.76万元。

图表10·公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	完成投资	资金来源
年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目	7.60	8.35	募集资金
年产26吨25-羟基维生素D3原项目	1.20	1.37	募集资金

年产 5000 吨维生素 B6 项目	3.35	1.98	募集资金
年产 200 吨生物素项目	1.59	2.03	募集资金
年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目	1.99	0.43	募集资金
骨化醇类原料药项目	1.56	0.20	募集资金
骨化醇类制剂项目	3.29	0.29	募集资金
年产 10000 吨 L-丙氨酸（发酵法）及生物制造中试基地项目	2.20	0.32	募集资金
<b>合计</b>	<b>22.78</b>	<b>14.97</b>	--

资料来源：公司提供

公司制定了具有自身经营特色的未来发展战略。

公司将坚持“化学合成、生物合成”双布局，发展战略仍为“一纵一横”。纵向完成“原料药+制剂”项目的研发及产业链建设，横向拓展多品种维生素项目建设，拓展氨基酸与维生素的协同效应。2025 年，公司将继续推进可转债募投项目建设，完成生物素、维生素 B6 等项目建设，开展 L-丙氨酸、骨化醇原料药及制剂项目建设，扩大营收规模。

#### （四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2023 年财务报告的审计机构为大华会计师事务所（特殊普通合伙），鉴于前任会计师事务所审计团队已整体从大华会计师事务所（特殊普通合伙）分立并被北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）吸收合并。经公司审慎评估和研究，并与大华会计师事务所（特殊普通合伙）友好沟通，公司聘请北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2024 年度财务审计机构和内部控制审计机构。本次聘任事项已经公司第七届董事会第二次会议、第七届监事会第二次会议及公司 2023 年年度股东大会审议通过。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内新增子公司 1 家，合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

#### 1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司现金类资产较为充裕，随着募投项目的持续投入建设，固定资产和在建工程较上年底增长。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长，资产结构变化不大。随着可转债募集资金的持续投入及部分在建项目转固，截至 2024 年底，公司货币资金较上年底下降，在建工程和固定资产较上年底增长；公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备等，已累计计提折旧 4.96 亿元，未计提减值准备。截至 2024 年底，公司存货随着经营规模增长而略有增长，存货主要来自于食品制造业务，主要为自制半成品（3.72 亿元）、原材料（2.14 亿元）、库存商品（1.35 亿元）、在产品（1.02 亿元）等，存货跌价准备余额 0.03 亿元，计提比例低；公司存货周转次数为 0.64 次，较上年底 0.66 次变化不大，周转效率指标较为稳定。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结构变化不大。

图表 11 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动资产</b>	<b>24.62</b>	<b>46.80</b>	<b>24.69</b>	<b>44.00</b>	<b>22.64</b>	<b>40.89</b>	<b>0.30</b>
货币资金	15.03	28.57	12.84	22.89	10.55	19.06	-14.53
存货	7.80	14.83	8.38	14.93	7.95	14.36	7.46
<b>非流动资产</b>	<b>27.99</b>	<b>53.20</b>	<b>31.43</b>	<b>56.00</b>	<b>32.73</b>	<b>59.11</b>	<b>12.32</b>
固定资产（合计）	19.51	37.08	21.26	37.87	20.99	37.90	8.96
在建工程（合计）	5.05	9.59	6.61	11.78	8.33	15.04	31.02
<b>资产总额</b>	<b>52.61</b>	<b>100.00</b>	<b>56.13</b>	<b>100.00</b>	<b>55.37</b>	<b>100.00</b>	<b>6.69</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

截至 2024 年底，由于未分配利润增长，公司所有者权益较上年底增长，所有者权益结构偏弱。

资本结构方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 32.18 亿元，较上年底增长 11.24%。在所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占 16.89%和 70.12%，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性偏弱。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成变化不大。

截至 2024 年底，公司负债较上年底变化不大，全部债务较上年底略有增长，短期债务占比较高；债务负担指标较上年底变化不大。

负债方面，截至 2024 年底，公司负债规模和结构较上年底变化不大，除全部债务以外，公司负债主要为应付账款，应付账款规模随着经营规模增长较上年底略有增长。全部债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长，长期债务占比相对较高；公司短期债务主要为短期借款和一年内到期的非流动负债，一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款等，长期债务主要为“花园转债”和长期借款 0.90 亿元。债务指标方面，截至 2024 年底，公司资产负债率较上年底下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底变化不大，公司债务负担较上年底变化不大，需关注短期偿债压力。

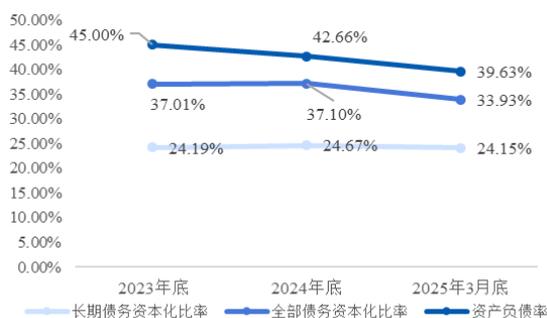
截至 2025 年 3 月底，公司负债和全部债务均较上年底小幅下降，负债和全部债务结构变化不大。

图表 12 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动负债</b>	<b>12.64</b>	<b>53.38</b>	<b>12.75</b>	<b>53.24</b>	<b>10.60</b>	<b>48.31</b>	<b>0.87</b>
短期借款	4.09	17.26	4.63	19.33	2.92	13.30	13.24
应付账款	3.07	12.99	3.24	13.51	3.49	15.89	5.23
一年内到期的非流动负债	3.48	14.69	2.92	12.18	2.92	13.29	-16.17
<b>非流动负债</b>	<b>11.04</b>	<b>46.62</b>	<b>11.20</b>	<b>46.76</b>	<b>11.34</b>	<b>51.69</b>	<b>1.43</b>
应付债券	9.23	39.00	9.64	40.27	9.74	44.41	4.44
<b>负债总额</b>	<b>23.67</b>	<b>100.00</b>	<b>23.94</b>	<b>100.00</b>	<b>21.94</b>	<b>100.00</b>	<b>1.13</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

图表 13 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 14 • 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2024 年，公司利润主要来自于主营业务，公司营业总收入和利润总额均同比增长，期间费用同比下降但仍对利润存在一定侵蚀。2025 年 1—3 月，随着费用规模下降，公司利润总额同比增长。与所选同行业企业相比，公司销售毛利率和净资产收益率表现好。

盈利能力方面，2024 年，公司营业总收入、营业成本及利润总额均同比增长，具体分析详见本报告“六、（四）经营方面”。费用方面，从构成看，公司销售费用和管理费用占比较高，受益于市场推广服务费下降，公司销售费用同比下降；期间费用率为 33.18%，同比下降 10.81 个百分点，公司控费效果显著但费用仍对利润存在一定侵蚀。非经常性损益占利润总额的比重不大，对公司利润影响较小，公司利润总额主要来自主营业务。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比变化不大，随着费用下降，利润总额同比增长 6.82%。

图表 15 • 公司盈利指标（单位：亿元、%、百分点）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比变化
营业总收入	10.95	12.43	3.26	13.58
营业成本	4.39	5.17	1.41	17.63
费用总额	4.82	4.13	0.80	-14.34
其中：销售费用	2.52	1.94	0.37	-23.29
管理费用	1.27	1.16	0.23	-8.93
研发费用	0.91	0.84	0.16	-7.85

财务费用	0.11	0.19	0.04	73.66
投资收益	0.00	0.01	0.00	-364.03
利润总额	2.11	3.59	1.12	69.96
营业利润率(%)	58.13	56.58	55.41	-1.55
总资本收益率(%)	5.02	6.74	--	1.72
净资产收益率(%)	6.65	9.61	--	2.96

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

与所选同行业企业相比，公司销售毛利率和净资产收益率表现好。

图表 16 • 2024 年同行业公司盈利能力对比情况（单位：亿元、%）

证券简称	营业总收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
安迪苏	155.34	30.21	7.45	7.74
金达威	32.40	38.52	7.82	8.50
新和成	216.10	41.78	16.81	20.03
<b>花园生物</b>	<b>12.43</b>	<b>58.44</b>	<b>7.03</b>	<b>9.61</b>

注：为便于对比，以上数据均来自wind

2024 年，随着行业复苏，公司经营活动现金净流入规模同比增长；由于项目持续投建以及理财产品支出，公司投资活动现金仍为净流出；筹资活动现金仍为净流入，但净流入规模同比大幅下降。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金保持净流入，随着净利润增长，经营活动现金净流入金额同比增长；公司投资活动现金流入和流出规模均同比大幅增长，主要系公司收回理财产品及利用闲置募集资金购买理财产品规模同比大幅增长所致，公司投资活动现金仍为净流出；公司筹资活动现金保持净流入，由于 2023 年收到“花园转债”募集资金而 2024 年无此资金流入，公司筹资活动现金净流入规模同比下降。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流量保持净流入，投资活动现金流量和筹资活动现金均为净流出。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比变化
经营活动现金流入小计	15.05	14.84	3.90	-1.43
经营活动现金流出小计	13.45	10.17	2.46	-24.38
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>1.60</b>	<b>4.66</b>	<b>1.44</b>	<b>191.53</b>
投资活动现金流入小计	0.25	17.42	0.00	6912.98
投资活动现金流出小计	3.69	24.36	1.97	559.66
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.44</b>	<b>-6.94</b>	<b>-1.97</b>	<b>101.52</b>
筹资活动前现金流量净额	-1.84	-2.28	-0.53	23.46
筹资活动现金流入小计	23.47	13.26	1.49	-43.48
筹资活动现金流出小计	13.06	12.19	3.32	-6.72
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>10.40</b>	<b>1.08</b>	<b>-1.83</b>	<b>-89.65</b>
<b>现金收入比(%)</b>	<b>110.95</b>	<b>101.90</b>	<b>99.49</b>	<b>-9.05</b>

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

## 2 偿债指标变化

2024 年，公司长短期偿债指标表现较好；公司尚余授信额度充足，公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率(%)	194.83	193.73
	速动比率(%)	133.10	127.97
	经营现金流动负债比(%)	12.66	36.59
	经营现金/短期债务(倍)	0.21	0.55
	现金短期债务比(倍)	1.93	1.69

长期偿债指标	EBITDA (亿元)	3.83	5.50
	全部债务/EBITDA (倍)	4.44	3.45
	经营现金/全部债务 (倍)	0.09	0.25
	EBITDA 利息倍数 (倍)	6.67	6.18
	经营现金/利息支出 (倍)	2.79	5.24

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

截至 2024 年底，公司流动比率和速动比率较上年底略有下降但仍属较高水平；随着经营活动现金净流入规模同比增长，公司经营活动现金净额对流动负债和短期债务的覆盖程度高；公司现金类资产充裕，对短期债务覆盖程度高。2024 年，公司 EBITDA 为 5.50 亿元，同比增长 43.71%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 26.77%）、计入财务费用的利息支出（占 6.48%）、利润总额（占 65.20%）构成。公司的 EBITDA 和经营现金对利息支出覆盖程度高，对全部债务能够形成一定覆盖。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无合并范围之外的对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 18.12 亿元，尚未使用授信 12.33 亿元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

### 3 公司本部主要变化情况

**公司本部承担部分食品制造业务和对外融资职能；截至 2024 年底，公司本部资产结构较为均衡，经营和管理稳定，债务负担尚可。**

截至 2024 年底，公司本部资产总额 49.50 亿元，较上年底增长 5.11%。其中，流动资产 25.77 亿元（占比 52.07%），非流动资产 23.73 亿元（占比 47.93%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.80%）、交易性金融资产（占 5.44%）、其他应收款（占 55.55%）、存货（占 12.56%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 89.27%）、固定资产（占 8.31%）构成。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 20.81 亿元，较上年底下降 0.32%。其中，流动负债 9.98 亿元（占比 47.95%），非流动负债 10.83 亿元（占比 52.05%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 31.31%）、应付账款（占 8.05%）、其他应付款（占 29.28%）、一年内到期的非流动负债（占 29.21%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 8.31%）、应付债券（占 89.00%）构成。公司本部 2024 年资产负债率为 42.04%，较 2023 年下降 2.29 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 16.58 亿元。其中，短期债务占 36.42%、长期债务占 63.58%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 36.63%，公司本部债务负担尚可。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 28.69 亿元，较上年底增长 9.43%。在所有者权益中，实收资本为 5.43 亿元（占 18.94%）、资本公积合计 0.99 亿元（占 3.46%）、未分配利润合计 17.53 亿元（占 61.10%）、盈余公积合计 2.42 亿元（占 8.43%），所有者权益结构稳定性一般。

2024 年，公司本部营业总收入为 7.39 亿元，利润总额为 2.45 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.53 亿元。现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-3.76 亿元，投资活动现金流净额-0.92 亿元，筹资活动现金流净额 0.17 亿元。

分红方面，2022—2024 年，公司现金分红总额分别为 0.77 亿元、0.38 亿元和 1.62 亿元（包含股份回购）。

## （五）ESG 方面

**公司注重安全环保和员工激励，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环保方面，公司及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，公司及子公司浙江花园营养科技有限公司（以下简称“花园营养”）拥有金华市生态环境局颁发的排污许可证。公司注重绿色生产，具备对生产过程中产生的废水、废气、固废、噪声等对应的处理能力。2024 年公司及子公司未因出现环境问题受到行政处罚。2023 年，花园生物在环境治理和保护方面的投入 356.86 万元，缴纳环境保护税 9716.71 元。2024 年，花园营养在环境治理和保护方面的投入 1103.52 万元，暂未缴纳环境保护税。

社会责任方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，与客户及供应商形成了长期稳定的合作关系。乡村振兴方面，公司生产基地位于浙中农村地区，大部分员工为所在地附近农村村民。

公司治理方面，详见本报告“六、（二）管理水平”。

## 七、债券偿还能力分析

公司对“花园转债”的偿还能力指标表现较好，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

截至 2025 年 5 月 11 日，公司存续期可转换公司债券“花园转债”余额 11.76 亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现较好。

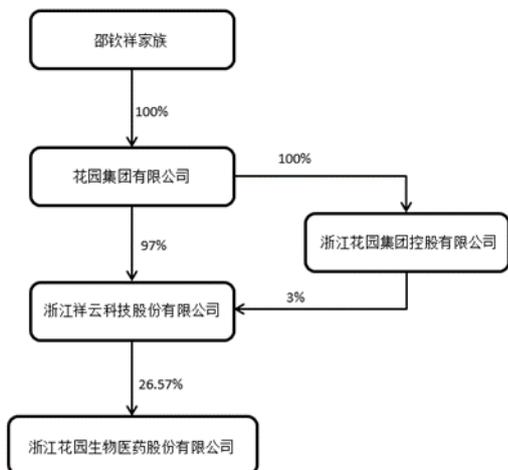
2025 年 4 月 23 日，公司发布《浙江花园生物医药股份有限公司关于可转换公司债券转股价格调整的公告》，公司决定将“花园转债”转股价格向下修正为 13.45 元/股。本次修正后的转股价格自 2025 年 4 月 30 日起生效。考虑到本次可转换公司债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换公司债券将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 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%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，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），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

截至 2024 年底，公司现金类资产（14.27 亿元）为“花园转债”（债券余额 11.76 亿元）的 1.07 倍；2024 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 14.84 亿元、4.66 亿元、5.50 亿元，为“花园转债”（债券余额 11.76 亿元）的 1.26 倍、0.40 倍和 0.47 倍。

## 八、跟踪评级结论

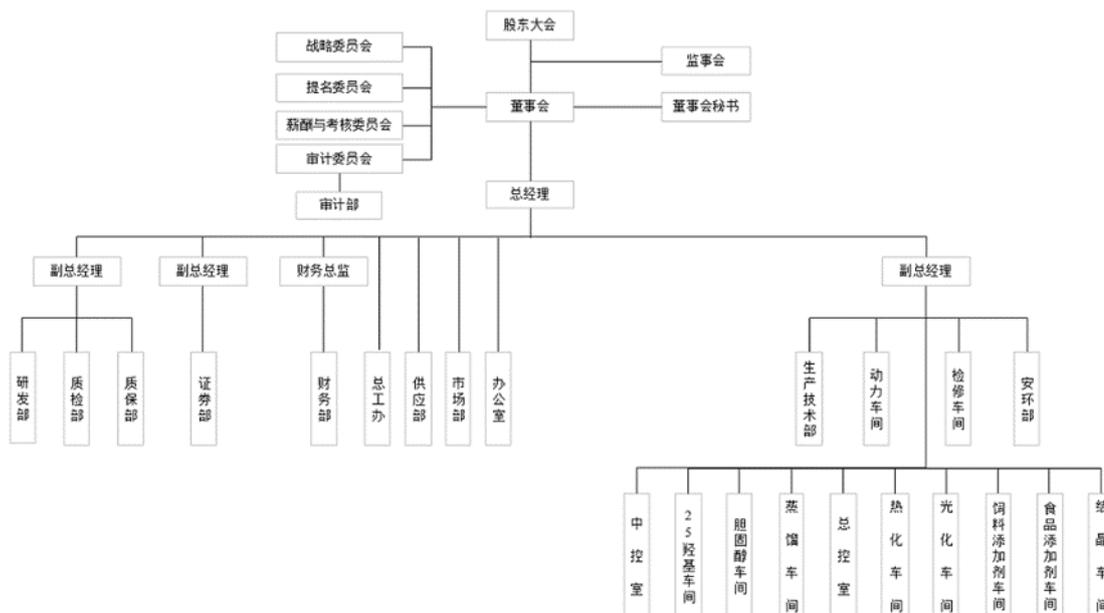
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，维持“花园转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（亿元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
浙江花园药业有限公司	1.50	化学药品及中成药生产、销售	100.00%	--	同一控制下企业合并
杭州下沙生物科技有限公司	0.80	经营医药中间体的制造、销售	100.00%	--	同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据企业年报整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	15.03	14.27	12.59
应收账款（亿元）	0.93	1.56	1.87
其他应收款（亿元）	0.01	0.01	0.00
存货（亿元）	7.80	8.38	7.95
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	19.51	21.26	20.99
在建工程（亿元）	4.69	6.20	0.00
资产总额（亿元）	52.61	56.13	55.37
实收资本（亿元）	5.51	5.43	5.43
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	28.93	32.18	33.43
短期债务（亿元）	7.77	8.44	6.52
长期债务（亿元）	9.23	10.54	10.64
全部债务（亿元）	17.00	18.98	17.17
营业总收入（亿元）	10.95	12.43	3.26
营业成本（亿元）	4.39	5.17	1.41
其他收益（亿元）	0.52	0.36	0.05
利润总额（亿元）	2.11	3.59	1.12
EBITDA（亿元）	3.83	5.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.15	12.67	3.25
经营活动现金流入小计（亿元）	15.05	14.84	3.90
经营活动现金流量净额（亿元）	1.60	4.66	1.44
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.44	-6.94	-1.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.40	1.08	-1.83
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	8.34	9.93	--
存货周转次数（次）	0.66	0.64	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.23	--
现金收入比（%）	110.95	101.90	99.49
营业利润率（%）	58.13	56.58	55.41
总资本收益率（%）	5.02	6.74	--
净资产收益率（%）	6.65	9.61	--
长期债务资本化比率（%）	24.19	24.67	24.15
全部债务资本化比率（%）	37.01	37.10	33.93
资产负债率（%）	45.00	42.66	39.63
流动比率（%）	194.83	193.73	213.56
速动比率（%）	133.10	127.97	138.56
经营现金流动负债比（%）	12.66	36.59	--
现金短期债务比（倍）	1.93	1.69	1.93
EBITDA 利息倍数（倍）	6.67	6.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.44	3.45	--

注：1. 公司 2025 年一季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. 合并口径中其他应付款和其他流动负债中带息部分已计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告和公司提供资料整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2023 年	2024 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	11.35	7.28
应收账款（亿元）	0.65	0.90
其他应收款（亿元）	6.83	14.32
存货（亿元）	4.33	3.24
长期股权投资（亿元）	21.13	21.18
固定资产（亿元）	2.14	1.97
在建工程（万元）	57.93 万元	75.37 万元
资产总额（亿元）	47.10	49.50
实收资本（亿元）	5.51	5.43
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	26.22	28.69
短期债务（亿元）	6.26	6.04
长期债务（亿元）	9.23	10.54
全部债务（亿元）	15.50	16.58
营业总收入（亿元）	5.57	7.39
营业成本（亿元）	3.76	5.00
其他收益（亿元）	0.05	0.08
利润总额（亿元）	2.58	2.45
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.81	7.62
经营活动现金流入小计（亿元）	6.66	20.15
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.27	-3.76
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.68	-0.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.09	0.17
<b>财务指标</b>		
销售债权周转次数（次）	6.75	9.41
存货周转次数（次）	1.00	1.32
总资产周转次数（次）	0.14	0.15
现金收入比（%）	104.34	103.18
营业利润率（%）	31.98	31.49
总资本收益率（%）	7.73	7.02
净资产收益率（%）	9.66	8.06
长期债务资本化比率（%）	26.04	26.87
全部债务资本化比率（%）	37.15	36.63
资产负债率（%）	44.33	42.04
流动比率（%）	225.64	258.29
速动比率（%）	183.47	225.84
经营现金流动负债比（%）	-2.59	-37.70
现金短期债务比（倍）	1.81	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：公司本部 2025 年一季度财务报告未披露  
 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>	
总资本收益率	(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%
经营现金流动负债比	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 短期债券信用等级设置及含义（如有）

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

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
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

## 附件 4-4 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