



2017年特一药业集团股份有限公司可转换 公司债券2022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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2017年特一药业集团股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
特一转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持特一药业集团股份有限公司（以下简称“特一药业”或“公司”，股票代码“002728.SZ”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“特一转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司产品结构相对合理，在广东省具备一定品牌影响力，公司 2021 年成功非公开发行股票，资本实力有所增强、财务杠杆水平下降，第一大股东提供的股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时也关注到，公司存在较大的商誉减值风险，部分化药产品面临停止注册并停产的风险，面临一定资金压力和短期偿债压力，以及本期债券募投项目收益存在不确定性等风险因素。

未来展望

- 公司经营业绩逐步恢复，财务杠杆水平较低。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 04 月 27 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	20.66	22.56	22.57
归母所有者权益	12.62	10.80	11.53
总债务	6.71	10.70	9.96
营业收入	7.58	6.33	9.21
净利润	1.27	0.44	1.72
经营活动现金流净额	2.57	1.69	2.22
销售毛利率	53.03%	48.30%	59.34%
EBITDA 利润率	31.23%	27.40%	29.87%
总资产回报率	9.69%	5.04%	13.58%
资产负债率	38.94%	52.11%	48.91%
净债务/EBITDA	1.12	2.53	1.39
EBITDA 利息保障倍数	7.96	4.06	5.95
总债务/总资本	42.00%	59.09%	55.75%
FFO/净债务	52.61%	15.20%	28.11%
速动比率	1.04	0.84	0.96
现金短期债务比	1.09	0.81	0.91

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司产品结构相对合理，在广东省仍具备一定品牌影响力。**公司产品涵盖中成药、化学药制剂和化学原料药等品种，主要药品制剂产品涉及呼吸系统类、皮肤类、心脑血管类、消化系统类等多个领域。“特一”品牌被广东省工商行政管理局认定为“广东省著名商标”，核心产品止咳宝片为国内独家品种。
- **公司非公开发行股票，资本实力有所增强、财务杠杆水平下降。**2021年11月公司向特定投资者非公开发行人民币普通股股票，扣除各项发行费用募集资金净额1.85亿元，公司资本实力得到增强，财务杠杆水平同比下降。
- **股票质押和保证担保仍能为本期债券安全性提供一定保障。**公司第一大股东许丹青以其持有的3,750万股公司股票为本期债券提供质押担保，跟踪期内质押股票市值对本期债券覆盖程度尚可。同时许丹青还为本期债券提供连带保证责任担保。

关注

- **公司存在较大商誉减值风险。**公司商誉系并购台山市新宁制药有限公司（以下简称“新宁制药”）和海南海力制药有限公司（以下简称“海力制药”）股权价款溢价导致，2021年公司继续对海力制药资产组计提商誉减值准备，但剩余商誉规模仍较大。若未来海力制药、止咳宝销售以及新宁制药收益不及预期，公司仍面临较大商誉减值风险。
- **公司部分产品面临停止注册并停产的风险。**截至目前，公司14个品种通过一致性评价，其余化药品种仍未通过一致性评价，若相关产品未在规定时间内通过一致性评价，仍面临停止注册并停产的风险。
- **公司面临一定资金压力和短期偿债压力。**截至2021年底，公司在建项目尚需投入一定资金，一致性评价仍需持续投入，总债务中短期债务占比仍较高。
- **本期债券募投项目收益存在不确定性。**本期债券的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益，本期债券募投项目目前进度不达预期，原料药行业面临较大的环保升级压力，一致性评价能否如期推进存在不确定性，且项目建成后新增产能市场能否有效消化及产生预期收益亦存在不确定性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
	行业风险	5		杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
业务状况	经营规模	3	财务状况	EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	5
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1

业务多样性	5	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	很小
指示性信用评分			aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-17	刘书芸、张旻燊	医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2017-5-15	董斌、舒静	化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
特一转债	3.54	2.98	2021-06-17	2023-12-06

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年12月发行了6年期3.54亿元的可转换公司债券，募集资金原计划全部用于建设药品仓储物流中心及信息系统建设项目和新宁制药药品GMP改扩建工程项目。根据公司2021年年报，截至2021年底，本期债券募集资金余额为14,831.39万元，其中暂时性补充流动资金14,000.00万元，存放于募集资金专户的余额为831.39万元。

三、发行主体概况

公司于2021年11月向特定投资者非公开发行人民币普通股股票1,804.03万股，发行价格为每股10.92元，扣除各项发行费用实际募集资金净额18,490.54万元。2021年，本期债券转股合计增加股本8.58万元¹。受非公开发行股票及本期债券转股影响，2021年底公司股本变更为22,164.39万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2021年底，控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族²，合计持有公司49.97%股份，同比略有下降，持有的公司股票质押占其所持股份总数的48.72%³。公司股权结构详见附录二。跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事化药制剂、中成药以及化学原料药的研发、生产和销售。2021年度，公司合并范围新设1家子公司，2021年底纳入公司财务报表合并范围的子公司共有8家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广东特美健康科技产业有限公司	100%	10,000.00	投资管理	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

¹ 本期债券的转股价格2021年6月3日由14.70元/股调整为14.05元/股，2021年12月1日调整为13.80元/股。

² 2021年4月27日，公司实际控制人之一许为高因病医治无效逝世，其持有的股份50%作为夫妻共同财产过户至许丽芳女士名下，另外50%作为遗产由许丹青先生继承。根据公司2022年4月7日公告，公司实际控制人及其一致行动人许丹青、许松青、许丽芳、许恒青，分别持有公司股份32.22%、9.34%、6.89%、1.52%。许丹青、许松青和许恒青均为许丽芳的儿子；许丹青任董事长、总经理，许松青任副董事长、副总经理。

³ 根据公司2021年年度报告，许丹青、许松青持有公司股份分别被质押3,756.00万股（其中3,750万股为本期债券质押担保）、1,640.00万股，分别占其持有公司股份的60.48%、79.23%。

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
广州特一海力药业有限公司	100%	15,000.00	技术研发	注销

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

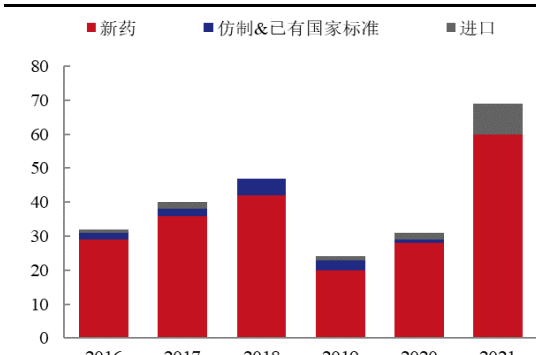
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋

复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

国家政策利好中成药行业健康稳定发展，中成药零售市场面临较好机遇，医院市场受医保控费、限输令、集采等政策影响预计2022年增长继续承压，新冠诊疗方案相关药品短期内需求提升

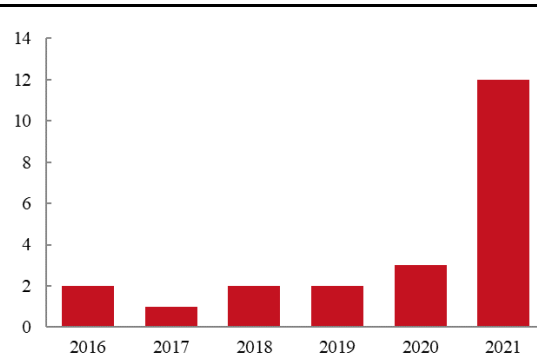
国家政策利好中成药行业健康稳定发展。“十三五”期间发展中医药已上升为国家战略，2021年我国继续出台多项支持中医药产业发展的相关政策，全方位扶持中医药发展。一方面，国家改革中药新药审批政策，构建“三结合”⁴中药注册审评证据体系，鼓励中药企业对已上市药品进行二次开发、深挖经典名方，向中药新药转化。2021年度国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理中药总量为1,360件，其中，新药申请60件，进口申请9件，新药申请数量较上一年度增加32件，增幅达114.29%；批准上市的中成药新药达12个，超过去4年获批总和。另一方面，医保支付向中医药倾斜。2021年12月底，国家医保局、国家中医药管理局发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，指出将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，中医医疗机构可暂不实行DRG⁵付费。

图1 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2 批准上市的中成药新药数量情况



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

表2 国家持续出台政策支持中成药行业健康发展

日期	文件名称	主要内容
2021年2月	《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的通知》	从人才、产业、资金等7个方面提出28条举措，优化中药审评管理、完善中药分类注册管理，完善中西医结合制度，实施中

⁴ “三结合”指中医药理论、人用经验和临床试验相结合。

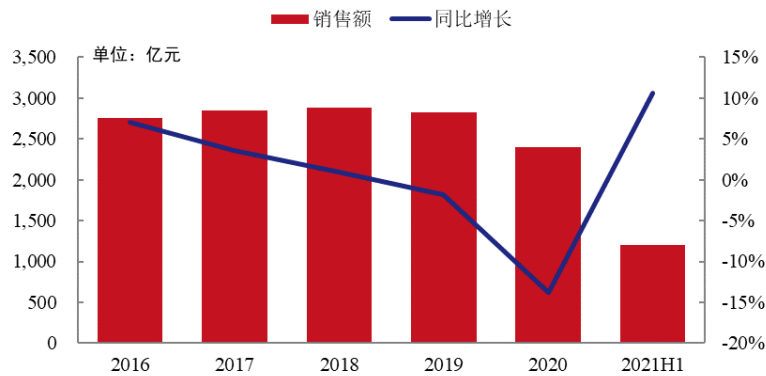
⁵ DRG 全称 Diagnosis Related Groups，即疾病诊断相关分组。

2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	医药发展重大工程，提高中医药发展效益，营造中医药发展良好环境
2022年1月	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》征求意见稿	将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点支付政策，强化医保基金监管
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	推动构建中医理论、人用经验和临床试验相结合的中药注册审批证据体系，指导在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药提出临床专业沟通交流申请 提出15项主要发展指标，并安排了10项重点任务。其中提出，医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂将实行自主定价，符合条件的按程序纳入医保支付；探索符合中医药特点的医保支付方式，遴选和发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中成药零售市场面临较好的发展机遇，品牌中成药具有较强竞争优势。随着认知度提高、药品零售线上和线下渠道的融合带来的便利性提升，民众通过零售端购买中药占比快速提高，中成药零售市场面临较好的发展机遇。2020年我国中药渠道分布中，零售端占到28.2%，相较于2015年有所提升。中成药零售市场受集采影响相对较小，且院外市场拥有自主定价权，零售端中成药产品可保持较高的利润空间；近年来零售端的中药销售额呈现逐年上升趋势，销售额增长动力主要来源于产品单价提升。不同于院内市场，药品零售端市场具有一定消费属性，消费者的品牌认知、消费习惯对药品销售影响较大，品牌中成药具有较强竞争优势。米内网数据显示，2020年中国城市零售药店终端中成药销售额超过1,000亿元，呼吸系统疾病用药领军市场，华润医药、太极集团、云南白药等为主要厂家。

图3 2021年新冠疫情影响减弱，中成药公立医疗机构终端销售回升



资料来源：米内网，中证鹏元整理

医保控费、限输令、集采背景下，中成药医院市场增长短期内承压。国内医保控费不断加码，国家医保目录中限二级以上医院的中药注射剂品种持续增长，2021年目录受限品种增至40个。中成药品种暂未纳入国家集采范畴，但部分中成药品种纳入省级联盟集采，2021年12月，湖北牵头19省中成药省际联盟集中带量采购111个产品中选，中选价格平均降幅42.27%，最大降幅82.63%；2022年4月，广东联盟清开灵等中成药集中带量采购，集采品种达132种，中标品种非独家品种价格平均降幅为60%，独家品种价格平均降幅为17%。根据米内网数据，近年重点城市公立医疗机构中成药市场增速放缓，2020年受

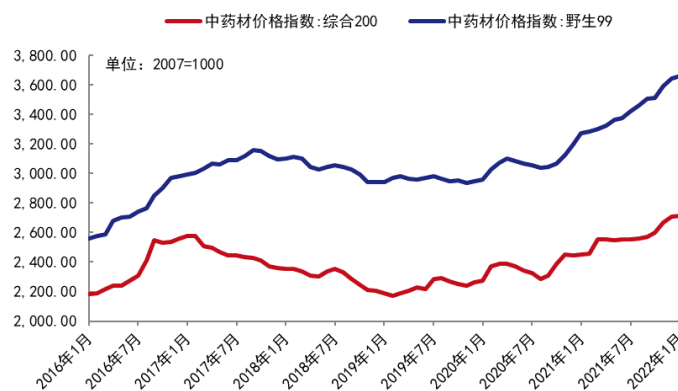
新冠疫情影响同比大幅下滑，2021年新冠疫情影响减弱，中成药公立医疗机构终端销售也逐渐恢复，2021年上半年销售额超过1,200亿元，同比上升10.59%，但仍未恢复至2019年上半年的水平。医保控费、限输令、集采背景下，预计2022年中成药医院市场增长将继续承压。

新冠诊疗方案相关药品短期内需求提升。在新冠疫情的背景下，党中央、国务院多次强调坚持中西医结合治疗，2022年3月国家卫健委发布《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，涉及的中成药包括藿香正气胶囊（丸、水、口服液）、清肺排毒颗粒、金华清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒、喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液等等。清肺排毒颗粒、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒均系2021年新获批上市的中药新药，其中清肺排毒颗粒、宣肺败毒颗粒经过医保谈判，已被调入国家医保目录。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。

止咳化痰中成药有较好的市场前景，零售药店终端销售额2021年有所回升；预计2022年中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大

止咳化痰中成药有较好的市场前景。随着自然环境及气候的变化，咳嗽的发病比例呈不断上升趋势，我国止咳化痰类药物有较大增长空间；2017年我国止咳化痰类药物规模达到330亿元，其中零售端约280亿元，近年来增速均保持两位数，远高于整体药品市场。我国止咳化痰类药物市场以中成药为主，近几年中成药占比在70%-80%左右，且比重不断增加，止咳化痰类中成药具有良好的成长性；2009-2016年我国止咳中成药市场销售额从101.04亿元增长至236.46亿元，复合增长率为12.92%。受疫情影响，零售药店止咳化痰类药品销售受到管控，止咳化痰类中成药2020年零售药店终端销售额同比下滑。2021年随着疫情防控常态化、零售市场重启、限售政策开放等，大部分止咳用药品牌销售额有所回升。

图4 受多重因素影响，2019年以来中药材价格指数呈上升趋势



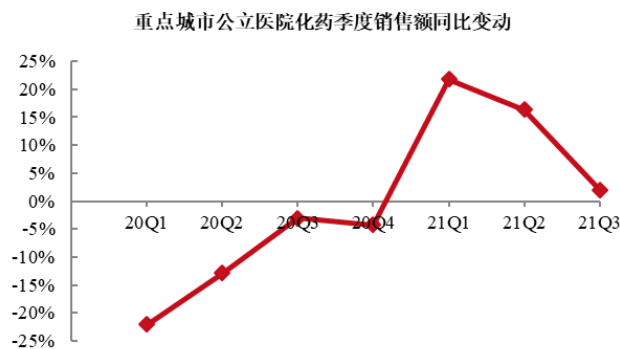
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

短期内中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大。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、野生及动物类药材供给出现不足，随着需求不断增长，价格呈现持续上升态势，2021年12月以来中药材野生99价格指数⁶已突破3,600点。中证鹏元预计2022年中药材野生99价格指数仍处于高位。大宗中药材方面，受行业周期、中药材质量监管加强、天气异常、防疫用药增加等多重因素影响，中药材综合200价格指数近年来呈上升趋势，中证鹏元预计2022年中药材综合200价格指数维持高位。

随着医保控费政策继续推进，预计2022年我国化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。2020年为国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020年我国化药制剂行业业绩同比大幅下滑。2021年疫情防控进入常态化，化药销售回暖；根据米内网数据显示，2021年前三季度重点城市公立医院化学药销售额已超过1,300亿元，同比增长超过10%；分季度来看，2021年第一季度、第二季度、第三季度同比增速逐步下滑。目前我国新冠疫情虽然有反复，但整体较为可控，预计未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2022年化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平。

图5 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售回暖、但增速逐步下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2021年1-6月创新药医保继续放量、集采品种和辅助用药市场规模继续下滑。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较

⁶ 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。

低的辅助用药，预计未来市场规模将继续下滑。

表3 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩

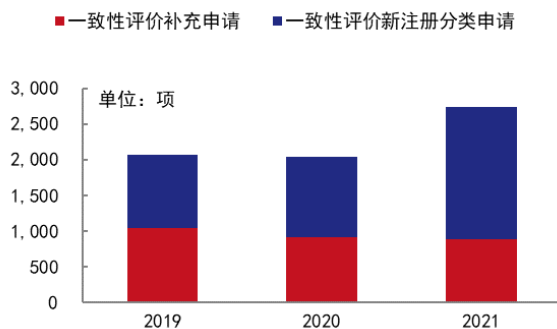
品种类型	2020年1-6月 销售金额占比	2021年1-6月 销售金额占比	2021年1-6月 销售额同比增长
国家谈判品种	7.89%	9.29%	29.31%
集采执行品种	10.72%	6.64%	-32.01%
国家重点监控品种	1.53%	0.85%	-38.94%

注：1、销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额；2、集采品种、国家重点监控品种、国家谈判品种均以2021年上半年正在执行的品种为基数进行计算；集采品种包括第一批至第三批品种

资料来源：米内网，中证鹏元整理

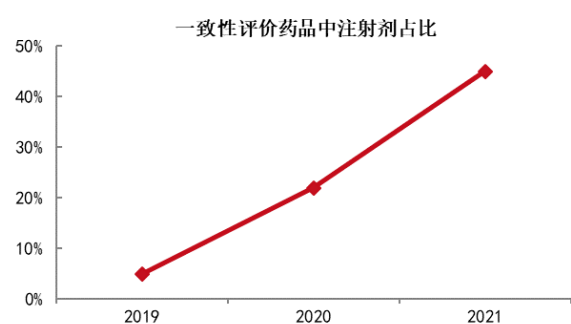
仿制药一次性评价快速推进、仿制药企业研发重心转移，预计未来行业集中度将加速提升。2021年度CDE承办的受理号总量同比大幅增长，涨幅超过30%；其中，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出仿制药企业更倾向选择开展仿制药新项目研发，而不是旧标准仿制药的过评。2021年共有573家企业1,965个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比大幅增长，累计过评品种数从年初的426个增加至年末的652个。2020年年中是国家正式启动注射剂一致性评价工作的时间，故2021年度获批的过评仿制药批文中，注射剂型批文数占比达到44%，达2020年的一倍。未来随着仿制药一次性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

图6 仿制药企业研发重心转移



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图7 一致性评价过评药品中注射剂占比持续提高



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行5批药品集中带量采购，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至62种，集采品种累计将达到218种，涉及市场容量达2,200亿，占公立医疗机构全部化学药品采购金额的比例超过30%；大量药品通过集采降低了价格，平均降幅均超过了50%，累计节约药费已超过1,500亿元。其中，国家第五批集采采购药品数量、金额以及外资中选企业数量均为历次之最。2022年1月国务院常务会议决定常态化制度化开展药品和高值医用耗材集中带量采购，以慢性病、常见病为重点，继续推进国家层面药品集采，各地对国家集采外药品开展省级或跨省联盟采购。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量

的增加，预计带量采购常态化将继续加速，化药制剂行业业绩继续承压。

表4 全国带量采购快速推进，集采常态化加速，预计未来化药制剂行业利润将继续承压

项目	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	-	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	58个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业（家）	-	148	118	125	77
平均降幅	-	56%	50.00%	53.00%	53.00%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2021年12月国家医保局正式发布当年医保谈判结果，共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个，总体成功率80.34%。其中，目录外85个独家药品谈成67个，成功率78.82%，平均降价61.71%。67种目录外独家药品谈判成功，其中66个是在上年上市的药品，新药纳入率达99%。此外，2021年5月《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》对外公布，拟将定点零售药店纳入谈判药品供应保障范围。2016年至今，国家已经组织了6次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

表5 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

项目	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	94	119	97	17	36	3
平均降幅	目录外：61.71%	50.64%	新增：60.7% 续约：26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事化药制剂、中成药以及化学原料药的研发、生产和销售。随着新冠疫情冲击减弱，公司中成药销售大幅回升，但仍低于2019年水平，2021年公司营业收入同比增长19.83%。毛利率方面，2021年化学制剂药部分产品原料药上涨、销售价格维持稳定，毛利率同比略有下滑；2021年中成药销量恢复良好、销售均价回升，毛利率同比提高；由于毛利率较高的中成药占比大幅提升，公司销售毛利率同比提高4.73个百分点。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

化学制剂药	35,423.30	29.54%	35,733.54	32.53%
中成药	32,447.13	72.71%	19,702.22	68.03%
化学原料药	7,300.85	79.65%	7,221.54	71.60%
化工产品及其它	644.77	52.57%	612.22	59.59%
合计	75,816.05	53.03%	63,269.52	48.30%

注：公司化学原料药产品主要为铝碳酸镁、冰醋酸、苯妥英钠、氯化钙和硫酸亚铁等，2021 年收入及毛利率同比增长主要系高毛利产品冰醋酸、硫酸亚铁收入增加所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司主要产品收入及毛利率情况（单位：万元）

产品类别	产品名称	2021 年		2020 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
化学制剂药	依托红霉素片	2,539.76	36.08%	2,100.61	34.61%
	红霉素肠溶片	2,318.67	26.36%	2,397.42	29.45%
	罗红霉素胶囊	2,093.49	38.18%	2,142.99	37.79%
	土霉素片	1,940.50	21.17%	1,744.46	20.83%
	磺胺嘧啶片	1,205.62	36.66%	1,200.05	37.46%
	合计	10,098.04	-	9,585.53	-
中成药	止咳宝片	22,768.58	85.72%	11,676.98	83.86%
	金匱肾气片	3,505.91	89.93%	3,089.53	90.14%
	合计	26,274.49	86.29%	14,766.51	85.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品结构相对合理，在广东省具备一定品牌影响力；随着疫情冲击减弱，中成药销售恢复良好、收入及毛利率均同比上升；化学制剂药部分产品原料药价格上涨、销售价格维持稳定，收入及毛利率同比略有下降；一致性评价工作投入继续推进，部分产品仍存在无法注册风险

公司产品结构相对合理，在广东省具备一定品牌影响力。公司产品涵盖中成药、化学药制剂和化学原料药等品种，主要药品制剂产品涉及呼吸系统类、皮肤类、心脑血管类、消化系统类等多个领域。

“特一”品牌被广东省工商行政管理局认定为“广东省著名商标”，被广东省医药行业协会评为“广东省中成药、中药饮片行业领军品牌”。

公司化学制剂药、中成药产品销售终端主要为药店、诊所；销售模式以经销模式为主，少数销售终端为医院的主要通过医院招投标进行销售、通过医药商业公司进行配送。从销售区域来看，2021 年东北、华中、华东地区收入增长较快，但仍以华南和华东地区为主；2021 年华南、华东地区收入占营业收入比重分别为 41.31%、20.01%。款项结算方面，对于止咳宝合作多年的经销商，一般给予信用账期 30-45 天，其余经销商一般需要先款后货，2021 年给予客户账期未发生较大变化。公司客户集中度一般，2021 年前五大客户销售占比 16.50%，同比略有下滑。

表8 截至 2021 年底公司主要中成药产品情况

产品名称	类型	主要销售终端	销售模式	2021 年纳入医保情况	2020 年纳入医保情况
止咳宝片	OTC 甲类	药店、诊所	经销	广东省医保目录	广东省医保目录
金匱肾气片	处方药	医院	医院招投标	国家医保	国家医保

注：止咳宝片 2020 年 6 月 30 日被调出湖南省医保目录、2022 年 1 月 1 日被调出广东省医保目录

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司中成药收入主要来自止咳宝片、金匱肾气片，其他药品规模较小。通过并购海力制药，公司止咳宝片成为国内独家品种，销售区域为全国。销量方面，2021 年新冠疫情冲击减弱，止咳宝片、金匱肾气片销量分别同比增长 75.85%、6.98%，但仍低于 2019 年销量。销售价格方面，止咳宝片零售终端价格变动较小，给予经销商价格有所波动；2020 年受新冠疫情的影响，公司给予了经销商一定幅度的让利，2021 年随着国内新冠疫情的有效控制，公司止咳宝片销售均价回升至 0.46 元/片，同比增长 10.89%；金匱肾气片销售均价继续保持增长，同比增长 6.07%，主要系不同地区医院招投标价格有所差异所致。受销量、销售均价增长影响，2021 年中成药实现收入 3.24 亿元，同比增长 64.69%，但仍低于 2019 年水平；中成药毛利率为 72.71%，同比提高 4.68 个百分点。

表9 公司主要中成药产品产销情况

产品	项目	2021 年	2020 年
止咳宝片	产量（万片）	54,158.33	22,765.61
	销量（万片）	49,706.29	28,267.07
	产销率	91.78%	124.17%
金匱肾气片	产量（万片）	9,581.70	8,184.96
	销量（万片）	8,587.64	8,027.04
	产销率	89.63%	98.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司化药制剂销售区域集中在华南，品种主要为抗生素、抗感染类、解热镇痛类等普药。普药行业竞争相对激烈，品种较多，公司化药制剂单个产品收入规模较小、波动较大、产品价格受原材料影响较大。2021 年公司实现化药制剂收入 3.54 亿元，同比下降 0.87%，毛利率为 29.54%，同比下降 2.99 个百分点，主要系部分产品原料药价格上涨而销售价格维持稳定所致。从前五大产品来看，2021 年不同产品销量变动较大，但销售均价相对稳定；其中，土霉素片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊、依托红霉素片、磺胺嘧啶片销量分别同比变动 15.40%、-3.00%、-4.69%、22.35%、0.54%，销售均价分别同比变动-3.60%、-0.29%、2.50%、-1.18%、-0.08%。

根据广东省药品交易中心 2022 年 3 月 10 日发布的公告，公司有两个产品（双氯芬酸钠肠溶片，25mg/片，国药准字 H44020865；羧甲司坦片，0.25g/片，国药准字 H44020948）拟中选广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购（第一批）。后续随着各省逐步执行，将对化药制剂收入产生积极影响。

表10 公司主要化学制剂药产品产销情况

产品	项目	2021年	2020年
土霉素片	产量（万片）	58,449.05	44,204.05
	销量（万片）	60,335.36	52,285.15
	产销率	103.23%	118.28%
红霉素肠溶片	产量（万片）	17,367.14	13,872.10
	销量（万片）	16,365.60	16,871.69
	产销率	94.23%	121.62%
罗红霉素胶囊	产量（万片）	7,269.00	6,388.81
	销量（万片）	6,883.72	7,222.48
	产销率	94.70%	113.05%
依托红霉素片	产量（万片）	16,054.77	13,742.10
	销量（万片）	16,284.06	13,309.38
	产销率	101.43%	96.85%
磺胺嘧啶片	产量（万片）	10,224.40	6,405.61
	销量（万片）	6,931.21	6,893.73
	产销率	67.79%	107.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

一致性评价方面，公司选择了市场销售情况良好、具备一定市场潜力的 29 个产品与相关研发机构进行合作，2021 年随着疫情冲击减弱，全年研发投入同比回升。截至本报告出具日，公司的头孢氨苄胶囊、蒙脱石散、头孢拉定胶囊、磺胺嘧啶片、阿莫西林胶囊、盐酸克林霉素、甲硝唑片、吡嗪酰胺片、复方磺胺甲噁唑片、替硝唑片、卡托普利片、盐酸乙胺丁醇片、盐酸二甲双胍缓释片、碳酸镁咀嚼片等 14 个产品已通过一致性评价，其他产品仍尚未完成。随着一致性评价工作的持续推进，未来研发投入规模可能会进一步增加；同时，若相关产品未在规定时间内通过一致性评价，相应产品将停止注册并面临停产的风险。

表11 公司研发人员及研发支出情况（单位：人、万元）

项目	2021年	2020年
研发人员数量	199	201
研发投入	4,552.27	4,159.27
研发支出/营业收入	6.00%	6.57%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

2021年公司主要剂型产品产能利用率回升，在建项目较多、完工后可提高产品供应能力，但新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性

公司目前在台山市和海口市共有三处生产基地。跟踪期内公司新增丸剂产能，其余产能无变动；2020 年 10 月丸剂生产线逐步投入生产运营，主要用于生产收购的国药堂的皮肤病血毒丸、降糖舒丸等产品。由于公司产品生产线各工序相对独立，由人工衔接，自动化程度不高，故实际生产有一定的弹性，

可视市场反馈和季节等因素灵活调节各产品的生产任务。2021年疫情冲击减弱，公司片剂、散剂产能利用率有所回升。皮肤病血毒丸、降糖舒丸等丸剂产品仍处于市场推广期，产能利用率相对偏低。胶囊剂主要产品是头孢氨苄胶囊、西咪替丁胶囊等，头孢氨苄胶囊受一致性评价影响、由瓶装改为板装，产量下降；西咪替丁胶囊受销量下滑影响，产量下降。

表12 公司生产基地情况

生产基地		主要生产产品
台山市	总部生产基地	止咳宝产品和其他药品
	新宁制药生产基地	化学原料药和化工产品
海口市	海力制药生产基地	部分化学制剂药及中成药品种

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 公司产能利用率情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2021年	片剂（万片）	448,580	381,712	85.09%
	散剂（万袋）	65,620	56,417	85.97%
	胶囊剂（万粒）	92,300	47,670	51.65%
	丸剂（万粒）	39,400	20,292	51.50%
2020年	片剂（万片）	448,580	316,668	70.59%
	散剂（万袋）	65,620	45,955	70.03%
	胶囊剂（万粒）	92,300	66,335	71.87%
	丸剂（万粒）	39,400	2,786	-

注：2020年丸剂（万粒）产能为当年年末时点数

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目如下表所示，预计总投资 8.76 亿元，已投资 3.35 亿元，尚需投资 5.42 亿元。其中，新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目、药品仓储物流中心及信息系统建设项目为本期债券募投项目，现代中药产品线扩建及技术升级改造项目为 2021 年非公开发行股票募投项目，完工后将主要用于收购的国医堂中成药品种生产。项目建设完成后公司化学原料药和化学制剂药产能将得到一定提升，收购的国医堂中成药品种将得以扩大生产规模。但需关注，本期债券募投项目进度不达预期⁷，目前原料药行业面临较大的环保升级压力，化学制剂药的一致性评价工作投入规模较大，且能否通过一致性评价存在一定不确定，新增产能存在市场不能有效消化的风险。

⁷ “药品仓储物流中心及信息系统建设项目”延期主要系“药品仓储物流中心及信息系统建设项目”的部分建设项目实施地点变更到台山市水步镇振兴路 21 号，受该宗地整体规划与设计进度的影响所致。“新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目”因项目在原有规划和设计基础上进行工艺技术改进，对厂房建设设计方案和设备选型等进行了优化和完善，再加上报告期内疫情导致订购设备延期交货等，导致施工工期后延；截至 2021 年 12 月 31 日，该项目土建工程基本完工，因医药项目的检测、验收等要求较高，根据目前的项目进展及完工后的检测、验收等事项，预计 2022 年 6 月 30 日完成。

表14 截至 2021 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	原计划完工日期	预计达产时间
现代中药产品线扩建及技术升级改造项目	50,865.00	11,536.56	2023 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目	18,900.00	14,791.72	2020 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
药品仓储物流中心及信息系统建设项目	17,870.59	7,136.88	2021 年 06 月 30 日	2022 年 6 月 30 日
合计	87,635.59	33,465.16		

注：1、现代中药产品线扩建及技术升级改造项目计划总投资、已投资涵盖国医堂资产收购金额；

2、已投资金额以实际支付金额为统计口径

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中成药营业成本以中药材为主，其中核心产品止咳宝片的主要中药材成分为罂粟壳、紫菀、甘草等，占比较大的罂粟壳价格由发改委定价，价格相对稳定，其他品种原材料目前采购金额仍不大。公司收购国医堂后中成药产品品种进一步丰富，未来随着国医堂各品种逐步投入生产，所需中药材品种、产量将进一步增加，若中药材价格未来出现大幅波动，将对公司中成药盈利能力产生一定影响。

公司化学制剂药生产所需的原料药大部分为外部采购，采购地主要为西北、华北、江苏、浙江等区域。我们也注意到，近年来化工企业环保压力持续上升，监管趋严，部分中小化工企业面临关停及减产风险，原材料的稳定供应面临挑战。2021 年公司主要化学原料药土霉素、红霉素、罗红霉素、依托红霉素的采购均价同比上涨，磺胺嘧啶采购均价同比持平。

2021 年公司前五大供应采购额占当期采购总额的 24.08%，同比略有上升，采购集中度整体仍较低。

表15 公司主要原材料采购均价变动情况

分类	项目	2021 年	2020 年
中成药	罂粟壳	3.95%	-3.10%
	紫菀	-4.12%	6.35%
	甘草	0.30%	-5.22%
化药	土霉素	2.08%	-11.55%
	红霉素	5.28%	-3.49%
	罗红霉素	15.17%	-12.07%
	依托红霉素	3.25%	-5.18%
	磺胺嘧啶	0.00%	7.32%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司并购海力制药和新宁制药形成的商誉规模仍较大，若未来海力制药、止咳宝销售以及新宁制药产生的收益不及预期，仍面临较大商誉减值风险

公司分别于 2015 年 6 月 1 日、2015 年 12 月 30 日收购海力制药 100% 股权、新宁制药 100% 的股权，分别形成商誉 3.82 亿元、2.06 亿元，合计 5.88 亿元。根据公司于 2017 年 1 月 11 日公告的《关于特一药业内部资源整合后商誉分摊的会计处理说明》，自 2016 年 1 月 1 日起，停止海力药业止咳宝片的生产销售，保留母公司“特一”止咳宝片的生产销售，并对销售渠道重叠的区域进行整合优化。产生商誉的协

同效应的资产组发生了整合重组，原收购海力制药产生商誉对应的海力制药资产组变为资产组组合，即海力制药资产组和特一药业中与“止咳宝片”生产、营销、管理等相关的资产组（以下简称“止咳宝资产组”）⁸。

经测试，2021年公司对海力制药资产组计提商誉减值准备 2,305.71 万元，止咳宝资产组、新宁制药资产组不存在减值，公司未计提减值准备。截至 2021 年底，公司商誉账面价值 5.42 亿元，规模仍较大。若未来海力制药、止咳宝销售以及新宁制药产生的收益不及预期，公司仍面临较大商誉减值风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产规模同比有所下降，整体资产流动性一般，商誉规模较大，仍面临较大减值风险

2021 年公司偿还较大规模短期借款，2021 年底公司总资产规模同比略有下降；非流动资产为公司资产的主要构成部分，随着募投项目投入的进一步增加，非流动资产占比同比提高。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	37,246.99	18.03%	32,512.08	14.41%
交易性金融资产	0.00	0.00%	25,000.00	11.08%
应收票据	4,967.51	2.40%	7,136.77	3.16%
应收账款	7,698.73	3.73%	7,080.72	3.14%
存货	19,531.45	9.45%	19,304.27	8.56%
流动资产合计	71,194.96	34.46%	92,921.35	41.19%
固定资产	40,322.86	19.52%	43,536.02	19.30%
在建工程	19,845.58	9.60%	11,886.54	5.27%
无形资产	15,674.65	7.59%	13,172.99	5.84%
开发支出	1,540.32	0.75%	3,446.51	1.53%
商誉	54,239.51	26.25%	56,545.22	25.06%

⁸ 收购海力制药产生的商誉分摊到特一药业中与“止咳宝片”生产、营销、管理等相关的资产组的商誉的账面价值为 2.15 亿元，分摊到海力制药资产组商誉账面价值 1.67 亿元。

非流动资产合计	135,424.68	65.54%	132,690.25	58.81%
资产总计	206,619.64	100.00%	225,611.60	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年底，公司货币资金受限比例为0.11%，系物业专项维修资金；交易性金融资产系银行结构性存款，已全部到期；应收票据全部系银行承兑票据。应收账款主要系应收经销商货款，账龄以一年内为主，整体回收风险相对可控。公司存货系原材料、库存商品和在产品，原材料主要为中药材和原料药，考虑到中药材及原料药价格波动较大，存货仍面临一定的跌价风险。

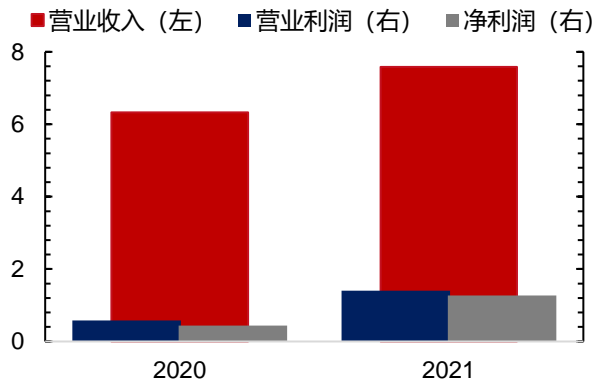
公司固定资产主要系生产用厂房及办公楼等。在建工程主要系本期债券募投项目以及综合制剂楼等项目，随着募投项目建设推进，2021年底在建工程同比增长66.96%。无形资产主要系土地使用权、非专利技术，2021年底部分一致性评价项目已经完工转入非专利技术，无形资产同比增长、开发支出下降。商誉系并购海力制药和新宁制药形成，规模较大、占总资产比重较高。2021年公司对海力制药资产组计提商誉减值准备2,305.71万元。若未来海力制药、止咳宝销售以及新宁制药产生的收益不及预期，公司仍面临较大的商誉减值风险。

整体来看，公司资产中货币资金、商誉、固定资产占比较高，整体资产流动性一般，商誉规模仍较大，仍面临较大的减值风险。

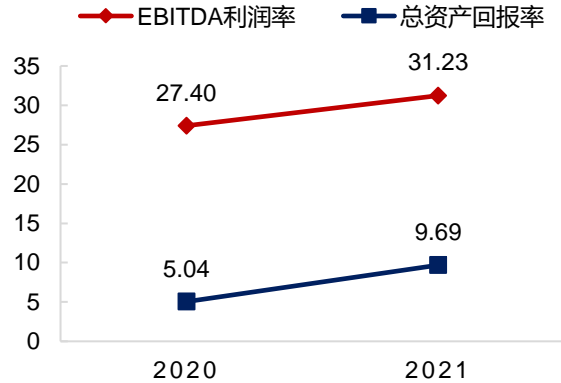
盈利能力

2021年随着疫情冲击减弱，公司中成药销售恢复良好，主营业务盈利能力回升，仍低于2019年

2021年随着疫情冲击减弱，公司中成药销售恢复良好、销售均价回升；化药行业竞争仍较激烈，化学制剂药部分产品原料药价格上涨、销售价格维持稳定，收入及毛利率同比略有下降。受益于中成药收入增长、占比提高，2021年公司营业收入同比增长19.83%，销售毛利率同比提高4.73个百分点。2021年公司期间费用率同比继续下滑，但期间费用规模仍较大，仍对利润形成较大侵蚀。同期，公司继续对海力制药确认商誉减值准备，亦对利润形成一定侵蚀。2021年公司实现净利润1.27亿元，同比大幅增长，但仍低于2019年。2021年公司EBITDA利润率、总资产回报率同比提升。

图8 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

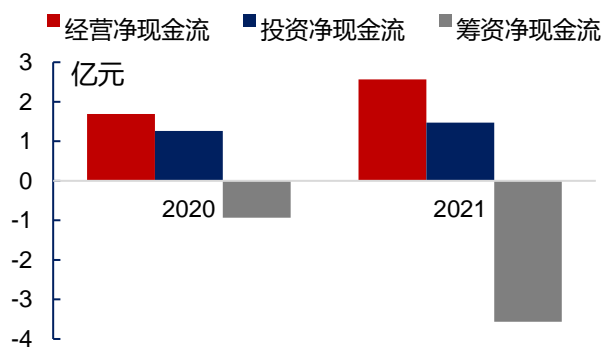
图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

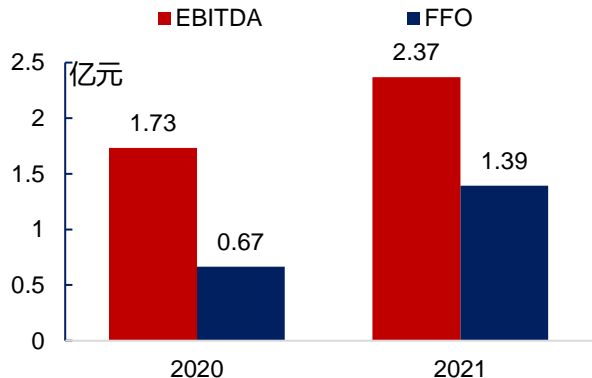
现金流

公司在建项目及一致性评价需持续投入，仍面临一定资金压力

2021年随着疫情冲击减弱，公司中成药销售恢复良好，主营业务现金生成能力同比大幅回升，EBITDA、FFO、经营活动现金净额均同比大幅增长。公司投资活动主要系结构性存款购买、收回，以及本期债券募投项目、综合制剂楼等项目建设投入，2021年公司净收回结构性存款2.5亿元，投资活动仍呈净流入。2021年公司非公开发行股票净融资1.85亿元，但当期公司偿还大规模短期借款，同时仍保持一定规模的现金分红⁹，筹资活动净流出规模同比增加。截至2021年底，公司在建项目尚需投入一定资金，化学制剂药的一致性评价需持续投入，仍面临一定资金压力。

图10 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图11 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

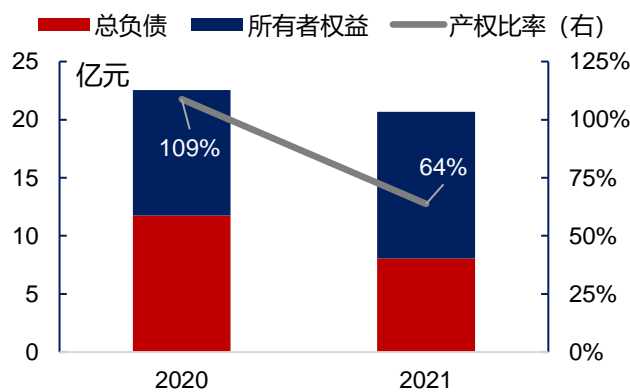
⁹ 公司 2019-2021 年年度现金分红金额（含税）分别为 1.53 亿元、1.46 亿元、1.58 亿元。

资本结构与偿债能力

公司非公开发行股票，资本实力提升、杠杆水平下降，偿债压力有所缓解，但短期债务占比较高，仍面临一定的短期偿债压力

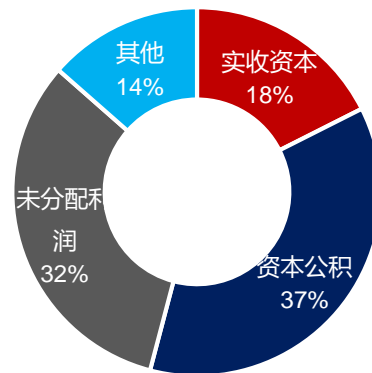
受益于非公开发行股票，2021年底公司所有者权益同比增长16.78%。同期，公司大幅降低短期借款规模，总负债同比下降31.57%，产权比率同比大幅下降，所有者权益对总负债保障程度同比大幅提高。

图12 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图13 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

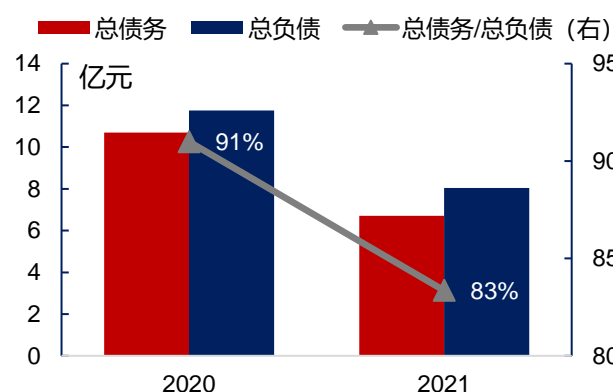
2021年底，公司短期借款全部系信用借款，仍为负债的主要构成。应付票据全部系应付银行承兑汇票。合同负债系预收货款，2021年底随着公司业务回暖有所增长。应付债券系应付本期债券。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

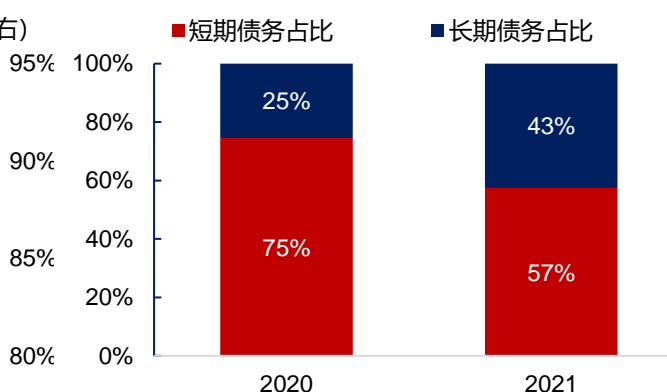
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	37,700.00	46.86%	77,012.00	65.50%
应付票据	838.87	1.04%	2,752.21	2.34%
应付账款	4,395.69	5.46%	2,971.62	2.53%
合同负债	3,106.41	3.86%	2,611.57	2.22%
流动负债合计	49,634.20	61.70%	87,821.52	74.70%
应付债券	28,517.86	35.45%	27,212.41	23.15%
非流动负债合计	30,816.44	38.30%	29,746.92	25.30%
负债合计	80,450.63	100.00%	117,568.44	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务主要系短期借款、应付本期债券，2021年公司大规模偿还短期借款，2021年底总债务规模同比大幅下降，短期债务占比同比下降，但仍处较高水平，面临一定短期偿债压力。

图14 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图15 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

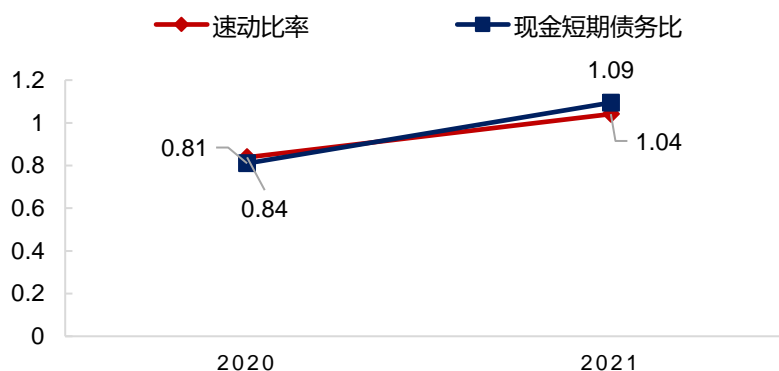
受益于非公开发行股票，公司资本实力提升、财务杠杆水平下降，偿债压力大幅缓解，同时公司中成药销售恢复、主营业务现金生成能力增强，FFO/净债务亦同比提升。

表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	38.94%	52.11%
净债务/EBITDA	1.12	2.53
EBITDA 利息保障倍数	7.96	4.06
总债务/总资本	42.00%	59.09%
FFO/净债务	52.61%	15.20%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年底公司流动性比率指标略有回升，但仍面临一定的短期偿债压力。公司自身可抵押资产主要系办公楼、厂房等，整体来看，公司融资弹性一般。

图16 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年3月25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。

八、抗风险能力分析

公司产品涵盖中成药、化学药制剂和化学原料药等品种，产品结构相对合理，“特一”品牌在广东省具备一定品牌影响力。2021年11月公司向特定投资者非公开发行人民币普通股股票，扣除各项发行费用募集资金净额1.85亿元，公司资本实力得到增强，财务杠杆水平同比下降。

但我们也注意到，公司并购新宁制药、海力制药形成的商誉规模较大，仍面临较大商誉减值风险。截至目前，公司仍有较多化药品种未通过一致性评价，若相关产品未在规定时间内通过一致性评价，仍面临停止注册并停产的风险。公司在建项目尚需投入一定资金，一致性评价仍需持续投入，短期债务占比较高，仍面临一定的资金压力和短期偿债风险。

整体来看，2021年公司抗风险能力同比有所提升。

九、债券偿还保障分析

公司第一大股东为本期债券提供股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性

根据许丹青和国信证券股份有限公司签订了《特一药业公开发行可转换公司债券之股份质押合同》，出质人许丹青以其合法持有的特一药业3,750万股A股股票为债务人因发行本次可转换公司债券所产生的全部债务（包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用）提供质押担保，出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）；上述股权质押已于2017年11月27日在中国证券登记结算有限公司深圳分公司完成质押登记（质押登记编号：450000001980）。

质押财产价值发生变化后的安排如下：

1、在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的150%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息的比率高于200%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内公司股票收盘价的均价。

如出质人所持合同项下质押股票市场价值不足以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比例高

于200%，则其他实际控制人（包括许为高、许丽芳、许松青和许恒青）应当分别以其合法持有的公司A股股票按比例追加相应数额的担保物。

2、若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的250%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的200%。

截至2022年4月12日，公司近30个交易日股票收盘价均值为16.03元/股，对应质押股票市场价值为60,130.00万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率为195.54%，对未偿还本金的覆盖率为201.99%，公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

十、结论

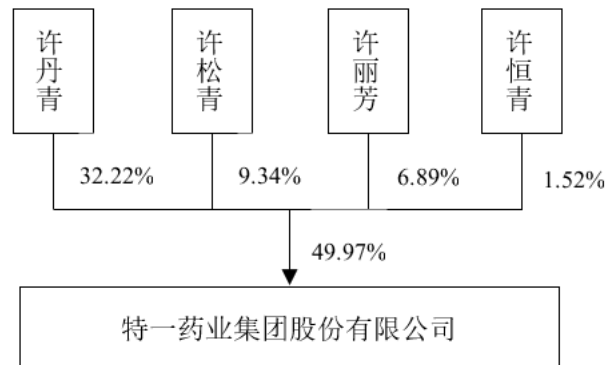
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“特一转债”的信用等级为AA-。

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	2020年	2019年
货币资金	3.72	3.25	1.24
流动资产合计	7.12	9.29	9.35
固定资产	4.03	4.35	4.41
商誉	5.42	5.65	5.88
非流动资产合计	13.54	13.27	13.22
资产总计	20.66	22.56	22.57
短期借款	3.77	7.70	6.42
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.28
流动负债合计	4.96	8.78	7.73
长期借款	0.00	0.00	0.12
应付债券	2.85	2.72	2.93
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.08	2.97	3.31
负债合计	8.05	11.76	11.04
总债务	6.71	10.70	9.96
归属于母公司的所有者权益	12.62	10.80	11.53
营业收入	7.58	6.33	9.21
净利润	1.27	0.44	1.72
经营活动产生的现金流量净额	2.57	1.69	2.22
投资活动产生的现金流量净额	1.47	1.26	-5.75
筹资活动产生的现金流量净额	-3.57	-0.93	0.17
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	53.03%	48.30%	59.34%
EBITDA 利润率	31.23%	27.40%	29.87%
总资产回报率	9.69%	5.04%	13.58%
产权比率	63.76%	108.82%	95.73%
资产负债率	38.94%	52.11%	48.91%
净债务/EBITDA	1.12	2.53	1.39
EBITDA 利息保障倍数	7.96	4.06	5.95
总债务/总资本	42.00%	59.09%	55.75%
FFO/净债务	52.61%	15.20%	28.11%
速动比率	1.04	0.84	0.96
现金短期债务比	1.09	0.81	0.91

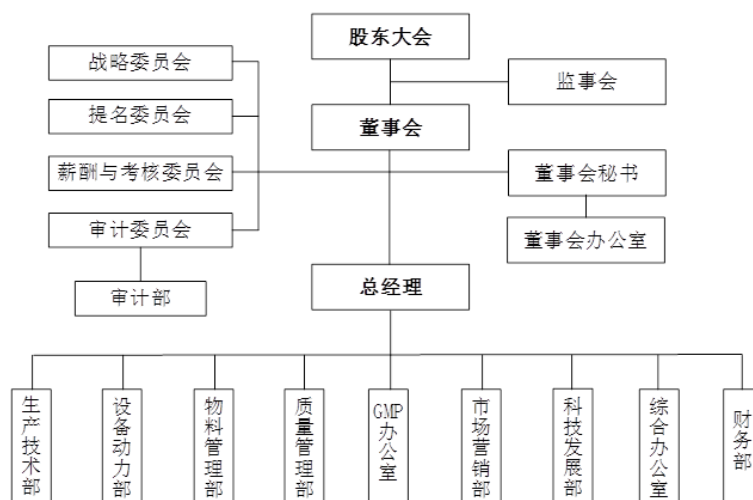
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月 27 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
海南海力制药有限公司	5,000.00	100.00%	-	药品生产及销售
海南海力医生药业集团有限公司	2,500.00	-	100.00%	药品销售
海南海力医生集团（安徽）中药饮片有限公司	2,000.00	-	100.00%	药品生产及销售
广东特一海力药业有限公司	15,000.00	100.00%	-	药品销售
台山市新宁制药有限公司	10,000.00	100.00%	-	原料药生产及销售
台山市化工厂有限公司	100.00	-	100.00%	药品生产及销售
特一药物研究（广东）有限公司	1,000.00	100.00%	-	技术研发
广东特美健康科技产业有限公司	10,000.00	100.00%	-	投资管理

资料来源：公司提供、全国企业信息查询系统，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	未受限货币资金+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。