

信用等级公告

联合〔2020〕1468号

联合资信评估有限公司通过对天士力医药集团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，确定维持天士力医药集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“18天士力医MTN001”和“18天士力医MTN002”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



天士力医药集团股份有限公司跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天士力医药集团股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 天士力医药 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 天士力医药 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

评级观点:

天士力医药集团股份有限公司(以下简称“公司”)主要从事医药产品的研发、生产及销售,业务涵盖中成药、化学原料药、化学制剂和生物药等,是中药现代化的领军企业。跟踪期内,公司经营状况良好,收入稳健增长,债务负担有所减轻,核心产品市场竞争力保持良好水平,多个独家品种纳入《2019 版医保目录》,多款化学药品通过仿制药的一致性评价。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等政策使得公司现代中药业务面临一定压力、应收账款规模大等因素对公司信用水平带来不利的影响。

2019 年底,公司发布公告,拟将公司持有的天津天士力医药营销集团股份有限公司(以下简称“天士营销”)的股权出售给重庆医药(集团)股份有限公司(以下简称“重庆医药”),目前正在有序推动中,若交易完成,将对公司财务状况产生重大影响。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,“18 天士力医药 MTN001”和“18 天士力医药 MTN002”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 天士力医药 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/05/03
18 天士力医药 MTN002	2 亿元	2 亿元	2020/12/12

评级时间:2020 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
医药制造企业信用评级方法	V3.0.201907
医药制造企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa+	评级结果	AA+	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
			偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

优势

1. 公司形成了较为完整的中药产业链。公司对中药材资源掌控能力较强,有助于从源头控制药品质量;自主研发能力处于国内中成药行业领先水平。
2. 公司品牌优势显著。跟踪期内,主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。
3. 跟踪期内,公司多款独家产品进入新版国家医保目录;仿制药一致性评价进展顺利。截至 2019 年底,公司及控股子公司共有 197 个产品(260 个批号)进入《2019 版医保目录》,包含独家品种复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等 12 个品种;2019 年以来,替莫唑胺胶囊(蒂清)、右佐匹克隆片(文飞)、吡达帕胺片及盐酸茶海素片先后通过仿制药一致性评价。

分析师：孔祥一 闫力

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

4. 跟踪期内，公司有息债务规模回落，杠杆水平有所下降。

5. 公司现金类资产对存续期内债券的保障能力较强。

关注

1. 随着医药体制改革深入开展，医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等政策逐步落实，医药行业整体增速放缓。2019年公司医药板块收入规模有所下降，现代中药业务同比下滑18.85%。
2. 应收账款规模大，对资金形成占用。随着“两票制”的推行、公司销售终端规模扩大、销售政策调整及医药商业业务发展较快，综合导致应收账款维持较大规模。
3. 转让天士营销股权事项有序推进，若交易完成，将对公司财务状况产生重大影响。公司拟转让其直接及间接持有天士营销的87.47%的股权，截至2019年底，天士营销资产及净资产占公司合并口径的比例分别为38.20%和13.83%；2019年天士营销的收入及净利润占公司合并口径净利润的比例分别为70.71%和31.75%。该事项尚需进一步协商沟通，存在一定不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	43.30	56.93	42.21	47.44
资产总额(亿元)	215.32	251.72	240.12	243.83
所有者权益(亿元)	89.74	112.08	118.62	121.38
短期债务(亿元)	81.14	52.70	58.60	56.98
长期债务(亿元)	8.93	51.56	32.32	33.37
全部债务(亿元)	90.06	104.26	90.92	90.35
营业收入(亿元)	160.94	179.90	189.98	39.53
利润总额(亿元)	17.36	19.56	13.31	3.60
EBITDA(亿元)	24.32	28.35	22.06	--
经营性净现金流(亿元)	-8.23	14.94	16.80	0.33
营业利润率(%)	35.12	35.20	30.56	29.98
净资产收益率(%)	15.62	14.20	8.46	--
资产负债率(%)	58.32	55.47	50.60	50.22
全部债务资本化比率(%)	50.09	48.19	43.39	42.67
流动比率(%)	132.71	209.25	191.08	198.56
经营现金流动负债比(%)	-7.25	17.54	19.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	3.68	4.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.62	5.76	4.12	--

公司本部(母公司)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	136.15	137.32	132.26	133.38
所有者权益(亿元)	77.73	85.76	90.83	92.57
全部债务(亿元)	49.87	42.91	33.90	32.45
营业收入(亿元)	49.67	49.39	41.90	9.39
利润总额(亿元)	12.75	15.10	10.60	2.05
资产负债率(%)	42.91	37.55	31.33	30.60
全部债务资本化比率(%)	39.08	33.35	27.18	25.96
流动比率(%)	149.69	267.29	244.48	265.58
经营现金流动负债比(%)	-1.12	86.41	60.57	--

注: 1.2020年1-3月财务数据未经审计; 2.2017—2020年一季度的现金类资产已扣除使用受限部分; 3.短期债务含其他流动负债和其他应付款中的有息部分; 4.长期债务包含长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 天士力医 MTN001/18 天士力医 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/07/17	孔祥一、闫力	医药制造行业企业信用评级方法(2018年) 医药保健行业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文
18 天士力医 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/12/04	孔祥一、闫力	医药制造企业主体信用评级方法(2017年) 医药保健行业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文
18 天士力医 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/02/05	孔祥一、闫力	医药制造企业主体信用评级方法(2017年) 医药保健行业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文

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无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力医药集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天士力医药集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于天士力医药集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为1994年5月6日成立的天津市天士力联合制药公司。2000年4月27日，经天津市人民政府津股批（2000）4号文批准，公司依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]79号文核准，公司于2002年8月首次公开发行5000万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“天士力”，股票代码“600535.SH”）。2016年3月和4月，公司实际控制人家族成员之间两次调整股权比例。2017年4月，公司更名为现名。经过多次增资、分红送股、公积金转增股本和股权转让后，截至2020年3月底，公司注册资本15.13亿元。天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）持有45.18%的股份（质押比例38.77%），为公司控股股东，实际控制人为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士^①。

公司属于制药行业，经营范围：滴丸剂、颗粒剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、片剂、丸剂的生产；汽车货物运输；货物及技术的进出口业务。

截至2020年3月底，公司设质量保证中心、研究院等36个部门（详见附件1-2）。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为240.12亿元，所有者权益为118.62亿元（含少数股东权益7.32亿元）；2019年，公司实现营

业总收入189.98亿元，利润总额13.31亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为243.83亿元，所有者权益为121.38亿元（含少数股东权益7.10亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入39.53亿元，利润总额3.60亿元。

公司注册地址：天津市北辰区普济河东道2号（天士力现代中药城）；法定代表人：闫凯境。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18天士力医MTN001	10.00	10.00	2018/05/03	2021/05/03
18天士力医MTN002	2.00	2.00	2018/12/12	2020/12/12

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

^① 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模; 4. 城镇失业率统计中, 2016-2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少, 2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年, 社会消费品零售总额同比增长8.0%, 较上年下滑1.0%, 其中网上零售额10.6万亿元, 同比增长16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%, 比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为3.1%, 比上年低6.4个百分点; 基础设施投资增速为3.8%, 与上年持平; 房地产投资增速为9.9%, 比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%, 比上年低4.0个百分点; 国有投资增速为6.8%, 比上年高4.9个百分点。2019年, 货物进出口总额31.54万亿元, 同比增长3.4%, 增速比上年回落6.3个百分点。其中, 出口增长5.0%, 进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元, 同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元, 增长10.8%。2020年一季度, 社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农

户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%, 三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落, 服务业较快发展, 2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%, 占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%, 增速较上年同期回落0.5个百分点; 2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%, 工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%, 服务业增长势头较好。2020年一季度, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%, 全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%, 工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%(1-2月数据), 工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019年, 居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.9%, 涨幅比上年扩大0.8个百分点, 其中食品价格全年上涨9.2%, 涨幅比上年提高7.4个百分点; 非食品价格上涨1.4%, 涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%, 涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年, 工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降0.3%, 比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下降0.7%, 涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度, CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%, 居民消费价格较年初有所回落, 生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长, 2020年一季度财政收支同步下降, 收支缺口更趋扩大。2019年, 全国一般公共预算收入190382亿元, 同比增长3.8%, 增速比上年回落2.4个百

分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时

生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低

融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业现状及政策

2018年以来，医药制造行业在经过前期高速增长后已步入结构性调整阶段，随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布，医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力，行业间分化趋势愈加明显，研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响，行业集中度也有望得以提升。

1. 医药工业现状

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

2018年以来，受医改政策持续推进的影响，行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示，2018年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入23986.3亿元，同比增长12.6%，增速较上年提高0.1个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平4.1个百分点；实现利润总额3094.2亿元，同比增长9.5%，

增速较上年同期下降 8.3 个百分点，低于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.8 个百分点；医药制造业主营业务收入利润率为 12.90%，较上年同期提升 1.14 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 6.41 个百分点。2019 年 1—9 月，医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势，其中，医药制造业实现营业收入 18184.2 亿元，同比增长 8.4%，增速较上年同期下降 5.1 个百分点；实现利润总额 2390.3 亿元，同比增长 10%，增速较上年同期下降 1.5 个百分点。

2. 行业政策

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。

表 3 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录 100 首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自 2018 年 5 月 1 日起，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定 2018 年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的 48 个品种，其中可豁免人体 BE 品种 15 个，可申请豁免人体 BE 品种 17 个，可简化人体 BE 品种（包括可豁免空腹 BE 和可豁免餐后 BE）13 个，进行人体 PK 比较研究评价安全性品种 3 个	BE 试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着 2018 年底大限临近，此次豁免和简化 BE 的 48 个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品	简化经典名方中药复方制剂的注

	于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	种的中药复方制剂申请上市,符合本规定要求的,实施简化审批,仅提供药学及非临床安全性研究资料,免报药理学研究及临床试验资料,申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	册审批有利于调动生产企业的积极性,更好地满足中医临床使用经典名方的需要,利在于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录(2018年版)》	目录品种由原来的520种增加到685种,包括417种化学药/生物药、268种中成药,新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构,保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求,提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法(征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款,并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	国家医保局《4+7城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品,在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点,采取带量采购的方式,单一货源,最低价者中标	仿制药价格大幅下降,缓解医保压力,行业集中度进一步提升
2019年7月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理,同时提出了要加强目录外药品的处方管理,加强药品临床使用监测和绩效考核,并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上,形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平;纳入该目录的产品,可预见销量将大幅下跌,促使生产企业优化产品布局
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个,其中西药1322个、中成药1321个,中药饮片采用准入发管理,共纳入892个;另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平,有利于优化用药结构,促进国内医药产业创新发展;但对医保基金的支付造成一定压力,未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展,采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个,包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等,属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请,或临床供应短缺(竞争不充分)以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产,有利于促进仿制药研发,提高药品供应保障能力
2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平,促进产业升级和结构调整

资料来源:联合资信整理

3. 行业关注

(1) 行业集中度低,兼并重组步伐加快,需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低,呈粗放型发展的态势,制药企业数量多、规模小,集中度低,市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右(不包含医药综合类企业),与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外,中国医药生产企业数量众多,品种雷同现象普遍,部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”,随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控,行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络,整合并购将成为提高行业集中度的重要手段,预计未来行业集中度将不断提高。与此同时,企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商

誉减值风险,一旦整合不达预期,较易发生商誉减值情形。2018年,多家医药行业上市公司发生商誉减值,对企业利润水平造成负面影响。

(2) 医保目录调整

2019年8月20日,国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(以下简称“2019版医保目录”),将于2020年1月1日起正式实施。2019版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分,其中,常规准入部分共包含2643个药品,较2017版医保目录增幅约4.3%,包括西药1322个、中成药1321个(含民族药93个),共调出150个品种,包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品(其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》中的产品全部被调出)。

尽管品种数量变化不大,本次医保目录调

整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收录西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020~2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。

因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

（3）一致性评价进程加快，带量采购扩面，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455 个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

2019 年 9 月 1 日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等

25 个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有 1 家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为 1~3 家。采购周期方面，中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企业为 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019 年 9 月 24 日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅 25%。以有 3 家企业拟中标的阿托伐他汀钙片 10mg 为例，该品种“4+7”集采中标价格为 0.55 元/片，第二批集采中标价格分别为 0.12 元/片、0.13 元/片和 0.32 元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而 2019 年 11 月 20 日召开的国务院常务会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

4. 未来发展

作为弱周期行业，在人口基数大、人口结构老龄化趋势加重、居民收入水平的提高、医疗保险的扩容等因素的支撑下，未来医药产品仍将保持旺盛的下游需求。2018 年以来，受医保控费、药品降价等因素影响，医药制造行业

收入和利润整体增速放缓。预计 2020 年，随着“两票制”高开的边际影响逐渐减弱，一致性评价持续推进且配套的带量采购向全国扩面，以及医保目录调整、重点监测名单发布释放出了在医保支付面临压力的环境下对辅助用药从严监管的信号，医药制造行业收入和利润增长或将继续面临一定压力；另一方面，经过新一轮调整，企业间分化愈加明显，研发能力突出、成本控制能力强、具有优质品种、具备资金实力的医药制造企业将在竞争中获益，医药制造行业集中度将有所提升，并加速产业结构调整 and 升级调整。

六、重大事项

公司拟出售子公司天津天士力医药营销集团股份有限公司股权。通过本次资产出售，公司将进一步聚焦医药工业，同时与重庆医药（集团）股份有限公司在医药商业领域展开合作。若交易完成将对公司财务状况形成重大影响。

2019 年 12 月 17 日，公司发布《关于筹划重大资产出售的提示性公告》（以下简称《公告》）称，2019 年 12 月 16 日，公司与重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）签署了《框架协议》，就出售公司控股子公司天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士营销”）股权进行了约定。根据《框架协议》，重庆医药拟通过支付现金对价的方式收购公司直接及间接持有天士营销的 87.47% 的股权以及天士营销其他股东所持有天士营销的股份。本次交易拟按照 2019 年 12 月 31 日作为审计、评估基准日，双方将参考评估结论对最终交易对价进行进一步协商。

天士营销主要负责公司原医药商业业务板块，通过本次资产出售，公司将进一步聚焦医药工业，继续推进现代中药、生物药和化学药的协同发展，构筑创新医药研发集群。同时，公司拟通过本次交易与重庆医药在医药商业领域建立长期良好的合作关系，最终实现合作共

赢的战略目标。

截至 2019 年底，公司持有天士营销 87.47% 股权（其中：直接持股比例 86.87%、间接持股比例 0.60%），为天士营销控股股东。截至 2019 年底，天士营销资产总额为 91.73 亿元，所有者权益为 16.41 亿元，2019 年营业收入 134.35 亿元，净利润 3.19 亿元。如本次交易能够顺利完成，公司将不再持有天士营销股权，天士营销将不再纳入公司合并报表范围。

截至 2019 年底，天士营销资产及净资产占公司合并口径的比例分别为 38.20% 和 13.83%；2019 年天士营销的收入及净利润占公司合并口径的比例分别为 70.71% 和 31.75%。总体看，对公司财务报表影响较大。

本次签署的《框架协议》仅为意向性协议，交易方案需要进一步论证和沟通协商，本次交易尚存在不确定性。联合资信将持续关注上述事项进展。

七、基础素质分析

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药和生物制品等，涵盖心脑血管用药、抗肿瘤、感冒发烧、消化肝病用药和糖尿病用药等多个领域；公司医药工业板块产品种类较为丰富，核心产品复方丹参滴丸和养血清脑颗粒（丸）等产品市场占有率高，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，具有较强的营销网络优势；公司自主研发能力较为领先，并通过多种研发模式获得储备项目，为长期可持续发展提供了有力支撑。

1. 产权情况

截至 2020 年 3 月底，公司实收资本 15.13 亿元，其中控股股东天士力集团持有公司 45.18% 股份（质押比例 38.77%），公司实际控制人为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士四人。

2. 企业规模和竞争力

医药工业方面，截至 2019 年底，公司及控

股子公司共有 197 个产品（260 个批号）进入《2019 版医保目录》，其中甲类 114 个，乙类 83 个，包含独家品种包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等 12 个品种；截至 2019 年底，公司及子公司共有 81 个品种纳入《2018 年版国家基药目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸等独家品种；2019 年以来，替莫唑胺胶囊（蒂清）、右佐匹克隆片（文飞）、吲达帕胺片及盐酸苯海索片先后通过仿制药一致性评价。

表 4 公司主要产品概况

药品名称	分类	治疗领域
复方丹参滴丸	中药	心脑血管
养血清脑颗粒（丸）	中药	心脑血管
替莫唑胺胶囊（蒂清）	化药	抗肿瘤
注射用益气复脉	中药	心脑血管
水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化药	肝病治疗
芪参益气滴丸	中药	心脑血管
注射用丹参多酚酸	中药	心脑血管
穿心莲内酯滴丸	中药	感冒发烧
藿香正气滴丸	中药	感冒发烧
右佐匹克隆（文飞）	化药	精神类
普佑克	生物药	心脑血管

资料来源：联合资信根据公司年报整理

医药商业方面，公司采取立足城市、辐射乡村、区域管理、重点突破的营销战略，下设 29 个大区，702 个办事处，设立医疗事业部、OTC 与终端事业部、商业事业部，积极响应国家分级诊疗政策，持续加强终端渠道下沉，强化学术营销体系建设，形成了覆盖全国各级市场的营销网络。

3. 研发与创新

公司是国家认定的高新技术企业，是科技部、国务院国资委和中华全国总工会联合认定的创新型企业。公司研究院系由国家发改委、财政部、国家税务总局和海关总署联合认定的国家级企业技术中心，先后承担了国家“九五”“十五”“十一五”“十二五”、863、973、国家重大新药创制研究与开发等重点科研项目；此外，公司 2015 年获批建设国家科技部“创新中

药关键技术国家重点实验室”及国家发改委“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。公司与天津中医药大学和浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心，建立了品类齐全的组分中药库，为研发现代中药奠定了理论基础和物质基础。

2019年公司研发投入8.10亿元，占医药工业收入的4.26%。

2019年，公司在研产品共75款，构筑涵盖心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域优势，其中包括25款1类创新药，并有45款药品（其中含仿制药一致性评价7款药物）已进入临床阶段。公司构建了包括核心专利、外围专利、防御专利、竞争专利的立体网状知识产权保护体系，并通过了国家知识产权管理体系认证。截至2019年底，公司及主要子公司拥有专利总数1532件，其中发明专利1439件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利323件，养血清脑颗粒拥有专利51件。2019年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为48件及79件，其中发明专利新申请及授权分别为25件和71件。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：9112000023944464XD），截至2020年5月14日，公司未结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

八、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

九、经营分析

跟踪期内，医药商业快速增长带动公司收入小幅提升；受现代中药收入下滑较快影响，

公司医药工业收入同比有所下滑。受2020年初爆发的新冠肺炎疫情影响，2020年一季度，公司收入及盈利能力均有所下降。

1. 经营现状

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药和生物制品等。

2019年，公司实现主营业务收入189.32亿元，同比增长5.61%，医药工业和医药商业分别实现收入62.15亿元和127.17亿元，其中医药工业收入同比下降12.79%，医药商业同比增长17.99%，医药商业占主营业务收入的比重进一步上升至62.17%。医药工业方面，受医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等国家政策对中药行业景气度产生一定影响，现代中药收入为43.48亿元，同比下降18.85%；受益于多款化药通过一致性评价、进入新版国家医保目录，化学药收入同比增长7.07%至16.50亿元；生物药实现收入2.16亿元，同比下滑4.83%；医药商业方面，公司逐渐加大纯销业务占比，扩展医院终端销售，销售网络得到优化，收入规模快速提升。

受毛利率较低的医药商业收入占比进一步提高影响，2019年公司综合业务毛利率为31.23%，同比下降4.87个百分点；其中医药工业毛利率始终保持较高水平，为74.63%，医药商业毛利率为10.02%，同比变化不大。

受新冠肺炎疫情影响，2020年1—3月，公司实现主营业务收入39.25亿元，同比下降13.52%；医药工业和医药商业分别实现收入13.77亿元和25.47亿元，分别同比下降16.55%和11.62%。同期，医药工业和医药商业板块毛利率分别为68.12%和9.75%，其中医药工业毛利率同比下滑7.69个百分点，主要系受医保控费及带量采购影响，公司产品销售价格有所下降。

表 5 公司主营业务收入和毛利率情况(单位: 亿元、%)

业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药工业	68.14	42.53	72.96	71.27	39.80	75.53	62.15	32.83	74.63	13.77	35.10	68.12
医药商业	92.06	57.47	8.28	107.78	60.20	10.03	127.17	67.17	10.02	25.47	64.90	9.75
合计	160.20	100.00	36.22	179.05	100.00	36.10	189.32	100.00	31.23	39.25	100.00	30.24

资料来源: 公司提供

2. 医药工业

跟踪期内, 公司核心中药产品复方丹参滴丸和水林佳销量有所下滑, 产能利用率下降; 生物药普佑克加入国家医保目录后放量增长; 各主要产品产销率保持在较高水平。

原材料采购方面, 公司生产所需要主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归和黄芪等。为保证主要原材料丹参的供应和品质, 公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心, 实行“公司+基地+种植户”“公司+基地+中药材种植专业合作社”等的现代中药种植基地模式, 与当地种植大户和产业合作社签订合同, 通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植进行规范化管理, 农户根据协议将所种丹参销售给公司。此外, 公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地, 该基地综合运用基因重组、指纹图谱等现代技术选育、繁育优质种苗, 采用规范化的田间管理模式, 按照 GAP 标准, 制定 SOP 操作程序, 利用生物农药防治病虫害, 培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材, 以满足公司对三七药材的日常需求。对于其他中药材原料, 由于需求量相对较小, 且均属于市场供应充足的大宗药材, 因此, 公司主要按市场价格向供应商直接采购, 结合采购计划和市场价格变动等因素, 适时进行部分战略储备。

产品生产方面, 2019 年复方丹参滴丸和水林佳的产量分别为 11861.77 万盒和 964.48 万盒, 分别同比下降 17.53% 和 25.27%; 同期, 养血清脑颗粒和普佑克的产量分别为 2401.40 万

盒和 23.44 万支, 分别同比增长 2.37% 和 432.16%; 2019 年上述四种产品的产能利用率分别为 82.37%、40.19%、53.27% 和 36.62%。产品产能利用率均有所下降, 其中普佑克产能利用率降幅较大主要系 300L 项目完成, 产能大幅提升所致。

产品销售方面, 受医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等多重因素影响, 2019 年, 复方丹参滴丸和水林佳的销量分别为 12012.58 万盒和 1005.59 万盒, 分别同比下滑 13.23% 和 21.44%; 同期, 养血清脑颗粒和普佑克的销量分别同比增长 19.56% 和 100.82% 至 2599.67 万盒和 31.21 万支, 其中养血清脑颗粒由乙类调整为甲类, 取消了门诊报销限制; 生物药普佑克在加入国家医保目录后收入放量增长。上述四种产品 2019 年的产销率分别为 101.27%、104.26%、108.26% 和 133.16%, 同比均有所提升。

2020 年 1—3 月, 受新冠肺炎疫情影响, 公司各主要产品的产销量均同比明显下降, 产能利用率维持在较低水平。

公司产品主要通过全资子公司天士力商业公司对外销售。公司下设 29 个大区, 809 个办事处, 形成了较为完整的营销网络。公司销售系统设医院、OTC、社区、商销四个职能板块。其中, 商销系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理; 医院、OTC、社区板块各自负责目标市场的业务拓展。

结算方式方面, 公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算, 账期约 60 天。

表 6 公司主要产品产销情况 (单位: 万盒、%)

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
复方丹参滴丸	产量	14383.35	11861.77	1716.46
	产能利用率	99.88	82.37	52.01
	销量	13844.93	12012.58	2583.49
	产销率	96.07	101.27	150.51
养血清脑颗粒 (丸)	产量	2345.83	2401.40	458.56
	产能利用率	65.16	53.27	51.99
	销量	2174.44	2599.67	294.66
	产销率	93.28	108.26	64.26
水林佳	产量	1290.55	964.48	285.24
	产能利用率	64.53	40.19	47.54
	销量	1280.09	1005.59	222.1
	产销率	99.04	104.26	77.86
普佑克	产量 (万支)	4.40	23.44	9.80
	产能利用率	68.82	36.62	15.32
	销量 (万支)	2.64	31.21	8.66
	产销率	59.95	133.16	88.33

注: 2020 年 1—3 月产能已季度化

资料来源: 公司提供

3. 医药商业

跟踪期内, 随着天士营销持续优化下游客户结构及产品品类, 提升连锁药店的终端销售能力, 公司医药商业收入持续增长。

公司医药商业板块经营主体为天士营销及其下属子公司, 主要经营药品、医疗器械、保健品等产品的分销配送、零售连锁和慢病管理与药事增值服务。

截至 2019 年底, 天士营销资产总额为 91.73 亿元, 所有者权益为 16.41 亿元, 2019 年营业收入 134.35 亿元, 净利润 3.19 亿元。

公司业务模式分为分销配送、零售连锁及慢病管理与药事增值服务三种模式。

分销配送业务是指公司向医药工业企业或上游分销商采购药品, 然后批发给下游分销商或配送至医院、诊所、连锁药店等终端客户, 公司通过购销差价获取利润。公司在天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁和山东等七个省市布局医药商业流通子公司。截至 2020 年 3 月底, 公司已建立了覆盖超过 5833 余家医疗机

构、1645 余家下游医药商业公司、7277 余家终端诊所和 650 余家连锁药店的渠道网络, 主要经营的药品、医疗器械等产品品规超过 20000 种。2019 年, 公司分销配送业务实现收入 128.00 亿元, 同比增长 23%, 净利润 1.43 亿元, 同比增长 10%。其中医院配送业务占分销配送业务收入的 58%, 同比增长 20%。

公司零售连锁业务主要以各类非处方药为主, 常用处方药为辅, 兼营中药饮片, 同时销售医疗器械与保健品等产品; 公司的零售连锁业务分为线上及线下两部分, 其中线下业务主要采用直营方式。2019 年, 公司零售连锁业务实现收入 9.90 亿元, 同比增长 9.00%。净利润 0.07 亿元, 同比上升 120%。

公司积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式, 公司与天津市人力资源与社会保障局合作, 建立了全国首个基于在线医保支付的慢病管理服务创新项目——天津市糖尿病门诊特殊病患者送药服务项目, 为慢性病人提供在线处方药购买、在线医保结算、药品送药到家的全流程服务。2019 年公司慢病管理与药事

增值服务实现收入 2.69 亿元，同比减少 21.57%，净利润 0.02 亿元，同比减少 66.67%。

4. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为 1.71 次和 5.28 次，较上年均有所提升；总资产周转次数为 0.77 次，较上年变化不大。总体看，公司整体经营效率尚可。

5. 未来发展

公司在建工程主要集中于医药产品的技术研发和核心产品产能的扩充，未来资本支出规模小。

模小。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程为生物医药反应器扩能和 GMP 改造项目（普佑克 300L 反应器项目，建成后，产值可达 200 万支/年）和天地药业新厂区建设项目等，预计总投资额为 9.62 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资金额 8.76 亿元，未来计划投资 1.58 亿元，与公司利润留存以及期末现金及现金等价物规模相比，后续待投入资金规模小，公司完成资本性投资所需进行外部融资的压力较小。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2020 年 3 月底已完成投资	2020 年 4-12 月计划投资金额	2021 年计划投资金额
生物医药反应器扩能和 GMP 改造项目	34007.59	32533.93	3527.00	--
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15571.86	16434.98	1625.15	--
帝益无菌药品车间项目	9123.00	9207.94	28.28	
天地药业新厂区建设项目	27528.46	18239.29	8157.18	1131.98
天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	11219.21	1342.27	--
合计	96230.91	87635.36	14679.88	1131.98

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了 2019 年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2019 及 2020 年一季度，公司合并范围无变化，财务可比性强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 240.12 亿元，所有者权益为 118.62 亿元（含少数股东权益 7.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 189.98 亿元，利润总额 13.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 243.83 亿元，所有者权益为 121.38 亿元（含少数股东权益 7.10 亿元）；2020 年 1—3 月，公

司实现营业总收入 39.53 亿元，利润总额 3.60 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产结构仍以流动资产为主，应收账款仍保持较大规模，对资金形成占用。

截至 2019 年底，公司资产总额 240.12 亿元，较上年底下降 4.61%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 68.89%，非流动资产占 31.11%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 165.42 亿元，较上年底下降 7.17%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 11.43%）、应收款项融资（占 15.55%）、应收账

款（占 50.97%）和存货（占 15.40%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 18.90 亿元，较上年底下降 39.75%，主要系偿还借款所致。公司货币资金中使用受限资金占 21.06%，主要系银行承兑汇票保证金和信用证保证金等各类保证金。

截至 2019 年底，公司应收款项融资账面价值为 25.73 亿元，根据新金融工具准则并结合公司业务模式，公司将银行承兑汇票转列至该科目。公司应收账款融资全部为银行承兑汇票，其中已质押 0.08 亿元。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 84.31 亿元，较上年底增长 1.92%。公司按组合计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.64%，其中账龄在一年以内的占 98.17%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.40 亿元；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.36%，累计计提坏账准备 0.32 亿元。截至 2019 年底，公司应收账款前五名客户占应收账款余额的 13.20%，公司应收账款客户集中度较低。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 25.47 亿元，较上年底增长 6.26%，主要系医药商业板块业务规模扩大使得库存商品规模扩大所致。公司存货主要由原材料（占 16.96%）和库存商品（占 74.60%）构成。公司分别对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 91.62 万元、25.72 万元和 294.23 万元，计提比例为 0.16%，计提比例低，存在一定存货跌价风险。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 74.71 亿元，较上年底变化不大；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.44%）、固定资产（占 45.46%）、在建工程（占 8.22%）、无形资产（占 5.47%）和开发支出（占 18.75%）构成。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 5.79 亿元，主要包含对 Pharnext SA（1.06 亿元）、Mesoblast Limited（1.47 亿元）和 Genova Inc. Limited（1.40 亿元）的投资。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 6.30

亿元，较上年底下降 17.71%。主要系对 I-MAB 权益法下确认投资损失 1.34 亿元所致。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 33.96 亿元，较上年底变化不大；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 64.49%）和机器设备（占 32.16%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 25.39 亿元；未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 15.96%。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值为 6.14 亿元，较上年底增长 17.99%，主要为复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目、天地药业新厂区建设项目和其它零星工程。

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值为 4.08 亿元，较上年底变化不大；公司无形资产由土地使用权、专利权和软件构成，分别占无形资产账面价值的 74.51%、12.25% 和 13.24%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 3.19%。

截至 2019 年底，公司开发支出账面价值为 14.01 亿元，较上年底增长 21.28%，主要系内部开发支出增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 243.83 亿元，较 2019 年底增长 1.55%，其中流动资产占 70.45%，公司资产仍以流动资产为主。截至 2020 年 3 月底，公司交易性金融资产较 2019 年底增幅较大，主要系理财余额增加所致；其他非流动金融资产 3.95 亿元，较 2019 年底下降 31.81%，主要系出售 Mesoblast 部分股权所致。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司有息债务规模有所回落，债务负担有所减轻；受益于利润积累，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有待提高。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 121.50 亿元，较上年底下降 12.99%，主要系非流动负债

减少所致。其中，流动负债占71.25%，占比进一步提高。

截至2019年底，公司流动负债为86.57亿元，较上年底变化不大；公司流动负债主要由短期借款（占30.61%）、应付账款（占24.39%）和一年内到期的非流动负债构成（占25.49%）。

截至2019年底，公司短期借款为26.50亿元，较上年底下降30.34%；公司短期借款主要由保证借款（19.11亿元）和信用借款（5.17亿元）构成。

截至2019年底，公司应付账款为21.12亿元，较上年底变化不大，主要构成为经营贷款和工程设备款。

截至2019年底，公司非流动负债合计34.93亿元，较上年底下降35.89%，主要系长期借款和应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占26.54%）和应付债券（占65.99%）构成。

截至2019年底，公司长期借款为9.27亿元，较上年底下降47.68%，主要系转入一年内到期的非流动负债科目核算。主要由质押借款（1.14亿元）和信用借款（7.50亿元）构成。

截至2019年底，公司应付债券为23.05亿元，较上年底下降31.89%，主要系调整至一年内到期的非流动负债科目核算所致。

截至2019年底，受公司偿还银行借款影响，公司全部债务为90.92亿元，较上年底下降12.79%，其中短期债务占65.45%，长期债务占34.55%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.60%、43.39%和21.41%，分别同比下降4.87个百分点、4.80个百分点和10.09个百分点，公司债务负担有所减轻。

截至2020年3月底，公司负债总额为122.46亿元，较2019年底增长0.79%；其中流动负债占70.65%，债务结构变化不大。公司短期借款33.86亿元，较上年底增长27.78%，主要系置换一年内到期的非流动负债所致。截至2020年3月底，公司全部债务总额为90.35亿元，其中短

期债务56.98亿元，长期债务33.37亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别50.22%、42.67%和21.56%，较2019年底变化不大。

所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益合计118.62亿元，较上年底增长5.84%，主要系利润积累所致。截至2020年3月底，公司所有者权益合计121.38亿元，较2019年底增长2.32%，所有者权益结构变化不大。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于医药商业板块增长，带动公司收入规模呈增长态势；但医药工业收入同比下降，拉低公司整体盈利能力。新冠肺炎疫情对公司造成一定影响，2020年一季度收入、利润规模均同比有所下滑。

2019年，公司医药商业板块进一步拓宽营销网络，带动公司实现营业收入189.98亿元，同比增长5.61%；实现利润总额13.31亿元，同比下降31.96%，主要系一方面毛利润较高的医药工业收入下降，另一方面对权益法核算的I-MAB公司确认投资收益-1.34亿元所致。

从期间费用看，2019年公司费用总额为43.91亿元，较上年下降1.27%。其中，销售费用27.65亿元，同比变化不大；管理费用6.40亿元，同比增长13.21%；研发费用5.89亿元，同比增长11.48%；财务费用4.35亿元，同比下降11.99%，主要系有息债务规模下降，利息支出减少所致。2019年公司费用收入比为23.11%，较上年下降1.61个百分点，公司控费能力有所改善。

2019年，公司实现投资收益-1.02亿元，主要系对权益法核算的I-MAB公司确认投资损失-1.34亿元。

从盈利指标来看，2019年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均较上年有所下滑，分别为30.56%、6.94%和8.46%。

受新冠肺炎疫情影响，2020年1—3月，公

司实现营业收入 39.53 亿元，较上年同期下滑 13.52%；利润总额 3.60 亿元，较上年同期下滑 33.15%。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营净现金流保持净流入，收入实现质量有所提升；公司取得借款规模大幅下降，筹资规模有所收缩。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入 219.91 亿元，同比增长 5.86%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 214.33 亿元；经营活动现金流出 203.10 亿元，同比增长 5.35%，增幅小于现金流入增幅，其中支付其他与经营活动有关的现金为 28.42 亿元，主要为办公通讯差旅费、宣传费、招待费等；经营活动产生的现金流量净额为 16.80 亿元，同比增长 12.48%。公司经营获现能力有所提升，2019 年公司现金收入比为 112.81%，同比提升 1.19 个百分点。

投资活动方面，公司收回投资及投资支付的现金规模较大，2019 年公司分别为 61.90 亿元和 60.38 亿元；同期，公司投资活动产生的现金流量金额为净流出 -4.93 亿元，同比提升 23.19%。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 44.49 亿元，同比下降 62.33%，主要系取得银行借款大幅下降所致；筹资活动现金流出 68.39 亿元，同比下降 37.13%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动产生的现金流量净额 -23.90 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.33 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额 -1.08 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.21 亿元。

5. 偿债能力

公司银行授信余额较为充足，且为上市公司，直接、间接融资渠道畅通。整体看，偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，

公司流动比率和速动比率分别为 191.08% 和 161.66%，同比均有所下降；截至 2020 年 3 月底上述指标分别提升至 198.56% 和 169.91%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 19.41%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.06 亿元；EBITDA 利息倍数为 4.87 倍；全部债务/EBITDA 为 4.12 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 173.30 亿元，其中未使用额度 74.02 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司使用受限的资产为 36.63 亿元，主要构成为货币资金及应收账款。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况

项目	账面价值(亿元)	受限原因
货币资金	3.47	均系其他货币资金，包括银行承兑汇票保证金等
应收票据	0.13	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
应收账款	31.94	发行资产支持票据质押、银行贷款质押以及信用证
固定资产	0.90	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
无形资产	0.19	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
合计	36.63	--

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

公司本部资产以应收类资产及长期股权投资为主，资产质量较好；本部主要从事现代中药业务，经营性现金流量充沛，收入及利润规模尚可，盈利能力较强；整体债务负担适宜，

债务压力不大。

资产及负债方面，截至 2019 年底，公司本部资产总额为 132.36 亿元；其中流动资产占比为 41.78%。流动资产主要由应收账款和应收账款融资构成，占比合计 76.96%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至 2019 年底，公司负债总额 41.44 亿元，构成主要为一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，分别为 12.16 亿元、7.51 亿元和 10.32 亿元。所有者权益方面，截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 90.83 亿元，主要由实收资本（15.13 亿元）、资本公积（18.33 亿元）和未分配利润（47.09 亿元）构成。

盈利能力方面，2019 年，公司本部实现营业收入 41.90 亿元；本部的期间费用主要为销售费用和财务费用，2019 年为 13.40 亿元。同期，投资收益为 3.43 亿元。2019 年，公司实现利润总额 10.60 亿元。总体看，本部盈利能力较强。

现金流方面，2019 年，公司本部经营活动现金流入量为 51.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 13.70 亿元；投资活动现金流量净额为 0.72 亿元；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动产生的现金流量净额为-13.71 亿元。

有息债务方面，截至 2020 年 3 月底，公司本部有息债务为 32.45 亿元，其中短期债务 13.98 亿元，长期债务 18.47 亿元。从债务指标看，截至 2020 年 3 月底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 30.60%、25.96%和 16.63%，整体债务负担适宜。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券总额为 14 亿元，分别为“20 天士力医（疫情防控债）SCP001”、“18 天士力医 MTN001”和“18 天士力医 MTN002”，全部在一年内到期。

2019 年，公司经营活动现金流入量和流量

净额分别为 219.91 亿元和 16.80 亿元，分别为上述债券发行总额的 15.71 倍和 1.20 倍。截至 2019 年底，公司剔除受限后现金类资产 42.21 亿元，为一年内到期债券余额的 3.02 倍，保障能力较强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

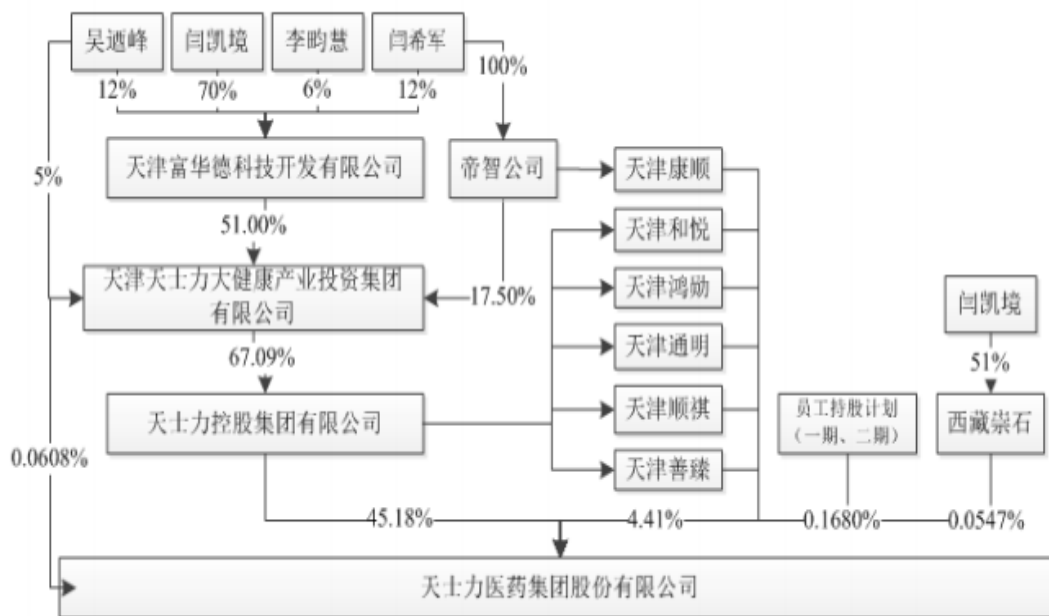
项目	2019 年
一年内到期债券余额	14.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.02
经营活动现金流入量/应付债券余额	15.71
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.20
EBITDA/应付债券余额	1.58

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

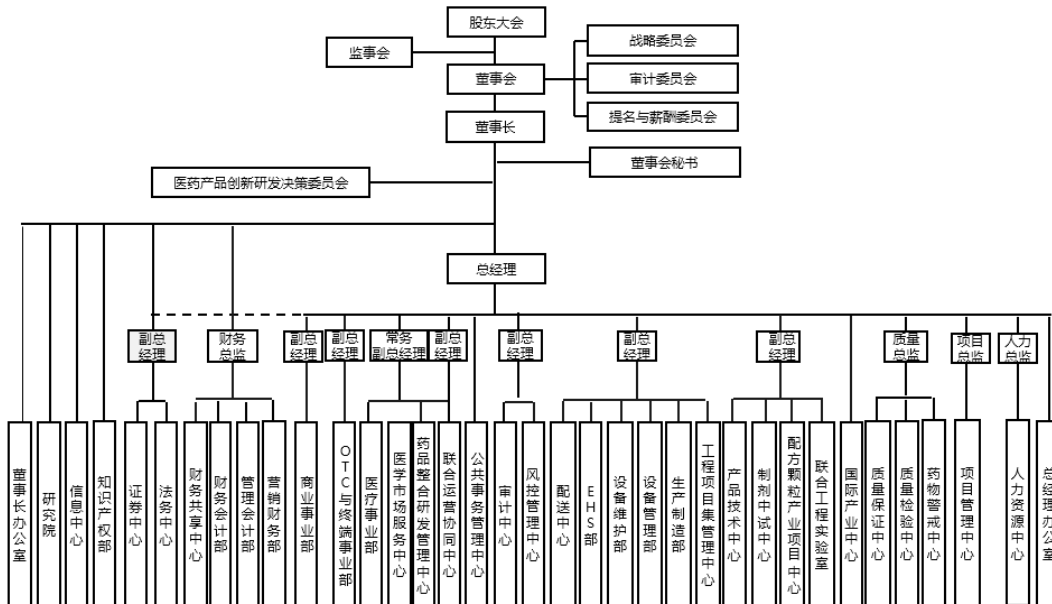
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，“18天士力医MTN001”和“18天士力医MTN002”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.30	56.93	42.21	47.44
资产总额(亿元)	215.32	251.72	240.12	243.83
所有者权益(亿元)	89.74	112.08	118.62	121.38
短期债务(亿元)	81.14	52.70	58.60	56.98
长期债务(亿元)	8.93	51.56	32.32	33.37
全部债务(亿元)	90.06	104.26	90.92	90.35
营业收入(亿元)	160.94	179.90	189.98	39.53
利润总额(亿元)	17.36	19.56	13.31	3.60
EBITDA(亿元)	24.32	28.35	22.06	--
经营性净现金流(亿元)	-8.23	14.94	16.80	0.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.88	1.69	1.71	--
存货周转次数(次)	4.83	4.96	5.28	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.77	0.77	--
现金收入比(%)	98.47	111.63	112.81	108.92
营业利润率(%)	35.12	35.20	30.56	29.98
总资本收益率(%)	9.56	9.61	6.94	--
净资产收益率(%)	15.62	14.20	8.46	--
长期债务资本化比率(%)	9.05	31.51	21.41	21.56
全部债务资本化比率(%)	50.09	48.19	43.39	42.67
资产负债率(%)	58.32	55.47	50.60	50.22
流动比率(%)	132.71	209.25	191.08	198.56
速动比率(%)	113.03	181.10	161.66	169.91
经营现金流流动负债比(%)	-7.25	17.54	19.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.62	5.76	4.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	3.68	4.87	--

注：1.2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2.2017-2020 年一季度的现金类资产已扣除使用受限部分；3.短期债务含其他流动负债和其他应付款中的有息部分；4.长期债务包含长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.06	27.98	5.55	6.56
资产总额(亿元)	136.15	137.32	132.26	133.38
所有者权益(亿元)	77.73	85.76	90.83	92.57
短期债务(亿元)	42.37	15.49	16.07	11.98
长期债务(亿元)	7.50	27.42	17.83	18.47
全部债务(亿元)	49.87	42.91	33.90	32.45
营业收入(亿元)	49.67	49.39	41.90	9.39
利润总额(亿元)	12.75	15.10	10.60	2.05
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.56	19.95	13.70	2.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.06	0.99	1.20	--
存货周转次数(次)	9.12	7.13	5.29	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.36	0.31	--
现金收入比(%)	85.66	128.40	121.52	100.31
营业利润率(%)	56.65	58.16	57.81	55.39
总资本收益率(%)	8.96	12.15	9.11	--
净资产收益率(%)	14.71	15.42	10.40	--
长期债务资本化比率(%)	8.80	24.23	16.41	16.63
全部债务资本化比率(%)	39.08	33.35	27.18	25.96
资产负债率(%)	42.91	37.55	31.33	30.60
流动比率(%)	149.69	267.29	244.48	265.58
速动比率(%)	145.05	253.23	230.27	254.29
经营现金流动负债比(%)	-1.12	86.41	60.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：.2020 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	深圳市百业源投资有限公司	人福医药集团股份公司	天士力医药集团股份有限公司
企业性质	民营	民营	民营
级别	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
综合毛利率(%)	63.33	39.49	31.23
销售债权周转次数(次) (2019年)	3.68	3.11	1.71
财务数据试点	2019年		
资产总额(亿元)	340.35	350.13	240.12
所有者权益(亿元)	186.91	133.97	118.62
营业收入(亿元)	121.47	218.07	189.98
利润总额(亿元)	20.62	17.79	13.31
经营活动现金流净额(亿元)	25.16	20.38	16.80
资产负债率(%)	45.08	60.02	50.60

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均合同资产)
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/营业收入×100%
盈利指标	
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+无形资产摊销+投资性房地产及长期待摊费用折旧/摊

销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	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 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变