

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

FOSUN PHARMA 复星医药

上海復星醫藥(集團)股份有限公司
Shanghai Fosun Pharmaceutical (Group) Co., Ltd.*
(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)
(股份代號：02196)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而作出。

茲載列上海復星醫藥(集團)股份有限公司(「本公司」)在上海證券交易所網站刊登的《上海復星醫藥(集團)股份有限公司及其發行的公開發行債券跟蹤評級報告》，僅供參閱。

承董事會命
上海復星醫藥(集團)股份有限公司
董事長
吳以芳

中華人民共和國，上海
2021年5月24日

於本公告日期，本公司之執行董事為吳以芳先生；本公司之非執行董事為陳啟宇先生、姚方先生、徐曉亮先生、龔平先生、潘東輝先生及張厚林先生；以及本公司之獨立非執行董事為江憲先生、黃天祐博士、李玲女士及湯谷良先生。

* 僅供識別

上海复星医药（集团）股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2021)100055】

评级对象：上海复星医药（集团）股份有限公司及其发行的公开发行债券跟踪

	17 复药 01	18 复药 01	18 复药 02	18 复药 03	21 复药 01
	主体/展望/债项/评级 时间	主体/展望/债项/评级 时间	主体/展望/债项/评级 时间	主体/展望/债项/评级 时间	主体/展望/债项/评级 时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 4 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 4 月 29 日	-
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2017 年 2 月 15 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 11 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 11 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 1 月 20 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	8.50	9.05	3.45
刚性债务	108.34	105.71	111.60
所有者权益	247.29	259.57	268.97
经营性现金净流入量	-2.30	-1.90	-0.38
合并口径数据及指标：			
总资产	705.51	761.20	836.86
总负债	369.59	369.15	377.02
刚性债务	235.92	221.52	242.88
所有者权益	335.93	392.04	459.84
营业收入	249.18	285.85	303.07
净利润	30.20	37.44	39.40
经营性现金净流入量	29.50	32.22	25.80
EBITDA	58.56	71.21	72.87
资产负债率[%]	52.39	48.50	45.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	142.39	176.98	189.33
流动比率[%]	100.44	117.03	100.85
现金比率[%]	55.10	58.68	48.95
利息保障倍数[倍]	4.81	5.12	6.19
净资产收益率[%]	9.54	10.28	9.25
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	17.09	18.23	12.20
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-6.63	8.26	-5.70
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	6.51	8.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.31	0.31

注：根据复星医药经审计的 2018~2020 年度财务数据整理、计算。

分析师

武嘉妮 wjn@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对上海复星医药（集团）股份有限公司（简称复星医药、发行人、该公司或公司）及其发行的 17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02、18 复药 03 及 21 复药 01 的跟踪评级反映了 2020 年复星医药在行业前景、主业经营及财务状况等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在高管稳定性、并购、研发及药品质量等方面继续面临压力和风险。

主要优势：

- **行业发展前景较好。**近年来，我国医药市场继续扩大，同时政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策，有利于行业的规范及集中度的提高，行业发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药收入保持增长，在部分细分市场保持了较明显的优势地位。同时，公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强，经营环节现金流状况较好，权益资本实力雄厚，财务状况良好。
- **资金成本优势。**复星医药融资渠道畅通且多样，综合融资成本较低为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险：

- **并购整合风险及商誉减值风险。**外延式扩张是复星医药实现业务快速发展的重要方式之一。近年来公司海外并购较快，资金压力较大，形成一定的估值风险和较大的整合风险。同时，持续并购也导致公司积累了较大规模的商誉，2020 年末，公司商誉规模达 86.77 亿元，若相关投资并购标的经营未达预期，对公司盈利及

资产质量或将形成不利影响。

- **药品降价压力。**医保控费或将影响医药制造行业用药结构，药品面临较大降价压力，对业内企业的成本控制提出挑战。
- **合作开发的新冠疫苗审批进度及预期销售表现风险。**复星医药与德国 BioNTech 合作研发 mRNA 新冠疫苗，并已经投入一定资金，目前港澳地区已开始接种，中国大陆地区处于临床试验阶段，需持续关注该疫苗在国内的审批进度以及后期销售情况。
- **药品质量安全风险。**药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，复星医药具备完善的药品质量安全防护标准及实施措施，可有效降低但不能完全消除药品安全风险。
- **高管变动风险。**2020 年以来，复星医药高管人事变动较为频繁，需关注变动原因以及是否会对公司经营造成重大影响。

➤ 未来展望

通过对复星医药及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海复星医药（集团）股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海复星医药（集团）股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）、2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种二）和 2021 年公开发行公司债券（第一期）（分别简称 17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02、18 复药 03 及 21 复药 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据复星医药提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据，对复星医药的财务状况、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 2021 年 3 月末，该公司尚有本金合计 67.3195 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续债券概况

债项名称	当前余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	备注
17 复药 01	10.9195	5	3.48	2017 年 3 月	2022 年 3 月	第三年末附回售条款
18 复药 01	13.00	5	5.10	2018 年 8 月	2023 年 8 月	第三年末附回售条款
18 复药 02	2.40	4	3.83	2018 年 11 月	2022 年 11 月	第二年末附回售条款
18 复药 03	10.00	5	4.68	2018 年 11 月	2023 年 11 月	第三年末附回售条款
21 复药 01	16.00	4	3.98	2021 年 2 月	2025 年 2 月	第二年末附回售条款
21 复星医药 SCP001	15.00	0.16	3.10	2021 年 2 月	2021 年 5 月	-
合计	67.3195	-	-	-	-	-

资料来源：Wind（截至 2021 年 3 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，经济金融的脆弱性加剧、债务风险上升，中美关系以及中东、南亚

等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2020年，新冠肺炎疫情冲击下，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，贸易萎缩幅度显著扩大，金融市场大幅动荡。各主要经济体的超宽松货币政策和强力财政刺激政策加剧了全球经济金融的脆弱性、推升了政府债务风险。二季度以来，主要经济体经济相继进入幅度不同的修复状态，国家治理能力成为疫情防控和经济修复的主导因素。未来，疫情走势仍将是影响全球经济走势的关键变量，在全球疫情持续升级的情况下，疫苗研发、投产和使用等均存在不确定性，全球疫情防控形势依然严峻，预计2021年全球经济难以恢复到疫情前状态，美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍将持续。同时，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而《区域全面经济伙伴关系协定》的签署及中欧双边投资协定完成谈判有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济疫后修复整体稳健，为全球范围内唯一实现正增长的主要经济体，但内部发展仍存在一定程度的不平衡和不充分。我国物价水平涨幅回落较快，失业率绝对水平已基本降到疫情前位置。规模以上工业企业增加值总量恢复较好且经营绩效有所好转，行业间修复节奏不同步且差异较大、产业链中面临的“卡脖子”问题有待解决。消费对经济的拉动作用离正常水平仍有差距，必需品、通讯器材、化妆品及汽车的零售增长相对较快，石油制品及服装鞋帽、针纺织品类销售大幅下滑；固定资产投资中房地产投资表现强劲且对上下游具有较好的拉动作用，基建投资力度保持稳健，制造业投资中除高技术制造业外其余均较疲弱；出口贸易逆势增长，且占全球出口的比例显著提升。人民币汇率表现强势，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署，宏观调控政策不急转弯，将继续对经济提供必要的支持力度。我国财政政策保持积极，支出强度减弱，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为；政府债务水平上升速度将放缓，化解地方政府隐性债务风险工作需继续落实，地方政府债务风险依然总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持市场流动性合理充裕，续作两项直达工具，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、稳定宏观杠杆率的目标下，实体融资增速将有所放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、健全金融机构治理，

防止资本无序扩张，优化退市规则、统一债券市场监管并打击逃废债行为，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年。短期内，全球的疫情防控形势仍非常严峻，疫情变化、美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将不断回升；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现平稳且全年增速在基数效应下会有所加快；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。国内医药商业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对药品流通业务发展产生一定影响。整体而言，我国医药行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

A. 行业概况

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

根据国家统计局数据显示，2011~2019 年，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 23,908.60 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,119.50 亿元，总体呈现出良好的运营趋势。受仿制药质量和疗效一致性评

价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速维持低位，利润增速有所放缓。

2020 年 1~10 月，我国医药制造行业规模以上企业¹实现营业收入 19,555.90 亿元，同比增长 2.5%；实现利润总额 2,779.10 亿元，同比增长 8.7%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。医药制造企业经营情况逐季环比改善，于 2020 年 6 月实现利润总额增速转正，于 8 月实现营业收入增速转正，利润端恢复速度高于收入端。

图表 2. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。根据《2019 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.54 亿人，同比增加 978 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.29 亿人，同比增长 1,245 万人。全年资助 7,782 万人参加基本医疗保险，医疗救助 6,180 万人次。截至 2019 年末，全国共有医疗卫生机构 101.4 万个，其中医院 3.4 万个，全年总诊疗人次 85.20 亿人次。

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，与上年所公布同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

图表 3. 2015 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
我国人口数（亿人）	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60 岁以上人口占比（%）	16.10	16.70	17.30	17.90	18.10
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	6.66	7.44	11.77	13.45	13.54
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	9.31	10.77	14.42	17.82	20.85
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	76.93	79.30	81.80	84.20	85.20
卫生费用（万亿元）	4.10	4.63	5.26	5.80	6.52

数据来源：Wind、新世纪评级整理

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

医药流通行业亦是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80%和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。据商务部统计系统数据显示，2019 年度全国七大类医药商品销售总额 23,303 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 8.87%，增长速度较同期上升 1.36 个百分点。其中，药品零售市场 4,661 亿元，同比增长 9.85%，增长速度上升 0.97 个百分点。

B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2020年3月5日，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率。旨在健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续。

2020年7月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》，在加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等6方面提出26条具体措施。通知明确，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制。

2020年8月，国家医保局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》，正式启动今年的国家医保药品目录调整工作。目录调整工作将与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药都在拟纳入药品目录范围内，在评审程序方面，首次实行企业自主申报，符合条件产品的企业可以按要求提交申报材料，国家医保局将按相关工作程序、工作要求及时对这些材料进行审核，鼓励创新的导向鲜明。

图表 4. 2020 年以来我国医药行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.3.5	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率	健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续
2020.3.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	对药品注册的基本制度、基本原则、基本程序和各方主要责任义务等作出规定	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》	加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等6方面提出26条具体措施	加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制
2020.8.17	国家医保局	《2020年国家医保药品目录调整工作方案》	将与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药、第二批国家组织药品集中采购中选药品，及临床急需的创新药等纳入申报范围；将风险大于收益的药品、国际上普遍退市的药品、可以被替代的价格高且谈判未成功的独家药品等将被调出目录	有利于新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药，促进药品集中采购，进一步鼓励医药创新；将被专家评估认为风险大于收益的药品，还有目录内的一些“僵尸药”，国际上普遍撤市的药品，以及可以被替代、且价格比较贵但谈判失败的独家产品

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
				将被调出目录
2020.10.17	人大	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间,对在中国获得上市许可的新药相关发明专利,国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿	利好新药研发,鼓励创新
2020.10.19	国家医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革,提高医疗服务透明度,提升医保基金使用效率	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。企业提高市场集中度的主要手段之一。

图表 5. 行业内医药制造核心样本企业基本数据概览（2019 年末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标 (产品或业务类别)		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	EBITDA/ 带息债务	净利润	经营性 净现金流
复星医药	303.07	55.68	836.86	45.05	0.27	39.40	25.80
天士力	189.98	31.30	240.12	50.60	0.27	10.03	16.80
人福医药	218.07	39.52	350.13	60.02	0.27	13.51	20.38
恒瑞医药	232.89	87.49	275.56	9.50	—	53.26	38.17
哈药股份	118.25	23.94	125.03	52.47	1.12	1.22	-2.85
海正药业	110.72	42.97	214.66	64.21	0.21	3.23	6.98
华北制药	108.81	42.21	185.41	69.67	0.15	1.48	7.33

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等医药政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

2. 业务运营

该公司通过“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，实现了快速

发展；目前公司现已形成了以制药业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务整合发展的产业格局。公司制药业务的产品在代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统及心血管系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购整合的压力。

跟踪期间，该公司收入规模保持增长，期间费用虽对利润造成一定吞噬，但公司毛利率高且投资收益规模突出，整体盈利能力仍较强。

该公司以制药业务为核心，还从事医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务，并通过投资国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。目前公司采取“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
制药	国内为主，初步实现全球多中心布局	横向与纵向兼顾	销售规模/研发/品牌质量
医疗器械与医学诊断	国内、国外均有	横向与纵向兼顾	品牌质量/投资及投后运营管理
医疗服务	国内为主	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理

资料来源：复星医药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司主营业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计	249.18	285.85	303.07
其中：主营业务收入（亿元）	248.83	285.42	302.69
主营业务收入占比（%）	99.86	99.85	99.87
其中：（1）制药	186.81	217.66	218.80
在营业收入中占比（%）	74.97	76.14	72.19
（2）医疗器械与医学诊断	36.39	37.36	52.17
在营业收入中占比（%）	14.60	13.07	17.21
（3）医疗服务	25.63	30.40	31.72
在营业收入中占比（%）	10.29	10.63	10.47
综合毛利率（%）	58.40	59.62	55.68
其中：制药（%）	65.09	65.64	61.54
医疗器械与医学诊断（%）	48.11	52.38	52.60
医疗服务（%）	26.34	25.52	20.52

资料来源：复星医药

该公司现有业务主要涉及制药、医疗器械和医学诊断、医疗服务，2020

年上述三项业务收入贡献分别为 72.19%、17.21%和 10.47%。2020 年，公司实现营业收入 303.70 亿元，较上年增长 6.02%，增长主要来源于医疗器械与医学诊断业务收入的增加。当年，受新冠疫情影响，公司核酸检测试剂盒、负压救护车等抗疫产品销售收入大幅增长，医疗器械与医学诊断业务规模实现大幅增加。

A. 制药业务

近年来，该公司制药业务规模持续扩大。2018-2020 年，该项业务分别实现收入 186.81 亿元、217.66 亿元和 218.80 亿元；同期毛利率分别为 65.09%、65.64%和 61.54%，总体保持较高水平。其中，2020 年毛利率较以前年度相比降幅显著，主要系受集中采购政策、原材料成本上升及经营支出刚性等因素影响，公司部分产品毛利率大幅下降所致。

该公司目前下辖主要从事制药业务的重要和主要控股子公司包括：重庆药友制药有限责任公司²（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司³（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司⁴（简称“奥鸿药业”）、Gland Pharma Limited⁵（简称“Gland Pharma”）和上海复宏汉霖生物技术股份有限公司⁶（简称“复宏汉霖”），其概况见下表。其中，复宏汉霖近三年净利润持续为负，主要系其处于初期发展阶段，临床研发活动较多所致。

图表 8. 公司下属主要制药企业概况（单位：亿元）

公司简称	主要产品/业务	2020 年 末净资产	2020 年 营业收入	净利润		
				2018 年	2019 年	2020 年
重庆药友	阿拓莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅/毕利枢等	39.08	54.26	7.05	8.06	8.09
江苏万邦	优立通、怡宝、可胜、万苏平、肝素钠系列等	27.91	68.75	4.52	6.54	7.74
锦州奥鸿	奥德金、邦亨、长托宁等	19.61	12.68	2.30	2.30	1.59
Gland Pharma	肝素钠、万古霉素、罗库溴铵等	67.61	30.26	2.83	5.13	7.19
复宏汉霖	汉利康、汉曲优	31.99	5.88	-6.27	-8.75	-9.94
合计		186.20	171.83	10.43	13.28	14.67

资料来源：根据复星医药 2018-2020 年度报告整理

注：以上数据含评估增值及评估增值摊销

规模与销售

该公司制药业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2020 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 13，较上年下降 3 位。目前公司在代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统及心血管系统等疾病领域均有丰富的产品线，形成了较为完善的布局。

² 重庆药友生产的阿拓莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品。

³ 江苏万邦为我国最大的胰岛素生产基地，拥有齐全的糖尿病系列产品。

⁴ 锦州奥鸿生产的奥德金注射液（小牛血清去蛋白注射液）是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂，其另一产品邦亨（注射用白眉蛇毒血凝酶）是国内血凝酶领域三大止血药品品牌之一。

⁵ Gland Pharma 为全球各大型制药公司注射剂仿制药品的生产制造商。

⁶ 复宏汉霖产品覆盖肿瘤、自身免疫疾病、眼科疾病等领域，已成功上市首个国产生物类似药汉利康（利妥昔单抗）、首个中欧双批国产单抗生物类似药汉曲优（曲妥珠单抗）等。

图表 9. 公司制药业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2018 年		2019 年		2020 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
代谢及消化系统	32.21	82.53	38.16	84.36	35.72	85.39
抗肿瘤及免疫调节	5.00	72.65	6.20	68.81	14.78	79.16
抗感染	40.95	73.66	44.49	71.47	39.16	63.59
中枢神经系统	17.74	94.56	21.89	94.92	13.82	89.94
心血管系统	18.52	67.07	22.94	64.06	24.87	56.82
血液系统	7.11	95.27	8.54	94.48	未披露	未披露
原料药和中间体	13.01	26.83	11.36	26.80	10.36	28.76
核心产品合计	134.54	74.21	153.59	74.78	138.71	64.86
占比 ⁷	72.02		70.56		63.40	
过亿制剂单品或系列数量	29 个		35 个		39 个	

资料来源：根据复星医药 2018-2020 年年报整理

2020 年，该公司制药业务板块的核心产品实现销售收入 138.71 亿元，占该板块收入的 63.40%，分别同比下降 9.69%和 7.16 个百分点，主要系受新冠疫情影响，抗感染及免疫调节、中枢神经系统、代谢及消化道疾病等领域核心产品销量出现下滑所致。2020 年度销售额过亿的制剂单品或系列共 39 个，较上年同口径净增加 3 个，其中：销售额超过 10 亿元的制剂单品或系列共 2 个、销售额在 5 亿元到 10 亿元之间的制剂单品或系列共 5 个。总体看，公司产品集中度下降，产品结构优化。

近年来，该公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，目前已形成与现有产品及拟上市产品相配套的境内外营销网络和营销队伍。截至 2020 年末，公司已经形成了近 6,000 人的商业化团队，其中包括创新药商业化团队、OTC 及线上渠道零售团队、非洲及欧美专业营销团队、事业部制产品管理团队，以及临床医学、市场准入、品牌推广等支持体系。此外，公司还通过与国药控股合作，依托其成熟的分销网络和物流配送体系积极开拓国内各级市场。

研发

该公司以创新研发为核心的发展驱动因素，依托全球研发中心，通过自主研发、合作开发、许可引进及深度孵化的方式对创新研发项目进行统筹管理，从而推动创新技术和产品的开发、转化及落地。截至 2020 年末，公司拥有研发人员近 2,300 人，约占公司在职员工总数的 7%，其中约 1,200 人为硕士及以上学历。

2018-2020 年，该公司制药板块研发费用占该板块收入的比重持续增长，分别为 12.04%、14.38%和 16.77%。其中 2020 年增长主要系公司持续加大对小分子创新药、进口创新药及生物类似药等产品的研发投入及对创新孵化平台的建设投入所致。2020 年公司申请的制药板块专利共 176 项，其中包括美国专利申请 12 项、PCT 申请 16 项；获得发明专利授权 70 项。未来，伴随一

⁷ 指核心产品收入占制药业务收入的比例

致性评价及带量采购政策的持续深化，行业集中度或将进一步提升。为提高竞争实力、扩大市场份额，公司预计将进一步加大研发投入力度。

图表 10. 公司制药板块近几年技术研发情况

研发情况	单位	2018 年	2019 年	2020 年
研发投入 ⁸	亿元	22.50	31.31	36.70
研发投入占收入比例 ⁹	%	12.04	14.38	16.77
申请专利	项	99	136	176

资料来源：根据复星医药 2018-2020 年年报整理

近年来，该公司在提升自主研发能力、推进在研产品上市的同时，还通过与海外领先药企合作，引进国际先进技术，丰富高价值产品管线，从而提升自身市场拓展能力。

图表 11. 国药许可引进及对外许可项目情况（单位：万美元）

授权类型	许可标的	交易对方	权利	许可区域	首付款
许可引进	针对 COVID-19 的疫苗产品	BioNTech SE ¹⁰	开发、商业化	中国大陆及港澳台地区	100
	CXCR4 拮抗剂 Balixafortide (POL6326) 以及相关产品/组合	Polyphor	独家临床开发、商业化	中国大陆及港澳台地区	1,500
对外许可	BLC-2 选择性小分子抑制剂 FCN-338	礼来	独家研发、生产及商业化	中国以外其他区域	4,000
	注射用曲妥珠单抗 (HLX02)	Intas	独家商业化	美国、加拿大	2,700
	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液 (HLX04)	Essex	注册、生产、商业化	全球	1,000

资料来源：复星医药

生产与质量

2020 年，该公司继续加大在产能扩增、厂房搬迁、GMP 建设等方面的投入力度。当年子公司复宏汉霖徐汇基地商业化产能提升至 20,000 升，并通过欧盟 GMP 认证；松江基地一期建设完毕并已投产，规划产能达 24,000 升；二期仍处于建设阶段，预计产能达 36,000 升；子公司 Gland Pharma 新增冻干线和激素类产品线。

截至 2020 年末，该公司已拥有江苏、重庆、锦州、山东、河北、常德、新沂、长寿等 10 个国内生产基地，其所有生产线均已通过国内 GMP 认证；在海外基地方面，子公司 Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂生产企业，其生产设施已获得美国、欧盟、日本、澳大利亚等主流法规地区的 GMP 认证。

2021 年，该公司计划将投资约 25 亿元用于新增产能、提高生产效率等方面，资金主要来源于自有资金、经营活动产生的现金流及债权、股权融资所募资金等。

⁸ 仅为公司制药板块研发费用。

⁹ 该比例为公司制药板块研发费用占制药业务收入的比例。

¹⁰ BioNTech SE（简称“BioNTech”），主要从事癌症、传染病和其他严重疾病的治疗和预防性免疫疗法的研究和开发，是业内领先的 mRNA 平台型生物技术公司之一。

B. 医疗器械与医学诊断业务

2018-2020 年, 该公司医疗器械与医学诊断业务收入持续上升, 分别为 36.39 亿元、37.36 亿元和 52.17 亿元。其中 2020 年增幅显著, 主要系受疫情影响, 公司新型冠状病毒核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品销售规模增加所致。同期毛利率分别为 48.11%、52.38%和 52.60%, 盈利能力较好。

该公司医疗器械业务主要涉及医疗美容、呼吸健康及专业医疗领域。在专业医疗方面, 公司代理销售的“达芬奇”微创腔镜外科手术机器人已获得美国 FDA、国家食药监总局上市许可, 2020 年装机量 55 台。在医疗美容方面, 子公司 Sisram Medical Ltd. (简称“Sisram”) 为首个于联交所主板上市的以色列公司, 主要致力于医疗美容器械研发生产, 其产品技术和销量处于全球领先。2020 年受新冠疫情影响, Sisram 经营业绩下滑, 实现营业收入 1.62 亿美元、净利润 1,468 万美元, 分别同比下降 6.54%和 33.07%。在专业医疗方面, 子公司 Breas Medical Holdings AB (简称“Breas”) 已在全球范围推出十余款面向医疗机构和家用的呼吸机产品, 2020 年实现营业收入 0.86 亿美元、净利润 857.2 万美元。

该公司医学诊断业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断及 POCT 产品。2020 年受新冠疫情影响, 公司自主研发的新型冠状病毒 (2019-nCov) 核酸检测试剂盒 (荧光 PCR 法) 通过了国家药监局应急审批, 销售规模实现快速增长。同时公司自主研发的全自动化学发光仪器及配套试剂产品、用于抗精神类药物的血药浓度监测产品 Mycare 销售收入较上年相比也有所增长。此外, 肝癌诊断产品 Glycotest 已进入产品注册阶段, 自产结核检测产品 ELSPOT 预计将于 2021 年上市。

C. 医疗服务业务

2018-2020 年, 该公司医疗服务业务收入逐年增长, 分别为 25.63 亿元、30.40 亿元和 31.72 亿元, 同期毛利率分别为 26.34%、25.52%和 20.52%, 其中 2020 年毛利率较上年下降 5 个百分点, 主要系新冠疫情期间, 该公司旗下各家医院主动积极承担社会责任, 组建核心医疗队伍支援抗疫前线, 其中武汉济和医院还被列为当地新冠疫情集中收治医院, 加上疫情期间主动至医疗机构就诊人数下降, 且运营成本中固定成本占比较高所致。

该公司以珠三角大湾区、长三角、淮海经济区、成渝经济区为医疗服务重点区域, 形成专科和综合医院相结合的医疗服务战略布局, 公司的医疗服务机构主要包括佛山禅城医院、深圳恒生医院、宿迁钟吾医院、温州老年病医院、岳阳广济医院、安徽济民医院、武汉济和医院、珠海禅诚医院、重庆星荣医美及宿迁市康复医院等, 其中三级医院 3 家、二级医院 5 家。截至 2020 年末, 该等医疗机构核定床位合计 4,610 张, 可为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。

D. 医药分销和零售业务

该公司医药商业涵盖分销和零售。其中, 公司医药分销业务主要以参股国

药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，国药产投是国药控股的控股股东。

国药控股是我国医药商业龙头企业，经营着国内最大的药品分销网络，也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。截至 2020 年末，国药控股零售网络覆盖全国 30 余个省、直辖市和自治区，零售药房总数达 8,977 家，规模继续保持行业领先。近三年，国药控股发展迅速，业务规模快速增长，公司也能从中获得可观的收益。

图表 12. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2018 年	2019 年	2020 年
国药产投贡献的投资收益	15.20	16.22	17.80
期内公司收得现金红利	4.36	4.56	4.65
国药控股的主要财务数据			
总资产	2,357.71	2,698.88	3,112.37
股东权益	682.76	769.39	899.47
营业收入	3,445.26	4,252.73	4,564.15
营业利润	153.97	161.37	177.60
净利润	94.04	106.2	120.97
归属于母公司所有者的净利润	58.36	62.53	71.87

资料来源：复星医药 2018-2020 年年报和国药控股 2018-2020 年年报（香港会计准则）

E. 近期重大事项

子公司复宏汉霖、Gland Pharma 上市

2019 年 9 月，该公司子公司复宏汉霖于香港联合交易所有限公司主板上市（股份代码为 HK.2696），其首次公开发行境外上市外资股（H 股）累计募得约 34 亿港元。2020 年 11 月，公司子公司 Gland Pharma（股票代码为 GLAD）在孟买证券交易所及印度证券交易所上市，首次公开发行股票募集资金约人民币 57.30 亿元。复宏汉霖及 Gland Pharma 自公司分拆并独立上市，有利于其实现进一步发展，拓宽公司融资渠道，并提升公司整体价值。2020 年 3 月 30 日，公司对外公告其董事会同意并提请股东大会批准复宏汉霖于境内首次公开发行人民币普通股（A 股）并在上海证券交易所科创板上市交易。截至目前，复宏汉霖已与中金签署上市辅导协议，需持续关注复宏汉霖后续上市进展情况。

一般性授权增发

2020 年 11 月 20 日，该公司公告拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过 1.28 亿股 A 股股票，拟募集资金不超过 49.83 亿元。所得资金将用于创新药物临床、许可引进及产品上市相关准备、原料药及制剂集约化综合性基地建设及补充流动资金。该事项已获股东大会审议通过，尚需中国证监会核准。2021 年 1 月 4 日，公司公告收到中国证监会核准增发不超过 1.10 亿股境外上市外资股（H 股）的批复，每股面值人民币 1 元，全部为普通股。预计增发完成及募投项目的实施将有助于公司推进新药研发、产能整合、效率提升，实现制药工业高质高效的发展，从而进一步提升公司的盈利能力。此外，公司资金实力

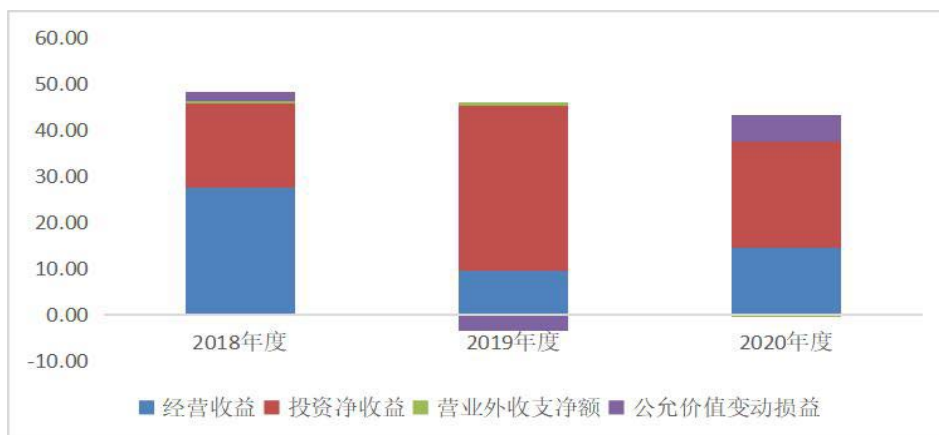
将大幅提升，财务状况得到进一步优化，抗风险能力将显著增强。

复健一期基金设立

2020年5月18日，该公司与母公司复星高科及其他投资人共同出资设立苏州基金及天津基金，并将其共同组成为复健一期基金。苏州基金和天津基金计划募集资金为10亿元和5亿元，期限为7+1+1年，且为平行基金，在同时满足各自决策机制约定的条件下共同实施对外投资。基金旨在与地方政府合作，加快创新医药产业化落地及上市产品的引进。截至2020年12月30日，天津基金已完成募集，其中公司控股子公司宁波复瀛、天津星耀及天津星海分别出资8,000万元、1,000万元及500万元，宁波复瀛、天津星海及其他投资人为LP，天津星耀为GP；苏州基金认缴金额为9.26亿元，其中宁波复瀛和苏州星晨分别出资1.92亿元和1,000万元，宁波复瀛及其他投资人为LP，苏州星晨为GP。2021年2月9日，苏州基金首轮募集及第二轮募集的投资人均已完成各自认缴出资的首期实缴出资。其中苏州星辰、宁波复瀛及复星高科技分别实缴出资金额0.05亿元、0.96亿元及0.64亿元。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据复星医药所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。近年来，公司营业收入保持增长，毛利率总体维持在较高水平。同时，投资收益中股权持有收益部分较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。

图表 14. 公司经营收益结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计（亿元）	249.18	285.85	303.07
综合毛利率（%）	58.40	59.62	55.68
毛利（亿元）	145.53	170.42	168.76
期间费用（亿元）	129.31	153.44	149.45
其中：销售费用（亿元）	84.88	98.47	84.64
管理费用（亿元）	22.39	25.91	29.62

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度
财务费用（亿元）	7.24	8.65	7.24
研发费用（亿元）	14.80	20.41	27.95
期间费用率（%）	51.89	53.68	49.31
资产及信用减值损失（亿元）	1.24	4.87	2.53
经营收益（亿元）	27.49	9.50	14.59
全年利息支出总额（亿元）	9.38	10.94	8.97
其中：资本化利息数额（亿元）	0.08	0.20	0.17

资料来源：复星医药

注 1：经营收益=营业利润-其他经营收益（其他收益、投资收益、资产处置收益）

从费用支出看，2018-2020 年该公司期间费用率分别为 51.89%、53.68%和 49.31%，比率较高。从期间费用构成来看，销售费用占比最大。2020 年销售费用占比下降了 7.54 个百分点，主要系公司加强费用管控力度，部分差旅会议转为线上活动，加之部分产品中标集采，导致当年销售费用有所下降。公司管理费用主要包括人力成本、折旧与摊销、办公费用等。2020 年公司研发费同比增长 36.94%，主要系公司加大对生物药、小分子创新药和进口创新药的研发投入，以及对创新孵化平台的建设投入所致。公司财务费用占比较小，主要为利息支出。总体而言，公司期间费用较高，对毛利造成一定吞噬，但受益于毛利率处于较高水平，公司主业盈利能力仍较强。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度
投资净收益合计	18.15	35.65	22.84
股权持有收益合计	13.53	14.55	15.35
其中：权益法核算的长期股权投资产生的收益	13.49	14.31	15.80
其中：对国药产投的投资产生的收益	15.20	16.22	17.80
股权处置收益合计	4.62	21.10	6.76
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	3.51	17.41	2.20
处置子公司	0.44	-0.06	0.08
处置可供出售金融资产取得的投资收益	-	0	0
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	0.35	0.11	0.13
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	0.32	3.64	4.35
其他收益及营业外收入	3.60	3.90	4.16
其中：政府补助	2.76	3.13	3.94
公允价值变动损益	2.04	-3.53	5.79

资料来源：复星医药

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。近三年公司分别实现投资收益 18.15 亿元、35.65 亿元和 22.84 亿元。其中 2020 年投资收益同比下降 35.93%，主要系公司于 2019 年转让所持 Health Harmony Holdings L.P.（简称“HHH”）¹¹部分股权取得的投资收益较大所致。2018-2020 年公司持有国

¹¹ 设立于开曼群岛，主要资产为和睦家医院。

药产投股权的收益分别为 15.20 亿元、16.22 亿元和 17.80 亿元，占投资收益总额比重分别为 83.75%、45.50%和 77.93%，投资收益可持续性强。同期公司分别实现净利润 30.20 亿元、37.44 亿元和 39.40 亿元，整体盈利情况良好。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续以促进人类健康为使命，秉承“持续创新、乐享健康”的经营理念，以广阔的中国医药市场、欧美主流市场和全球新兴市场仿制药的快速增长为契机，坚持“4IN”（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization）战略，秉承“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，围绕未被满足的医疗需求，不断提升产品力、品牌力，持续提高创新能力、整合能力以及国际化能力，高效运营，以确保本公司的业绩长期增长。公司以创新研发为核心驱动因素，专注投入在疗效确切、符合现代医学发展导向的领域，坚持提升早期研发和后期产业化开发能力。同时，公司持续强化营销体系的建设与整合，营销模式向专业化、品牌化、数字化方向转型，以实现营销的可持续发展。此外，公司各业务板块均积极整合外部优质资源，丰富产品线、拓展市场空间，并通过对被并购企业的深度整合降低成本、提高效率、产生协同效应，在巩固原有的经营优势的同时，加快公司营业规模的扩大和市场竞争力的提升。

管理

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

(1) 产权关系

该公司由复星高科控股。复星高科是一家由自然人郭广昌先生实际控制的控股集团，旗下产业涉及医药、消费、房地产和矿业等领域，其中医药是其核心业务之一。截至 2020 年末，复星高科持有公司 38.62%的股权。公司实际控制人为自然人郭广昌先生。公司产权状况详见附录一。

近年来，该公司高管人事变动频繁。2020 年 1 月，梁剑峰辞去非执行董事职务，王灿辞去非执行董事、董事会审计委员会委员职务；4 月戴昆辞去副总裁职务；5 月 Hequn Yin 辞去高级副总裁职务，李建青辞去副总裁职务；6 月沐海宁辞去非执行董事及董事会审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会委员职务；10 月彭奕然辞去副总裁职务；12 月李鑫磊辞去副总裁职务。2021 年 3 月，陈战宇辞去副总裁职务。离职原因涉及个人原因、家庭原因、

工作变动等。其余人事调整：由吴以芳担任公司执行董事、董事长及首席执行官，陈启宇由执行董事董事长调整为非执行董事，姚方由执行董事、联席董事长调整为非执行董事，李东久担任高级副总裁，Lihui Zou 担任副总裁。新世纪将持续关注高管变动对公司经营影响及公司后续的人事情况。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要涉及商品和劳务交易、股权转让、资产租赁、物业服务、关联方担保等。2020 年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务的金额为 40.32 亿元，占当年度营业收入比例为 13.30%。其中，公司以市场价向国药控股销售医疗产品、原料及试剂 29.81 亿元。同期，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为 7.13 亿元，占当年度营业成本的比例为 5.31%。

截至 2020 年末，该公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）¹²存款余额为 4.48 亿元，应收利息为 32.33 万元，取得复星财务公司短期贷款 0.30 亿元，长期贷款 0.29 亿元，应付利息 8.45 万元。同期末，公司对关联方的应收款项¹³余额为 10.04 亿元，其中应收国药控股款项余额为 7.42 亿元，对关联方的应付款项¹⁴余额为 4.08 亿元。

图表 16. 公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2018 年	2019 年	2020 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	280,276.61	395,716.16	403,245.07
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	232,813.15	313,423.74	298,059.26
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	11.25%	13.84%	13.31%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	31,551.89	40,475.95	71,289.89
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	19,447.93	26,322.41	30,421.344
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	3.04%	3.51%	2.26%

资料来源：根据复星医药 2018-2020 年年度报告整理

(3) 不良行为记录

根据公开市场信息、该公司 2018-2020 年审计报告、公司 2021 年 4 月 21 日提供的《企业信用报告》、复星高科 2020 年 10 月 16 日提供的《企业信用报告》以及核心子公司¹⁵提供的《企业信用报告》，公司控股股东、母公司及下属重要子公司无重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、

¹² 复星财务公司为复星高科的控股子公司，主营复星高科成员单位的存贷款、财务、融资咨询等。复星财务公司原注册资本为 3.00 亿元，公司出资 2700 万元。2015 年，复星财务公司注册资金从 3 亿元增加至 15 亿元，其中公司认缴的注册资本为 2.73 亿元，增资完成后公司持有复星财务公司股权比例由 9% 上升至 20%。

¹³ 包括应收关联方的应收账款、应收票据、其他应收款、应收股利及预付账款等应收款项。

¹⁴ 包括应付关联方的应付账款、其他应付款、合同负债、租赁负债等应付款项。

¹⁵ 指重庆药友、江苏万邦、锦州奥鸿和 Gland Pharma，其中 Gland Pharma 无征信报告。

安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 17. 公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	重要子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021/4/21	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/4/8	无	无	无	无
诉讼	公司提供	2021/4/21	无	无	无	无
工商	公司提供	2021/4/21	无	无	无	无
质量	公司提供	2021/4/21	无	无	无	无
安全	公司提供	2021/4/21	无	无	无	无

资料来源：根据复星医药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司通过控制债务规模和综合融资成本，维持合理的财务杠杆水平，随着长期债券到期，公司短期偿债压力有所加大。但公司经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，融资渠道畅通，能对债务偿付提供良好保障。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制。

图表 18. 2020 年度公司合并报表范围主要变化（单位：亿元）

控股子公司名称	标的	取得对价	并购日
上海星耀医学科技发展有限公司（“星耀医学”）	星耀医学的 50% 股权 ¹⁶	0.11	2020 年 3 月 19 日
重庆星荣整形外科医院有限责任公司（“重庆星荣”）	重庆星荣的 100% 股权	0.68	2020 年 2 月 24 日
宁波复赢投资有限公司（“宁波复赢”）	宁波复赢的 100% 股权	0.30	2020 年 4 月 8 日
苏州星晨创业投资合伙企业（有限合伙）（“苏州星晨”）	苏州星晨的 45% 股权	0.05	2020 年 4 月 8 日
星耀（天津）投资管理合伙企业（有限合伙）（“星耀天津”）	星耀天津的 45% 股权	0.05	2020 年 4 月 15 日
复星艾迪（苏州）医药科技有限公司（原名为希米科（苏州）医药科技有限公司）（“复星艾迪”）	复星艾迪的 51% 股权 ¹⁷	0.05	2020 年 5 月 9 日

¹⁶ 截至 2020 年末，复星医药累计持有星耀医学 100% 股权；

¹⁷ 截至 2020 年末，复星医药累计持有复星艾迪 100% 股权。

深圳复星健康信息科技有限公司（“深圳复星”）	深圳复星 44.10%股权 ¹⁸	0.76	2020 年 5 月 28 日
吉斯美（武汉）制药有限公司（原名为费森尤斯卡比（武汉）医药有限公司）（“吉斯美”）	吉斯美的 100%股权	1.20	2020 年 11 月 20 日
原控股子公司名称	标的	处置对价	处置日
淮安兴淮国际医院有限公司（“兴淮国际”）	兴淮国际的 60%股权 ¹⁹	1.73	2020 年 11 月 10 日
广州心耀投资管理有限公司（“广州心耀”）	广州心耀的 100%股权	注销	2020 年 7 月 20 日
上海汉颖生物技术有限公司（“上海汉颖”）	上海汉颖的 100%股权	注销	2020 年 6 月 24 日
佛山市禅怡健康管理有限公司（“禅怡健康”）	禅怡健康的 100%股权	注销	2020 年 2 月 29 日

资料来源：复星医药

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）



资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

2018-2020 年末，该公司所有者权益持续增长，分别为 335.93 亿元、392.04 亿元和 459.84 亿元。其中 2020 年末较上年末增长 17.29%，主要系公司自身经营积累、出售 Gland Pharma 0.19 亿股存量股及增加 Gland Pharma 少数股东股份赎回期权公允价值使得资本公积增加所致。得益于此，2020 年末资产负债率为 45.05%，较上年末下降 2.45 个百分点。同期末权益资本与刚性债务的比率为 121.97%，权益资本对刚性负债的覆盖程度较高。2020 年末公司其他综合收益余额为 -9.34 亿元，较上年末下降 99.49%，主要系受汇率波动影

¹⁸ 截至 2020 年末，复星医药累计持有深圳复星 63.50% 股权。

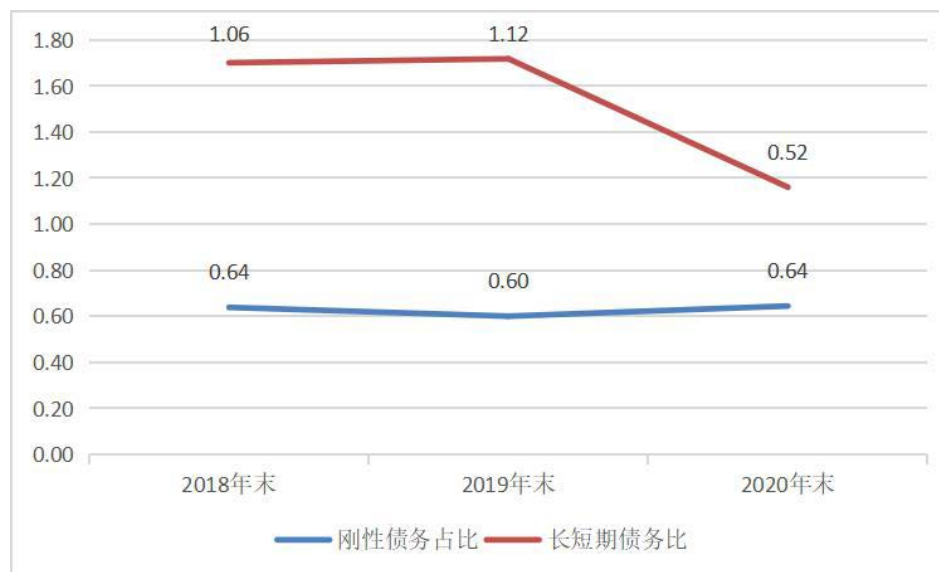
¹⁹ 截至 2020 年末，复星医疗不再持有兴淮国际股权。

响公司外币财务报表折算差额显著扩大所致。

2018-2020 年，该公司向股东分别派发现金股利 11.02 亿元、10.00 亿元和 8.19 亿元。2020 年末，公司未分配利润为 175.05 亿元，占权益资本总额的 38.07%，规模较大、占比较高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务（单位：%）



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末
刚性债务（亿元）	235.92	221.52	242.88
应付账款（亿元）	21.84	21.53	29.42
其他应付款（亿元）	32.37	39.06	41.16
递延所得税负债（亿元）	29.08	29.94	28.53
刚性债务占比（%）	63.83	60.01	64.42
应付账款占比（%）	5.91	5.83	7.80
其他应付款占比（%）	8.76	10.58	10.46
递延所得税负债（%）	7.87	8.11	7.03

资料来源：根据复星医药所提供数据绘制

近三年末，该公司负债期限结构总体趋于短期化，长短期债务比分别为 106.21%、111.75%和 51.58%。其中 2020 年末比率大幅下降主要系：①较多应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债。②Gland Pharma 上市，公司终止确认授予其非控股股东的股份赎回期权使得所对应 25.56 亿元负债转入权益所致。

除刚性债务外，该公司负债主要集中于其他应付款、应付账款、递延所得税负债和合同负债。2020 年末公司其他应付款余额为 41.16 亿元，主要由应付未付费用、保证金、与其他单位往来款和未付工程款等构成。其中应付未付费用为 27.73 亿元，主要为销售费用及员工报销款等。公司应付账款余

额为 29.42 亿元，较上年末增加 36.65%，主要系受业务规模扩大公司采购增加所致。公司递延所得税负债主要为公司对联营、合营企业投资等产生的应纳未纳税额。当年末合同负债余额为 10.20 亿元，较上年末增加 102.38%，主要系公司向客户收取预收款项增加所致。此外，公司其他非流动负债为 0.55 亿元，较上年末减少 77.91%，主要系公司授予子公司 Sisram 附属公司非控股股东的股份赎回期权行权所致。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	107.62	108.73	91.65	151.85
其中：短期借款	97.15	56.07	63.58	79.16
一年内到期的非流动负债	7.63	49.30	25.62	69.22
应付票据	1.30	1.49	2.45	3.47
其他短期刚性债务	1.54	1.87	-	-
中长期刚性债务合计	98.47	127.19	129.87	91.03
其中：长期借款	55.80	86.31	72.93	71.46
应付债券	42.35	40.39	52.84	13.30
其他中长期刚性债务	0.33	0.49	4.10	6.27
刚性债务合计	206.09	235.92	221.52	242.88
综合融资成本	3.57	4.24	4.78	2.95
汇兑损失（负数为收益）	0.30	-0.96	-0.41	0.25

资料来源：复星医药，综合融资成本=当年利息支出总额/（期初刚性债务总额+期末刚性债务总额）

2018-2020 年末，该公司刚性债务余额分别为 235.92 亿元、221.52 亿元和 242.88 亿元。同年末，短期刚性债务余额为 108.73 亿元、91.65 亿元和 151.85 亿元，分别占总刚性债务的比例为 46.09%、41.37%和 62.52%，2020 年末占比上升主要系公司较多应付债券即将到期转入一年内到期的长期借款所致。2020 年末，公司信用借款占银行借款总额的 93.31%。从借款结构看，公司银行借款以人民币借款、美元借款和欧元借款为主。由于外债外用，近年来公司的汇兑损益金额不大，需关注公司后续汇兑损益变化情况。

图表 22. 2020 年末公司长短期借款情况（单位：亿元）

种类	信用借款	其他借款	合计
短期借款	77.27	1.89	79.16
一年内到期的长期借款	11.94	1.06	13.01
长期借款	63.47	7.99	71.46
合计	152.68	10.95	163.63

资料来源：复星医药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期（天）	156.63	165.29	177.48
营业收入现金率（%）	109.01	105.08	105.46
业务现金收支净额（亿元）	103.96	120.27	101.62
其他因素现金收支净额（亿元）	-74.46	-88.05	-75.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	29.50	32.22	25.80
EBITDA（亿元）	58.56	71.21	72.87
EBITDA/刚性债务（倍）	0.26	0.31	0.31
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.25	6.51	8.12

资料来源：复星医药

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。2018-2020 年，公司营业收入现金率分别为 109.01%、105.08%和 105.46%，同期公司经营性现金净流量分别为 29.50 亿元、32.22 亿元和 25.80 亿元。2020 年经营活动产生的现金流量净额较上年相比有所减少，主要系公司向 BioNTech 支付了 1.25 亿欧元 mRNA 新冠疫苗授权首付款，使得当年现金净流入量放缓所致。利润总额是带动公司 EBITDA 增长的主要因素，近三年 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度均较好。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
回收投资与投资支付净流入额	-87.98	-15.13	35.79	8.27
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-20.70	-31.46	-39.28	-44.28
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.64	-5.87	1.77	-11.05
投资环节产生的现金流量净额	-105.04	-52.45	-1.72	-47.06

资料来源：复星医药

为实现战略目标，近年来该公司在固定资产及股权收购等方面的投资力度较大。2018-2020 年投资环节产生的现金流量净额分别为-52.45 亿元、-1.72 亿元和-47.06 亿元。其中，2019 年净流出量大幅收窄，主要系公司出售 HHH 股权收回现金，以及对外投资支付的现金同比减少所致。2020 年净流出加快主要系公司以约 0.50 亿美元认购 BioNTech 股票及加大固定资产投资力度所致。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
吸收投资收到的现金	48.51	31.90	12.48
取得借款及发行债券收到的现金	123.86	115.01	179.61
偿还债务支付的现金	99.95	139.42	157.08
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19.81	21.18	21.93
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-21.24	-5.68	1.58
筹资环节产生的现金流量净额	31.38	-19.36	14.67

资料来源：复星医药

该公司融资渠道较多且较畅通，2018-2020 年公司筹资活动现金流净额分别为 31.38 亿元、-19.36 亿元和 14.67 亿元。其中，2019 年公司筹资环节现金流转为净流出主要系出售 HHH（主要资产为和睦家医院）股权收回的现金用于偿还带息债务所致。2020 年公司筹资活动现金流为净流入状态，主要系子公司 Gland Pharma 上市募集资金，公司出售持有 Gland Pharma 存量股收回资金 24.31 亿元及主动扩大融资规模所致，此交易导致公司在 Gland Pharma 的股东权益份额发生变化，当年资本公积增加 21.94 亿元、少数股东权益增加 13.33 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	150.56	180.02	204.03	250.85
	24.30	25.52	26.80	29.97
其中：现金类资产（亿元）	78.27	92.59	97.73	102.04
应收账款（亿元）	32.48	36.24	43.68	45.65
存货（亿元）	27.51	32.87	39.41	51.63
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	469.15	525.50	557.16	586.01
	75.70	74.48	73.20	70.03
其中：固定资产（亿元）	65.56	70.83	74.10	81.36
长期股权投资（亿元）	184.51	214.28	209.30	223.09
无形资产（亿元）	72.48	71.51	79.16	86.70
商誉（亿元）	84.64	88.54	90.14	86.77
期末全部受限资产账面金额（亿元）	7.48	7.79	11.50	17.20
受限资产账面余额/总资产（%）	1.21	1.10	1.51	2.06
境外资产（亿元）	167.06	186.81	192.22	211.85
境外资产/总资产（%）	26.96	26.48	25.25	25.31

资料来源：复星医药

2018-2020 年末，该公司资产总额持续增长，分别为 705.51 亿元、761.20 亿元和 836.86 亿元。公司流动资产规模较小，近三年末流动资产占总资产比重始终在 30% 以下。

从流动资产构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产构成，2020 年末余额分别占总资产的 11.90%、5.45%、6.17%和 2.35%。当年末，公司应收账款余额约为 45.65 亿元，与上年末基本持平，账龄绝大部分在一年以内，坏账风险较小。存货主要由原材料、产成品、库存商品和在产品构成，2020 年末余额为 51.63 亿元，较上年末增加 31.01%，主要系新产品上市以及抗疫类产品增加所致。存货中原材料和产成品账面价值分别为 19.17 亿元和 14.53 亿元，国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险，2020 年计提存货减值 0.68 亿元，期末存货减值准备余额为 1.26 亿元。2020 年末交易性金融资产余额为 19.70 亿元，较上年末增加 331.07%，主要系 BioNTech 股票价格上涨及公司持有的其他金融资产上市²⁰所致。此外，2020 年末预付款项余额为 14.95 亿元，较上年末大幅增长 259.30%，主要系公司支付 1.25 亿欧元 mRNA 新冠疫苗首付款所致。2020 年末货币资金余额为 99.62 亿元（其中受限部分金额为 9.93 亿元），货币资金较为充裕，可为公司即期债务偿还提供一定支撑。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉和在建工程构成，2020 年末余额分别占总资产的 26.66%、9.72%、10.36%和 10.37%。长期股权投资是公司规模最大的资产类别，近三年末余额分别为 214.28 亿元、209.30 亿元和 223.09 亿元。2020 年末，公司长期股权投资中国药产投和天津药业集团有限公司的股权投资余额分别为 141.21 亿元和 11.33 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 68.38%。公司主要参股企业大多具有一定的竞争力和盈利能力，公司长期股权投资总体质量较好。公司固定资产主要由机器设备、房屋及建筑物构成，2020 年末成新率为 55.47%。无形资产主要为土地使用权、专利权及专有技术、软件使用权和销售网络等。公司商誉由并购事项形成，主要为并购 Gland Pharma、锦州奥鸿、Sisram、恒生医院和苏州二叶等形成，2020 年末对应商誉余额分别为 37.19 亿元、9.46 亿元、7.25 亿元、6.37 亿元和 5.03 亿元。截至 2020 年末，商誉减值累计计提 3.58 亿元。2020 年末公司在建工程为 41.22 亿元，较上年末增加 30.86%，主要系生物医药产业园基地工程及厂房项目投入增加所致。2020 年末公司在建工程转固定资产金额为 11.10 亿元，主要系办公及经营型楼宇、新建及扩建厂房、生产设备及其他更新改造完成转入，分别为 5.48 亿元、3.11 亿元、1.38 亿元及 1.02 亿元。

受限资产和境外资产方面，2020 年末该公司受限资产较上年末增加 49.57%。受限资产规模相对较小，且以货币资金为主，对后续债务融资影响较小。近年来，随着主营业务的海外扩展，境外资产规模迅速增长。目前公司境外资产主要包括美国创新研发及商业化平台 Fosun Pharma USA、印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业

²⁰ 其他金融资产上市主要系上市公司先声药业和 ONCR 等。先声药业于 2020 年 10 月 27 日在联交所上市，公司持股数量 43,600,629 股，持股比例为 2.64%，2021 年 4 月 21 日，市值为 3.56 亿港元。ONCR 于 2020 年 10 月 2 日于美国纳斯达克证券交易所上市，公司持股数量 962,321 股，持股比例为 4.41%，2021 年 4 月 21 日，市值为 0.13 亿美元。

Sisram、主要面向非洲市场的药品分销公司 Tridem Pharma 以及瑞典呼吸器械企业 Breas。2020 年末，公司境外资产规模占总资产规模的 25.31%。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	100.44	117.03	100.85
速动比率 (%)	79.46	92.05	74.09
现金比率 (%)	55.10	58.68	48.95

资料来源：复星医药

近年来，该公司流动性紧张，主要由于公司较多长期债务即将到期转至一年内到期非流动负债科目，及公司主动扩大短期债务融资规模以满足偿还到期债务及固定资产投资需求，同时随着业务规模扩大，公司应付供应商款项及预收客户的款项均有所增长，2020 年末公司资产流动性指标有所弱化。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司建立良好的资金管理制度，通过资金池方式归集控股公司闲置资金，提升存量资金使用效率，同时防范存款管理过程中可能出现的非规范性业务风险；根据集团整体发展战略和经营计划，及时编制资金预算和实施严格的计划管理。

2018-2020 年末，该公司母公司口径总资产为 317.83 亿元、382.46 亿元、405.33 亿元和 427.23 亿元。资产主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2020 年末货币资金余额为 3.45 亿元，占合并口径的 3.46%。其他应收款余额为 46.07 亿元，主要为对外暂付款和押金及保证金等。一年内到期的非流动资产余额为 16.87 亿元，为发放给子公司的委托贷款。长期股权投资余额为 284.06 亿元，主要为对子公司（含联营及合营子公司）的投资。其他非流动资产余额为 67.23 亿元，全部为公司发放给子公司的借款，借款利率为 4%-6%。

图表 28. 母公司主要资产（单位：亿元）

	2018 年末	2019 年末	2020 年末
货币资金	8.50	9.05	3.45
其他应收款	69.15	42.56	46.07
一年内到期的非流动资产	16.25	31.18	16.87
长期股权投资	229.99	263.57	284.06
其他非流动资产	54.65	52.96	67.23
总资产	382.46	405.33	427.23

资料来源：复星医药

2018-2020 年末，该公司母公司口径总负债分别为 135.17 亿元、145.77 亿元和 158.26 亿元，其中以刚性债务为主，同期末占比分别为 80.15%、72.52% 和 70.51%。公司母公司口径盈利来源几乎全部来自投资收益，2018-2020 年，

公司母公司口径实现投资收益分别为 22.30 亿元、23.58 亿元和 19.45 亿元，同期净利润分别为 20.39 亿元、20.63 亿元和 15.34 亿元。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星高科资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至 2020 年末，复星高科经审计的合并口径资产总额为 3,743.99 亿元，归属于母公司所有者权益 773.43 亿元，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

2. 金融机构支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2020 年末，公司共计获得主要合作银行的授信额度约人民币 483.74 亿元，其中已使用授信额度约人民币 163.37 亿元。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	483.74	163.37	3320.37	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	40.00	19.54	20.46	2.00%~3.20%
工农中建交五大商业银行（亿元）	66.31	23.96	42.35	1.65%~3.52%
其中：大型国有金融机构占比（%）	21.98%			

资料来源：复星医药（截至 2020 年末）

跟踪评级结论

该公司系由复星高科控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

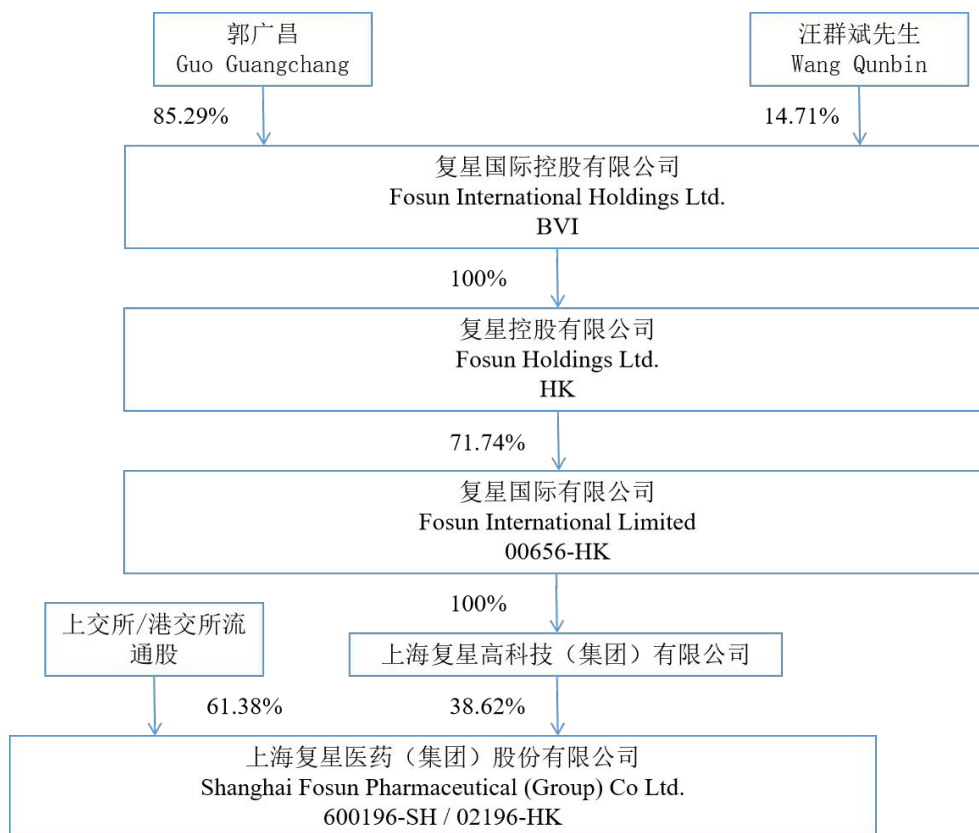
通过“创新转型、整合运营、稳健增长”的发展模式，该公司实现了快速发展；公司现已形成了以制药业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务整合发展的产业格局。公司制药业务的产品在代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、中枢神经系统、心血管系统以及血液系统等领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市

场的龙头企业，市场优势地位明显，能与制药业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。跟踪期间，公司收入规模持续增长，期间费用虽对利润造成一定吞噬，但公司毛利率高且投资收益规模突出，整体盈利能力较强。

该公司所处行业发展前景良好，核心产品具有竞争力，研发实力相对较强，具有流通渠道优势，能为公司业务发展提供良好的保障。公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。公司通过控制债务规模和综合融资成本，维持合理的财务杠杆水平，随着长期债券到期，公司短期偿债压力有所加大。但公司经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，融资渠道畅通，能对债务偿付提供良好保障。

附录一：

公司与实际控制人关系图

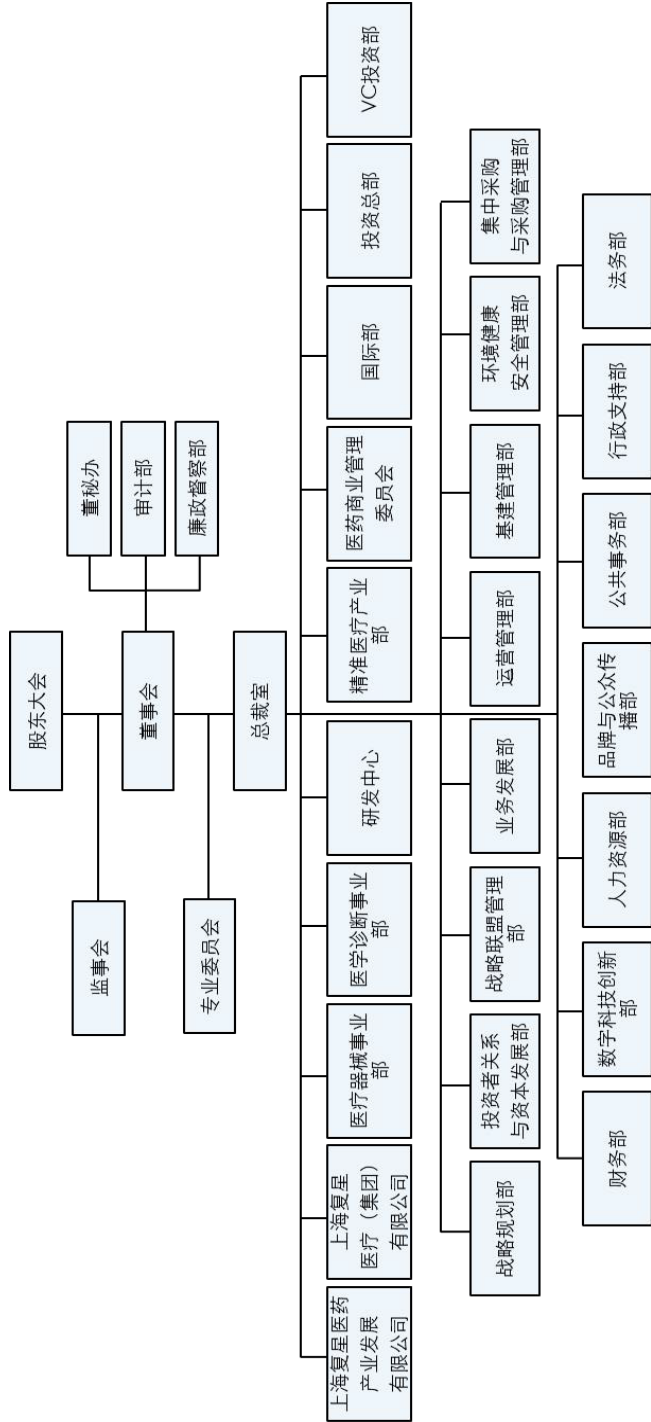


注：上海复星高科技（集团）有限公司持有的 38.62%，包含复星高科技直接持有的占复星医药总股本的约 36.60% 的 A 股股份及通过香港中央结算（代理人）有限公司持有的占复星医药总股本的约 2.02% 的 H 股股份。

资料来源：复星医药（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至 2020 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金流量净流入量	
上海复星医药 (集团) 股份有限公司	复星医药	本级	—	—	111.60	268.97	0.41	15.34	-0.38	-
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	重要子公司	61.04	制药	-	-	54.26	8.09	-	-
江苏万邦生化医药集团有限责任公司	江苏万邦	重要子公司	100.00	制药	-	-	68.75	8.94	-	-
锦州奥鸿药业有限责任公司	锦州奥鸿	主要子公司	100.00	制药	-	-	12.68	1.59	-	-
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	重要子公司	58.36	制药	-	-	30.26	7.19	-	-
上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	复宏汉霖	主要子公司	55.01	制药	18.34	31.99	5.88	-9.94	-	联交所上市 股份 代号: 2696.HK
Sisram Medical Ltd	Sisram	主要子公司	74.76	医疗器械	-	21.66	11.19	1.01	-	联交所上市 股份 代号: 1696.HK
佛山市禅城区中心医院有限公司	禅城医院	主要子公司	87.41	医疗服务	-	-	16.49	1.36	-	-
国药产业投资有限公司	国药产投	重要参股公司	49.00	医药流通	-	899.47	4,564.15	120.97	-	-

注：根据复星医药 2020 年度审计报告附注整理, 子公司刚性债务余额、经营环节现金流量、EBITDA 及部分所有者权益未披露。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 [亿元]	705.51	761.20	836.86
货币资金 [亿元]	85.47	95.33	99.62
刚性债务[亿元]	235.92	221.52	242.88
所有者权益 [亿元]	335.93	392.04	459.84
营业收入[亿元]	249.18	285.85	303.07
净利润 [亿元]	30.20	37.44	39.40
EBITDA[亿元]	58.56	71.21	72.87
经营性现金净流入量[亿元]	29.50	32.22	25.80
投资性现金净流入量[亿元]	-52.45	-1.72	-47.06
资产负债率[%]	52.39	48.50	45.05
权益资本与刚性债务比率[%]	142.39	176.98	189.33
流动比率[%]	100.44	117.03	100.85
现金比率[%]	55.10	58.68	48.95
利息保障倍数[倍]	4.81	5.12	6.19
营业周期[天]	156.63	165.29	177.48
毛利率[%]	58.40	59.62	55.68
营业利润率[%]	14.19	15.72	15.58
总资产报酬率[%]	6.81	7.64	6.96
净资产收益率[%]	9.54	10.28	9.25
净资产收益率*[%]	10.16	11.10	10.63
营业收入现金率[%]	109.01	105.08	105.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.09	18.23	12.20
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.63	8.26	-5.70
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	6.51	8.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.31	0.31

注：表中数据依据复星医药经审计的 2018~2020 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

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

担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%

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

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

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

净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

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

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

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

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

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注 1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注 2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注 3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

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、CCC 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		1
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

附录七：
发行人历史评级情况

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	历史首次评级	2010年9月3日	AA/稳定	陈鸿亮、刘婷婷	-	报告链接
	评级结果变化	2011年10月26日	AA+/稳定	陈鸿亮、熊桦	-	报告链接
		2015年11月18日	AAA/稳定	蒋卫、郭洁琼	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年1月20日	AAA/稳定	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年5月24日	AAA/稳定	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	-
债项评级 (17 复药 01)	历史首次评级	2017年2月15日	AAA	蒋卫、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年4月29日	AAA	王云霄、韩浩	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年5月24日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	-
债项评级 (18 复药 01)	历史首次评级	2018年8月3日	AAA	黄蔚飞、王云霄	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年4月29日	AAA	王云霄、韩浩	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年5月24日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	-

债项评级 (18 复药 02)	历史首次评级	2018 年 11 月 23 日	AAA	黄蔚飞、王云霄	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 通用版评级模型 (参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 4 月 29 日	AAA	王云霄、韩浩	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 5 月 24 日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	-
债项评级 (18 复药 03)	历史首次评级	2018 年 11 月 23 日	AAA	黄蔚飞、王云霄	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 通用版评级模型 (参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 4 月 29 日	AAA	王云霄、韩浩	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 5 月 24 日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	-
债项评级 (21 复药 01)	历史首次评级	2021 年 1 月 20 日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 5 月 24 日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (医药制造)MX-GS002(2019.8)	-

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。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。