



2014年云南白药集团股份有限公司 公司债券(第一期)2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年云南白药集团股份有限公司公司债券（第一期） 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-05-25	2020-5-25

评级观点

- 中证鹏元对云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”或“公司”，证券代码：000538）及其2014年10月16日发行的2014年公司债券（第一期）（以下简称“14白药01”或“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司收入和利润持续增长，盈利能力很强，负债水平较低，整体偿债能力极强，资产流动性较好。同时我们也关注到了公司存货仍存在一定减值风险以及公司面临一定或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：14白药01

债券剩余规模：9.0亿元

债券到期日期：2021-10-16

偿还方式：分期付息，到期还本。附第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权

增信方式：保证担保

担保主体：云南白药控股有限公司

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，未来营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	537.97	552.19	496.58	303.78
归母所有者权益	390.07	380.53	379.38	197.82
总债务	33.39	37.83	25.70	31.95
营业收入	103.28	327.43	296.65	267.08
净利润	7.62	55.11	41.73	32.90
经营活动现金流净额	-1.28	38.29	21.05	26.30
销售毛利率	28.51%	27.75%	28.56%	30.55%
EBITDA 利润率	--	14.39%	13.18%	15.53%
总资产回报率	--	13.29%	12.12%	13.84%
资产负债率	26.95%	30.56%	23.28%	34.42%
净债务/EBITDA	--	-5.29	-5.18	-2.31
EBITDA 利息保障倍数	--	27.85	31.14	21.35
总债务/总资本	7.83%	8.98%	6.32%	13.82%
FFO/净债务	--	-11.70%	-10.18%	-23.61%
速动比率	2.87	2.45	3.43	1.70
现金短期债务比	8.26	7.88	14.29	4.21

资料来源：公司2018-2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻烁
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产品具有非常高的品牌认知度与客户粘性，市场竞争力较强。**云南白药系中国驰名商标，近年公司从中成药企业逐步发展成为我国大健康产业领军企业之一，2020年末云南白药牙膏为中国牙膏品类市场第一名，市场占有率达22.2%。
- **公司收入和利润持续增长，盈利能力很强。**公司主要从事云南白药系列药品、牙膏的生产销售，以及医药流通业务，整体盈利能力很强。2020年公司营业收入和利润总额分别同比增长10.38%和43.90%，销售毛利率为27.75%，总资产回报率为13.29%。
- **公司负债水平较低，整体偿债能力极强。**2020年度公司经营活动现金净流入38.29亿元，截至2020年底，公司资产负债率为30.56%，EBITDA利息保障倍数为27.85，盈余现金充足，整体偿债能力极强。
- **公司资产流动性较好。**2020年末公司流动资产占总资产的比重为89.21%，其中货币资金、交易性金融资产、银行承兑汇票占资产规模的比重达53.49%，整体资产流动性较好。

关注

- **公司存货仍存在一定减值风险。**截至2020年末，公司存货为109.90亿元，占总资产的19.90%，存货以库存商品和原材料为主，年末存货跌价准备合计1.71亿元，药材、药品价格存在一定波动，未来仍存在一定减值风险。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司及其子公司对外担保15.00亿元，占期末净资产的3.91%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	云南白药	片仔癀	白云山
总资产	552.19	102.06	597.60
营业收入	327.43	65.11	616.74
净利润	55.11	16.89	30.92
销售毛利率	27.75%	45.16%	16.93%
资产负债率	30.56%	19.10%	52.80%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年10月16日发行7年期9亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充公司自制工业品和药品批发零售两大业务板块的营运资金需求。截至2021年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司总股本、注册资本和实收资本均为发生变动，截至2021年3月末，公司总股本1,277,403,317股，注册资本和实收资本均为12.77亿元。2020年4月10日，云南省国资委将其持有的公司321,160,222股股份（占公司股份总数的25.14%）无偿划转给其独资公司云南省国有股权运营管理有限公司（以下简称“国有股权管理公司”）持有，本次无偿划转完成后，国有股权管理公司与新华都及其一致行动人并列公司的第一大股东，公司仍无实际控制人。截至2021年3月末，公司前五大股东情况如下表所示。

表1 截至2021年3月末公司前五大股东情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押或冻结状态	
				股份状	数量
云南省国有股权运营管理有限公司	国有法人	25.14%	321,160,222	-	0
新华都实业集团股份有限公司	境内非国有法人	24.37%	311,244,460	质押	311,244,460
云南合和（集团）股份有限公司	国有法人	8.17%	104,418,465	-	0
香港中央结算有限公司	境外法人	6.62%	84,570,263	-	0
江苏鱼跃科技发展有限公司	境内非国有法人	5.59%	71,368,938	质押	66,314,352

资料来源：公司2021年度第一季度报告，中证鹏元整理

2021年3月，公司聘任董明先生担任公司首席执行官（总裁），自此聘任审议通过之日起，王明辉先生将不再兼任公司临时首席执行官，但将继续专注于履行公司董事长的职责。中证鹏元将持续跟踪该事项对公司经营可能产生的影响。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要集中在药品、健康产品、中药资源和医药商业四大业务板块。

2021年5月12日，根据公司发布的公告《云南白药集团股份有限公司重大资产购买暨关联交易预案

摘要》，公司拟作为战略投资者，以现金方式参与认购上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”）2021年度非公开发行的665,626,796股A股股票，认购金额不超过（含）人民币11,229,124,048.52元。上海医药向公司非公开发行股票的数量以中国证监会最终核准发行的股票数量为准。根据上海医药本次非公开发行安排，预计本次交易完成后，公司将持有上海医药665,626,796股A股股票，占上海医药发行后总股本的18.02%。公司通过自有资金、自筹资金等方式筹集交易价款并按照约定进行支付。通过本次交易达成双方的战略合作，公司将借助上海医药的优质平台和产业资源，进一步放大公司的规模、渠道和品牌优势，拓展主营业务规模、拓展既有产业布局、提升整体运营效率。中证鹏元将持续关注此次重大资产重组事项对公司经营的影响。

2020年公司合并范围新增9家子公司，均为新设，详见下表。截至2020年末，公司合并范围共有53家子公司。

表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南省医药临沧销售有限公司	51%	1,000	医药批发、零售	新设
云南省医药迪庆发展有限公司	51%	1,000	医药批发、零售	新设
云南省医药云谷普洱发展有限公司	51%	1,000	医药批发、零售	新设
云南白药集团上海科技有限公司	100%	1,000	技术服务	新设
云南白药集团上海健康产品有限公司	100%	120	化妆品及卫生用品批发	新设
云南白药（厦门）健康服务有限公司	100%	200	保健食品等零售	新设
云南白药集团三七产业有限公司	100%	500	中药材种植及销售	新设
云南白药集团上海有限公司	100%	15,000	房地产开发、工程建设等	新设
云南白药集团（海南）有限公司	100%	15,000	进出口代理、技术服务等	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期趋势不变，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

根据国家统计局第七次人口普查数据，截至2020年底，我国总人口数14.11亿人，与2010年（第六次全国人口普查数据）的13.40亿人相比，增加7,206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，比2000年到2010年的年平均增长率0.57%下降0.04个百分点。数据表明，我国人口10年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60岁及以上人口2.64亿人，占比18.70%（其中65岁及以上人数1.91亿人，占比

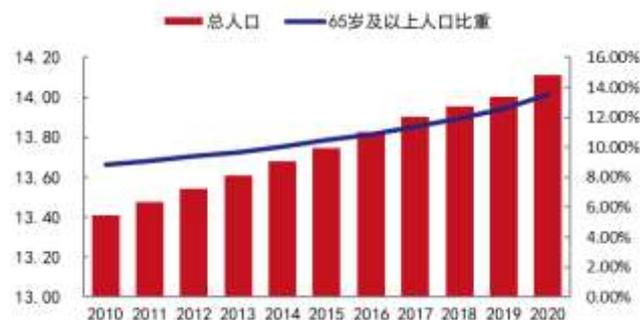
13.50%)，与2010年相比上升5.44个百分点。2018-2020年我国城镇居民人均医疗保健消费支出分别为1,685元、1,902.00元和1,843元，2020年医疗保健支出占消费支出的比重达8.70%，未来我国人均医疗保健消费支出整体仍将呈增长态势，医疗需求仍有较大空间，长期趋势不变。

图 1 2013-2020 年全国人民人均医疗保健支出情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2010-2020 年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

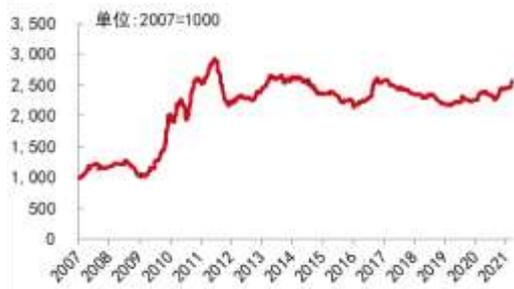
近年来国家高度重视中医药发展，先后颁布《中医药法》、《“健康中国2030”规划纲要》和《中医药发展“十三五”规划》等文件，把发展中医药提升至国家战略。2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施》，从夯实中医药人才基础、优化中药审评审批机制、完善分类注册管理、保障落实政府投入、完善中西医结合制度等方面，为助推中医药行业发展提供了政策指引。

野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，预计未来价格仍将保持高位；大宗药品价格受供需因素影响持续震荡调整，具有中药材原料种植基地或独家品种的企业抗风险能力较强

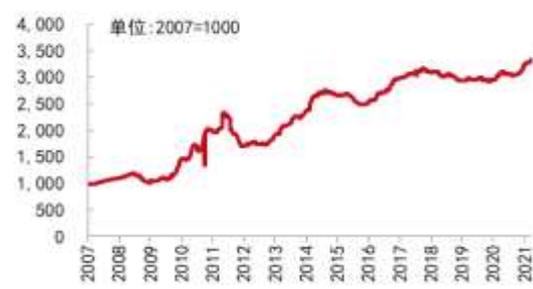
野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，价格呈现持续上升态势，2020年中药材野生99价格指数¹首次突破3,000点，2021年中药材野生99价格指数已突破3,300点。中证鹏元预计2021年中药材野生99价格指数仍处于高位。

大宗中药材方面，从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合200价格指数”来看，大宗药品价格波动较大，经历前期上涨后，中证鹏元预计2021年中药材综合200价格指数在家种药材供应量上升的背景下持续震荡调整，但不排除自然灾害对个别地区及品种的影响。

¹ 中药材野生99价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。

图 3 中药材价格指数综合 200


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

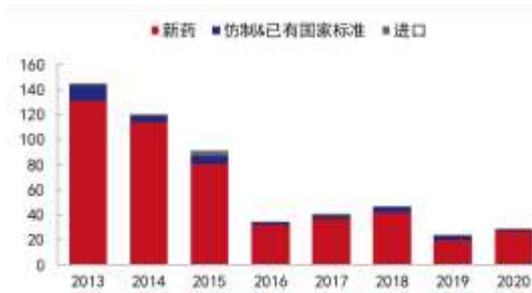
图 4 中药材价格指数野生 99


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

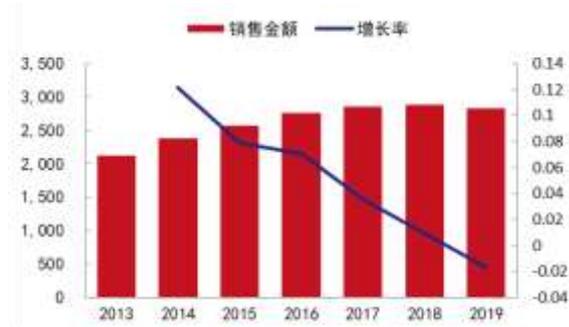
中药材价格变化对不同子行业影响不同。对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片），由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，若中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术和独家品种的制药企业，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。近年东阿阿胶、片仔癀、马应龙、广誉远分别对旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、片仔癀麝香痔疮膏、安宫牛黄丸等主要产品进行了提价，有效化解成本上升压力。

在中药新药审批趋严、医保控费等政策背景下，产品价格面临下调风险，短期内中成药收入及利润增速下行压力仍较大；新冠疫情下诊疗方案相关药品需求有所提升

近年中药新药注册及获批数量均较少，2017-2019 年获批的中药新药产品分别为 1 个、2 个、2 个，分别为丹龙口服液、关黄母颗粒、金蓉颗粒、芍麻止痉颗粒、小儿荆杏止咳颗粒。2020 年有 3 个中药新药产品获批，分别是连花轻咳片、筋骨止痛凝胶和桑枝总生物碱片，为近五年数量最多。中药产品以长期疗效为原则，短期内产品销售更多依靠企业对产品的推广能力；另一方面，中药审批周期较长，缺少中医证候的动物实验模型，且疗效短期内难以确定，导致中药制造企业研发回报率较低，企业研发动力不足。根据米内网数据，2019 年中药企业研发投入占营收比的中位数仅为 3.28%，超 10% 的仅有两家。随着主管部门不断改进完善药品价格体制、医疗保险制度和药品集中采购招标等制度，强化医保控费，中药产品的销售价格继续面临下调的风险。根据米内网数据，2019 年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端中成药销售额为 2,830 亿元，近年来中成药市场整体增速持续放缓，2019 年首次出现 1.7% 的负增长。考虑到医保控费长期压力依然存在，且辅助用药多为中药注射剂，在销售费用大幅提升下，短期内中成药制造行业销售及利润增速下行压力较大。

图 5 2013-2020 年中药受理品种数量情况


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

图 6 公立医疗机构中成药的销售情况 (单位: 亿元)


资料来源: 米内网, 中证鹏元整理

在 2020 年新冠疫情的背景下, 党中央、国务院多次强调坚持中西医结合治疗, 国家卫健委发布多版新型冠状病毒肺炎诊疗方案, 临床治疗方案中包括中医治疗, 涉及药品包括清肺排毒汤等中药处方、藿香正气胶囊 (丸、水、口服液)、金花清感颗粒、莲花清感胶囊 (颗粒)、疏风解毒胶囊 (颗粒) 以及喜炎平等注射剂, 在尚无特效药的情况下, 诊疗方案相关产品短期内需求有所提升, 未来随着疫苗的接种范围扩大和疫情得到逐渐控制, 相关需求将趋于下降。

中药注射剂受医保受限、辅助用药重点监控等政策影响较大, 成为中成药重点控费品种, 中药注射剂收入占比较大、药品结构单一的中药制造企业信用风险进一步上升

近年来, 中药注射剂面临医保受限、辅助用药重点监控、限制门诊输液等政策方面的挑战。2009 年医保目录中, 中药注射剂被限二级以上医院的产品有 6 个, 2019 版医保目录对中药注射剂使用进行了进一步严格的限制, 将 40 个中药注射剂品种的适用范围调整至限二级以上医疗机构使用。2019 年 7 月 2 日, 国家卫健委、国家中医药管理局发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录 (化药及生物制品) 的通知》, 随即部分省市公布区域内重点监控合理用药药品目录, 国家版目录中未出现的中药注射剂品种成为各地扩充目录的首选。对纳入目录中的全部药品开展处方审核和处方点评, 制订用药指南或技术规范, 明确规定临床应用的条件和原则, 同时将纳入目录的药品临床使用情况作为医疗机构及其主要负责人的考核内容, 这将极大限制医疗机构和医生对于目录中药品的临床应用范围, 辅助用药重点监控目录中药品销量将受较大影响。2021 年 3 月 1 日起实施的新版医保目录中, 被限制的中药注射剂达 56 种。

从上市公司披露数据来看, 康恩贝主要产品丹参川芎嗪注射液 2019 年被纳入国家重点监控目录并在 2019 年版国家医保目录中移除, 导致 2019 年丹参川芎嗪注射液销售收入同比下降 21.21%, 2020 年该项收入同比下滑 91.4%, 已不再是公司的主要品种且公司已主动注销该注射液的批文; 步长制药的主要产品丹红注射液被要求限二级及以上医疗机构并有明显缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症患者, 丹红注射液 (10ml) 2020 年销量同比下降 23.66%; 神威药业主要产品舒血宁注射液 2020 年销售收入同比下降 30.5%, 清开灵注射液 2020 年销售收入同比下降 21.8% 等。

从公立医疗机构销售情况来看, 近年中药注射剂销售增速波动下滑。2018 年实现

销售收入1,028,715万元，销售增速降至-12.88%，2019年实现销售收入981,543万元，同比增速为-4.59%，销售下滑速度放缓，暴跌态势有所缓解。由于中药注射剂面临医保受限、辅助用药重点监控等挑战，中证鹏元预计中药注射剂销售收入仍存在下行压力。中药注射剂收入占比较大、药品结构单一的制药企业信用风险进一步上升。

社会消费品零售总额增速持续下降，消费品行业竞争加剧

2020年我国社会消费品零售总额完成391,981亿元，同比下滑3.9%，其中2020年限额以上日用品类零售额增速7.5%，中西药品类增长7.8%；日用品类的景气度高于社会消费品的平均水平，但近年来消费品零售总额增速的持续回落仍对消费品生产企业的经营造成较大压力，新产品和新市场的开拓都需要前期投入较多的资源，未来投入回报存在较大的不确定性。

牙膏市场方面，目前国内牙膏市场上的进口品牌主要有高露洁、佳洁士、舒适达等，本土品牌主要有云南白药、黑人、冷酸灵、纳爱斯、舒克等，牙膏市场品牌众多，产品同质化加剧，2020年末云南白药牙膏为中国牙膏品类市场第一名，市场占有率达22.2%，受市场份额和行业竞争等因素影响，近年来行业整体产量有所下滑，随着国内消费增速的逐渐下滑，品牌间的竞争将持续加剧。

五、经营与竞争

公司主要从事云南白药系列药品及牙膏的生产、销售业务，以及医药流通业务。2020年公司实现营业收入为327.43亿元，较上年增长10.38%。其中，商业销售实现收入209.74亿元，同比增长13.06%，主要系销售渠道拓宽使业务量增长所致；工业产品（自制）实现收入117.16亿元，同比小幅增长6.28%，基本保持稳定。公司旅店饮食业、技术服务类以及种植业销售收入规模较小，对公司收入形成一定补充。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率27.75%，较2019年下滑0.81个百分点，主要系商业销售板块毛利率有所下滑所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业销售收入	1,171,643.38	61.18%	1,102,394.76	60.98%
商业销售收入	2,097,423.23	9.09%	1,855,073.24	9.17%
技术服务	427.95	-15.08%	518.30	6.95%
旅店饮食业	25.78	-42.25%	209.81	45.84%
种植业销售收入	37.62	62.56%	325.19	-30.00%
其他业务	4,718.71	27.66%	7,946.09	62.53%
合计	3,274,276.68	27.75%	2,966,467.39	28.56%

注：其他业务主要为毛利较低的价调材料（低值易耗品）销售和毛利较高的租赁业务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 2019-2020 年公司主要工业产品（自制）收入构成情况（单位：万元）

产品	2020 年	2019 年
药品	504,350.96	439,681
日化品	551,367.65	467,871

注：药品及日化品收入为进行内部抵消后的数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品具有很强的品牌优势与市场地位，2020 年公司药品及日化品收入均保持稳定增长，但需关注行业竞争日趋激烈，公司需投入较多的资源来开拓市场

公司工业产品（自制）主要包括了药品和日化品，其中，药品板块涵盖16个剂型共计370余个品种，涉及云南白药系列药品（散剂、胶囊剂为处方药，气雾剂、酞剂等为OTC产品）以及补益气血、伤风感冒、心脑血管、妇科、儿童等领域的中成药，以云南白药系列药品为主；日化品涵盖牙膏、养元青、面膜等，以牙膏为主。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。

表5 公司主要工业产品情况

项目	产品	细分产品	销售终端	销售模式
药品	云南白药系列药品	云南白药胶囊、云南白药散剂、云南白药气雾剂、云南白药酞等	医院、药店	经销为主
	普通系列药品	以蒲地蓝消炎片、伤风停、板蓝根、小柴胡颗粒等 OTC 产品为主	药店为主	经销
日化品	口腔清洁用品	云南白药牙膏系列	大卖场、小超、便利店	经销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工业生产基地主要在昆明、文山、大理等地，其中药品生产、牙膏生产在昆明总部及七甸乡，文山、武定、丽江等地为中药材种植基地。公司工业产品生产均采取以销定产的模式，2020年生产基地无重大变动。

随着公司近年来业务规模的较快发展，部分产能已趋于饱和，公司计划扩建产能并拓展产业链，为公司可持续发展拓展更大的空间。截至2020年末，公司主要在建项目如下表所示，预计总投资15.68亿元，已投资10.36亿元，尚需投资5.32亿元，项目均由公司自筹资金建设，项目完工投产后将提升公司的产能，促进业务规模的提升，但未来新增产能能否及时被市场消化存在一定的不确定性。

就具体项目进度来看，云南白药健康产业园智慧工厂项目（即云南白药集团健康产业项目（一期）项目）用地面积113亩，总建筑面积89,395.04平米，共有牙膏生产线9条，年产能可达5亿支，截至2020年末，该项目已有近70%进行投产。

表6 截至 2020 年末公司主要在建项目概况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	项目内容	项目主要影响
----	-------	-----	------	--------

云南白药集团健康产业项目（一期） ²	115,817.44	89,623.70	行政区、生产区及智能化相关信息系统	解决白药牙膏等健康日化品的产能缺口；生产区达到国内领先的硬件水平；项目符合安全卫生、节能、环境保护等国家的规范、法规和标准。
云南白药清逸堂实业有限公司产业再造基地扩能项目	41,000.00	13,996.96	云南白药清逸堂大理市凤仪镇凤仪工业园区产能升级改造	加强公司在大健康产业领域的布局，提升公司综合竞争实力，
合计	156,817.44	103,620.66	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工业产品成本以原材料为主，药品原材料主要为中药材，牙膏原材料主要为“云南白药”提取物及生产牙膏所需的原辅料。中药材采购主要由子公司云南白药集团中药资源有限公司负责，主要通过中药材种植基地培育、农户合作、参股或控股中药材供应商等方式保障公司中药原材料的供应，目前公司中药材种植基地产量有限、生产所需中药材仍以外购为主。结算模式上，对于优惠采购价格以及部分稀缺的原料，公司采用预付款或是现款现货的方式；其余原材料，公司一般采用货到付款的结算模式。

公司工业产品销售以经销为主，销售区域以西南、华东和华中地区为主，其次为华北和华南地区，市场培育较为成熟，2020年各地区销售均实现增长，整体来看，销售基数较小的区域增速较快，华南地区在2020年增速居于首位，达33.99%，东北地区和西北地区同比分别增长15.44%和10.39%。结算方式上，公司主要采用的是“先款后货”的原则，下游经销商年初与公司签订年度协议方可享受优惠价格及返利；经销商每次拿货须与公司签购货合同；经销商按照购货合同付款（电汇、汇票）；公司销售后台确认订单信息及收款后协调发货；双方于每季度结束后对账，确认回款及按年度协议享受的季度返利。

表7 2019-2020年公司自制药剂和保健品的国内区域销售情况（单位：万元）

地区	2020年			2019年		
	销售额	占比	同比增速	销售额	占比	同比增速
西南地区	313,414.57	27.35%	8.09%	289,961.53	27.85%	7.52%
华中地区	201,879.44	17.61%	4.85%	192,535.21	18.50%	-3.02%
华北地区	159,131.34	13.88%	7.99%	147,351.96	14.16%	3.68%
华东地区	237,828.19	20.75%	8.47%	219,254.18	21.06%	3.42%
华南地区	113,290.98	9.89%	33.99%	84,548.66	8.12%	-10.23%
西北地区	73,479.64	6.41%	10.39%	66,565.87	6.39%	3.18%
东北地区	47,061.96	4.11%	15.44%	40,768.47	3.92%	-1.18%
合计	1,146,086.12	100.00%	10.10%	1,040,985.89	100.00%	1.83%

注：日化品是健康品的主要构成，统计数据为销售口径。

² 根据公司于2018年10月27日发布的《关于对健康产业项目（一期）增加项目投资的公告》，云南白药集团健康产业项目（一期）总投资预计将增加到115,817.44万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020 年剔除内部抵消的影响，公司整体药品收入同比增长 14.71%，主要系公司主产品中散剂的增长以及特色药中气血康、血塞通等产品的增长。从主产品的具体剂型来看，受疫情以及市场波动影响，公司普药类产品（片剂、颗粒剂）收入下滑，散剂产销均实现增长，公司散剂以云南白药系列散剂为主，由于 2020 年散剂订单量增长，公司按订单生产，整体产销率较上年提升 23.52 个百分点。2019-2020 年公司主要药品剂型产销情况如下表所示。

表8 公司主要药品剂型产销情况表

产品	项目	2020 年		2019 年	
		数值	同比变化	数值	同比变化
酊剂	产量（万盒）	5,257	-17.02%	6,335	30.48%
	销量（万盒）	5,119	-11.23%	5,767	9.87%
	产销率	97.38%	--	91.03%	--
	产品平均单价（元/盒）	26.83	-4.11%	27.98	4.11%
颗粒剂	产量（万盒）	4,674	-12.55%	5,345	12.05%
	销量（万盒）	4,543	-14.57%	5,317	5.34%
	产销率	97.19%	--	99.48%	--
	产品平均单价（元/盒）	9.85	-0.68%	9.92	4.09%
散剂	产量（万瓶）	2,723	5.46%	2,582	-23.06%
	销量（万瓶）	2,566	40.53%	1,826	-54.39%
	产销率	94.25%	--	70.73%	--
	产品平均单价（元/瓶）	14.80	0.00%	14.80	0.00%
片剂	产量（万盒）	6,296	-10.30%	7,019	-3.21%
	销量（万盒）	6,649	-13.45%	7,682	-6.19%
	产销率	105.60%	--	109.45%	--
	产品平均单价（元/盒）	8.80	-4.75%	9.23	7.88%

注：酊剂统计口径包含气雾剂

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的日化品业务以口腔清洁用品为主，主要为云南白药牙膏系列。口腔清洁用品凭着公司品牌以及显著功效获得市场的认可，产品品种日趋丰富，不断拓展产品销售空间，提升市场占有率，2020 年末市场占有率达 22.2%，稳居全国第一。2020 年公司实现日化品收入 55.14 亿元，较上年增长 17.85%；其中口腔清洁用品是日化品收入的主要来源，占当年日化品收入的比重为 93%，2020 年公司销售口腔清洁用品 36,331 万支，较上年增长 14.36%，增速回升，产销率为 83.29%，较上年提升 7.84 个百分点，公司健康品板块整体稳定发展。

表9 公司主要日化品产销情况表

项目	2020 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化

产量（万支）	43,619	3.59%	42,108	4.18%
销量（万支）	36,331	14.36%	31,769	1.94%
产销率	83.29%	-	75.45%	-

注：数据来源于销售口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司围绕“新白药，大健康”的总体战略不断开拓大健康产业板块，除口腔清洁用品外，不断尝试如洗发水、沐浴露、化妆品等产品市场。近年来，公司陆续推出了养元青洗发水、千草堂沐浴露、采之汲面膜等产品，2020年，云南白药集团上海科技有限公司、云南白药集团上海健康产品有限公司相继成立，未来公司将在医美领域寻找新的利润增长点，聚焦 AI 皮肤检测、全植物安全护肤、精准解决方案等方面。但值得关注的是，健康品市场竞争激烈，且市场中已有较为成熟的品牌，产品的销售渠道、消费者品牌认识均较为稳定，重塑消费者认识和拓展渠道均需投入大量资源，公司能否成功拓展相关市场面临较大不确定性。

2020年，公司前五大供应商和前五大客户的占比分别为 10.07% 和 13.28%，客户集中度较低；2020年最大的供应商和客户的占比分别为 3.57% 和 5.65%，公司对大供应商和大客户的依赖较小。

公司为云南省医药商业流通领域的龙头企业，竞争力较强，商业销售业务收入规模稳步增长；物流中心二期工程竣工投入使用将为业务可持续发展拓展空间

公司医药商业板块由云南省医药有限公司（以下简称“省医药公司”）负责运营，业务主要集中在云南省内。省医药公司是云南省医药商业流通领域的龙头企业，拥有省内范围最广、渗透力最强的商业分销网络，包含了商业物流和云南白药大药房，作为区域性的商业公司，占云南省医药批发零售业务约 40% 的市场份额。省医药公司先后通过了国家药监局 GSP 认证和 ISO9001 质量体系认证，拥有自主研发的、具有自主知识产权的 ERP 系统，覆盖采购进货、物流配送、质量管理、销售业务到财务管理、客户服务等诸多方面。公司投资 2.5 亿元建设的物流中心建筑面积为 3.6 万平方米，是国内目前规模较大、技术较先进的现代化医药物流中心，可存储药品 30 万箱，日均出库量峰值达到 4 万箱，为公司的快速发展提供了有力保障。2016 年末公司开始在原物流中心的基础上进行二期物流中心建设，二期物流中心已于 2018 年 11 月投入使用，目前已形成以“一期为主、二期为辅、主次分明”的商业物流运营格局，省医药二期物流中心的建成，在提升库房功能的同时，还将支撑省医药未来经营业务发展需求，保障公司持续稳健发展。

商业销售业务的采购方面，公司挑选具备资质的企业成为供应商，公司质量管理部门对供应商资质进行审核监督，审核合格后的供货商方可签订供货合同。结算方式主要有“先货后款”和“预付款”两种，公司与供应商约定交货时间，供应商按时发货，公司验收入库，公司根据供货合同所签账期来支付货款。但对于一些特殊、或紧缺商品，公司根据供货合同采用预付款的方式支付。

商业销售业务的销售方面，公司以批发为主，兼有零售业务；其中，批发又可分为调拨业务、医院终端配送业务，医院终端配送占比较大。结算方面，对于采购量较大、长期稳定的客户，公司采用“先货后款”的原则，客户通过政府采购平台网站提交订单，公司物流中心依据订单信息进行物流配送。公

公司以应收账款资信管理系统严格制定不同客户的资信政策，收款方式为依据资信政策计算的账期收款（电汇、汇票）。另外，公司的零售业务板块，采用“现款现货”的原则，概不赊销。

2020年公司实现商业销售业务收入209.74亿元，同比增长13.06%，毛利率为9.09%，基本保持稳定，主要系省医药作为区域商业流通龙头，基础较好，且省医药加快向智慧型医药供应链服务商转型发展，提升配送效率，同时，公司加大新零售市场的开发，为处方流转和分级诊疗做好准备，有效承接医院外流处方份额，取得了一定成效。此外，仍需关注为应对不断加剧的竞争，公司逐渐向优质客户放宽了商业信用期限，同时，为应对业务规模增长，公司加大药品的储备，对营运资金的需求也不断上升。

2020年公司加速投资并购，积极布局医美等领域，公司未来有望产生新的利润增长点；此外，2020年公司金融资产投资规模加大，但需关注可能存在一定投资风险

公司通过委托上海国际信托有限公司认购香港万隆控股（0030.HK）可换股债券，实现与万隆控股在个人护理产品贸易以及植物提取和配套简称、物流、进出口及相关服务方面的合作，公司遵照国家法律布局工业大麻业务板块，2020年已经完成“工业大麻研究中心”挂牌，并获得《云南省工业大麻科研种植许可证》，为后续开展相关业务提供资质保障；此外，公司于2020年12月完成海南国际中心主体云南白药集团（海南）有限公司的工商登记，主要发展国际贸易、金融业务、工业大麻业务等，搭建国际运营平台。公司工业大麻业务主要面向海外，通过与万隆控股的合作，为后续工业大麻板块的海外贸易提供一定基础。

2020年新设云南白药集团上海有限公司、云南白药集团上海健康产品有限公司、云南白药集团上海科技有限公司等成立上海国际中心，积极布局医美赛道，集运营中心、研发中心和精准定制肌肤管理平台于一体；北京大学-云南白药国际医学研究中心于2020年5月正式揭牌，该研究中心基于国际区域医疗中心发展定位，将利用北京大学人才吸引优势以及公司的市场化优势，在医药卫生健康领域开展科研项目合作，公司未来有望产生新的利润增长点。

此外，公司现金类资产充裕，2020年主要通过金融资产投资进行闲置资金管理，以证券投资为主，当年累计获得证券投资收益23.31亿元，2021年一季度公司证券投资以境内外股票和债券基金为主，累计亏损7.93亿元，证券投资公允价值波动较大，需关注投资风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度报告，公司财务报表均采用新会计准则编制。2020年公司报表合并范围内新增子公司9家，变动详情见表2。截至2020年末，公司报表合并范围内的子公司共53家，详情见附录三。

资产结构与质量

公司现金类资产充沛，资产流动性较好，但需关注存货规模较大，仍存在一定减值风险

2020年末，公司总资产552.19亿元，同比增长11.20%，主要系现金类资产的增长；2021年3月末，资产规模为537.97亿元。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	149.32	27.76%	152.80	27.67%	129.94	26.17%
交易性金融资产	99.44	18.48%	112.29	20.33%	88.21	17.76%
应收账款	59.19	11.00%	35.54	6.44%	20.38	4.10%
存货	96.85	18.00%	109.90	19.90%	117.47	23.66%
流动资产合计	479.01	89.04%	492.61	89.21%	447.01	90.02%
固定资产	28.61	5.32%	30.97	5.61%	20.09	4.05%
在建工程	4.77	0.89%	3.87	0.70%	9.70	1.95%
非流动资产合计	58.97	10.96%	59.59	10.79%	49.57	9.98%
资产总计	537.97	100.00%	552.19	100.00%	496.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

2020 年末，公司货币资金中受限资金规模 10.02 亿元，主要系受限的定期存款。公司交易性金融资产主要为购买的股票和基金，2020 年公司交易性金融资产规模大幅增长，主要系公司进行权益工具投资引起的公允价值变动收益增加 23.07 亿元，2021 年 3 月末，交易性金融资产规模下滑系公司持有的证券资产公允价值下跌所致。应收账款主要系省医药公司的应收货款，近年来随着药品零差率、医保支付标准改革的持续推进，公司项目合作客户增加、商业客户资信期延长，应收账款规模持续增长，2020 年末，公司账龄一年以内的应收账款占比达 96.34%，前五大客户的占比为 16.60%，较为分散，公司应收对象中医院款项占比较高，整体回收风险尚可，2021 年 3 月末应收账款规模进一步增长，主要系子公司省医药公司应收货款的增加。公司存货以库存商品和原材料为主；其中，原材料主要为中药材、库存商品主要为省医药库存药品。2020 年末公司的存货主要包括原材料 18.67 亿元、库存商品 84.77 亿元，年末存货跌价准备合计 1.71 亿元，2021 年 3 月末，公司存货规模下降至 96.85 亿元，系去库存所致，仍保持较大规模，公司存货整体变现能力尚可，但需关注近年来药材和药品价格存在一定波动，公司存货仍面临一定减值风险。2020 年末公司其他流动资产主要为信厚聚容 4 号基金 19.79 亿元以及进项税额等。

2020 年公司非流动资产规模变化不大，年末固定资产增长主要系在建工程中转入的云南白药集团健康产业项目（一期）项目和云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目；年末在建工程主要项目为云南白药清逸堂实业有限公司产业再造基地扩能项目等。

总体来看，受益于自身经营积累以及证券投资带来的公允价值增益，2020年公司整体资产规模稳定增长，且现金类资产占总资产比重达53.49%，资产流动性较好；但需关注存货规模较大，仍存在一定减值风险。

盈利能力

2020年公司营业收入和利润规模保持稳定增长，毛利率基本稳定，整体盈利能力很强；需关注公司近期证券投资带来的公允价值损益大幅波动情况

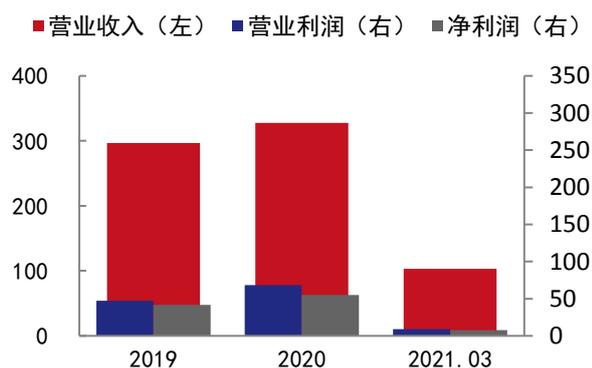
2020年公司实现营业收入为327.43亿元，较上年增长10.38%，工业产品（自制）及商业销售收入均实现增长。2021年1-3月公司营业收入为103.28亿元，较上年同期增长33.38%。盈利方面，2020年公司销售毛利率为27.75%，较上年下滑0.81个百分点，整体基本保持稳定。

2020年公司的投资收益为3.92亿元，主要系持有交易性金融资产期间以及处置交易性金融资产取得的投资收益，此外2020年公司获得公允价值变动收益22.40亿元，主要系投资股票和基金产生的收益。

受益于公允价值变动增益，2020年公司利润总额68.01亿元，同比增长43.90%，2020年公司EBITDA利润率和总资产回报率分别为14.39%和13.29%，公司的盈利能力仍然很强。2021年一季度，公司净利润较上年同期大幅下滑40.64%，主要系公司当期进行证券投资使公允价值下跌7.89亿元，需关注大规模证券投资带来的金融资产公允价值大幅波动一定程度将侵蚀利润。

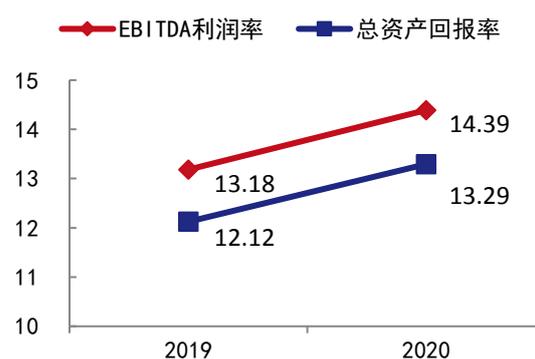
总体而言，2020年公司营业收入和利润规模保持增长，毛利率基本稳定，整体盈利能力仍然很强。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2019-2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度报告，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好

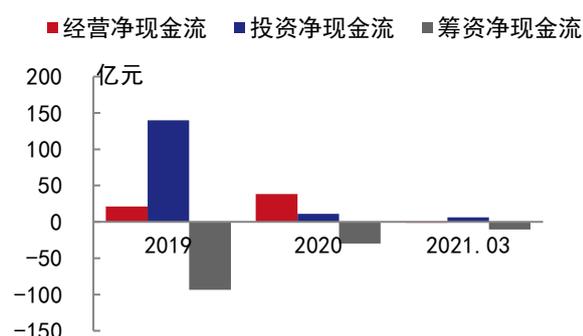
2020年公司经营活动现金流量净流入38.29亿元，同比大幅增长81.92%，资金回笼情况表现良好，

2020年经营活动生成的现金（FFO）为29.14亿元

公司投资活动主要系买卖金融资产、银行理财产品，以及在建工程投入等。筹资活动方面，2020年公司及子公司省医药对外进行借款合计20.25亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金39.08亿元，使当年筹资活动现金净流出29.78亿元。

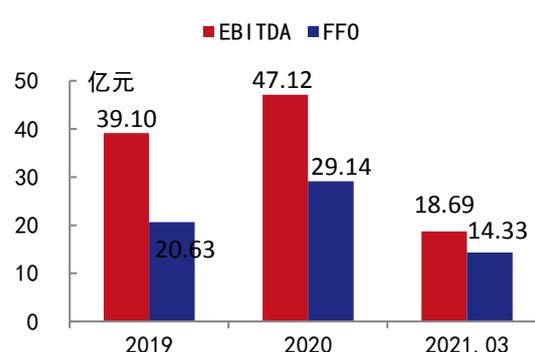
截至2020年末，公司在建项目尚需投资5.32亿元，但公司资金较为充裕，整体资金压力较小。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司财务杠杆水平较低，整体偿债能力极强

受益于公司盈余积累，2021年3月末，公司所有者权益增至392.97亿元。2020年由于子公司省医药借款增长，公司总负债规模同比增长46.00%，受以上因素综合影响，2020年，公司产权比率提升至44.01%，2021年3月末，由于公司偿还部分借款，产权比率回落至36.90%。公司净资产对负债的保障程度整体维持在较好水平。

图 11 公司资本结构

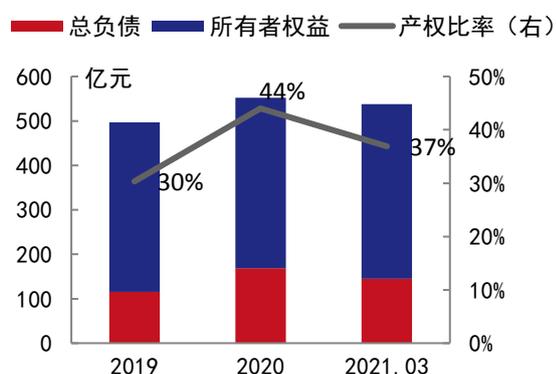
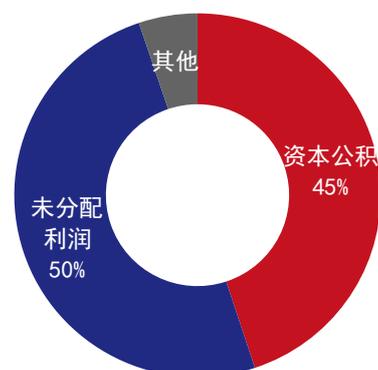


图 12 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2020年末短期借款主要包括公司及子公司省医药的信用借款11.50亿元以及内部单位开出的票据贴现8.15亿元（该部分不付息）。公司应付票据和应付账款主要是采购原料和药品的货款；应付票据以银行承兑汇票为主。公司合同负债主要为预收合同货款，2020年末余额为20.76亿元，主要系公司药品事业部及健康品事业部预收货款确认收入所致。其他应付款主要系市场维护费及折扣与折让、押金及保证金和其他往来款等。一年内到期的非流动负债主要为应付本期债券、2016年云南白药集团股份有限公司公司债券（第一期）（已于2021年4月兑付）以及一年内到期的长期借款，年末合计9.18亿元。

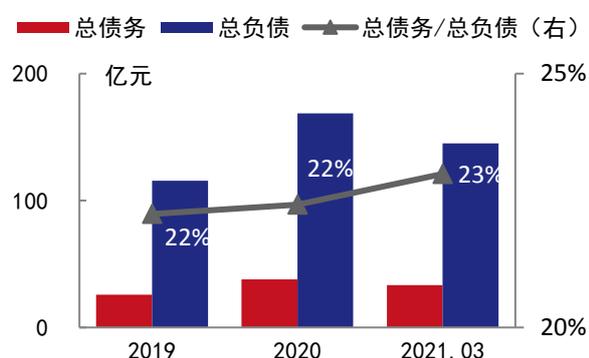
公司长期借款主要为50.00万元保证借款和3,610万元信用借款。公司长期应付款主要系国企职工身份转换费用及离退休人员社保外统筹费，2020年末余额6.56亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

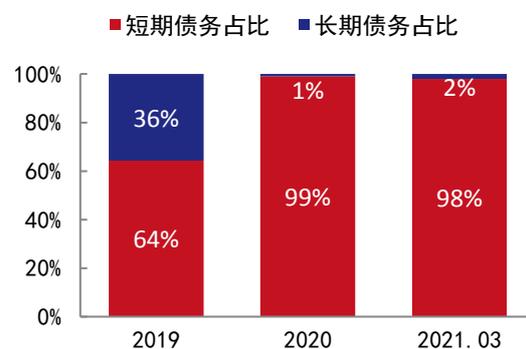
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.14	3.55%	19.65	11.65%	0.00	0.00%
应付票据	18.30	12.62%	16.79	9.95%	16.53	14.31%
应付账款	48.36	33.35%	46.37	27.48%	45.91	39.72%
其他应付款	20.69	14.27%	24.98	14.80%	12.89	11.16%
一年内到期的非流动负债	9.28	6.40%	9.18	5.44%	0.00	0.00%
流动负债合计	133.36	91.97%	156.37	92.66%	96.15	83.18%
长期借款	0.67	0.46%	0.37	0.22%	0.04	0.03%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	9.13	7.90%
负债合计	145.01	100.00%	168.75	100.00%	115.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务37.83亿元，同比增长47.21%，主要系子公司省医药短期债务的增长，年末总债务占公司总负债的比重为22.42%；2021年3月末，公司偿还部分短期债务，总债务规模降至33.39亿元。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


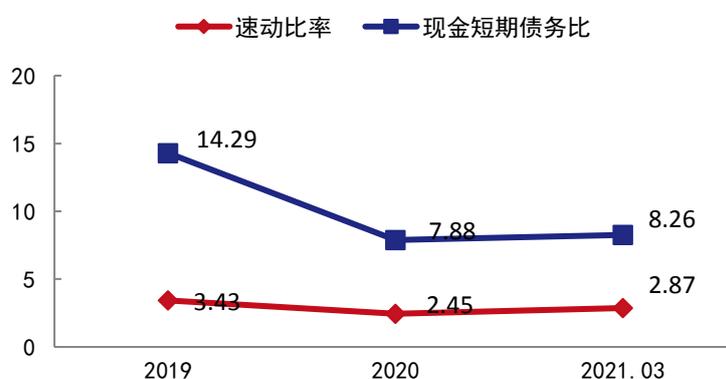
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

2021年3月末公司资产负债率为26.95%，较2019年提升3.67个百分点，负债率有所提升，但财务杠杆水平整体仍较低。公司现金类资产充足，资金压力很小。虽然2020年EBITDA利息保障倍数有所下滑，但公司盈利对总债务的本息偿还保障程度较好，公司整体偿债能力极强。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	26.95%	30.56%	23.28%
净债务/EBITDA	--	-5.29	-5.18
EBITDA 利息保障倍数	--	27.85	31.14
总债务/总资本	7.83%	8.98%	6.32%
FFO/净债务	--	-11.70%	-10.18%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

七、债券偿还保障分析

自吸收合并交割日起，保证人云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）的一切权利与义务已概括转移至云南白药，白药控股不存在实质性经营主体，待白药控股进行工商注销后，本期债券担保人灭失

白药控股向本期债券持有人出具了担保函，白药控股在该担保函中承诺，对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

2018年9月19日，公司公布《云南白药集团股份有限公司关于重大资产重组停牌公告》，称拟吸收合并控股股东及债券担保人白药控股；2018年11月23日，公司披露了《云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易预案（修订稿）》，2019年4月24日，公司获中国证券监督管理委员会核发的《关于核准云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司的批复》（证监许可【2019】770号），核准云南白药集团股份有限公司向云南省国资委发行321,160,222股股份、向新华都发行275,901,036股股份、向鱼跃科技发行71,368,938股股份吸收合并云南白药控股有限公司。根据公司、白药控股与云南省国资委、新华都及鱼跃科技等3名交易对方签署的《吸收合并协议》及其补充协议，自吸收合并交割日起，白药控股的全部资产、负债、业务、合同及其他一切权利与义务将由云南白药享有和承担。

公司与白药控股已签署《资产交割协议》及《资产交割确认书》，双方确认，分别以2019年3月7日和2019年6月1日为减资交割日和吸并交割日，自吸并交割日起，保证人白药控股的一切权利与义务已概括转移至云南白药，白药控股不存在实质性经营主体，没有财务数据。

截至本报告出具日，担保人白药控股尚未进行工商注销，待注销后，本期债券担保人灭失。

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年12月31日，公司及其子公司对外担保15.00亿元，占期末净资产的3.91%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

表13 截至 2020 年 12 月 31 日公司及子公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保额度	担保类型	担保期
云南云呈医药管理有限公司	150,000.00	连带责任担保	12年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	149.32	152.80	129.94	30.17
交易性金融资产	99.44	112.29	88.21	72.65
应收账款	59.19	35.54	20.38	18.53
存货	96.85	109.90	117.47	99.94
流动资产合计	479.01	492.61	447.01	272.84
非流动资产合计	58.97	59.59	49.57	30.94
资产总计	537.97	552.19	496.58	303.78
短期借款	5.14	19.65	0.00	0.00
应付票据	18.30	16.79	16.53	13.93
应付账款	48.36	46.37	45.91	42.22
其他应付款	20.69	24.98	12.89	12.91
一年内到期的非流动负债	9.28	9.18	0.00	17.99
流动负债合计	133.36	156.37	96.15	101.86
长期借款	0.67	0.37	0.04	0.03
应付债券	0.00	0.00	9.13	0.00
长期应付款	6.50	6.51	6.56	0.05
非流动负债合计	11.65	12.39	19.44	2.69
负债合计	145.01	168.75	115.58	104.55
总债务	33.39	37.83	25.70	31.95
归属于母公司的所有者权益	390.07	380.53	379.38	197.82
营业收入	103.28	327.43	296.65	267.08
净利润	7.62	55.11	41.73	32.90
经营活动产生的现金流量净额	-1.28	38.29	21.05	26.30
投资活动产生的现金流量净额	6.04	10.86	139.66	-8.59
筹资活动产生的现金流量净额	-10.29	-29.78	-93.41	-16.20
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	28.51%	27.75%	28.56%	30.55%
EBITDA 利润率	--	14.39%	13.18%	15.53%
总资产回报率	--	13.29%	12.12%	13.84%
产权比率	36.90%	44.01%	30.34%	52.48%
资产负债率	26.95%	30.56%	23.28%	34.42%
净债务/EBITDA	--	-5.29	-5.18	-2.31
EBITDA 利息保障倍数	--	27.85	31.14	21.35
总债务/总资本	7.83%	8.98%	6.32%	13.82%
FFO/净债务	--	-11.70%	-10.18%	-23.61%
速动比率	2.87	2.45	3.43	1.70

现金短期债务比	8.26	7.88	14.29	4.21
---------	------	------	-------	------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
云南白药集团大理药业有限责任公司	大理市	药业	100.00%		设立或投资
云南白药集团医药电子商务有限公司	昆明市	日用品批发、零售	100.00%		设立或投资
云南白药集团无锡药业有限公司	无锡市	药业	100.00%		设立或投资
云南白药集团健康产品有限公司	昆明市	口腔清洁用品生产和销售	100.00%		同一控制下企业合并
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	楚雄市	化妆品生产销售		100.00%	设立或投资
云南省药物研究所	昆明市	新药研究与开发	100.00%		同一控制下企业合并
云南天正检测有限公司	昆明市	实验检测、技术咨询		100.00%	设立或投资
云南白药清逸堂实业有限公司	大理市	一次性卫生用品的生产	40.00%		非同一控制下企业合并
昆明清逸堂现代商务有限公司	昆明市	一次性卫生用品销售		40.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团中药资源有限公司	昆明市	药业	100.00%		设立或投资
云南白药集团文山七花有限责任公司	文山市	药业		100.00%	设立或投资
云南白药集团丽江药业有限公司	丽江市	药业		100.00%	设立或投资
云南白药集团太安生物科技产业有限公司	丽江市	药业		100.00%	设立或投资
丽江云全生物开发有限公司	丽江市	药业		70.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团武定药业有限公司	楚雄市	药业		100.00%	设立或投资
云南白药集团云丰进出口贸易有限责任公司	昆明市	药品等销售		100.00%	设立或投资
云南白药集团千草堂中医药有限公司	昆明市	药业		100.00%	设立或投资
云南云丰中草药有限公司	昆明市	药业		82.35%	设立或投资
云南省医药有限公司	昆明市	医药批发、零售	100.00%		设立或投资
云南白药大药房有限公司	昆明市	药业		100.00%	设立或投资
云南省医药玉溪销售有限公司	玉溪市	医药批发、零售		51.00%	设立或投资

云南省医药科技有限公司	昆明市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药保山药品发展有限公司	保山市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药兴达有限公司	红河州	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药天马有限公司	红河州	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药三发有限公司	红河州	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药瀚博有限公司	昆明市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药万和有限公司	文山州	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药德宏发展有限公司	德宏市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药嘉源有限公司	楚雄市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药曲靖有限公司	曲靖市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药瑞阳申华科技有限公司	昆明市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药雄亿有限公司	昭通市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药天福大华有限公司	丽江市	医药批发、零售	51.00%	非同一控制下企业合并
云南省医药西汇有限公司	昆明市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药大理发展有限公司	昆明市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南云药有限公司	昆明市	医药产业投资	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药控股投资有限公司	昆明市	投资	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶品有限公司	昆明市	茶叶	100.00%	同一控制下企业合并
云南省凤庆茶厂有限公司	凤庆县	茶叶	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶源临沧庄园有限公司	临沧市	酒店餐饮业	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药大理置业有限公司	大理市	健康养生、房地产开发等	82.36%	非同一控制下企业合并
云南叶榆园林绿化工程有限公司	大理市	园林绿化	82.36%	同一控制下企业合并
云白药征武科技（上海）有限公司	上海市	科技推广和应用服务	75.00%	同一控制下企业合并

云南省医药临沧销售有限公司	临沧市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药迪庆发展有限公司	迪庆州	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南省医药云谷普洱发展有限公司	普洱市	医药批发、零售	51.00%	设立或投资
云南白药集团上海科技有限公司	上海市	技术服务	100.00%	设立或投资
云南白药集团上海健康产品有限公司	上海市	化妆品及卫生用品批发	100.00%	设立或投资
云南白药集团三七产业有限公司	文山州	中药材种植及销售	100.00%	设立或投资
云南白药（厦门）健康服务有限公司	厦门市	保健食品等零售	100.00%	设立或投资
云南白药集团上海有限公司	上海市	房地产开发、工程建设等	100.00%	设立或投资
云南白药集团（海南）有限公司	海南省	进出口代理、技术服务等	100.00%	设立或投资

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。