

信用评级公告

联合〔2021〕923号

联合资信评估股份有限公司通过对天士力控股集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月三日



天士力控股集团有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 2 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	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	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		2		
			企业管理		3		
			经营分析		2		
财务风险	F1	现金流	资产质量		2		
			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		
公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；公司已展开部分股权资产退出，预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充					1		

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

评级观点

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）主要从事中成药、化学药、生物制品、保健品的生产与销售业务。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对天士力集团的评级反映了公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具备较为完善的产业链、先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力，公司核心产品复方丹参滴丸市场份额领先，多个独家品种纳入《2019 年医保目录》。近年来，公司权益规模稳定增长，主业盈利能力较强。同时联合资信也关注到，医药招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力，公司应收账款规模大且持续增长，债务负担重且存在一定短期偿付压力，关联方占用资金，退出医药商业业务以及公司本部债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2020 年 8 月 17 日，公司控股子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）及其间接控制的 6 家合伙企业向重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）出售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”）100.00%股权，相关工商变更登记手续已经完成。公司自此退出医药商业业务，主业集中于医药工业业务。

未来，公司将进一步完善制药工业产业链，并积极进行纵向延伸，扩大营销网络，以国内市场为基础，进军国际市场。随着医保产品的逐步放量，公司未来盈利能力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，违约风险很低。

分析师：闫力 王喜梅

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

优势

1. **公司形成了较为完整的中药产业链，自主研发能力强。**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. **品牌优势显著。**公司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. **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、盐酸苯海索片及卡托普利片先后通过仿制药一致性评价。
4. **天士营销出表后，公司债务负担有所下降。**受退出医药商业业务影响，公司有息债务规模有所回落。截至2020年9月底，公司全部债务资本化比率较上年底下降6.82个百分点至56.19%。
5. **公司本部持有一定规模易变现的金融资产，对偿债提供支撑。**公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；同时公司已展开部分股权资产退出，预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

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，医药工业板块收入规模有所下降，现代中药业务同比下滑18.85%；2020年前三季度，医药工业收入同比下降2.00%。
2. **应收类款项规模大，对资金形成占用。**随着“两票制”的推行、公司终端销售规模扩大、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；同时以应收关联方借款为主的其他应收款快速增长，对营运资金形成占用。
3. **非经常性损益对公司利润水平贡献大，盈利能力有所下滑。**公司期间费用规模大，对利润形成侵蚀；公司利润对以资产处置收益为主的投资收益依赖度高，近三年经营性盈利呈下降趋势。

4. 公司本部债务负担重，偿债能力弱，短期偿债压力大。截至2020年9月底，公司本部的资产负债率和全部债务资本化比率分别为84.23%和82.69%，短期债务占比为57.66%；公司本部作为控股型公司，收入规模很小，利润主要依赖投资收益；公司本部债务负担重，承担较多融资职能，偿债能力弱，短期偿债压力大。
5. 天士营销出表后，公司对其未解除的担保规模仍较大，整体对外担保规模有所扩大。出售天士营销后，天士力股份对其的担保将变为对外担保，公司对外担保规模有所扩大。截至2020年9月底，天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的ABS、ABN及银行授信担保合同总计担保余额为45.63亿元。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	60.90	76.29	60.35	61.95
资产总额(亿元)	381.75	409.46	397.58	329.53
所有者权益(亿元)	113.98	125.84	125.85	129.07
短期债务(亿元)	144.01	119.82	121.25	92.18
长期债务(亿元)	69.69	114.43	93.14	73.35
全部债务(亿元)	213.71	234.25	214.39	165.52
营业总收入(亿元)	178.57	197.97	205.58	131.57
利润总额(亿元)	16.98	16.77	9.75	9.83
EBITDA(亿元)	30.37	34.04	27.37	--
经营性净现金流(亿元)	-36.50	6.02	20.01	8.72
营业利润率(%)	34.86	35.32	30.44	33.13
净资产收益率(%)	10.12	9.36	4.39	--
资产负债率(%)	70.14	69.27	68.35	60.83
全部债务资本化比率(%)	65.22	65.05	63.01	56.19
流动比率(%)	116.56	150.93	138.79	142.96
经营现金流动负债比(%)	3.62	2.86	2.32	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.64	0.50	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	2.86	2.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.04	6.88	7.83	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	119.29	112.08	112.65	125.62
所有者权益(亿元)	23.73	21.09	20.23	19.81
全部债务(亿元)	88.97	88.33	88.40	94.61
营业收入(亿元)	0.02	0.01	0.09	0.25
利润总额(亿元)	0.14	0.49	0.36	-0.42
资产负债率(%)	80.11	81.19	82.04	84.23
全部债务资本化比率(%)	78.95	80.73	81.37	82.69
流动比率(%)	103.30	94.27	103.87	114.65
经营现金流动负债比(%)	-2.14	-5.40	-4.70	--

注: 2020 年 1—9 月财务数据未经审计; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标; 长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA'	稳定	2020/7/24	孔祥一、闫力	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	阅读全文
AA'	稳定	2014/12/16	马栋、谭心远	主体评级方法总论(2013 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均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、该公司信用等级自 2021 年 2 月 2 日至 2021 年 2 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天士力控股集团有限公司 2021 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）原名天津市天士力联合制药公司，由中国人民解放军第二五四医院全资下属的天津市华兴医药设备商行（持股 70%）、天津市中央制药厂（持股 30%）于 1994 年 5 月 6 日共同出资成立，初始注册资本 1200 万元，1997 年改制为公司制企业，并更名为天津天士力制药集团有限公司，2013 年更名为天士力控股集团有限公司。2016 年 5 月，天津帝士力投资控股集团有限公司（2019 年 3 月已更名为天士力大健康产业投资集团，以下简称“大健康集团”）和浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）分别对公司进行注资，公司注册资本共增加 1.06 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 3.44 亿元，其中大健康集团持股 67.09%，尖峰集团持股 20.76%，天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）持股 12.15%。截至 2020 年 9 月底，公司实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人，四人通过其控制的天津富华德科技开发有限公司持有大健康集团 51% 的股权，进而控制公司。

2002 年 8 月，公司发起设立的天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”股票代码：600535.SH）成功在上海证券交易所上市。截至 2020 年 9 月底，公司持有天士力股份 45.18% 股权，质押比例为 35.58%¹。

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，其中药品涵盖中成药、化学药、生物制品等。

截至 2020 年 9 月底，公司本部设有秘书处、人力资源中心、培训中心、财务中心、经济运

营中心和物流中心等 15 个职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 397.58 亿元，所有者权益 125.85 亿元（含少数股东权益 71.86 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 205.58 亿元，利润总额 9.75 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 329.53 亿元，所有者权益 129.07 亿元（含少数股东权益 70.27 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 131.57 亿元，利润总额 9.83 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情防控迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

¹ 截至 2020 年 11 月 25 日，公司累计质押天士力股份 271330.00 股，质押比例为 39.70%。

表 1 2017-2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, 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; 4. 城镇失业率统计中, 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

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善, 消费贡献提升。2020 年前三季度, 消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%, 净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%, 投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素, 但三季度消费对经济的贡献度显著提高, 经济结构较二季度有所改善, 内生增长动力加强。

消费持续改善, 季度增速由负转正。2020 年前三季度, 社会消费品零售总额同比下降 7.2%, 降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%, 季度增速年内首次转正, 显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转, 居民消费信心增加。固定投资增速转正, 制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度, 全国固定资产投资同比增长 0.8%, 实现年内首次转正, 而 1-8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看, 基础设施投资增速由负转正, 制造业投资逐步恢复, 房地产投资加快。具体看, 前三季度, 基础设施投资同比增长 0.2%, 上半年为同比下降 2.7%;

制造业投资同比下降 6.5%, 较半年降幅 (11.7%) 显著收窄; 房地产开发投资同比增长 5.6%, 上半年为同比增长 1.9%。进出口逐季回稳, 出口韧性较强。2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元, 比去年同期下降 1.8%。其中, 出口 1.8 万亿美元, 同比下降 0.8%; 进口 1.5 万亿美元, 同比下降 3.1%。一至三季度, 中国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%, 呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升, 工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬, 有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上, 较 6 月中旬上升 4.8 个百分点, 部分企业持续满负荷生产, 规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1-9 月, 规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%; 分季度看, 一季度下降 8.4%, 二季度增长 4.4%, 三季度增长 5.8%。1-9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%, 较 1-3 月下降 36.7%、1-6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落, PPI 降幅收窄。2020 年前三季度, CPI 累计同比上涨 3.3%, 涨幅较上半年回落 0.5 个百分点, 食品价格涨幅回落是其

主要原因：PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万

亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020

年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融

资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫

情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑中国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑中国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%,较三季度收窄 4 个百分点;从主要发达经济体制造业 PMI 来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年以来,整体医药需求保持刚性增长,但宏观经济下行压力加大、医保目录调整和带量采购等政策对医药制造业阶段性收入和利润造成了较大冲击,行业内企业盈利空间大幅压缩、分化加剧。2020 年,受新冠肺炎疫情影响,医药制造企业收入增速减缓。医药制造企业已经开始在费用端进行主动控制,同时持续加强创新研发投入,行业内企业获现能力持续提升,杠杆水平仍较低。

2017—2019 年,全国居民人均可支配收入已由 25974 元增长至 30733 元,消费升级加速;与此同时,医疗机构诊疗人次由 81.80 亿次增加至 87.20 亿次。截至 2019 年底,中国 60 周岁以上人口已达 2.54 亿人,占人口总数的 18.10%,较 2018 年增加了 439 万,人口老龄化程度加深。近年来,医保局通过调整医保目录、完善医保支付方式以及带量采购等多种措施来降低不合理支出,实现支出结构的总体优化,医保控费成效显著,虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓,但基金收入及收支结余逐步增加。随着中国人均消费能力的提升和人口老龄化的加深,中国药品销售市场规模从 16118 亿元增长至 17955 亿元,整体医药需求保持增长。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入、支出及参保人数情况(单位:亿元、万人)



资料来源: Wind

从行业主体数量来看,截至 2019 年底,医药制造业企业数量为 7382 家,较上年底减少 199 家;亏损企业 1151 家,较上年底增加 56 家。截至 2020 年 10 月底,医药制造业企业数量为 7602 家,较上年底增加 220 家;亏损企业 1524 家,较上年底增加 373 家。整体看,在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药盈利空间等高压政策影响下,行业内企业分化加剧,创新药企业和优质仿制药企业的市场份额得到进一步提升。

受医保控费、控药占比、带量采购降价等多重因素影响,各项医改政策对医药制造业阶段性收入和利润造成了一定冲击。2019 年,医药制造业营业收入为 23908.60 亿元,同比增长 7.40%,利润总额为 3119.55 亿元,同比增长 5.90%。2020 年 1—10 月,医药制造业营业收入为 19555.90 亿元,同比增长 2.50%;利润总额为 2779.1 亿元,同比增长 8.7%,营业收入增速下降,利润总额增速高于营业收入增速,表现出医药制造行业政策性预期相对出清,行业内出现结构性向好的调整。

2. 重点政策及事件盘点

2020 年以来,中国主要监管部门发布的医药政策继续强化医疗、医保、医药联动改革,医药政策逐步细化。从发布主体来看,2020 年,国家医疗保障局(以下简称“医保局”)发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措(相关

政策条数占 27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占 63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占 46.55%）外，对医疗器械的监管（占 27.59%）有所增加。根据对医药制造行业的影响程度，该报告在讨论新近施行的《药品管理法》基础上，对带量采购扩面、医保目录调整、DRG 付费等政策进行述评。

新修订的《药品管理法》政策导向为研发创新，审批高效，严控质量，并在流通环节明确了医药分业后的药品责任主体，为下一步放开处方药的院外销售和医保统筹做了铺垫。

2019 年 8 月 26 日，第十三届全国人大常委会修订并通过新版《药品管理法》。新版《药品管理法》突出了对药品研究创新的支持与鼓励，自 2019 年 12 月 1 日起正式生效。本次修订包括：①在药物研发方面，重点支持以临床价值为导向，对人体疾病具有明确疗效的药物创新，鼓励具有新的治疗机理，治疗严重危及生命的疾病、罕见病的新药和儿童用药的研制。②在药物评审方面，通过完善与注册申请人的沟通交流机制，通过将临床试验审批由批准制改为默示许可制，以提高评审效率。③在药物生产和经营方面，取消药品生产质量管理规范认证（GMP）、药品经营质量管理规范认证（GSP）制度，将原辅料改为与药品一并审批，意味着整体药品监管底线的提高。④在药物流通方面，实施药品上市许可持有人制度（MAH），对持有人在药品研制、生产、流通、上市后管理各环节的权利、义务、责任等作出详细规定，明确了医药分业后的药品责任主体，为下一步放开处方药的院外销售和医保统筹做了铺垫。

2020 年，重要的深化医疗改革举措包括带量采购扩面、医保目录调整和 DRG 付费推进。三者共同作用下，有望形成药品质优价低，药企持续创新的优良局面。

随着 2020 年 1 月 17 日第二批 33 个药品带量采购、2020 年 7 月 29 日第三批 56 个药品带量采购的开展，中国带量采购逐步扩面。在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位。

2020 年 8 月 17 日，国家医保局公布《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》，意味着医保目录动态调整机制的逐步建立和医保支付结构的持续优化。根据《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》，带量采购品种有很大可能性同步进入医保目录，为带量采购品种解决支付问题，有利于带量采购覆盖品种范围的扩大。

根据 2019 年 10 月 16 日，国家医保局正式发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范和分组方案的通知》，2020 年，中国 DRG（Diagnosis Related Groups, DRG）付费试点在 30 个城市开始模拟运行。尽管 DRG 不是专门针对药品的，但在“全面取消以药养医”和“以降药价为突破口的新医改”背景下，作为占用医保资金较大份额的药品销售将受到较大影响（即在 DRG 预付费的前提下，医院和医生出于不要透支的底限，大处方、不必要的检查和性价比不高的药品将被限制，合理用药水平将大幅提升）。整体看，质优价低的国内仿制药市占率有望进一步扩大，但辅助用药市占率可能出现缩减，进入临床路径用药指南对药企的重要性迅速提升。

3. 行业展望

新冠疫情对医药行业虽造成短期冲击，但 2020 年下半年随着诊疗恢复，相关负面影响已逐渐消除。预计 2021 年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增长。

不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老

龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到2050年，中国老龄人口比例将超过30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。

但2020年新冠疫情爆发，从生产端看，非疫情防控必需的制药企业复工时间、员工到岗时间、上下游企业生产恢复情况、销售推广情况受疫情不利影响较大；从需求端看，受到人们对疫情的恐慌，减少非急需就医和佩戴口罩、居家隔离等防疫措施使得传染性疾病预防等因素影响，2020年上半年医疗机构诊疗服务大幅减少，用药需求下降。根据国家统计局数据显示，2020年1—6月，全国医药制造业的营业收入累计为11094亿元，同比下降2.3%。但随着疫情得到控制，就医需求得以释放，医药行业经营情况得到逐步恢复。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2019年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为2.44万亿元，同比增长10.20%；全国基本医保基金（含生育保险）总支出为2.09万亿元，同比增长12.20%，全年累计结余0.35万亿元，医保基金累计结余2.77万亿元。2020年以来，受新冠疫情影响，部分企业停工停产，各地出台允许暂缓缴纳社保基金的相关政策导致医保基金收入下降，同时医疗机构日常诊疗服务缩减使得医保基金支出也相应减少。2020年1—9月，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为1.72万亿元，同比下降3.8%；全国基本医保基金（含生育保险）总支出为1.49万亿元，同比下降0.6%，医保基金累计结余约为3万亿元。以2019年单月医保基

金支出约0.17万亿元计算，医保基金累计结余可支付月数为17个月，具有较强的可持续性。

预计2021年，医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线，行业内企业竞争重点将集中于“质量”“创新”和“价格”。

从供给端看，2020年以来，医药行业供给侧政策改革主要集中在提升药品质量管控、完善药品审批流程、扩大仿制药一致性评价适用范围等方面，完成了对《药品管理法》的修订、出台了《药品生产监督管理办法》《药品注册管理办法》、完善了上市许可持有人（MAH）主体责任及相关制度、改革优化审评审批制度、仿制药一致性评价从口服固体制剂过渡到注射剂领域等。预计未来，医药行业供给侧改革政策重点将继续集中于淘汰落后产能、提高药品质量、鼓励创新投入、强化过程监管等方面，具有创新性、临床需求高的药物上市速度有望加快。

从需求端来看，“带量采购”和“医保谈判”成为对药品价格产生重大影响的两把利刃。自2018年12月开始的药品带量采购至今已经历4轮，4轮集采中药品平均价格下降幅度分别为52%、59%、53%和53%；而在2016—2019年的4次医保谈判中，药品平均价格下降幅度分别为59%、44%、56.7%和60.7%，而2020年的第5次医保谈判也已结束，预计谈判结果将于近日公布。“带量采购”和“医保谈判”大幅压缩药价的同时，也带来了销售量的大幅增长。以信达生物的PD-1产品达伯舒为例，在2019年进入医保后，2020年上半年，在疫情影响下，销售额仍达到9.20亿元，同比增长177.7%，“以价换量”效果明显。预计未来，“带量采购”和“医保谈判”的适用药品领域将进一步扩大，以较大价格降幅换取快速放量的机会成为众多企业竞争的重点。对于仿制药企业来说，稳定的产品质量控制能力、规模化的供应能力、超强的成本控制能力成为竞争关键要素；对于创新药企业来说，快于同类产品的研

发速度以及合理的定价策略将成为获胜的关键。

目前，在中国医药工业市场上，70%以上的市场份额来自于仿制药，90%以上的制药企业为仿制药生产企业，大部分医药企业依旧以生产仿制药为主要业务。受生产企业和批文多、产品同质化严重、使用需求大等因素影响，仿制药一直是集采的核心品类，预计未来仍将是集采重点，并且品种范围和剂型范围将不断扩大。

随着集采的范围和规模不断扩大，将使得仿制药企业的盈利模式发生改变，由以往靠加大销售费用投入的“销售驱动”盈利模式，改变为靠降低成本、扩大销售规模的“成本驱动”盈利模式。在此背景下，具备原料药和制剂一体化生产能力的仿制药企业有望获得更强竞争优势。同时，集采导致的毛利空间大幅下降，也将促使仿制药企业拓展新的利润增长点，积极进行创新转型可能成为部分有实力的仿制药企业的新出路。同时须注意的是，对单一品种、单一终端市场或渠道依赖较重的仿制药企业可能面临的冲击较大。

近年来，国家先后推出多个政策，不断鼓励中药资源综合开发利用及新药研发，提升中医药服务能力，但由于中药原材料质量参差不齐、药理和药效无法通过现代医学验证、不良反应和禁忌不明等原因，中药在临床使用中仍受到很大限制，部分医院甚至拒绝使用中药或中药注射剂产品，中药产品在医保中占比较低。

在集采和医保控费的大背景下，2020年7月，国家医保局召开座谈会，在就生物制品（含胰岛素）和中成药集中采购工作听取专家意见和建议时表示，将研究完善相关领域采购政策，推进采购方式改革。预计未来中成药被纳入集采是大概率事件，中药企业将面临和仿制药企业一样的压力，利润空间被大幅压缩，竞争更加激烈。为应对变化，众多中药企业已经着手布局开发新的利润增长点，或布局化学药物甚至是生物药品的开发，或业务多元化布局，进

入日化、食品等领域。但在此过程中，需警惕业务多元化、业务转型过程中中药企业资金投入和产出的匹配性，警惕“短债长投”拖垮资金链的风险。

四、基础素质分析

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品包括中成药、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；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. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本为3.44亿元，其中，大健康集团持股67.09%，为公司控股股东；自然人闫希军、吴迺峰、闫凯境、李响慧通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股大健康集团，是公司的实际控制人。

2. 生产规模与竞争力

公司是国内实践中药现代化的领军企业，经过多年的发展，逐步发展成为以大健康产业为主线、以制药业为中心。“天士力”商标于2005年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”。

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）、吡达帕胺片、盐酸苯海索片及卡托普利片先后

通过仿制药一致性评价。

表 2 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：联合资信根据天士力股份年报整理

3. 技术研发

子公司天士力股份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。天士力股份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，天士力股份 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。

公司高度重视研发工作，公司医药工业的经营主体天士力股份 2017—2019 年研发投入分别为 6.16 亿元、12.02 亿元和 8.10 亿元，占医药工业收入的比重分别 9.04%、16.87%和 4.26%，研发投入较高。

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 2020 年 6 月底，公司及主要子公司拥有专利总数 1522 件，其中发明专利 1435 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 49 件。2020 年上半年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 13 件及 44 件，其中发明专利新申请及授权分别为 8 件和 35 件。

4. 人员素质

公司高级管理人员大多具有较深的专业素养和丰富的管理经验；人员结构符合行业特征。

截至 2020 年 9 月底，公司高层管理人员共 12 人，其中，董事局主席 1 人，董事局副局长 1 人，董事局执行主席 1 人，总裁 1 人，副总裁 4 人，常务副总裁/财务负责人 1 人，董事 3 人。

公司董事局主席闫希军先生，1953 年生，汉族，博士、主任药师，国务院特殊津贴专家，天士力集团创始人。曾任天津天士力制药集团有限公司董事长兼总经理。现任公司董事长，天士力制药集团股份有限公司董事。为第十一、十二届全国人大代表，第十五届、第十六届天津市人大代表，并任天津市工商业联合会副会长、中国光彩事业促进会副会长、天津全球成长型企业协会副会长、中国医药工业科研开发促进会轮值会长、中国上市公司协会理事、天津上市公司协会会长等职务。

公司董事局执行主席闫凯境先生，1979 年生，曾任天士力股份董事总经理，天士力集团副总裁、战略投资事业群首席执行官。现任天士力股份董事长，天士力控股集团有限公司董事局执行主席，华金（天津）投资管理有限公司创始合伙人，天津天士力医药营销集团有限公司董事长等，兼任中华全国青年联合会第十一届委员会委员、天津市青年联合会第十二届委员会委员、天津市青年创业就业基金会副理事长等职务。

公司总裁吴迺峰女士，1952 年生，蒙古族，博士，主任药师，国务院特殊津贴专家。曾任天津天士力制药集团有限公司副总裁。现任公

司董事、总裁、天士力制药集团股份有限公司董事、天津天士力医药营销集团有限公司董事长。为第十一届、第十二届、第十三届天津市政协委员，中国妇女第十次全国代表大会代表，并任中国企业联合会副会长、中国女企业家协会副会长、中国医师协会第三届理事会常务理事、中国药学会药剂工程专业委员会委员等职务。

截至 2020 年 9 月底，公司职工总数 19182 人，从学历构成看，本科及以上学历占 36.03%，大学专科占 34.80%，高中占 29.17%；从年龄构成来看，30 岁及以下占 29.39%，30~40 岁占 46.05%，40~50 岁占 19.70%，50 岁以上占 4.86%。公司人员结构较为合理。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91120000718296410K），截至 2021 年 1 月 15 日，公司已结清信贷业务中，有 4 笔关注类贷款，1 笔欠息（已于 2013 年 4 月结清）。根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；公司无未结清的不良信贷信息记录。

五、管理分析

公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司设立股东会、董事会、监事会和经理层。股东会是公司的权力机构；董事会由股东会选举产生，是生产经营的决策机构，由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事会设董事会秘书；公司设监事会，对公司的财务状况、董事及经营者的行为发挥监督作用，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名；公司设总裁 1 名，副总裁 6 名，由董事会聘任或解聘，董事可受聘兼任公司总裁、副总裁或者其他高级管理人员。

2. 管理水平

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、重大投资等内部控制制度，构成了公司的内部控制体系。

子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规和上市公司的有关规定对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求建立了较为规范的法人治理结构，结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，并通过绩效合同和薪酬机制实现了对控股公司高管有效的激励与约束；制订了《重大信息内部报告制度》等规定，对控股子公司实施了战略规划、年度计划、经营分析、信息披露等管理，并督促和指导控股子公司建立了相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险的控制；公司对下属控股公司有健全的投资、财务、审计管理制度，并直接参与控股子公司的战略制定及预算审核，对部分重点关注的控股子公司直接介入业务管理。

关联交易管理方面，根据《公司法》、《公司章程》相关法律法规，股东会、董事会在审议关联交易时，关联股东、关联董事回避表决。核心子公司天士力股份，根据《上海证券交易所上市公司规则》等相关法规制订了《关联交易管理制度》，对关联交易协议类别、判断标准、合同签订、信息披露等内容做了具体规定。

融资管理方面，公司对集团成员企业及关联企业的存款、融资及结算业务实行集中统筹管理。公司财务中心资金管理部负责办理公司银行业务的调配申请、签订协议及法律文件；集团成员企业及相关企业办理需申报的银行业务由该公司财务部门申请上报，并办理向集团财务中心资金管理部备案等事项。公司总裁授权财务总监对各项银行业务进行最终审批。

重大投资管理方面，公司重大投资坚持合法、科学、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。根据公司战略，当年

股权投资计划并连同上一年股权投资实施情况需向年度股东会进行汇报。具体股权投资项目，由公司投资发展部进行论证并提出投资方案后，由公司投资决策委员会进行复审，股权投资决策权属于股东会。为提高集团投资管理效率，对单笔投资额不高于集团最近经审计净资产 10% 的投资项目，由董事长审批。对于拟由下属子公司投资的股权投资项目，视同公司直接股权投资项目获得批准后，再报送该公司股东会进行审议。

财务管理制度，公司制定了《资金管理规定》《融资、担保工作程序》《财务重大事项提报管理规定》《应收账款管理规定》《集团现金流管理委员会业务管理规定》等制度，对资金的使用管理等建立了严格的授权批准程序，办理货币资金业务的相关岗位已经作分离，相关机构和人员存在相互制约关系。公司制定了收付款审批权限等系列程序，严格执行对款项收付的稽核及审查。公司财务总监负责对各项资金调配（借款）事项进行复核，公司总裁负责对各项资金调配（借款）事项进行审批。

药品质量管理方面，公司在药品质量控制方面加强与国际标准接轨，实施 GMP 管理制度。公司质量控制部在各车间均设有工艺组和检测组，从原材料的质量控制开始，负责产品的工艺技术质量、产成品质量检测和监督，以保证产品质量符合标准。

六、重大事项

子公司天士力股份出售其子公司天士营销股权。天士营销出表后，天士力股份退出医药商业业务，保留医药工业业务。同时，股权出售后，天士力股份对天士营销的担保将转为对外担保，联合资信将持续关注该事项可能对公司造成的影响。

根据公司控股子公司天士力股份 2020 年 8 月 17 日公告的《关于重大资产出售之标的资产过户完成的公告》，天士力股份及其间接控制的 6 家合伙企业所持有的天士营销（现已更名为

“重庆医药集团（天津）医药商业有限公司”）的 100% 股权已过户至重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）并完成工商变更登记手续。根据相关机构出具的评估报告载明的评估结果，天士营销 100% 股权的评估值为 1412909342.18 元，交易对价为 1489392582.99 元。交易价款将分为四期支付，第一期 of 《股权转让合同》生效后 5 个工作日内，重庆医药支付股份转让价款的 20%；第二期 of 股份交割日后 10 个工作日内，支付股份转让价款的 50%；第三期 of 股份交割日后 6 个月期满后的 10 个工作日内，支付股份转让价款的 20%；第四期，为股份交割日后 12 个月期满后的 10 个工作日内，支付剩余股份转让价款。同时，根据《股权转让合同》，天士力股份拟将本次股权转让款用于偿还到期债务及补充日常运营资金。目前，天士力股份已收到两期股权转让款。

天士营销所处行业为药品流通行业，主要经营药品、医疗器械等产品的批发与零售连锁业务。根据天士营销 2019 年审计报告，截至 2019 年底，天士营销资产总额为 91.74 亿元，占公司总资产的 23.07%；负债总额 75.33 亿元，占公司负债总额的 27.72%；所有者权益 16.41 亿元，占公司所有者权益的 13.04%。2019 年，天士营销实现营业收入 134.35 亿元，占公司营业收入的 65.74%；实现净利润 3.19 亿元，占公司净利润的 57.70%。

对外担保方面，截至 2020 年 9 月底，天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的 ABS、ABN 及银行授信担保合同总计担保余额为 45.63 亿元，资产出售完成后，上述事项成为天士力股份的对外担保。重庆医药对天士力股份为天士营销提供的保障担保的融资款承担连带责任担保。

七、经营分析

1. 经营现状

近年来，医药商业带动医药行业收入规模

持续提升。同时，由于毛利率较低的医药商业收入占比提升，公司综合毛利率水平下滑明显。受新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及天士营销出表综合影响，2020年前三季度公司收入下降明显。

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，其中药品涵盖中成药、化学药、生物制

品等。2017—2019年，公司主营业务收入呈逐年增长趋势。2019年，公司实现主营业务收入203.69亿元，同比增长4.59%，主要来源于医药行业增长。2020年前三季度，受一季度疫情、部分国家谈判品种降价及剥离医药商业业务影响，收入规模下降明显。

表3 公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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
医药行业	166.27	94.18	35.80	186.21	95.61	35.16	196.25	96.35	30.60	114.10	88.30	34.56
其他业务	10.28	5.82	32.68	8.54	4.39	46.02	7.44	3.65	38.84	15.11	11.70	27.43
合计	176.55	100.00	35.62	194.75	100.00	35.64	203.69	100.00	30.90	129.21	100.00	34.02

注：其他业务是指公司的大健康（保健品）、中药材贸易、海外营销及融资租赁等业务
资料来源：公司提供

从收入构成看，医药行业板块是公司最主要的收入来源，公司医药行业板块包括中成药、化学药、生物药的研发和制造以及药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁业务，分为医药工业和医药商业两大板块。2017—2019年医药

行业板块收入占主营收入的比重均在90%以上，2017—2019年，公司医药行业板块稳定增长，2019年实现收入196.25亿元，同比增长4.59%。

表4 公司医药行业收入和毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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	44.80	39.67	73.88
医药商业	92.06	57.47	8.28	107.78	60.20	10.03	127.17	67.17	10.02	68.12	60.33	9.68
合计	160.20	100.00	36.22	179.05	100.00	36.10	189.32	100.00	31.23	112.92	100.00	35.15

注：表4统计数据为上市公司天士力股份统计口径，收入及毛利率较表3有所差异，主要系口径有所差异所致
资料来源：公司提供

医药行业方面，2017—2019年受益于医药商业收入快速提升，公司医药行业收入规模持续增长。受医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等国家政策影响，2019年医药工业收入同比下滑12.80%个百分点至62.15亿元；同期，受益于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，医药商业收入规模快速提升至127.17亿元。

公司其他业务板块主要包括保健品及海外营销业务，2017—2019年公司其他业务板块收

入持续回落，2019年为7.44亿元，同比下滑12.88%，主要系保健品及日用品的直销业务下降所致。

从毛利率来看，2017—2019年公司主营业务毛利率波动下降，分别为35.62%、35.64%和30.90%。其中医药行业毛利率逐年下滑，主要系毛利率较低的医药商业收入占比提高所致；公司其他业务毛利率波动较大，主要系产品结构调整所致。

2020年1—9月，公司实现主营业务收入

129.21 亿元，同比下降 14.90%。其中医药行业实现收入 114.10 亿元，同比下降 22.24%，一方面系医药工业收入下降，另一方面系医药商业业务剥离所致。同期，其他业务收入同比增长 196.86%至 15.11 亿元，主要系子公司出售安国数字中药都项目结转收入 9.70 亿元所致。随着医药商业业务剥离、收入占比有所下滑影响，公司综合业务毛利率提升至 34.02%；医药行业和其他毛利率分别为 34.56%和 27.43%，较上年均有所提升。

2. 医药工业

2017—2019 年，受现代中药收入下滑影响，公司医药工业收入规模波动下降。2019 年，公司核心中药产品复方丹参滴丸和水林佳销量有所下滑，产能利用率亦随之下降；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。2020 年前三季度，受疫情及部分国家谈判品种降价影响，公司医药工业收入同比小幅下滑 2.00%。

公司医药工业板块的经营主体为天士力股份和江苏天士力帝益药业有限公司，包括中成药、化学药、生物制品三大类产品的生产与制造，以中成药为主。2017—2019 年，中成药收入规模持续下滑，2019 年为 43.48 亿元，同比下滑 18.85%；同期，化学制剂药收入规模持续提升，2019 年为 16.06 亿；生物药在其核心产品普佑克进入医保后放量增长带动下，收入规模快速提升，2019 年为 2.17 亿元。

2017—2019 年，公司医药工业板块收入规模有所波动，分别为 68.14 亿元、71.27 亿元和 62.15 亿元，占主营业务收入的比重持续下降，分别为 38.60%、36.60%和 30.51%。

表 5 公司医药工业收入和毛利率情况(单位: 亿元、%)

业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 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
中成药	53.69	78.79	74.37	53.58	75.18	75.63	43.48	69.96	73.34	30.55	68.18	70.95
化学制剂药	13.10	19.23	75.57	15.00	21.05	76.86	16.06	25.84	80.27	12.50	27.90	84.37
化学原料药	0.36	0.53	29.16	0.41	0.58	40.13	0.44	0.71	46.70	0.46	1.03	47.70
生物药	0.99	1.45	46.88	2.28	3.19	70.71	2.17	3.49	64.47	1.30	2.89	51.14
合计	68.14	100.00	73.96	71.27	100.00	75.53	62.15	100.00	74.63	44.81	100.00	73.88

资料来源：公司提供

公司主要中成药产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸、益气复脉冻干粉针等。其中，核心产品复方丹参滴丸系独家产品，主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，2009 年入选国家基本药物目录；养血清脑颗粒（丸）主治血虚肝亢所致的头痛等疾病于 2012 年入选国家基本药物目录，水林佳、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸、注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸等已进入医保目录。公司化学药以抗肿瘤及精神领域药品为主，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞

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）、吲达帕胺片、盐酸苯海索片、舒必利片（100mg）和卡托普利片（25mg）先后通过仿制药一致性评价。

（1）原材料采购

中药材供应与保障

公司生产主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、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的方式，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。

化学药原材料采购

公司化学药生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。

公司化学药的原材料通过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，公司每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购的，一般至少库存 1 年的用量。

公司原材料采购采取的结算方式主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期 1~3 个月。

包装材料采购

公司主要通过向子公司天津博科林采购药瓶和瓶盖，均参考市场价格按照协议价格定价。其他包装材料市场供应充足，主要通过市场采购的方式，由具备资质的长期合作供应商供货。

(2) 产品生产

公司拥有国内一流的现代中药生产车间、目前国内生产能力最强的全自动滴丸生产设备（100 滴/秒）及全自动外包装生产线，可实现生产数据的在线采集、质量标准的实时监控、

物流信息的追踪管理、设备状态的自诊分析等过程控制。

公司采用以销定产的模式，由生产部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况制定生产计划，各生产车间负责具体产品的生产流程管理，质量保证部、质量检验部对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品质量进行检验监控。

产品生产方面，2017—2019 年，复方丹参滴丸产量持续下滑，分别为 14474.56 万盒、14383.35 万盒和 11861.77 万盒，同期，产能利用始终亦有所下降，分别为 100.52%、99.88% 和 82.37%；养血清脑颗粒产量持续增长，2019 年为 2401.40 万盒，同比增长 2.37%；水林佳产量则有所波动，2019 年为 964.48 万盒，同比下降 25.27%；随着 300L 项目投产，普佑克产量快速提升，2019 年为 23.44 万支。养血清脑颗粒和水林佳受市场需求影响，产能利用率较低，2019 年分别为 53.27% 和 40.19%，均同比有所下滑；普佑克产能利用率波动较大，2019 年产能利用率大幅下滑，主要系 300L 项目完成，产能大幅提升所致。

(3) 产品销售

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。

公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和 OTC 板块，并针对三个板块进行市场细分，对各细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式，从而达到最大的市场覆盖

效果。在经销商的选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况，并结合市场情况进行综合分析，确定区域内一级经销商，再根据一级经销商的业务覆盖范围结合行政区划选择二级分销商。目前，公司拥有一级商业经销商 452

家，二级经销商 4377 家，并将逐步签署新协议，将更多二级经销商转为一级。

结算方式和账期方面，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
复方丹参滴丸	产量	14474.56	14383.35	11861.77	8078.82
	产能利用率	100.52	99.88	82.37	81.06
	销量	14744.41	13844.93	12012.58	7518.95
	产销率	101.86	96.07	101.27	93.07
养血清脑颗粒（丸）	产量	2274.86	2345.83	2401.40	1505.94
	产能利用率	63.19	65.16	53.27	56.65
	销量	2314.31	2174.44	2599.67	1663.92
	产销率	101.73	93.28	108.26	110.49
水林佳	产量	1233.74	1290.55	964.48	1044.86
	产能利用率	61.69	64.53	40.19	68.75
	销量	1237.49	1280.09	1005.59	991.85
	产销率	100.30	99.04	104.26	94.93
普佑克	产量（万支）	1.31	4.40	23.44	37.58
	产能利用率	40.96	68.82	36.62	59.72
	销量（万支）	1.07	2.64	31.21	35.76
	产销率	81.68	59.95	133.16	95.15

注：2020 年 1-9 月产能已季度化

资料来源：公司提供

近年来，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，公司中成药产品销量增速有所放缓，部分产品的销量存在波动。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 年前三季度，复方丹参滴丸产销量同比均有所下降；养血清脑颗粒、水林佳及普佑

克的产销量及产销率均有所提升。其中普佑克前三季度销量 35.76 万支，同比增长 58.10%，产能利用率提升至 59.72%。2020 年 1-9 月，虽然普佑克销量大幅增长，但收入同比下降 35.60%至 1.30 亿元，主要系公司执行新的医药谈判价格并对渠道库存价格补差所致。

3. 医药商业

近年来，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。目前，天士力股份与重庆医药已完成了天士营销的资产交割，天士营销 100.00%股权已过户至重庆医药，相关工商变更登记手续已经完成（详见重大事项），公司已完成医药商业业务剥离。

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年实现营业收入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。

分销配送业务是指天士营销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，天士营销已建立了覆盖超过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，天士营销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%。

天士营销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%。

4. 其他业务

公司其他业务较为分散，2017—2019年收入规模呈下滑趋势。2020年前三季度，受益于安国中药都项目收入结转，其他业务规模快速提升，但未来持续性不强。根据公司战略规划，其他业务已处于逐步收缩阶段。

根据战略规划，公司将在现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康、特色医疗服务和中药材贸易等产业。目前，公司

的生命健康产业主要拥有保健食品、日化用品、帝泊洱茶和高档矿泉水等保健产品；特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等；中药材贸易经营主体为甘肃天士力中天药业有限责任公司，主要经营原药材、中药饮片和中成药销售业务。

2020年1—9月，公司出售安国中药都项目商铺，结转收入9.70亿元。安国中药都项目由子公司安国数字中药都房地产开发有限公司负责运营。该项目占地约500亩，分为启动区、续建区和西北地块熙街项目。其中启动区项目启动较早，目前仅剩尾盘销售；续建区项目于2019年开始预售，当年实现资金回流9.52亿元，2020年前三季度结转收入9.70亿元，预计未来两年结转收入0.62亿元；西北地块熙街项目计划投资额2.07亿元，预计2021年5月开始预售，未来两年预计结转收入3.47亿元。

融资租赁业务经营主体为天士力融资租赁有限公司，注册资本5亿元，业务投向为医药公司、公立医院以及大消费领域，期限为3~5年；2019年实现收入1.15亿元，净利润0.18亿元。截至2020年9月底，天士力融资租赁有限公司累计投放存量资金30亿元，存量资金13.20亿元，累计计提减值准备646万元，主要产品为医疗设备。

5. 经营效率

公司经营效率有待提高。

2017—2019年，公司销售债权周转次数逐年下降，存货周转次数和总资产周转次数呈波动下降态势，上述指标三年均值分别为1.82次、3.48次和0.51次，2019年分别为1.75次、3.49次和0.51次。

6. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。公司现有投资已接近尾声，未来两年投资规模

不大。

未来，公司继续发挥现有“四位一体”研发资源优势，以现代中药为核心，快速丰富“两翼”内涵，调整产品结构，在发展新产品的同时，围绕产业链打造和培育大品种，开展一系列产品与技术升级重点项目，提升大产品的市场竞争地位；同时，公司将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建、产业与资本的双轮驱动、管理与模式创新的发展逻辑，践行中药国际化“走出去、走进去、走上去”的三步走战略。以资本为纽带，加强与国际领先企业的合作，助力公司从传统制药公司向综合医学服务提供商的逐步转型。

公司将积极进行瘦身转型和结构优化，有序进行项目投资退出、部分股权资产处置工作，实现债务收缩、现金回流；同时，公司对控股

股东大健康集团及国台酒业集团有限公司（以下简称“国台集团”）存在较大规模的拆借款（截至2020年9月底，拆借款15.01亿元）。根据证监会官网显示，贵州国台酒业股份有限公司（以下简称“国台酒业”，国台集团持股50.58%）A股IPO材料已获证监会受理。未来如国台酒业上市成功，大健康集团和国台集团将通过国台酒业分红、股票减持和引入战略投资者等方式逐步归还公司拆借款。

截至2020年9月底，公司主要在建工程包括医药生物反应器扩能和GMP改造项目、天地药业新厂区建设项目和仁康医院新院区项目，预计总投资额为14.62亿元，截至2020年9月底已投资金额12.69亿元，未来尚需投资1.93亿元。

表7 截至2020年9月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至2020年9月底已投资额	未来投资计划		
			2020年10—12月	2021年	2022年
医药生物反应器扩能和GMP改造项目	34007.59	32963.41	1187.65	--	--
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	17121.95	1533.87	1890.38	--
帝益无菌药品车间项目	9123.00	9383.11	11.03	--	--
天地药业新厂区建设项目	27528.46	21590.22	1228.08	4710.16	--
辽宁保健品厂房建设项目	5300.00	3763.03	1084.74	422.24	--
文山三七数字本草检验中心有限公司基建项目	5138.00	4374.65	111.00	675.24	--
仁康医院新院区	42000.00	35294.00	400.00	5044.00	1262.00
樟树中药材初加工厂房项目	7530.30	2387.22	812.11	81.96	8.54
合计	146199.21	126877.59	6368.48	12823.98	1270.54

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2017—2019年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的2020年1—9月财务数据未经审计。

合并范围方面，2017年，公司合并范围增加3家子公司，减少1家子公司；2018年，公

司合并范围增加1家子公司，减少1家子公司；2019年，公司合并范围增加3家子公司，减少1家子公司；2020年8月，公司控股子公司天士力股份已完成对天士营销股权出售，天士营销不再纳入公司合并范围。天士营销出表，将对公司财务产生一定影响。截至2019年底，天士营销（合并）资产总额91.74亿元，所有者权益16.41亿元（含少数股东权益2.86亿元）；2019年，天士营销实现营业总收入134.35亿元，利润总额3.88亿元。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 397.58 亿元，所有者权益 125.85 亿元（含少数股东权益 71.86 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 205.58 亿元，利润总额 9.75 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 329.53 亿元，所有者权益 129.07 亿元（含少数股东权益 70.27 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 131.57 亿元，利润总额 9.83 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模有所波动，应收账款规模较大，以关联方借款为主的其他应收款对资金形成明显占用；公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。出售天士营销后，公司资产规模有所下降，主要系流动资产中的应收账款和存货等规模减少所致。

2017—2019 年，公司资产规模有所波动，年均复合增长 2.05%。截至 2019 年底，公司资产总额为 397.58 亿元，较上年下降 2.90%。其中，流动资产占 61.01%，非流动资产占 38.99%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产有所波动，年均复合增长率为 4.06%。截至 2019 年底，公司流动资产为 242.57 亿元，较上年下降 2.16%。公司流动资产主要由货币资金（占 13.68%）、应收票据（占 11.18%）、应收账款（占 37.25%）、存货（占 16.93%）和其他应收款（占 16.14%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为 9.56%。截至 2019 年底，公司货币资金为 33.17 亿元，较上年下降 28.10%，主要系 2019 年偿还债务支付现金较多所致；货币资金中有 10.83 亿元受限资金，受限比例为 32.65%，主要为保证金等，受限比例较高。

2017—2019 年，公司应收票据逐年下降，年均复合下降 9.70%。截至 2019 年底，公司

应收票据为 27.13 亿元，较上年下降 9.98%，主要系医药商业业务拓展机构客户所致，应收票据主要是银行承兑汇票（占 95.04%）。

受公司医药商业拓展医院终端销售业务，应收账款回款期加长影响，公司应收账款规模较大且保持增长。2017—2019 年，公司应收账款年均复合增长 11.45%。截至 2019 年，公司应收账款账面价值为 90.37 亿元，较上年增长 1.86%，受公司医药商业拓展医院终端销售业务影响，公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用；应收账款账龄以 1 年以内为主（占 95.52%），累计计提坏账准备 1.36 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 11.35 亿元，占比为 12.56%，集中度较低。

2017—2019 年，公司其他应收款（合计）波动增长，年均复合增长 2.68%。截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）39.15 亿元，较上年增长 34.06%。其中应收关联方款项 30.65 亿元；累计计提坏账准备 1.45 亿元，计提比例 3.78%，计提比例较低。从账龄来看，账龄在 1 年以内的其他应收款占 93.58%，账龄短。

表8 截至2019年底其他应收款中的关联方款项

关联方名称	金额（亿元）
天津天士力大健康产业投资集团有限公司	5.40
贵州汇珠营仁米产业开发有限公司	0.54
国台酒业集团有限公司	15.00
天津宝士力鼎膳餐饮管理有限公司	2.00 万元
天津宝士力置业发展有限公司	6.48
甘肃天誉医院（有限合伙）	0.66
天津智祥企业管理有限公司	0.02
天津帝泊洱生物茶连锁有限公司	1.24
吉林天士力矿泉饮品有限公司	0.83
天津帝泊洱销售有限公司	0.46
秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司	14.53 万元
合计	30.65

资料来源：公司2019年审计报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司存货不断增长，年均复合增长率为 10.20%。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 41.06 亿元，较上年增长 2.86%；存货主要由库存商品（占 54.35%）、

原材料（占 24.03%）和开发成本（占 16.84%）构成，累计计提跌价准备 0.21 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降 37.33%。截至 2019 年底，公司其他流动资产为 5.10 亿元，较上年下降 25.96%，主要为短期理财产品。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产保持稳定。截至 2019 年底，公司非流动资产为 155.01 亿元，较上年下降 4.04%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 15.60%）、长期应收款（占 9.22%）、长期股权投资（占 20.57%）和固定资产（占 27.44%）等构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 6.44%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 24.17 亿元，较上年下降 2.56%。其中可供出售债务工具 0.65 亿元，可供出售权益工具 23.52 亿元。按成本计量的可供出售金融资产 16.66 亿元，主要包含甘肃众友健康医药股份有限公司（4.32 亿元）和 C-BRIDGE HEALTHCARE FUND II L.P（4.11 亿元）等；按公允价值计量的可供出售金融资产 6.86 亿元，被投资对象主要包括 PHARNEXT SA（1.06 亿元）、Genova Inc Limited（1.40 亿元）、Mesoblast（1.47 亿元）和成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司（2.13 亿元）。

表 9 截至 2019 年底公司主要可供出售金融资产明细

被投资单位	账面价值（亿元）
甘肃众友健康医药股份有限公司	4.32
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND II L.P.	4.11
成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司	2.13
Mesoblast	1.06
曙光信息产业股份有限公司	1.47
Genova Inc Limited	1.39

资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司长期应收款逐年下降，年均复合下降 13.57%。截至 2019 年底，公司长期应收款为 14.30 亿元，较上年下降

17.80%，主要系融资租赁业务规模回落所致，构成主要为融资租赁款，其中 8.82 亿元用于质押担保。

2017—2019 年，公司长期股权投资有所下降，年均复合下降 8.50%。截至 2019 年底，公司长期股权投资为 31.88 亿元，较上年下降 2.01%。公司长期股权投资为对联营及合营企业的投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械，均为权益法核算，被投资主体主要有天津同仁堂集团股份有限公司和西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）等。

表 10 截至 2019 年底公司主要长期股权投资明细

被投资单位	账面价值（亿元）
西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）	3.79
天津同仁堂集团股份有限公司	5.47
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P	3.39
天津华金境天投资合伙企业（有限合伙）	3.30
I-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P	3.14
天津南汇投资（控股）有限公司	3.45

资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

表 11 截至 2019 年底公司本部直接或间接持有的可供出售金融资产及长期股权投资明细

被投资单位	账面价值（亿元）
甘肃众友健康医药股份有限公司	4.32
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND II L.P.	4.11
成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司	2.13
西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）	3.79
天津同仁堂集团股份有限公司	5.47
I-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P	3.14

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司固定资产规模波动下降，年均复合下降 7.80%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 42.53 亿元，较上年下降 16.43%，主要系计提折旧所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 65.37%）和机器设备（占比 29.77%）构成，累计计提折旧 28.58 亿元。

2017—2019 年，公司开发支出快速增长，年均复合增长 60.13%。截至 2019 年底，公司

开发支出为13.90亿元,较上年底增长21.46%,包括技术受让款及技术出资款(6.87亿元)和其他研发支出(资本化支出,7.03亿元)。

截至2020年9月底,公司(合并)资产总额为329.53亿元,较2019年底下降17.12%,主要系出售天士营销所致。截至2020年9月底,公司流动资产为176.45亿元,较2019年底下降27.26%;其中,应收账款为27.56亿元,较2019年底下降69.50%,主要系处置天士营销股权后应收账款余额减少所致;其他应收款为47.41亿元,较2019年底增长21.09%,系应收重庆医药(集团)股份有限公司购买天士营销的股权款及备用金增加所致;存货为24.46亿元,较2019年底下降40.42%,主要系处置天士营销股权所致;其他流动资产为11.48亿元,较2019年底增长125.27%,系购买理财产品增加所致。非流动资产为153.08亿元,较2019年底下降1.24%,整体变动不大。

资产受限方面,截至2020年9月底,公司受限资产合计16.65亿元,占资产总额的5.05%,受限比例低。

表12 截至2020年9月底公司资产受限明细

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	8.39	开立银行承兑汇票的保证金、借款保证金等
应收账款	0.08	银行贷款质押融资
固定资产	1.82	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
长期应收款	6.00	为银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
无形资产	0.36	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
合计	16.65	--

资料来源:公司提供

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

公司权益中少数股东权益和未分配利润占比高,所有者权益结构稳定性有待提高。

2017—2019年,公司所有者权益有所增

长,年均复合增长5.08%。截至2019年底,公司所有者权益为125.85亿元,较上年底变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为42.90%,少数股东权益占比为57.10%。归属于母公司所有者权益为53.99亿元,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占6.36%、43.62%、9.76%和37.92%。

2017—2019年,公司其他综合收益快速下降,年均复合下降29.30%。截至2019年底,公司其他综合收益为5.27亿元,较上年底下降11.00%,主要系可供出售金融资产的公允价值变动所致。

截至2020年9月底,公司所有者权益为129.07亿元,受益于利润积累和其他综合收益的增长,较2019年底增长2.56%。

(2) 负债

近年来,公司负债规模有所波动,债务结构较为均衡,但整体债务规模较重,且面临较大集中偿付压力;公司退出医药商业业务后,债务负担有所下降,同时债务结构有所优化。

2017—2019年,公司负债总额有所波动,年均复合增长0.74%。截至2019年底,公司负债总额为271.73亿元,较上年底下降4.19%。其中,流动负债占64.32%,非流动负债占35.68%。公司负债以流动负债为主。

流动负债方面,2017—2019年,公司流动负债波动下降,年均复合下降4.64%。截至2019年底,公司流动负债为174.78亿元,较上年底增长6.40%。公司流动负债主要由短期借款(占43.46%)、应付账款(占13.08%)和一年内到期的非流动负债(占18.11%)构成。

2017—2019年,公司短期借款规模波动下降,年均复合下降6.28%。截至2019年底,公司短期借款为75.95亿元,较上年底增长7.85%;短期借款主要由信用借款(占35.55%)、保证借款(占28.45%)、质押借款(占24.25%)和质押兼保证借款(占11.75%)构成。

2017—2019年,公司应付账款较为稳定,主要为应付货款。截至2019年底,公司应付

账款为 22.85 亿元，较上年底下降 2.97%。

2017—2019 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 179.46%。截至 2019 年底，公司预收款项为 11.25 亿元，较上年底增加 9.84 亿元，主要系安国房地产项目预收款。

2017—2019 年，公司其他应付款（合计）不断下降，年均复合下降 10.20%。截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）为 14.62 亿元，较上年底下降 12.72%，主要系往来款减少所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长率为 56.53%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 31.65 亿元，较上年底增长 34.47%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

2017—2019 年，公司其他流动负债快速下降，年均复合下降 62.28%，主要系短期债券到期兑付所致。截至 2019 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，为公司发行的超短期融资券“19 天士力 SCP002”。

非流动负债方面，2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合增长率为 0.74%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 96.95 亿元，较上年底下降 18.77%。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.38%）、应付债券（占 54.75%）和长期应付款（占 14.94%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款有所波动，年均复合下降 1.23%。截至 2019 年底，公司长期借款为 25.58 亿元，较上年底下降 31.64%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致；长期借款主要由保证借款（占 36.70%）、信用借款（占 33.54%）和质押兼保证借款（占 28.39%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 43.37%。截至 2019 年底，公司应付债券为 53.08 亿元，较上年底下降 13.23%，主要系部分应付债券转入一年内到期非流动负债所致。

2017—2019 年，公司长期应付款逐年下

降，年均复合下降 9.90%。截至 2019 年底，公司长期应付款为 14.48 亿元，较上年底下降 8.99%。公司与全资子公司西藏聚智创业投资有限公司、天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）、高林资本管理有限公司、泰康人寿保险股份有限公司和高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）签订的《天津天士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》及《补充协议》的有关规定，该合伙企业注册资本 500000.00 万元，其中，泰康人寿保险股份有限公司和高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）作为优先级有限合伙人，分别认缴注册资本 17.25 亿元和 7.00 亿元。截至 2019 年底，上述两家优先级有限合伙人实际出资分别为 10.47 亿元和 3.81 亿元。除上述两家优先级合伙人享受保底收益之外，公司作为劣后级有限合伙人对协议约定期限内未退出的投资项目需承担收购义务。本报告已将长期应付款计入长期债务并进行相关债务指标的核算。

因天士营销出表，公司负债规模有所下降。截至 2020 年 9 月底，公司负债总额为 200.46 亿元，较 2019 年底下降 26.23%。流动负债为 123.42 亿元，较 2019 年底下降 29.38%；其中，公司短期借款和应付账款分别较 2019 年底下降 27.52%和 73.45%；预收款项为 2.20 亿元，较 2019 年底下降 80.47%，系子公司安国房地产开发公司预收款结转收入所致；其他应付款为 18.54 亿元，较 2019 年底增长 26.79%，系关联方借款增加所致；一年内到期的非流动负债为 16.16 亿元，较 2019 年底下降 48.95%，系“17 天士力 PPN001”（发行规模 5 亿元）到期兑付，以及出售天士营销使得其发行的 2018 年第一期应收账款资产支持票据（发行规模 10 亿元）不再并表所致；其他流动负债为 18.91 亿元，较 2019 年底增长 278.23%，系公司发行多期（超）短期融资券所致。公司非流动负债为 77.03 亿元，较 2019 年底下降 20.54%；其中，应付债券较 2019 年底下降

27.66%至38.40亿元,系天士力股份发行的“18天士力医MTN001”(10亿元)转入一年内到期的非流动负债,以及天士营销出表减少其发行的2018年第一期应收账款资产支持证券(发行规模15亿元)所致。

全部债务方面,2017—2019年,公司全部债务有所波动,年均复合增长0.16%。截至2019年底,公司全部债务为214.39亿元,较上年底下降8.42%,其中短期债务占56.56%,长期债务占43.44%。受天士营销出表影响,截至2020年9月底,公司全部债务为165.52亿元,较2019年底下降22.79%,其中短期债务较2019年底下降23.98%至92.18亿元,长期债务较2019年底下降21.25%至73.35亿元,公司债务结构变动不大。

债务指标方面,2017—2019年,公司资产负债率和全部债务资本化比率均逐年下降,加权均值分别为68.98%和64.06%,截至2019年底分别为69.35%和63.01%;公司长期债务资本化比率波动上升,加权均值为43.14%,截至2019年底为42.53%。截至2020年9月底,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60.83%、56.19%和36.24%,较2019年底均有下降。

截至本报告出具日,公司本部存续债券余额合计30.30亿元,其中于2021年内到期债券余额合计22.30亿元,公司面临较大集中偿付压力。

表13 截至本报告出具日公司本部存续债券概况

债券简称	发行日期	到期日期	余额(亿元)
18天士力MTN002	2018-03-05	2021-03-07	10.00
18天士力MTN003	2018-04-16	2021-04-18	5.00
20天士力CP001	2020-06-08	2021-06-10	4.00
18天士力PPN001	2018-11-27	2021-11-29	2.50
19天集03	2019-11-29	2021-12-03	0.80
20天集01	2020-03-05	2022-03-09	3.00
20天士力(疫情防控债)MTN001	2020-05-07	2023-05-11	5.00
合计	--	--	30.30

资料来源:Wind,联合资信整理

4. 盈利能力

近年来,公司营业总收入整体呈增长态势,但医药工业收入的下降导致公司盈利能力明显下滑;期间费用对利润形成较大侵蚀;利润水平对非经营性损益依赖很大,且以处置资产为主的投资收益可持续性弱;2020年前三季度,因出售天士营销,公司收入规模同比下滑,但由于天士营销医药商业业务盈利能力较弱,对公司利润总额的贡献度较低,出售完成后,公司整体盈利能力仍保持良好水平。

2017—2019年,公司营业总收入不断增长,年均复合增长率为7.30%;2019年,公司实现营业总收入205.58亿元,同比增长3.85%,增幅较上年有所回落。2017—2019年,公司营业成本不断增长,其他业务成本²波动增长,年均复合增长率分别为11.27%和26.75%;2019年,公司发生营业成本141.28亿元,同比增长12.23%;其他业务成本0.54亿元,同比9.86%。2017—2019年,公司营业利润率波动下降,分别为34.86%、35.32%和30.44%。

2017—2019年,公司期间费用分别为54.43亿元、61.74亿元和60.17亿元,占营业总收入的比重分别为30.48%、30.91%和29.27%,对利润侵蚀较大。2019年,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占期间费用的比重分别为50.32%、23.61%、9.72%和16.35%。其中,销售费用为30.28亿元,同比下降1.98%;管理费用为14.21亿元,同比增长4.70%;研发费用为5.85亿元,同比下降5.26%;财务费用为9.83亿元,同比下降6.90%。

2017—2019年,公司资产减值损失波动增长,2019年为2.13亿元,主要为坏账损失。2017—2019,公司投资收益波动下降,分别为9.84亿元、10.70亿元和6.56亿元;其中,2019年投资收益较上年有所下降,主要系处置可供出售金融资产所得投资收益下降所致(处置长期股权投资产生的投资收益1.85亿元和处置可供出售金融资产取得的投资收益4.01亿元)。

²含利息支出和手续费及佣金支出

2017—2019年，公司营业外收入和其他收益合计分别为1.16亿元、1.95亿元和3.29亿元，主要为政府补助。

2017—2019年，公司分别实现利润总额16.98亿元、16.77亿元和9.75亿元；其中2019年利润总额较上年明显下降，主要系当期成本上升较快及投资收益减少所致。

从整体盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率波动下降，净资产收益率不断下降，三年加权均值分别为5.73%和7.03%，2019年为5.08%和4.39%，同比分别下降1.50个百分点和4.97个百分点。

2020年1—9月，公司营业总收入为131.57亿元，同比下降14.24%，主要系天士营销出表所致；实现利润总额9.83亿元，同比增长14.56%，公司营业利润率提升至33.13%。

5. 偿债能力

近年来，公司偿债指标有所弱化；综合考虑公司应收票据规模较大，可供出售金融资产可变现性强，银行授信余额较为充足，整体偿债能力较好。

短期偿债能力方面，2017—2019年，公司流动比率和速动比率呈波动上升态势，三年加权平均值分别为137.98%和115.43%，2019年底分别为138.79%和115.30%，较上年底分别下降12.14个百分点和11.33个百分点。2017—2019年，公司经营现金流动负债比分别为-18.99%、3.66%和11.45%。截至2020年9月底，公司流动比率和速动比率分别为142.96%和123.14%，较上年底均有所上升。2017—2019年和2020年9月底，公司现金短期债务比分别为0.42倍、0.64倍、0.50倍和0.67倍，现金类资产对短期债务覆盖程度一般。

长期偿债能力方面，2017—2019年，公司EBITDA波动下降，分别为30.37亿元、34.04亿元和27.37亿元。2017—2019年，公司全部债务/EBITDA波动上升，2019年为7.83倍；EBITDA利息倍数不断下降，2019年为2.32

倍。公司长期偿债能力逐步弱化。

出售天士营销后，公司现金类资产规模未明显下降，对短期债务的保障能力有所提升，营运资金压力和杠杆率有所缓解，整体盈利能力仍保持良好水平，剩余30%股权转让款将于一年内收回，整体偿债能力仍较好。

截至2020年9月底，公司对外担保余额52.55亿元。其中，公司控股子公司天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的ABS、ABN及银行授信担保合同总计担保余额为45.63亿元，重庆医药为天士力股份为天士营销提供的保障担保的融资款承担连带责任担保。

表14 截至2020年9月底公司对外担保情况

被担保单位	担保额度(亿元)	担保到期日
云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司	0.25	2021/09/24
	0.90	2020/11/29
	0.92	2021/06/27
吉林天士力矿泉饮品有限公司	0.15	2021/03/27
	0.45	2020/12/25
云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司 天津天士力大健康产业投资集团有限公司	0.40	2021/05/29
天津帝泊洱销售有限公司	0.05	2021/04/28
国台酒业集团有限公司	0.50	2021/07/15
	0.05	2021/04/28
秦皇岛金士国际葡萄酒庄公司	0.72	2031/09/03
江西中通融资租赁有限公司	2.53	2021/12/24
重庆医药集团(天津)医药商业有限公司	45.63	--
合计	52.55	--

注：江西中通融资租赁有限公司与公司无关联关系

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司共获得银行授信252.02亿元，尚未使用额度为164.64亿元；子公司天士力股份为上市公司。公司具备间接和直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

公司本部作为控股型公司,收入规模很小,盈利主要依赖投资收益;本部资产以其他应收款和长期股权投资(上市公司天士力股份股权)为主,资产质量尚可;公司本部债务负担重,承担较多融资职能,偿债能力弱,短期偿债压力大。公司本部通过基金持有西藏易明西雅医药科技股份有限公司、重药控股股份有限公司和歌礼制药有限公司等上市公司优质股权,变现能力较强。公司已开展部分股权资产退出,预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

截至 2019 年底,公司本部资产总额为 112.65 亿元,较上年底增长 0.51%,变化不大。其中,流动资产为 63.39 亿元(占比 56.27%),非流动资产为 49.26 亿元(占比 43.73%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 11.26%)和其他应收款(占 88.49%)构成,非流动资产主要由长期股权投资(占 97.13%)构成。截至 2019 年底,公司本部货币资金为 7.14 亿元。

截至 2019 年底,公司本部负债总额为 92.42 亿元,较上年底增长 1.31%。其中,流动负债为 61.03 亿元(占比 66.03%),非流动负债为 31.39 亿元(占比 33.97%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占 73.76%)、其他应付款(占 6.15%)、一年内到期的非流动负债(占 9.93%)和其他流动负债(占 8.19%)构成,非流动负债主要由应付债券(占 96.82%)构成。

截至 2019 年底,公司本部所有者权益为 20.23 亿元,较上年底下降 4.04%。其中,实收资本为 3.44 亿元(占 16.98%)、资本公积为 15.20 亿元(占 75.10%)、未分配利润为 0.44 亿元(占 2.18%)、盈余公积为 1.17 亿元(占 5.76%)。公司本部所有者权益以实收资本和资本公积为主,所有者权益稳定性强。

2019 年,公司本部营业收入为 0.09 亿元,净利润为 0.36 亿元。

2019 年,公司本部经营活动现金流量净额为 -2.87 亿元;投资活动现金流量净额为 8.57

亿元;筹资活动现金流量净额为 -5.50 亿元。

有息债务方面,截至 2019 年底,公司本部有息债务为 88.40 亿元,其中短期债务 57.01 亿元,长期债务 31.39 亿元。从债务指标看,截至 2019 年底,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 82.04%、81.37%和 60.80%,整体债务负担重。

截至 2020 年 9 月底,公司本部受限资产 7.22 亿元,全部为货币资金(质押担保)。

九、结论

近年来,受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和消费能力的升级,中国医药行业面临良好的发展机遇。

公司作为国内实践中药现代化的领军企业,自主研发能力处于国内中药行业领先水平,产品质量管理体系率先与国际接轨,品牌影响力和中药材自给优势明显。

目前,公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固,二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。未来,公司将进一步完善制药工业产业链,扩大营销网络,并以国内市场为基础,大力进军国际市场。

近年来,公司资产规模有所波动,资产质量尚可,整体债务规模较重,权益稳定性有待提高;收入规模呈增长态势,但医药工业收入下降导致公司盈利能力明显下滑,期间费用对利润形成侵蚀,利润水平对非经营性损益依赖很大,且投资收益可持续性弱;公司本部债务负担重。

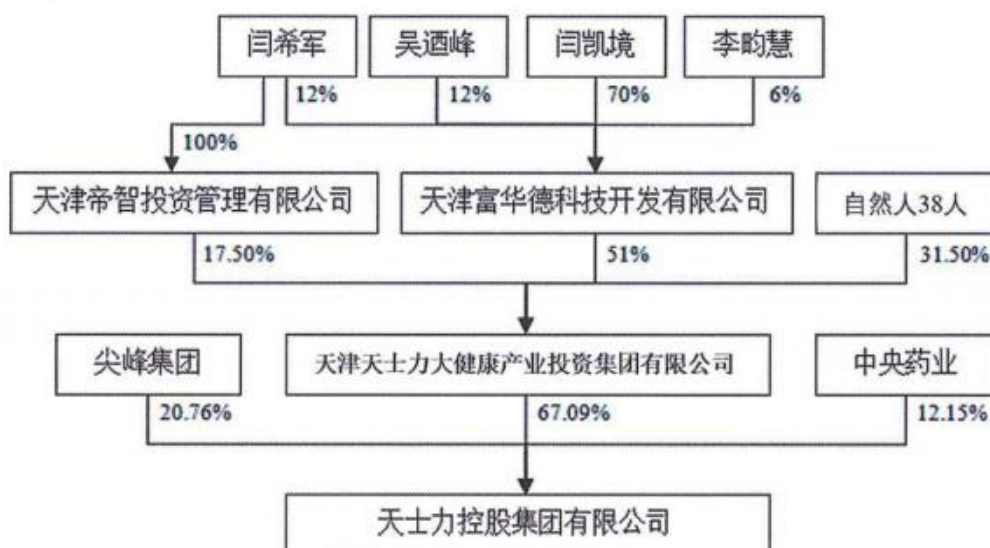
2020 年 8 月,公司控股子公司天士力股份及其间接控制的 6 家合伙企业向重庆医药出售天士营销 100.00%股权。公司医药商业业务的剥离有利于公司集中优势资源发展医药工业业务。天士营销的出售虽然使得公司资产规模有所下降,收入规模明显减少,但权益规模影响不大,债务水平有所回落,有利于主业盈利能

力获得提升。

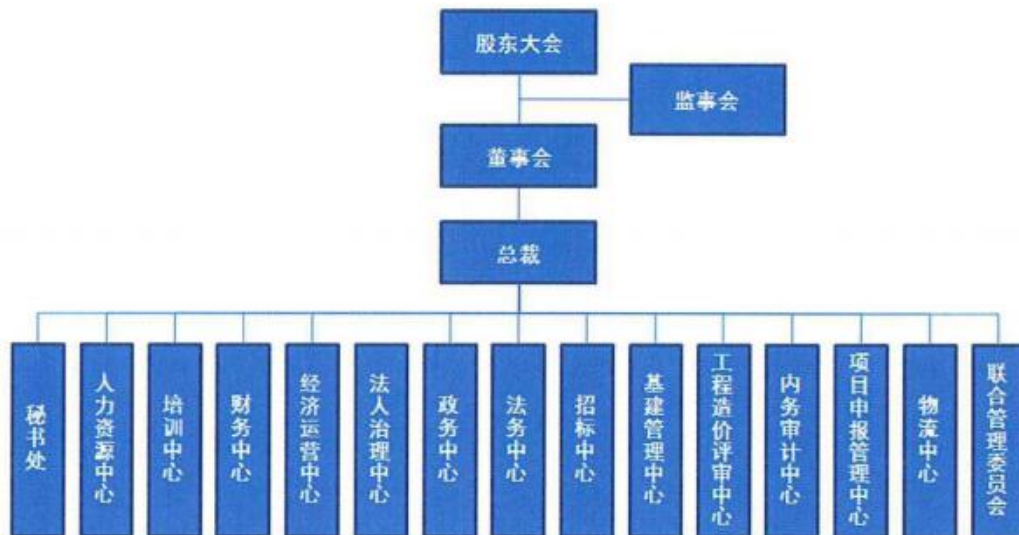
未来，公司将进一步聚焦医药工业，继续推进现代中药、生物药和化学药的协同发展，构筑创新医药研发集群；扩大营销网络，以国内市场为基础，大力拓展国际市场。随着医保产品的逐步放量，公司未来盈利能力有望进一步提升。

综合分析，公司主体偿债风险很小，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	60.90	76.29	60.35	61.95
资产总额(亿元)	381.75	409.46	397.58	329.53
所有者权益(亿元)	113.98	125.84	125.85	129.07
短期债务(亿元)	144.01	119.82	121.25	92.18
长期债务(亿元)	69.69	114.43	93.14	73.35
全部债务(亿元)	213.71	234.25	214.39	165.52
营业总收入(亿元)	178.57	197.97	205.58	131.57
利润总额(亿元)	16.98	16.77	9.75	9.83
EBITDA(亿元)	30.37	34.04	27.37	--
经营性净现金流(亿元)	-36.50	6.02	20.01	8.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.95	1.76	1.75	--
存货周转次数(次)	3.53	3.41	3.49	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.50	0.51	--
现金收入比(%)	98.27	109.37	115.43	102.29
营业利润率(%)	34.86	35.32	30.44	33.13
总资本收益率(%)	6.08	6.58	5.08	--
净资产收益率(%)	10.12	9.36	4.39	--
长期债务资本化比率(%)	37.94	47.63	42.53	36.24
全部债务资本化比率(%)	65.22	65.05	63.01	56.19
资产负债率(%)	70.14	69.27	68.35	60.83
流动比率(%)	116.56	150.93	138.79	142.96
速动比率(%)	98.97	126.63	115.30	123.14
经营现金流动负债比(%)	-18.99	3.66	11.45	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.64	0.50	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	2.86	2.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.04	6.88	7.83	--

注：2020 年 1-9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.35	7.25	7.14	11.33
资产总额(亿元)	119.29	112.08	112.65	125.62
所有者权益(亿元)	23.73	21.09	20.23	19.81
短期债务(亿元)	59.87	57.93	57.01	54.55
长期债务(亿元)	29.09	30.40	31.39	40.07
全部债务(亿元)	88.97	88.33	88.40	94.61
营业收入(亿元)	0.02	0.01	0.09	0.25
利润总额(亿元)	0.14	0.49	0.36	-0.42
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.38	-3.27	-2.87	-2.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	134.78	64.61	103.46	0.00
营业利润率(%)	-17.28	-262.60	75.73	95.96
总资本收益率(%)	2.30	2.57	2.61	-
净资产收益率(%)	0.58	2.33	1.76	--
长期债务资本化比率(%)	55.08	59.04	60.80	66.92
全部债务资本化比率(%)	78.95	80.73	81.37	82.69
资产负债率(%)	80.11	81.19	82.04	84.23
流动比率(%)	103.30	94.27	103.87	114.65
速动比率(%)	103.30	94.27	103.87	114.65
经营现金流动负债比(%)	-2.14	-5.40	-4.70	--
现金短期债务比(倍)	0.04	0.13	0.13	0.21
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标

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	天士力控股集团有限公司
企业性质	民营	民营	民营
级别	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
综合毛利率(%) (2019 年)	63.33	39.49	30.90
销售债权周转次数(次) (2019 年)	3.68	3.11	1.75
财务数据时点	2019 年		
资产总额(亿元)	340.35	350.13	397.58
所有者权益(亿元)	186.91	133.97	125.85
营业收入(亿元)	121.47	218.07	205.58
利润总额(亿元)	20.62	17.79	9.75
经营活动现金流净额(亿元)	25.16	20.38	20.01
资产负债率(%)	45.08	60.02	68.35

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	
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) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
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%
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

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+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 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

联合资信评估股份有限公司关于 天士力控股集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在天士力控股集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天士力控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。天士力控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，天士力控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天士力控股集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现天士力控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天士力控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天士力控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。