

# 信用等级公告

联合〔2020〕321号

西藏奇正藏药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西藏奇正藏药股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**西藏奇正藏药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**西藏奇正藏药股份有限公司拟公开发行的 A 股可转换公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 西藏奇正藏药股份有限公司

## 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA  
公司主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
发行规模：不超过 8 亿元（含）  
债券期限：6 年  
转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止  
还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
评级时间：2020 年 6 月 15 日  
主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	22.97	23.13	29.84	30.07
所有者权益（亿元）	18.94	20.45	22.62	23.14
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	2.20	0.00	3.00	4.00
营业收入（亿元）	10.53	12.13	14.03	1.52
净利润（亿元）	3.01	3.17	3.64	0.48
EBITDA（亿元）	3.51	3.82	4.39	--
经营性净现金流（亿元）	2.30	4.99	4.06	3.19
营业利润率（%）	85.54	85.86	85.55	82.17
净资产收益率（%）	16.50	16.12	16.92	8.48
资产负债率（%）	17.54	11.57	24.20	23.04
全部债务资本化比率（%）	10.41	0.00	11.72	14.75
流动比率（倍）	4.58	7.36	3.26	2.98
EBITDA 全部债务比（倍）	1.60	--	1.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	89.94	50.99	243.97	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.44	0.48	0.55	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”或“奇正藏药”）的评级反映了公司作为国内知名藏药企业，在行业地位、研发实力、产品知名度、营销实力以及资源获取能力等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司资产和收入规模逐年增长，盈利能力强，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈且受政策影响较大，采购集中度较高且对部分供应商存在一定依赖以及收入对单一产品存在依赖等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司募投项目的建成，公司产能将进一步扩大，产品结构进一步丰富，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8 亿元（含）的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，预计公司的资本结构有进一步优化的可能。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司是国内知名藏药企业，细分行业地位突出、品牌知名度较高、资源获取能力强。公司是藏药产业中唯一“国家首批创新型企业”，主要产品奇正消痛贴膏为公司独家产品、国家保密处方、全国医保目录产品、国家基本药物目录品种。近年来，公司多次参与国家中药资源普查，公司多次参与国家中药资源普查，共完成 72 个样地、360 个样方套、2,160 个样方的调查，样地到达率为 83.3%。



2. 公司在技术研发、专利储备、产品质量等方面具有较强的竞争优势。公司藏医药特色资源，结合藏医药文献典籍整理和藏医药专家经验整理，挖掘和开发有藏医特色的高临床价值的新产品，并储备了大量的新技术和具有潜力的项目。

3. 近年来，公司资产和收入规模逐年增长，经营活动现金流状况较佳，盈利能力强，债务负担较轻。2017—2019年，公司资产总额和收入规模持续增长，分别年均复合增长13.99%和15.41%；经营活动现金流净额分别为2.30亿元、4.99亿元和4.06亿元；净资产收益率分别为16.50%、16.12%和16.92%；全部债务资本化比率分别为10.41%、0.00%和11.72%。

#### 关注

1. **原材料质量风险。**公司部分原材料采购自藏区，受自然条件及炮制工艺的影响较大，若采购过程中质量控制环节控制不当，对公司产品质量将会产生不利影响。

2. **采购集中度较高，对部分供应商存在一定依赖。**2017—2019年，公司前五大供应商采购金额占比分别为55.33%、49.99%和53.36%，其中第一大供应商采购金额占比分别为21.98%、19.51%和22.99%。

3. **公司收入对单一产品存在依赖。**公司营业收入主要来自消痛贴膏产品。目前，国内市场上与公司产品适用症状相同的贴膏类产品较多，竞争较为激烈。此外，医保控费等相关政策加剧了行业内市场竞争，使公司的利润空间有所压缩。

#### 分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：





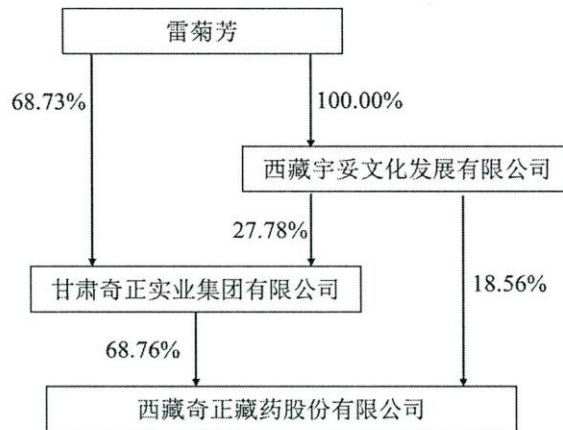
## 一、主体概况

西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”或“奇正藏药”）的前身是西藏林芝奇正藏药厂（以下简称“奇正药厂”），于1995年12月由甘肃奇正实业集团有限公司（以下简称“奇正集团”）、西藏宇妥文化发展有限公司（原名“西藏宇妥藏药研究所”，以下简称“宇妥文化”）和西藏林芝地区民政局共同创办设立，注册资本为1,000万元，经济性质为集体企业。1997年12月，公司改制为私营企业，注册资本4,000万元。2007年8月，公司更名为西藏林芝奇正藏药厂（有限公司），企业类型变更为有限责任公司；同年10月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本增至3.65亿元，名称变更为现名。

经证监会（2009）762号文核准，公司首次公开发行股票4,100万股，注册资本变更为40,600万元，并于2009年8月在深圳证券交易所上市，股票简称为“奇正藏药”，股票代码为“002287.SZ”。

后经历增资后，截至2019年末，公司注册资本530,180,979元。其中，奇正集团持有公司68.76%的股份，是公司控股股东；雷菊芳女士为公司实际控制人。截至2020年5月8日，奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为38,967,530股，占其所持股份比例为7.35%，质押比例较低。

图 1 截至 2019 年末公司主要股东股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：生产贴膏剂、软膏剂、颗粒剂；药材收购加工；进出口贸易（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年末，公司内设商务部、合规部、行政管理部、人力资源部、运营管理部、信息管理部、财务部、投资与业务拓展部、电商事业部、采购物流部等职能部门，以及研发体系、制造体系、营销体系、子公司体系四大体系（附件 1）；拥有在职员工 2,191 人。截至 2019 年末，公司合并范围内子公司共 16 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 29.84 亿元，负债合计 7.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.46 亿元。2019 年，公司实现营业收入 14.03 亿元，净利润（含少数股东损益）3.64 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.51 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 30.07 亿元，负债合计 6.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.98 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.52 亿元，净利润（含少数股东损益）0.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；

经营活动产生的现金流量净额 3.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.75 亿元。

公司注册地址：西藏林芝市巴宜区德吉路 2 号；法定代表人：雷菊芳。

## 二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

### 1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。本次可转债发行规模不超过人民币 8 亿元（含），按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债无担保。

#### （1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价之间较高者。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

$$\text{派送股票股利或转增股本： } P_1 = P_0 / (1+n) ;$$

$$\text{增发新股或配股： } P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k) ;$$

$$\text{上述两项同时进行： } P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k) ;$$

$$\text{派送现金股利： } P_1 = P_0 - D ;$$

$$\text{上述三项同时进行： } P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k) 。$$

其中：P<sub>0</sub>为调整前转股价，n为送股或转增股本率，k为增发新股或配股率，A为增发新股价或配股价，D为每股派送现金股利，P<sub>1</sub>为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东



大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者；若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

## (2) 赎回条款

### 到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

### 有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

$I_A$ ：指当期应计利息；

$B$ ：指本次可转债持有人持有的可转债债券票面总金额；

$i$ ：指本次可转债当年票面利率；

$t$ ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

## (3) 回售条款

### 有条件回售条款

在本次可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

### 附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

## 2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募集资金总额不超过 8 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目，募集资金不足部分由公司自筹解决。

表 1 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额
奇正藏药医药产业园建设项目	119,885.52	80,000.00

资料来源：公司提供

根据甘肃省甘南藏族自治州合作市发展和改革局《关于贯彻落实合作市国家重点生态功能区产业准入负面清单的通知》要求，公司甘南生产基地作为医药制造业企业，需在 2019 年 12 月 31 日前搬迁至合作市生态产业园，2019 年 12 月 31 日后不能在原址继续生产和发展。本次募投项目利用临洮区域经济及土地条件，通过新建厂房、新购设备设施等方式提升技术并扩大生产规模，满足公司未来生产经营所需。该项目为临洮奇正藏药医药产业基地建设工程，位于甘肃省临洮县内，总建筑面积为 156,000 平方米，包括医药车间、危险品品库、辅助生产用房、综合检测中心、锅炉房、消防水池、泵房及上述厂房的配套生产设备若干。该项目预计总投资 119,885.52 万元，项目建设周期 3 年。根据项目有关的可行性研究报告，项目内部收益率为 33.58%（所得税前），预计投资回收期为 5.25 年（所得税前，含建设期），项目经济效益前景较好。

总体看，公司募投项目建成后，将进一步扩大生产规模。项目逐步投产后，公司营业收入及盈利水平将得到提升，进一步增强公司的盈利能力和抗风险能力。

### 三、行业分析

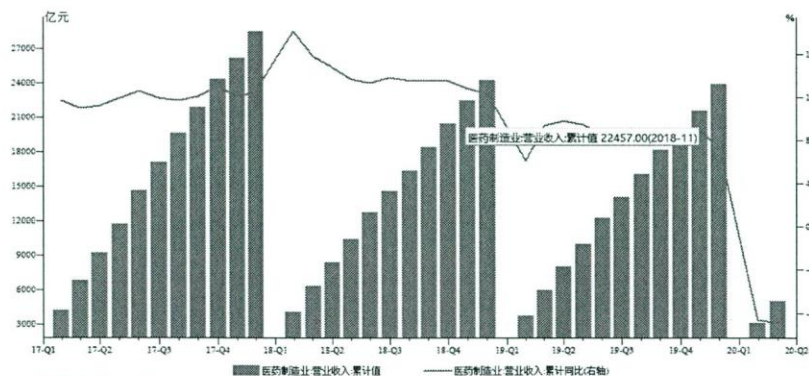
#### 1. 行业概况

近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入平稳增长阶段。

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。据国家统计局数据显示，规模以上医药企业主营业务收入从 2007 年的 11,721.28 亿元增加到 2018 年的 156,645.00 亿元，年均复合增长 29.60%。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2011 年以来规模以上医药企业主营业务收入增速有所下降。2019 年医药制造业规模以上企业实现营业收入 23,908.6 亿元，同比增长 7.4%，增速同比下降 5.2 个百分点；实现利润总额 3,119.5 亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 3.6 个百分点。2019 年，中国医药制造业受医保控费、带量采购扩围、一致性评价等一系列政策因素影响整体增速回落。

图 2 近年来医药制造业规模以上企业营业收入情况（单位：亿元、%）





## 2. 行业竞争

目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，仍呈粗放型发展态势。

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。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2019 年 11 月末已接近 7,400 家，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。

## 3. 行业政策

随着国家医改深入推进，医药行业各种政策的影响和叠加效果进一步显现。

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。近年来，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 2 2017 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1,297 个，中成药部分 1,238 个(民族药 88 个)；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件



	疗器械创新的意见》		
2018年4月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”
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《第一批鼓励仿制药品目录》	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	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：联合评级整理

#### 4. 行业关注

##### (1) 研发能力不足

政策加速企业分化，药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发



实力的提升和政府仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。2015年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

## （2）药品降价

2014年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

## 5. 未来发展

从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司作为知名藏药企业，产品知名度及市场占有率较高，在外用贴膏细分市场竞争力较强。此外，公司营销网络和资源获取方面具备较强优势。

公司主营业务为藏药的研发、生产及销售，包括外用止痛药物和口服藏成药等。公司藏药产业中唯一“国家首批创新型企业”，拥有国家级企业技术中心和藏药外用制剂、藏药固体制剂两个国家地方联合工程实验室。

产品方面，公司拥有12个独家品种或独家剂型品种、55个藏药品种和72个批准文号，其中OTC品种9个、国家技术秘密（秘密级）品种2个。公司藏药品种涉及骨科、神经科、妇科、消化



科等多个藏医特色治疗领域，并具备以独家品种或独家剂型品种为核心的产品线组合。奇正消痛贴膏为公司独家产品、国家保密处方、全国医保目录产品、国家基本药物目录品种。据米内网全国城市药店和全国公立医院数据显示，2018年奇正藏药外用系列产品在零售渠道和医疗渠道分别占据骨骼肌肉系统中成药-外用市场份额的14%和19%，其中主要产品奇正消痛贴膏为该细分中贴膏剂型的第一品牌。药品质量方面，公司高度重视产品质量，截至2019年末，公司各生产线均已完成新版GMP认证。

截至2019年末，公司1个品种进入国家基本药物目录，17个品种进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019年版）》，35个产品进入地方省级医保目录，49个产品进入地方基药目录，9个产品进入地方低价药目录，2个产品进入国家急（抢）救药品目录。

营销方面，公司以自营销售模式为主，结合招商模式进行渠道拓展，深入布局县级医院及基层市场。公司产品已具备较好的市场准入基础。市场准入方面，消痛贴膏、白脉软膏、青鹏软膏等核心品种在全国重点省级市场的招标中全部顺利中标/挂网，红花如意丸、仁青芒觉胶囊等重点口服藏成药也大规模中标/挂网。公司拟新上市产品和品规在多个省市正式挂网。

资源获取方面，公司在资源保护、种植基地建设方面建立了一定的资源优势。公司对重点药材及具有开发前景的藏药材的资源情况进行调研，同时基于质量标准研究的数据和资源调研的情况，对常用藏药材开展野生半抚育技术的种植研究，以保证资源的可持续性。公司在西藏自治区的山南、林芝地区建立了野生抚育基地、人工种植基地和保护基地，积累了独一味、翼首草等藏药材的种植技术，并先后承担了多个国家和西藏自治区的藏药材种植技术科研攻关项目。近年来，公司多次参与国家中药资源普查，共完成72个样地、360个样方套、2,160样方的调查，其中约30个样地分布在无人区，样地到达率为83.3%，超过国家考核标准（80%），基本掌握阿里地区噶尔、日土两县的药材资源分布；完成30个常用藏药材炮制规范研究；建立了独一味、铁棒锤、红花等多种药材的野生抚育基地和人工种植示范基地，为重点濒危野生药材实现人工种植积累了经验，为公司原药材供应和研发品种的可持续发展提供了技术支撑；建立了藏药材阿卡如地方标准，并进行机理研究、药效学及成分分析，为其资源可持续性发展提供数据基础。

荣誉方面，2019年，公司获得中国非处方药协会2019年中国非处方药产品综合统计排名第33位。2019年全国医药经济信息发布会上，“奇正®”荣获2019年“中国医药·品牌榜（零售终端）外用镇痛药优秀品牌”；2019年中国中药品牌建设大会上，公司荣登“2019年度临床价值中成药品牌榜”；消痛贴膏和铁棒锤止痛膏获得“2018—2019年家庭常备药上榜品牌（外用止痛药）”荣誉称号。

## 2. 技术水平

**公司藏药研发水平较高，专利成果显著，有利于公司未来的持续发展。**

药品开发方面，公司具备较强的藏药开发能力。公司从剂型创新、新适应症拓展、新型给药方式创新以及藏医西医结合挖掘临床价值等方面开展民族药研发创新工作。公司在以消痛贴膏为研究核心的基础上，一方面通过与国内院校及研发机构合作，开展基于藏医特色疗法的医药结合的新品开发，用以拓展疼痛产品线；另一方面在藏医“黄水病”“白脉病”基础理论研究的同时，开展藏医特色疗法-涂擦法治疗神经系统疾病系列临床研究。

在新药临床研究方面，催汤颗粒正在进行III期临床研究；正乳贴完成II期临床研究；夏萨德西胶囊按计划II期临床研究中；消痛气雾剂治疗急性扭挫伤的IIa期临床研究正在开展中。公司积极推进国际合作，与麻省理工学院合作已完成外用制剂弹性测试技术平台建设等项目，并持续开展



新技术合作研究。

2017—2019年，公司研发投入分别为4,186.72万元、4,827.26万元和6,356.26万元，占营业收入的比重分别为3.98%、3.98%和4.53%。

截至2019年末，公司拥有专利129个，其中发明专利114个。

### 3. 人员素质

**公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高；员工队伍岗位构成、学历结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。**

截至2019年末，公司共有董事7名（其中独立董事3名）、监事4名，高级管理人员7名（其中1名由董事兼任），公司高管人员大多从事相关行业管理工作多年或在行业内工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长雷菊芳女士，1953年生，西安交通大学真空物理专业学士；历任中国科学院兰州近代物理研究所任高级工程师、兰州工业污染治理技术研究所任所长，2007年起任公司董事长；现兼任奇正集团董事长、甘肃远志置业投资管理有限公司董事长，中国西藏文化保护与发展协会常务理事、甘肃省政协第十二届委员会委员。

公司总裁刘凯列先生，1964年生，上海医科大学药学院药理专业学士、中山大学岭南学院医药高科技EMBA；历任中美（天津）史克制药有限公司华南地区销售经理，拜耳（中国）有限公司保健消费品部销售及政府事务总监，雅来（佛山）制药有限公司营销总经理，健康元药业集团股份有限公司销售副总经理；2006年加入公司，历任公司副总经理、财务总监；2010年起任公司董事、总裁。

截至2019年末，公司共有在岗职工2,191人；按岗位构成划分，生产人员占15.38%、技术人员占11.09%、销售人员占58.65%、财务人员占2.83%、行政人员占12.05%；按学历划分，硕士及以上学历占1.96%、本科及大专学历占67.96%、高中及以下占30.08%。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

**公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。**

公司依据《公司法》《证券法》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的最高权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；对公司增加或者减少注册资本、对外担保、购买、出售资产、股权激励等重大经营事项做出决议。

董事会是公司的经营管理决策机构，向股东大会负责；董事会由7名董事组成，设董事长1名、独立董事3名。公司董事由股东大会选举或更换，任期3年，可连选连任；董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预决算方案等职权。



公司设监事会，由 5 名监事组成，设监事会主席 1 人，由全体监事过半选举产生，职工代表监事比例不低于 1/3，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事任期 3 年，可连选连任。监事会主要负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、检查公司财务、向股东大会提出议案等。

公司设总裁 1 名，副总裁多名，由董事会聘任或解聘。每届任期 3 年，连聘可以连任，总裁对董事会负责，主要负责公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等。

## 2. 管理体制

**公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。**

公司内设商务部、合规部、行政管理部、人力资源部、运营管理部、信息管理部、财务部、投资与业务拓展部、电商事业部、采购物流部等职能部门，以及研发体系、制造体系、营销体系、子公司体系四大体系。同时，公司根据自身经营特点以及业务需要，制定了较为完善的内部管理制度。

财务管理方面，公司严格按照《会计法》《企业会计制度》以及《企业会计准则》等政策及相关法规制度的规定建立了会计核算制度。公司制定了一系列财税管理办法，对会计核算、货币资金管理、会计档案、发票管理、财务分析、利润分配等等日常业务作出规范，在财务、资金、财务核算、成本费用、收入、利润和对外担保等方面形成了一整套完善的财务管理体系。

子公司管理方面，为加强对子公司的管控，确保子公司业务符合公司战略发展方向，有效控制经营风险，公司制定了《子公司管理制度》，该制度在子公司股权管理、人事管理、财务管理、内部审计监督、重大事项管理、信息管理等方面作出了明确规定。

对外担保方面，公司为规范对外担保，控制资产运营风险，制定了《对外担保制度》，规定了需在董事会会议审议通过后提交股东大会审议的对外担保情形、不得对外担保的情形、担保资料的保存和其他风险控制措施。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

**公司营业收入主要来自贴膏剂业务。近年来，公司营业收入逐年增长，综合毛利率逐年提升，主营业务盈利能力较强。**

公司主营业务为藏药的研发、生产及销售，包括外用止痛药物和口服藏成药等。2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 15.41%。2019 年，公司实现营业收入 14.03 亿元，同比增长 15.62%，主要系公司加大市场拓展力度所致。2017—2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.86%、99.83%和 99.85%，主营业务十分突出。2017—2019 年，随着公司经营规模的扩大，公司净利润逐年增长，分别为 3.01 亿元、3.17 亿元和 3.64 亿元，年均复合增长 10.07%。

从收入构成情况来看，2017—2019 年，公司通过基层医疗渠道布局及精细化招商模式，受益于此，公司各业务板块收入均呈逐年增长趋势。2017—2019 年，公司贴膏剂业务收入逐年增长，年均复合增长 15.56%，占营业收入的比重较为稳定，分别为 74.65%、76.07%和 74.84%；软膏剂业务收入逐年增长，年均复合增长 12.52%，占营业收入的比重有所波动，分别为 19.20%、16.91%和 18.25%；其他剂型业务收入快速增长，年均复合增长 23.33%，占营业收入比重随收入增长而上升，分别为 5.82%、6.65%和 6.65%。2016 年公司转让了与药材业务有关的子公司股权，此后公司不再从事药材



收购、加工及销售业务。其他业务收入占公司营业收入比重较小，对公司营业收入影响不大。

表3 2017—2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
贴膏剂	7.86	74.65	87.15	9.23	76.07	87.76	10.50	74.84	87.44
软膏剂	2.02	19.20	91.07	2.05	16.91	90.02	2.56	18.26	88.78
其他剂型	0.61	5.82	80.43	0.81	6.65	83.99	0.93	6.65	80.95
其他业务	0.03	0.33	41.03	0.05	0.37	65.41	0.04	0.25	46.10
合计	10.53	100.00	87.36	12.13	100.00	87.80	14.03	100.00	87.15

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2017—2019年，公司贴膏剂业务毛利率较为稳定，分别为87.15%、87.76%和87.44%；软膏剂业务毛利率逐年小幅下降，分别为91.07%、90.02%和88.78%；其他剂型业务毛利率有所波动，分别为80.43%、83.99%和80.95%。受上述因素影响，2017—2019年，公司综合毛利率较为稳定，分别为87.36%、87.80%和87.15%。

2020年1—3月，公司实现营业收入1.52亿元，较上年同期下降39.97%，主要系公司受新冠肺炎疫情影响停工停产所致；实现净利润0.48亿元，较上年同期下降42.61%。

## 2. 业务运营

### （1）采购环节

公司采用“以产定采”的采购模式，整体采购额呈增长趋势；公司主要原材料保密药材采购价格逐年增长，不利于生产成本控制；公司采购集中度较高，对部分供应商存在一定依赖。

公司原材料采购主要采用“以产定采”的采购模式，部分关键药材在价格波动时会提前备货。公司原辅材料的采购由采购物流部统一负责，实行集中采购制。采购物流部负责对上游供应链系统进行规划、协调、控制和优化，将生产制造所需物资能够在正确的时间、数量、质量和状态送到指定的地点，并使总成本最小化；负责制定、完善采购管理制度和流程并全面贯彻落实，使公司各项采购业务达到规范性要求，降低经营风险；对供应市场信息进行搜集分析，为上级采购决策提供依据；采购物流部负责编制月度滚动采购计划或年度原药材采购计划，达成公司所期望的货物种类和库存目标。

公司与供应商形成了较为长期、稳定的合作。公司采购药材的渠道分为两种，向合作社/农户采购和市场采购。向合作社/农户采购，系向西藏、甘肃、四川、青海等当地种植和采摘药材的合作社/农户直接采购；市场采购，即到各地药材市场向药材经销商和药材公司采购。在供应商的选择上，公司按采购类别建立了供应商选择标准，供应商选择综合考虑产品质量、价格、交货期、服务、技术以及持续供应能力等因素，通过招标或综合比较的方式选择确定。

从采购量来看，2017—2019年，保密药材采购量波动下降，主要系2019年保密药材市场供给紧张所致；其他原材料随着公司各类产品产量扩大，采购数量均呈逐年增长的趋势。从采购均价来看，2017—2019年，保密药材采购均价逐年增加，2019年增幅较大，主要系市场供给紧张价格上涨所致；其他原材料采购均价变动不大。

表 4 2017-2019 年公司采购主要原材料

原材料		2017 年	2018 年	2019 年
保密药材	采购金额 (单位: 万元)	704.67	1,008.57	674.84
	采购量 (单位: 千克)	151.00	206.00	119.00
	采购均价 (单位: 元/克)	46.67	48.96	56.71
背衬膜	采购金额 (单位: 万元)	1,575.77	1,730.96	1,919.63
	采购量 (单位: 平方米)	978,188.30	1,091,452.90	1,217,579.90
	采购均价 (单位: 元/平方米)	16.11	15.86	15.77
覆盖膜	采购金额 (单位: 万元)	546.78	628.79	725.18
	采购量 (单位: 千克)	109,512.00	121,327.00	142,792.10
	采购均价 (单位: 元/千克)	49.93	51.83	50.79

注: 1. 上表数据差异为数据四舍五入所致; 2. 由于公司原材料药材中涉及国家保密品种配方, 无法披露具体药材名称  
资料来源: 公司提供

从采购集中度来看, 2017-2019 年, 公司前五大供货商采购金额分别为 0.42 亿元、0.46 亿元和 0.48 亿元, 占当期采购金额的比重分别为 55.33%、49.99%和 53.36%, 集中度较高, 且对部分供应商存在一定依赖。

表 5 2017-2019 年公司前五大供应商采购情况 (单位: 万元、%)

年份	名称	采购额	占年度采购总额比例
2017 年	供应商 1	1,671.56	21.98
	供应商 2	748.93	9.85
	供应商 3	687.96	9.05
	供应商 4	569.21	7.48
	供应商 5	530.75	6.98
	合计	<b>4,208.40</b>	<b>55.33</b>
2018 年	供应商 1	1,808.98	19.51
	供应商 2	1,172.60	12.65
	供应商 3	733.43	7.91
	供应商 4	471.93	5.09
	供应商 5	447.37	4.83
	合计	<b>4,634.31</b>	<b>49.99</b>
2019 年	供应商 1	2,072.43	22.99
	供应商 2	885.90	9.83
	供应商 3	721.50	8.00
	供应商 4	633.01	7.02
	供应商 5	497.41	5.52
	合计	<b>4,810.26</b>	<b>53.36</b>

资料来源: 公司年报

采购结算方面, 公司一般采用“货到付款”的结算方式。账期方面, 对自主采购的供应商, 公司账期一般不低于 90 天, 一般采用电汇的付款方式。

## (2) 产品生产

公司具备完善的生产管理制度和生产工艺流程。近年来, 受部分产线停工改造影响, 公司主要产品产能略有波动, 产量随市场需求的扩大而逐年增加, 整体产能利用率逐年提高。

公司药品的生产主要由生产体系下的各子公司生产部门负责, 采用“以销定产”的生产模式。具体来说生产部每年根据公司年度销售计划制定全年生产计划, 并分解到月; 生产计划部每月参考



公司的销售计划、年度生产计划、库存量及生产设备情况制定具体的月度滚动生产计划，月度滚动生产计划为连续三个月生产计划，下个月制订生产计划时再对本月计划进行修正。

公司基于 GMP（药品生产质量管理规范）制定了 SOP（标准操作规程）。在实际生产中，生产部负责具体产品的生产流程管理，严格按照 GMP 和 SOP 的要求组织生产工作。截至 2019 年末，公司生产线已基本实现机械化生产。

质量控制方面，在生产过程中，公司按产品质量检测要求严格实行自检、互检、专职检验的质量“三检”制质量体系，整个生产过程都建立相应的质量保证体系。公司生产所用原辅材料供给实行由企业认定的厂商供给制，并严格执行入厂复检、抽检制，原材料性能指标必需符合产品的设计要求；产品入库前必须复检、抽检，并按产品质量要求对规定的项目实行 100%测试检验。产品出厂时，要登记造册，公司可随时了解产品的使用情况，为新产品的研究、改进、创新和售后服务提供资料。

生产成本构成方面，2017—2019 年，直接材料成本占比较高，分别为 58.17%、64.02%和 59.60%，直接材料采购价格变动对公司生产成本影响较大；直接人工成本占比波动下降，分别为 10.09%、8.59%和 9.58%；制造费用占比波动下降，分别为 31.74%、27.39%和 30.82%。

表 6 2017—2019 年公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	7,625.86	58.17	9,371.68	64.02	10,631.86	59.60
直接人工	1,323.72	10.09	1,258.25	8.59	1,709.28	9.58
制造费用	4,160.91	31.74	4,009.64	27.39	5,496.86	30.82

资料来源：公司年报

产能方面，2017—2019 年，公司贴膏剂和软膏剂产能波动下降，主要系林芝生产线于 2017 年停工改造，至 2019 年 11 月恢复生产所致。2017—2018 年，公司其他剂型产能较为稳定，2019 年有所增长，主要系林芝生产线改造完成所致。产量方面，2017—2019 年，随着市场需求的扩大，各类产品产量逐年增加，其中贴膏剂产品产量年均复合增长 11.54%，软膏剂产品产量年均复合增长 7.85%，其他剂型产品产量年均复合增长 32.79%。

产能利用率方面，2017—2019 年，公司贴膏剂产品主要包括消痛贴膏、铁棒锤止痛膏、伤湿止痛膏及其他产品。其中，公司核心产品奇正消痛贴膏的产能利用率已接近饱和，伤湿止痛膏等产品仍处于市场开发阶段，目前产能利用率较低。受此影响，贴膏剂产品产能利用率逐年提升。软膏剂产品产能利用率随产量的波动逐年上升，产能利用率处于较高水平。其他剂型产能利用率逐年上升。

表 7 2017—2019 年公司产能、产量及产能利用率情况

类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年
贴膏剂	产能（单位：万贴）	13,300.00	12,600.00	13,000.00
	产量（单位：万贴）	9,214.23	9,916.62	11,462.80
	产能利用率（单位：%）	69.28	78.70	88.18
软膏剂	产能（单位：万支）	975.00	800.00	950.00
	产量（单位：万支）	834.93	901.06	971.22
	产能利用率（单位：%）	85.63	112.63	102.23
其他剂型	产能（单位：万盒）	500.00	500.00	533.33



	产量(单位: 万盒/袋)	272.20	320.71	480.01
	产能利用率(单位: %)	54.44	64.14	90.00

资料来源: 公司提供

### (3) 产品销售

**受益于营销渠道下沉, 公司各类产品销售情况良好, 整体产销率保持在较高水平。**

公司在全国三十多个省市自治区均设立了专门的办事机构, 拥有 1,000 多人的自主营销团队, 采用专业化的学术推广模式和品牌推广模式在大医院、基层医疗和零售市场开展销售推广和消费者沟通, 通过渠道下沉和基层医疗渠道布局来扩大市场范围, 同时通过精细化招商模式进行市场拓展。目前, 公司已与一万多家医疗机构、上万家零售药店建立了长期互信的商业伙伴关系。

公司处于医药制造行业, 主要销售模式为经销商销售模式。经销商模式下, 公司将货物发给经销商, 通过经销商分销, 各级终端机构向经(分)销商采购, 公司终端客户主要为医疗机构及零售终端。各级目标医药商业公司由公司选定, 对其信用和实力严格监控。

截至 2019 年末, 公司 1 个品种进入国家基本药物目录, 17 个品种进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2019 年版)》, 仁青芒觉胶囊、二十五味珊瑚丸进入国家急(抢)救药品目录, 除此之外, 公司多个品种已进入新农合目录、低价药目录和各地基药、医保目录。

销量方面, 近年来随着公司加大市场拓展力度及加快基层医疗渠道布局, 公司各类产品销量均呈逐年增长的趋势。2017—2019 年, 公司贴膏剂产品销量年均复合增长 13.87%, 软膏剂销量年均复合增长 13.05%, 丸剂销量年均复合增长 9.02%。产销率方面, 2017—2019 年, 公司贴膏剂和软膏剂产品产销率均保持在 90%以上, 维持在较高水平; 其他剂型产销率逐年下降。

销售均价方面, 2017—2019 年, 公司贴膏剂产品价格逐年小幅上涨; 软膏剂销售均价波动下降, 主要系价格较高的白脉软膏销量波动所致; 其他剂型销售均价逐年上涨, 主要系公司为遵从两票制、二次议价等政策, 调整市场策略, 开展多模式营销, 对部分丸剂产品提高销售价格所致。

表 8 近年来公司主要产品销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
贴膏剂	销量(单位: 万贴)	8,818.88	10,192.60	11,435.50
	产销率(单位: %)	95.71	102.78	99.76
	销售均价(单位: 元/贴)	8.91	9.05	9.18
软膏剂	销量(单位: 万支)	783.67	848.48	1,001.64
	产销率(单位: %)	93.86	94.16	103.13
	销售均价(单位: 元/支)	25.81	24.18	25.56
其他剂型	销量(单位: 万盒)	285.64	303.35	339.48
	产销率(单位: %)	104.94	94.59	70.72
	销售均价(单位: 元/盒)	21.46	26.59	27.47

资料来源: 公司提供

从客户集中度情况看, 2017—2019 年, 公司前五大客户销售金额分别为 3.48 亿元和 3.20 亿元和 3.47 亿元, 占当期营业收入的比重分别为 33.00%、26.40%和 24.73%, 集中度逐年下降。

表 9 2017—2019 年公司前五大客户情况(单位: 万元、%)

年份	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2017 年	客户 1	14,803.60	14.06
	客户 2	7,790.40	7.40
	客户 3	5,240.09	4.98



	客户 4	4,270.97	4.06
	客户 5	2,647.42	2.50
	合计	<b>34,752.48</b>	<b>33.00</b>
2018 年	客户 1	10,158.70	8.37
	客户 2	8,999.73	7.42
	客户 3	5,194.50	4.28
	客户 4	4,580.33	3.78
	客户 5	3,091.98	2.55
	合计	<b>32,025.23</b>	<b>26.40</b>
2019 年	客户 1	12,466.94	8.89
	客户 2	8,749.80	6.24
	客户 3	5,286.09	3.77
	客户 4	4,129.74	2.94
	客户 5	4,051.04	2.89
	合计	<b>34,683.61</b>	<b>24.73</b>

资料来源：公司年报

结算方面，公司与下游客户采用“预付货款”和“赊销”两种模式；对于赊销客户，公司授予一定资信额度，信用期最长不超过 60 天。

### 3. 经营效率

近年来，公司整体经营效率处于行业中上水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数逐年上升，分别为 20.68 次、28.26 次和 31.54 次；存货周转次数波动上升，分别为 2.79 次、2.66 次和 2.94 次；总资产周转次数有所上升，分别为 0.48 次、0.53 次和 0.53 次。

与同行业上市公司相比，公司应收账款周转次数和存货周转次数位于行业较高水平，总资产周转次数位于行业平均水平。

表 10 2019 年同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转次数	存货周次数	总资产周次数
600566.SH	济川药业	3.64	3.38	0.84
002433.SZ	太安堂	6.67	1.14	0.46
600594.SH	益佰制药	10.88	1.91	0.56
002603.SZ	以岭药业	6.71	1.76	0.66
中位数		<b>6.71</b>	<b>1.91</b>	<b>0.56</b>
平均数		<b>12.93</b>	<b>2.23</b>	<b>0.61</b>
002287.SZ	奇正藏药	36.76	2.95	0.53

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据  
资料来源：Wind

### 4. 经营关注

#### (1) 原材料采购风险

公司所用主要药材均为外购的中/藏药材，在种植、加工过程中由于自然气候、土壤条件及炮制方法等差异，产品品质存在一定差异。若采购过程中公司质量控制环节控制不当，使不合格药材进入生产过程，将会对公司产品质量造成一定影响。

#### (2) 产品结构较为单一，主要产品市场竞争激烈

近年来，公司营业收入主要来自消痛贴膏产品。目前，国内市场上与公司产品适用症状相同的贴膏类产品较多，竞争较为激烈。若贴膏剂产品受市场竞争影响售价或毛利率下降，对公司业绩将产生较大影响。

### (3) 医保控费、招标限价等政策调整对公司运营产生不利影响

为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的最高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，公司整体收入增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，使公司的利润空间有所压缩。

### (4) 新冠疫情对公司生产销售产生不利影响

2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司部分生产线停工停产，以及就医人数较往年大幅减少，公司营业收入及利润规模均有所下降。

## 5. 未来发展

公司结合自身情况制定的上述发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。

未来，公司将继续通过学术引领和专业驱动，保证业务可持续发展。以做强核心镇痛系列产品为重心，消痛贴膏为主，联合白脉软膏、青鹏软膏、如意珍宝片打造疼痛一体化品牌学术营销，探索处方药数字营销模式。

生产制造方面，公司将建设绿色智能工厂，将新工艺、新技术和新装备应用于生产过程，建立集生产控制、调度、管理和经营于一体的智能工厂，实现绿色化和智能化制造，导入两化融合管理体系，全面提高生产制造和决策管理水平，不断提升制造技术力，满足市场需求。同时，公司将建立健全质量追溯体系，提高质量风险管控能力，提升核心产品质量标准，优化生产工艺，提升产品品质。

研发方面，公司将继续以未被满足的刚性临床需求为导向，研究现有产品不可替代的临床价值和合理用药方法。公司围绕疼痛一体化战略不断进行藏医转化、研发新的药类和非药类消痛产品，并继续对资源的可持续性进行研究。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表均由中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

从合并范围变化来看。2017 年，公司以投资新设的形式增加 2 家子公司，合计纳入合并范围为 14 家子公司。2018 年，公司以投资新设的形式增加 1 家子公司，合计纳入合并范围为 15 家子公司。2019 年，公司以投资新设的形式增加 1 家子公司，合计纳入合并范围为 16 家子公司。2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 29.84 亿元，负债合计 7.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.46 亿元。2019 年，公司实现营业收入 14.03 亿



元，净利润（含少数股东损益）3.64 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.51 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 30.07 亿元，负债合计 6.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.98 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.52 亿元，净利润（含少数股东损益）0.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.75 亿元。

## 2. 资产质量

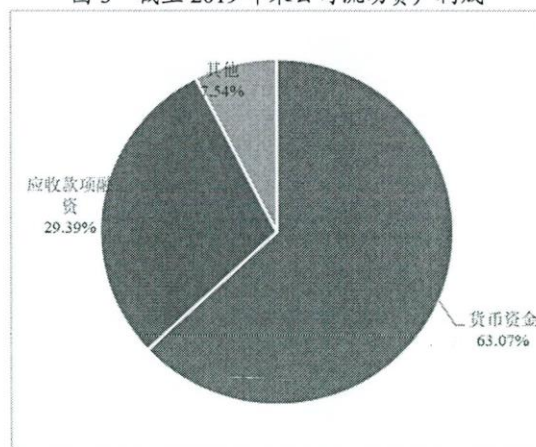
近年来，随着公司经营规模扩大，资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；公司现金类资产充裕，整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增加，年均复合增长 13.99%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 29.84 亿元，较年初增长 29.03%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 71.56%，非流动资产占 28.44%，公司资产以流动资产为主。

### （1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增加，年均复合增长 17.05%。截至 2019 年末，公司流动资产 21.35 亿元，较年初增长 43.42%，主要系应收款项融资增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 63.07%）和应收款项融资（占 29.39%）构成。

图 3 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

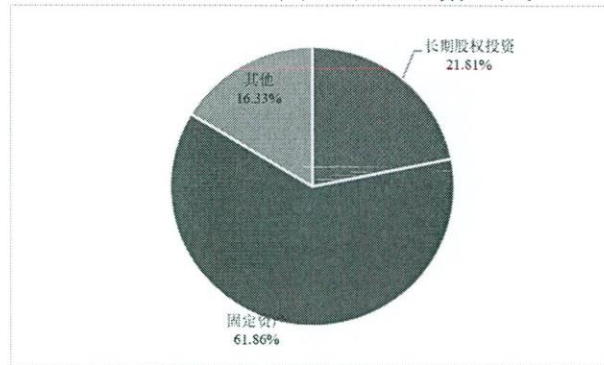
2017—2019 年，公司货币资金逐年增加，年均复合增长 86.68%。截至 2019 年末，公司货币资金 13.47 亿元，较年初增长 240.51%，主要系理财产品到期赎回以及新增银行短期贷款所致。货币资金主要由银行存款（占 99.98%）构成。公司无受限货币资金。

受新金融工具准则的影响，2019 年公司根据新金融工具准则列报项目将应收票据重新分类。截至 2019 年末，公司应收款项融资 6.28 亿元，较年初增长 17.05%，主要系公司银行承兑汇票转让、贴现减少所致。应收款项融资全部为银行承兑票据。

### （2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长 7.25%。截至 2019 年末，公司非流动资产 8.49 亿元，较年初增长 3.02%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 21.81%）和固定资产（占 61.86%）构成。

图 4 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司长期股权投资有所减少，年均复合下降 3.78%。截至 2019 年末，公司长期股权投资 1.85 亿元，较年初持平，全部为公司对西藏群英投资中心（有限合伙）（以下简称“群英投资中心”）的投资。群英投资中心为公司与西藏群英投资管理合伙企业（有限合伙）以及西藏自治区投资有限公司共同设立的并购基金。并购基金主要从事股权投资，投资领域为医药行业。截至 2019 年末，该并购基金全部募集资金已投入青岛百洋制药有限公司。

2017—2019 年，公司固定资产逐年增加，年均复合增长 84.37%。截至 2019 年末，公司固定资产 5.25 亿元，较年初增长 34.64%，主要系甘肃商会大厦办公用房等项目完工转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 88.37%）和机器设备（占 7.65%）构成，累计计提折旧 2.01 亿元；固定资产成新率 71.29%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司无受限资产。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 30.07 亿元，较年初增长 0.76%，较年初变化不大。其中，流动资产占 62.03%，非流动资产占 37.97%。公司资产仍以流动资产为主，非流动资产占比较年初有所上升。

### 3. 负债及所有者权益

近年来，公司负债规模波动增长，以流动负债为主；整体债务负担较轻，但债务结构有待调整。所有者权益逐年增加，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

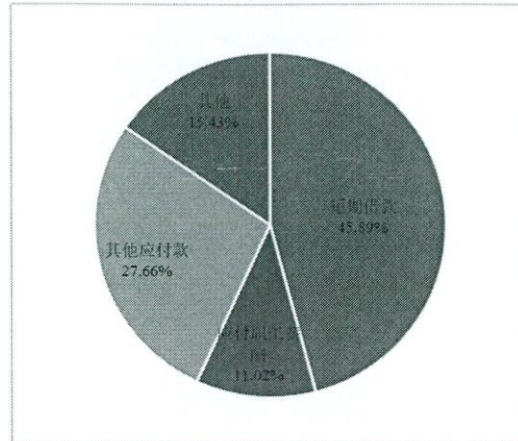
#### （1）负债

2017—2019 年，公司负债总额波动增加，年均复合增长 33.91%。截至 2019 年末，公司负债总额 7.22 亿元，较年初增长 169.94%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 90.57%，非流动负债占 9.43%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2017—2019 年，公司流动负债波动增加，年均复合增长 38.67%。截至 2019 年末，公司流动负债 6.54 亿元，较年初增长 223.38%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 45.89%）、应付职工薪酬（占 11.02%）和其他应付款（占 27.66%）构成。



图 5 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司短期借款波动增加，年均复合增长 16.81%。截至 2019 年末，公司短期借款 3.00 亿元，较年初增加 3.00 亿元。公司短期借款全部为保证借款。

2017—2019 年，公司应付职工薪酬逐年增加，年均复合增长 41.54%。截至 2019 年末，公司应付职工薪酬 0.72 亿元，较年初增长 24.39%，主要系员工人数的增加所致。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增加，年均复合增长 94.51%，主要系公司的其他应付款主要为广告宣传及市场推广费，公司逐年增加广告宣传及市场推广的投入，相关费用余额也逐年增加所致。截至 2019 年末，公司其他应付款 1.81 亿元，较年初增长 120.25%，主要系一方面公司新增限制性股票回购义务项目（0.32 亿元），另一方面广告宣传及市场推广费增加所致。

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增加，年均复合增长 4.28%。截至 2019 年末，公司非流动负债 0.68 亿元，较年初增长 4.30%，主要系递延收益增加所致。公司非流动负债主要由递延收益（占 99.58%）构成。

2017—2019 年，公司递延收益逐年增加，年均复合增长 4.06%。截至 2019 年末，公司递延收益 0.68 亿元，较年初增长 4.01%，主要系公司收到的政府补助增加所致。

2017—2019 年，公司全部债务波动增加，分别为 2.20 亿元、0.00 元和 3.00 亿元，公司债务全部为短期借款。2017—2019 年，公司资产负债率波动上升，分别为 17.54%、11.57%和 24.20%；全部债务资本化比率波动上升，分别为 10.41%、0.00%和 11.72%。公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 6.93 亿元，较年初下降 4.08%，主要系其他应付款减少所致。其中，流动负债占 90.21%，非流动负债占 9.79%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 4.00 亿元，较年初增长 33.33%，主要系短期借款增加所致，公司债务全部为短期借款。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 23.04%和 14.75%，较年初分别下降 1.16 个百分点和上升 3.03 个百分点。

## （2）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长 9.29%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 22.62 亿元，较年初增长 10.59%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.28%，少数股东权益占比为 0.72%。归属于母公司所有者权益 22.46 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 23.61%、20.39%、0.05%和 45.22%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。



截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 23.14 亿元，较年初增长 2.31%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.30%，少数股东权益占比为 0.70%。归属于母公司所有者权益 22.98 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 23.07%、20.08%、0.08%和 46.31%。

#### 4. 盈利能力

近年来，公司收入及利润规模逐年增长，整体盈利能力处于行业较高水平。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增加，年均复合增长 15.41%。2019 年，公司实现营业收入 14.03 亿元，较上年增长 15.62%，主要系公司加大市场拓展力度所致。2017—2019 年，公司营业成本随营业收入的增加而增加，年均复合增长 16.38%。2017—2019 年，公司利润总额逐年增加，分别为 3.24 亿元、3.50 亿元、4.01 亿元，年均复合增长 11.28%；净利润逐年增加，分别为 3.01 亿元、3.17 亿元、3.64 亿元，年均复合增长 10.07%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 20.23%。2019 年，公司期间费用总额为 8.67 亿元，较上年增长 16.35%，主要系销售费用和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 80.70%、14.56%、6.41%和-1.66%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 7.00 亿元，较上年增长 11.07%，主要系广告宣传费及市场推广费所致；管理费用为 1.26 亿元，较上年增长 79.51%，主要系一方面公司新增固定资产使得折旧及摊销增加，另一方面公司自 2019 年起对部分员工实施股权激励，新增限制性股权摊销所致；研发费用为 0.56 亿元，较上年增长 50.89%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为-0.14 亿元，主要系银行存款存续规模相对较大，计提银行存款利息相对较多。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 56.95%、61.42%和 61.81%，费用控制能力有待提升。

2017—2019 年，公司投资收益波动减少，年均复合下降 1.43%。2019 年，公司投资收益 0.15 亿元，同比下降 63.52%，主要系理财产品收益减少所致。公司投资收益主要由理财产品收益（占 32.91%）和交易性金融资产在持有期间的投资收益（占 61.19%）构成。2017—2019 年，公司投资收益占利润总额的比重分别为 4.74%、11.67%和 3.71%，公司利润对投资收益依赖程度一般。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率波动上升，分别为 85.54%、85.86%和 85.55%。2017—2019 年，公司总资本收益率逐年上升，分别为 15.30%、15.63%和 15.90%；总资产报酬率波动上升，分别为 15.00%、15.53%和 15.22%；净资产收益率波动上升，分别为 16.50%、16.12%和 16.92%。公司各项盈利指标较为稳定且处于较高水平。

与同行业上市公司相比，公司盈利能力处于行业较高水平。

表 11 2019 年同行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
600566.SH	济川药业	22.73	28.43	84.00
002433.SZ	太安堂	2.99	1.84	24.41
600594.SH	益佰制药	4.18	4.02	78.11
002603.SZ	以岭药业	8.01	7.83	63.84
中位数		8.01	7.83	78.11
平均数		10.50	11.86	67.50
002287.SZ	奇正藏药	14.59	17.18	87.15

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind



2020年1—3月，公司实现营业收入1.52亿元，较上年同期下降39.97%，主要系公司受新冠肺炎疫情影响停工停产所致；实现净利润0.48亿元，较上年同期下降42.61%。

#### 5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流状况较佳，收入实现质量较高；投资活动主要为买卖理财产品，考虑到公司未来有扩建产能计划，仍存在一定的对外筹资需求。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量逐年增加，分别为11.72亿元、15.24亿元和15.43亿元，年均复合增长14.73%，主要系销售收入增加所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出量逐年增加，分别为9.42亿元、10.25亿元和11.37亿元，年均复合增长9.84%，主要系支付给职工以及为职工支付的现金增加所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司经营活动现金净额波动增加，分别为2.30亿元、4.99亿元和4.06亿元。从收入实现质量来看，2017—2019年，公司现金收入比分别为108.88%、123.79%和104.13%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量波动减少，分别为9.54亿元、15.88亿元和7.30亿元，年均复合下降12.50%，主要系赎回理财产品所收到的现金波动所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出量波动减少，分别为11.96亿元、16.84亿元和3.52亿元，主要系投资理财产品及金融产品的现金波动所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为-2.43亿元、-0.96亿元和3.78亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动减少，分别为4.70亿元、2.98亿元和3.33亿元，主要系取得借款收到的现金波动所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量波动减少，分别为5.54亿元、5.60亿元和1.67亿元，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金波动所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-0.84亿元、-2.62亿元和1.66亿元，由净流出转为净流入。

2020年1—3月，公司经营活动现金流净额为3.19亿元；公司投资活动现金流净额为-8.96亿元；公司筹资活动现金流净额为1.01亿元。

#### 6. 偿债能力

近年来，公司长短期偿债指标表现好，过往债务履约情况良好，其整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率波动下降。分别为4.58倍、7.36倍和3.26倍；速动比率波动下降分别为4.43倍、7.06倍和3.17倍。公司流动资产对流动负债的保障程度高。2017年和2019年，公司现金短期债务比<sup>1</sup>分别为4.65倍和6.68倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA逐年增加，分别为3.51亿元、3.82亿元和4.39亿元。2019年，公司EBITDA为4.39亿元，较上年增长14.84%；主要由折旧（占7.74%）和利润总额（占91.37%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数波动上升，分别为89.94倍、50.99倍和243.97倍，EBITDA对利息的覆盖能力强。2017年和2019年，公司EBITDA全部债务比<sup>2</sup>分别为1.60倍和1.46倍，EBITDA对全部债务的覆盖能力强。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2020年3月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

<sup>1</sup> 截至2018年末，公司无短期债务。

<sup>2</sup> 截至2018年末，公司无债务。



截至2020年3月末，公司授信总额7.00亿元，已使用4.00亿元，尚未使用3.00亿元，间接融资渠道有待扩宽。

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G10542621000002006)，截至2020年4月27日，公司本部未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 公司本部财务概况

公司本部资产以流动资产为主，货币资金和长期股权投资占比较大；负债以流动负债为主，其他应付款占比较高；未分配利润占比大，所有者权益结构稳定性一般。公司本部收入规模大幅增长，经营活动现金流呈净流出状态。

截至2019年末，公司本部资产总额23.55亿元，较年初增长3.79%。其中，流动资产14.17亿元(占比60.19%)，非流动资产9.37亿元(占比39.81%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占63.59%)和其他应收款(占27.42%)构成，非流动资产主要由长期股权投资(占66.41%)和固定资产(占23.15%)构成。截至2019年末，公司本部货币资金为9.01亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额2.28亿元，较年初下降35.68%，主要系其他应付款减少所致。其中，流动负债1.89亿元(占82.82%)，非流动负债0.39亿元(占17.18%)。从构成看，流动负债主要由应付票据及应付账款(占39.23%)和其他应付款(占40.50%)构成，非流动负债主要由递延收益(占99.48%)构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为9.69%，较上年下降5.95个百分点。

截至2019年末，公司本部所有者权益为21.26亿元，较年初增长11.10%，主要系实收资本增加所致。其中，实收资本5.30亿元(占24.93%)、资本公积合计4.58亿元(占21.54%)、未分配利润合计8.97亿元(占42.21%)、盈余公积合计2.73亿元(占12.83%)。

2019年，公司本部实现营业总收入7.80亿元，同比增长30.63%；实现净利润3.62亿元，同比增长19.43%；投资收益0.13亿元，同比增长116.27%。

2018年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-0.27亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.71亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.00亿元。

### 八、本次可转换公司债券偿还能力分析

#### 1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至2020年3月末，公司全部债务合计4.00亿元，本次拟发行可转债额度不超过人民币8.00亿元(含)，对公司债务规模存在较大影响。

以2020年3月末财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，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由23.04%、14.75%和0.00%上升至39.21%、34.15%和25.69%，公司负债水平有所上升，债务负担大幅加重，但整体债务负担仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转债将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

#### 2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以2018年的相关财务数据为基础，公司2019年的EBITDA为4.39亿元，是本次可转债发行额度(8.00亿元)的0.55倍，EBITDA对本次可转债的覆盖程度较高。公司2019年经营活动现金流入



量为 15.43 亿元，是本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 1.93 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度较高。公司经营活动现金流量净额为 4.06 亿元，为本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 0.51 倍，经营活动现金流量净额对本次可转债的覆盖程度较高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力。

综上所述，考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平以及客户质量等方面具有的综合优势，公司对本次可转债的偿还能力很强。

## 九、综合评价

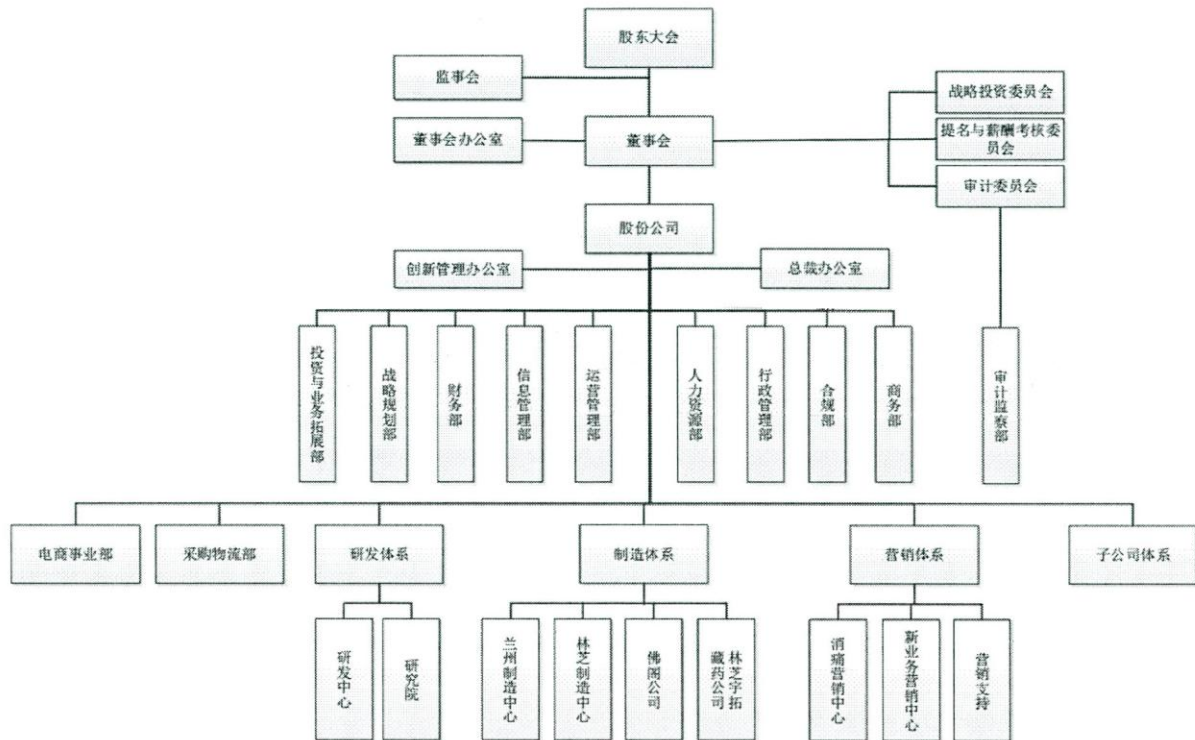
公司作为国内知名藏药企业，在行业地位、研发实力、产品知名度、营销实力以及资源获取能力等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司资产和收入规模逐年增长，盈利能力强，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈且受政策影响较大，采购集中度较高且对部分供应商存在一定依赖以及收入对单一产品存在依赖等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司募投项目的建成，公司产能将进一步扩大，产品结构进一步丰富，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8 亿元（含）的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，预计公司的资本结构有进一步优化的可能。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2020 年 3 月末西藏奇正藏药股份有限公司  
组织结构图





## 附件 2 西藏奇正藏药股份有限公司 主要计算指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	22.97	23.13	29.84	30.07
所有者权益(亿元)	18.94	20.45	22.62	23.14
短期债务(亿元)	2.20	0.00	3.00	4.00
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	2.20	0.00	3.00	4.00
营业收入(亿元)	10.53	12.13	14.03	1.52
净利润(亿元)	3.01	3.17	3.64	0.48
EBITDA(亿元)	3.51	3.82	4.39	--
经营性净现金流(亿元)	2.30	4.99	4.06	3.19
应收账款周转次数(次)	20.68	28.26	31.54	--
存货周转次数(次)	2.79	2.66	2.94	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.53	0.53	0.05
现金收入比率(%)	108.88	123.79	104.13	363.03
总资本收益率(%)	15.30	15.63	15.90	--
总资产报酬率(%)	15.00	15.53	15.22	--
净资产收益率(%)	16.50	16.12	16.92	8.48
营业利润率(%)	85.54	85.86	85.55	82.17
费用收入比(%)	56.95	61.42	61.81	46.27
资产负债率(%)	17.54	11.57	24.20	23.04
全部债务资本化比率(%)	10.41	0.00	11.72	14.75
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA利息倍数(倍)	89.94	50.99	243.97	--
EBITDA全部债务比(倍)	1.60	--	1.46	--
流动比率(倍)	4.58	7.36	3.26	2.98
速动比率(倍)	4.43	7.06	3.17	2.86
现金短期债务比(倍)	4.65	--	6.68	2.18
经营现金流动负债比率(%)	67.56	246.89	62.06	51.02
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.44	0.48	0.55	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020年1-3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业总收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [ (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [ (期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [ (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业总收入 × 100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。



## 联合信用评级有限公司关于 西藏奇正藏药股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年西藏奇正藏药股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西藏奇正藏药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。西藏奇正藏药股份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件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西藏奇正藏药股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现西藏奇正藏药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如西藏奇正藏药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至西藏奇正藏药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送西藏奇正藏药股份有限公司、监管部门等。

