



2017年特一药业集团股份有限公司可转换 公司债券2023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.

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。

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2023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

- 本次评级结果是考虑到：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”）产品结构相对合理，在广东省具备一定品牌影响力，2022年公司业绩持续修复，营业收入保持增长，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，面临一定的短期偿债压力，以及本期债券募投项目收益存在不确定性等风险因素。

评级日期

2023年6月21日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：曾利利
zengll@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	24.99	25.46	20.66	22.56
归母所有者权益	15.09	14.03	12.62	10.80
总债务	8.20	8.60	6.71	10.70
营业收入	3.04	8.87	7.58	6.33
净利润	1.05	1.78	1.27	0.44
经营活动现金流净额	0.27	3.72	2.57	1.69
净债务/EBITDA	--	0.37	1.12	2.53
EBITDA 利息保障倍数	--	9.33	7.96	4.06
总债务/总资本	40.25%	43.55%	42.00%	59.09%
FFO/净债务	--	183.52%	54.73%	15.60%
EBITDA 利润率	--	30.68%	31.23%	27.40%
总资产回报率	--	11.31%	9.69%	5.04%
速动比率	0.89	0.83	1.04	0.84
现金短期债务比	0.92	0.91	1.09	0.81
销售毛利率	62.83%	49.04%	53.03%	48.30%
资产负债率	39.60%	44.88%	38.94%	52.11%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季报，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”商标被广东商标协会重点商标保护委员会纳入“广东省重点商标保护名录”，核心产品止咳宝片为国内独家品种。
- **公司业绩持续修复，营业收入保持增长。**2022 年公司化药制剂和中成药销售有所提升，营收规模和利润规模持续增长；2023 年第一季度公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 56.50%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 130.96%。未来随着皮肤病血毒丸、降糖舒丸等中成药产品的培育及量产，有望进一步提升公司销售规模。
- **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。**截至 2023 年 3 月底，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，质押股票市值对本期债券覆盖程度高。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，2022 年公司未计提商誉减值准备，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 2023 年 4 月底，公司 15 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，若相关产品有一致性评价规定的期限且未能在规定期限内通过一致性评价，可能存在停止注册并停产的风险。
- **公司债务期限结构不合理，面临一定的短期偿债压力。**2022 年公司短期借款规模大幅增加，截至 2023 年 3 月底，公司总债务为 8.20 亿元，全部为短期债务，公司债务期限结构不合理，在建项目尚需投入一定资金，一致性评价仍需持续投入。
- **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。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品结构相对合理，在广东省仍具备一定品牌影响力，2022 年公司业绩持续修复，营业收入保持增长，公司经营风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	白云山	亚太药业	太极集团	贵州百灵	上海凯宝	特一药业
总资产	746.65	15.24	147.07	68.94	42.59	25.46
营业收入	707.88	3.73	140.51	35.40	11.19	8.87
归母净利润	39.67	-1.33	3.50	1.38	1.91	1.78
销售毛利率	18.76%	35.78%	45.43%	60.12%	77.87%	49.04%
销售净利率	6.01%	-35.54%	2.42%	3.84%	16.99%	20.10%
销售费用率	8.30%	19.40%	33.04%	43.23%	49.54%	13.24%
资产负债率	54.95%	80.23%	80.10%	42.03%	11.70%	44.88%
研发支出/营业收入	1.50%	7.18%	1.15%	0.82%	4.73%	4.90%

注：以上各指标均为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：公开资料

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/特一转债	2022-4-27	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) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/特一转债	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	2.11	2022-04-27	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2023年4月26日披露的《特一药业年度募集资金使用情况专项说明》，截至2022年底，本期债券存放于募集资金专户的余额为98.62万元、暂时补充流动资金10,000.00万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化，受可转债转股、定向增发影响，截至2023年3月末，公司实收资本增至2.29亿元，控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族¹，合计持有公司45.18%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36.21%²。公司股权结构详见附录二。

根据公司2023年3月22日披露的《关于不提前赎回特一转债的公告》，公司股票自2023年3月1日至2023年3月21日已有十五个交易日的收盘价不低于“特一转债”当期转股价格（即13.15元/股）的130%（含），已经触发了《特一药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的有条件赎回条款。公司于2023年3月21日召开第五届董事会第七次会议，决定本次不行使提前赎回“特一转债”的权利，同时决定自2023年3月22日起至2023年12月6日期间，如“特一转债”再次触发有条件赎回条款，公司均不行使“特一转债”提前赎回权利。

2023年4月4日，根据公司公告《2023年第一季度可转换公司债券转股情况公告》，2023年第一季度，“特一转债”因转股减少49.62万元，转股数量为37718股，剩余可转债余额为2.11亿元。根据公司2023年5月19日披露的《关于可转债转股价格调整的公告》，公司于2023年5月26日实施资本公积转增股本、派送现金股利等权益分派，特一转债的转股价格将于2023年5月26日起，由原来的13.15元/股调整为8.93元/股。

¹根据公司2023年第一季度报告，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31.16%、9.03%、3.52%、1.47%。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。

²根据公司2023年第一季度报告，许丹青持有公司股份被质押3,750.00万股（均为本期债券质押担保），占其持有公司股份的52.51%。

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。2022年度公司合并范围无变化，2022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。根据公司2023年3月22日披露的《关于拟设立广州分公司的公告》，为了满足公司实际业务发展需要，发挥广州营销中心区位优势，公司拟在广州设立分公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

国家政策利好中成药行业健康稳定发展，中药新药审批有望加速；集采及支付端的改革使得中药

行业整体面临降价压力，中成药零售市场将面临较好机遇，但需关注重点监控用药目录所涉及品种；预计2023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

国家顶层设计的完善更进一步推动中医药行业健康稳定发展。2022年3月国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，相较于“十三五”规划，发布单位由中医药管理局上升至国务院，使得中医药战略地位进一步提升。2023年以来国务院及国家药监局相继发布多项支持中医药产业发展的相关政策，旨在强调中医药质量安全监管和标准管理，促进重要科学化评审和注册、优胜劣汰，推动中医药的高质量发展。另外，中药新药审批的获批有望加速，2023年2月国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（以下简称《专门规定》），《专门规定》中指出在特殊情形下中药新药的注册申请实行优先审评审批³。

新药申请方面，2022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1,551件，其中，新药申请65件，申请数量较上一年度增加3件；2022年有2款中药获得上市许可。

表1 国家持续出台政策支持中医药行业健康发展

日期	发布单位	文件名称	主要内容
2022年3月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	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。
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	涉及9个方面包括加强中药材质量管理、强化中药饮片、中药配方颗粒监管、优化医疗机构中药制剂管理、完善中药审评审批机制等。
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	共十一章，共82条。主要内容分为总则、中药注册分类与上市审批、人用经验证据的合理应用、中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药、上市后变更、中药注册标准、药品名称和说明书、附则等。
2023年2月	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	在中医服务领域提升中医药健康服务能力，促进优质中医医疗资源均衡布局；中药材及中药领域加快促进中药材种业发展，推进规范种植、提升中药饮片和中成药质量；加快推进中医药现代化，布局中医药科技创新重点项目和关键技术装备能力。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中药集采的推进使得中药制造企业面临降价压力，预计行业竞争出现分化，具有独家品种、创新品种的中药企业将迎来较好发展

2022年中成药国家集采开始全面启动，2022年9月全国中成药联合采购办公室（以下简称“办公室”）挂牌成立并发布《全国中成药联盟采购公告（2022年第1号）》，公告涵盖了16个采购组42个药

³特殊情形为1、用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治2、临床急需而市场短缺3、儿童用药4、新发现的药材及其制剂，或者药材新的药用部位及其制剂5、药用物质基础清楚、作用机理基本明确。

品，包含口服和注射剂，涉及骨科、眼科、肿瘤、心脑血管等治疗领域。中成药集采的历史降价幅度较化药相对温和，但同样倒逼中药企业进行创新药的研发，也符合国家政策的发展方向。此外，部分有产品竞争优势的药企在集采降价压力下，会选择放弃医院市场转而拓展院外市场。

2023年中药饮片的集采正式落地。2023年5月31日三明采购联盟省际中药（材）采购联盟采购办公室公布了中药饮片联合采购中选结果，21个中药饮片品种共有100家企业中选，平均降价29.5%，最大降幅56.5%。本次集采所涉及品种虽不多，但表明中药饮片的竞争格局从产品竞争时代进入准入竞争时代；另一方面，集采相当于给行业设置了更高的标准和门槛，预计行业企业竞争出现分化，具有独家品种、创新品种的企业将迎来较好的发展。在医保控费的长期政策下，中药饮片的行业集中度将有所提升。

从支付端来看，中医药不断推动精细化管理。虽然2021年12月底国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，指出中医医疗机构可暂不实行DRG⁴付费，但同时发布了“医保版中医病症分类与代码”，即从2022年1月起，中医病症分类与代码实现了全国统一，这为全国范围实施中医DRG做出了铺垫。从2022年开始，全国各地的中医院陆续开始推行DRG付费，试点医院以三甲医院为主，且推行深入层级不断下沉。该政策使得零售处方药的占比将有所提升。

以上因素将使得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。随着认知度提高以及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。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。

国家医保目录动态调整机制基本形成，重点监控用药目录所涉及品种将优先调整出医保支付目录，涉及药企若未提前布局调整药品结构进行替换，可能面临业绩较大下滑的风险

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。2023年1月18日，国家医疗保障局召开2022年国家医保药品目录调整新闻发布会，宣告2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作已顺利结束。本次调整共有111个药品新增进入目录，3个药品被调出目录。从谈判和竞价情况看，147个目录外药品参与谈判和竞价（含原目录内药品续约谈判），121个药品谈判或竞价成功，总体成功率达82.3%，谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%。2016年至今，国家已经组织了7次药价谈判，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2 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	第七次	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	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年

⁴ DRG 全称 Diagnosis Related Groups，即疾病诊断相关分组。

国家谈判品种数	147	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	121	94	119	97	17	36	3
平均降幅	60.1%	目录外： 61.71%	50.64%	新增： 60.7% 续约： 26.4%	56.7%	44%	-

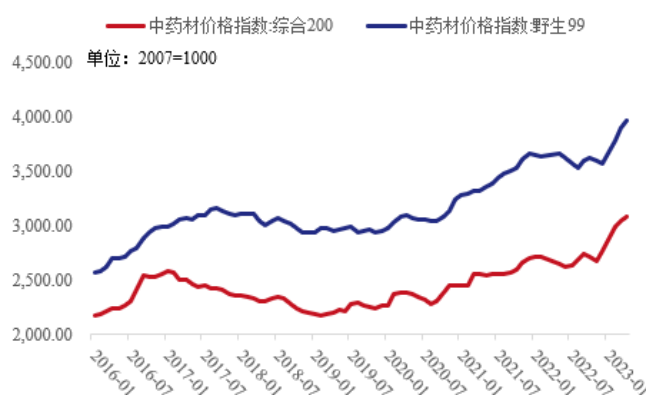
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年1月13日，国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》（以下简称“重点监控目录”），这是继2019年发布第一批重点监控用药目录后的首次更新。发布重点监控目录的主要目的在于规范临床的合理用药，进入重点监控目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险，并且会优先调整出医保支付目录，若监控之后相关药品调出医保支付目录，将面临较大的销售下滑。从第一批重点监控的效果来看，基本在地方医保清退的第一年，“第一批”重点监控药品已经基本被普遍调出地方医保。第一批重点监控目录涉及的中药品类包含中药注射液等辅助用药品种，若涉及药企没有提前布局和调整药品进行替换补位，将面临较大的销售量下滑风险。因此，需要重点关注涉及医保目录调整和重点监控目录调整对相关药企的影响。

预计2023年中药材原料价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大

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，2023年4月中药材野生99价格指数⁵已创下3,968.64点新高。中证鹏元预计2023年中药材野生99价格指数仍将处于高位。大宗中药材方面，受行业周期、中药材质量监管加强以及天气异常等多重因素影响，中药材综合200价格指数近年来走势与中药材野生99价格指数趋同，呈上升趋势，中证鹏元预计2023年中药材综合200价格指数仍将维持高位。

图1 受多重因素影响，2019年以来中药材价格指数呈上升趋势



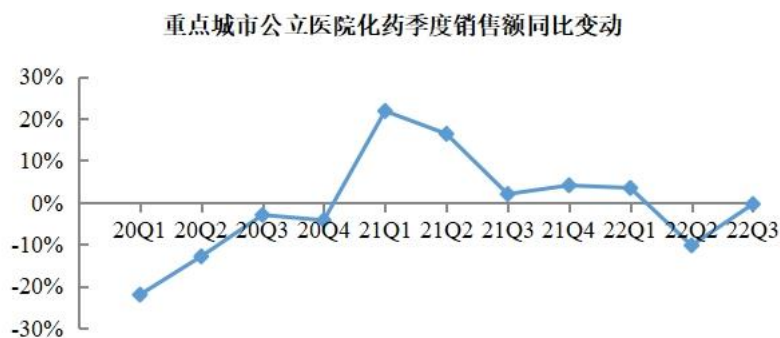
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

⁵ 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。

2022年化药行业增速放缓，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制造行业业绩持续承压，创新药面临较好的发展机遇，行业研发格局从“以仿为主”到“仿创结合”过渡

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。2020年受国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策进入执行期等影响，化药制剂行业业绩同比大幅下滑；2021年化药销售回暖；2022年前三季度，国内部分化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，全国重点城市公立医院化药销售额增速波动较大，前三季度累计同比小幅下降0.4%。根据中国医药企业管理协会发布的《2022年医药工业经济运行情况》，2022年全国化学药品制剂营业收入同比增长1.9%，利润同比增长0.9%，行业整体维持低增速。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，预计2023年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

图 2 2022 年化药行业增速波动较大，前三季度整体同比小幅下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

2022年上半年仿制药在中国公立医疗机构终端市场销售额占比69%，同比增速为-0.6%，下降幅度小于原研药，在集采常态化下，仿制药中选品种对原研药品种的替代趋势明显。

表3 集采常态化下仿制药对原研药的替代趋势明显

品种类型	2021年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售额同比增长
原研药	31.13%	31.00%	-1.20%
仿制药	68.87%	69.00%	-0.60%
总计	100.00%	100.00%	-0.80%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额

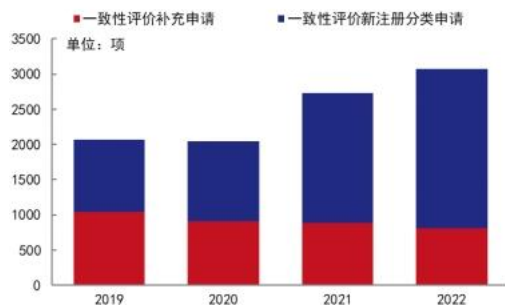
资料来源：米内网，中证鹏元整理

我国仿制药一致性评价工作自2012年开始，近年已迈向成熟阶段。2022年，共有1,764个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比下滑10.5%。截至2022年末，已通过一致性评价（含视同过评）的受理号达5,573个，涉及药品4,013个。从申报种类来看，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，反映出在集采提速扩面的新阶段下，部分市场规模小、竞争格局

激烈的老品种一致性评价不再受青睐，企业重心转移到发展高质量高标准的新药仿制药研发。近四年，注射剂一致性评价申报及过评数量及占比逐年递增，尤其是2020年国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》后，注射剂一致性评价工作明显提速，预计未来将维持高占比。同时，国家鼓励有条件的企业率先开展口服固体制剂、注射剂之外的其他剂型产品的一致性评价，缓释片、缓释胶囊、肠溶胶囊、脂质体注射液、滴眼液、吸入制剂等创新复杂制剂的申报数量将持续上升。

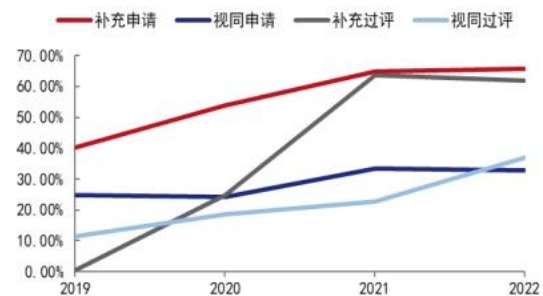
未来随着仿制药一致性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

图3 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4 一致性评价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8批药品集中带量采购，2022年7月，第七批国家组织药品集中带量采购产生中选结果，60种药品采购成功，327个中选产品平均降价48%，涉及31个治疗类别，2022年11月起相继落地执行。2023年4月11日，国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果，共39种药品采购成功，拟中选药品平均降价56%，将于2023年7月开始实施。按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个，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，预计带量采购将进一步加速扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。

表4 全国带量采购加速扩面，预计未来化药行业利润将继续承压

项目	全国第八批集采	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	2023年2月	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	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	39个品种	60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)	174	217	148	118	125	77
平均降幅	56%	48%	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

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。2022年公司加大市场开拓和营销力度，公司营业收入同比增长16.94%，化药制剂和中成药销售均有所回升。毛利率方面，2022年化学制剂药毛利率较为稳定，中成药受其他毛利率相对较低的产品（如舒筋健腰丸、蒲地蓝消炎片、皮肤病血毒丸和降糖舒丸等）销售额占比提升，毛利率下滑较多，综合影响下，公司销售毛利率同比下滑3.99个百分点。2023年第一季度公司实现营业收入3.04亿元，同比增长56.50%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
化学制剂药	40,850.97	46.08%	30.50%	35,423.30	46.72%	29.54%
中成药	40,425.70	45.60%	64.57%	32,447.13	42.80%	72.71%
化学原料药	6,757.43	7.62%	68.88%	7,300.85	9.63%	79.65%
化工产品及其它	623.00	0.70%	41.52%	644.77	0.85%	52.57%
合计	88,657.09	100.00%	49.04%	75,816.05	100.00%	53.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 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	2022年		2021年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
化学制剂药	依托红霉素片	3,004.15	33.68%	2,539.76	36.08%
	红霉素肠溶片	2,771.10	24.06%	2,318.67	26.36%
	罗红霉素胶囊	2,558.24	22.97%	2,093.49	34.14%
	阿莫西林胶囊	2,165.67	23.10%	1,833.74	25.96%
	土霉素片	2,032.42	21.28%	1,940.50	21.17%
	合计	12,531.57	-	10,726.16	-
中成药	止咳宝片	23,972.81	85.13%	22,836.92	85.52%
	金匱肾气片	3,792.15	87.07%	3,505.91	89.93%
	合计	27,764.96	-	26,342.83	-

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；2022年公司中成药产品品种增加，中成药销售额提升，毛利率有所下降；化学制剂药销售进一步恢复，部分产品原料药价格上涨、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”商标被广东商标协会重点商标保护委员会纳入“广东省重点商标保护名录”，“特一”品牌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，2022年华南、华东和西北地区销售收入增长较快，但仍以华南和华东地区为主；2022年华南、华东地区收入占营业收入比重分别为48.24%、19.36%。款项结算方面，对于大型连锁药店，公司一般给予信用账期30-45天，其余经销商一般需要先款后货，2022年给予客户账期未发生较大变化。公司客户集中度一般，2022年前五大客户销售占比18.92%，同比略有上升。

表7 截至2022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	2022年纳入医保情况	2021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
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，2022年市场放开，公司加大市场开拓和营销力度，公司中成药销售进一步恢复，止咳宝片、金匱肾气片销量分别同比增长5.94%、8.33%，此外，公司近几年逐步推出了皮肤病血毒丸、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片、感冒灵颗粒和六味地黄丸等产品，2022年公司新增代理产品舒筋健腰丸（销售额0.42亿元），蒲地蓝消炎片、皮肤病血毒丸和降糖舒丸当期销售额分别增长159.86%、83.94%和205.69%，致使公司中成药销售额同比增长24.59%。销售价格方面，2022年止咳宝片销售均价为0.46元/片，金匱肾气片销售均价为40.76元/瓶，销售均价基本与2021年持平；同期中成药毛利率为64.57%，同比下降8.14个百分点，主要系中成药其他毛利率相对较低的产品销售额占比提升，拉低业务毛利率。

表8 公司主要中成药产品产销情况

产品	项目	2022年	2021年
止咳宝片	产量（万片）	50,368.69	54,158.33
	销量（万片）	52,657.26	49,706.29
	产销率	104.54%	91.78%
金匱肾气片	产量（万片）	8,887.02	9,581.70
	销量（万片）	9,302.70	8,587.64
	产销率	104.68%	89.63%

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。2022年公司实现化药制剂收入4.09亿元，同比增长15.32%，毛利率为30.50%，同比上升0.96个百分点，主要系部分产品原料药价格上涨所致。从前五大产品来看，2022年依托红霉素片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊、阿莫西林胶囊和土霉素片销量均有所增长。

公司 2022 年化学原料药实现营业收入 6,757.43 万元，同比下降 7.44%；主要系铝碳酸镁及苯妥英钠产品销售收入的下降所致。2022 年 4 月 12 日铝碳酸镁咀嚼片通过一致性评价，公司加大对铝碳酸镁咀嚼片生产投入及销售，导致本期对外销售铝碳酸镁原料药有所下降；受公司对新宁制药环保设施进行改造更新等因素的影响，苯妥英钠的当期产能受到影响，公司未能及时供货导致销售额下降，2023 年一季度，该产品的生产销售已恢复；2022 年公司化学原料药销售毛利率下降至 10.77%，主要系醋酸钠、冰醋酸等原材料价格上涨导致。

2022 年公司双氯芬酸钠肠溶片、羧甲司坦片在《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购（第一批）》中选，采购期首年预采购量为双氯芬酸钠肠溶片 318.57 万片（中标价格 0.0718 元/片）、羧甲司坦片 345.13 万片（中标价格 0.1717 元/片），上述两个产品于 2023 年 1 月 10 日开始执行，截至 2023 年 6 月，双氯芬酸钠肠溶片集采采购金额 32.44 万元；羧甲司坦片集采采购金额 144.64 万元。2023 年 3 月，公司复方磺胺甲噁唑片在第八批全国药品集中采购中选，约定的最低采购量合计 263.58 万片（折合 26,358 瓶，销售额 66.03 万元）。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9 公司主要化学制剂药产品产销情况

产品	项目	2022 年	2021 年
依托红霉素片	产量（万片）	17,594.27	16,054.77
	销量（万片）	18,732.43	16,284.06
	产销率	106.47%	101.43%
红霉素肠溶片	产量（万片）	18,738.36	17,367.14
	销量（万片）	19,705.69	16,365.60
	产销率	105.16%	94.23%
罗红霉素胶囊	产量（万片）	8,958.47	7,269.18
	销量（万片）	8,803.27	7,595.86
	产销率	98.27%	104.49%
阿莫西林胶囊	产量（万片）	11,976.50	10,034.10
	销量（万片）	12,119.43	10,813.48
	产销率	101.19%	107.77%
土霉素片	产量（万片）	57,043.88	58,449.05
	销量（万片）	63,435.26	60,335.36
	产销率	111.20%	103.23%

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，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、利福平胶囊等 15 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

产品有一致性评价规定的期限且未能在规定期限内通过一致性评价，可能存在停止注册并停产的风险。

表10 公司研发人员及研发支出情况（单位：人、万元）

项目	2022年	2021年
研发人员数量	191	199
研发投入	4,340.18	4,552.27
研发支出/营业收入	4.90%	6.00%

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022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仍存在不确定性

公司目前在台山市和海口市共有三处生产基地。跟踪期内公司无新增产线和产能。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。2022年公司片剂、胶囊剂和丸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加大市场推广力度，产能利用率大幅提升。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，产能利用率水平仍不高。2022年12月，由于公司集中生产止咳宝片、布洛芬片和对乙酰氨基酚片三个产品，导致散剂产品中的阿咖酚散在需求旺盛的12月停止生产，导致散剂当期产能利用率降低。

表11 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12 公司产能利用率情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2022年	片剂（万片）	448,580	425,534	94.86%
	散剂（万袋）	65,620	41,444	63.16%
	胶囊剂（万粒）	92,300	54,550	59.10%
	丸剂（万粒）	39,400	40,936	103.90%
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%

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 3.95 亿元，尚需投资 4.81 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，完工后将主要用于生产收购的国医堂中成药品种，截至 2023 年 3 月底，项目中的检测大楼已投入使用、综合制剂大楼已完成主体工程及颗粒剂车间的主要设备采购，后期是净化装修及设备安装，预计 2023 年 12 月 31 日完成；项目达产后，预计新增年产片剂 36 亿片、丸剂 39.36 亿粒、胶囊剂 1.26 亿粒、颗粒剂超 5 亿袋的产能。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，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。

表13 截至 2022 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	13,307.23	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	17,536.04	2021 年 9 月 30 日	2023 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	8,647.22	2021 年 6 月 30 日	2023 年 9 月 30 日
合计	87,635.59	39,490.49		

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，公司已逐步推出了皮肤病血毒丸、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片、感冒灵颗粒和六味地黄丸等产品，未来随着国医堂各品种逐步量产，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。2022 年公司主要化学原料药红霉素、罗红霉素、依托红霉素的采购均价同比上涨，土霉素的采购均价略有下降。

2022 年公司前五大供应采购额占当期采购总额的 26.79%，同比略有上升，采购集中度整体仍较低。

表14 公司主要原材料采购均价变动情况

分类	项目	2022 年	2021 年
中成药	罂粟壳	3.20%	3.95%
	紫菀	17.41%	-4.12%
	甘草	16.17%	0.30%
化药	土霉素	-0.54%	2.08%
	红霉素	6.13%	5.28%
	罗红霉素	31.03%	15.17%
	依托红霉素	4.53%	3.25%

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”）⁶。

经测试，2022年公司未计提减值准备，截至2022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

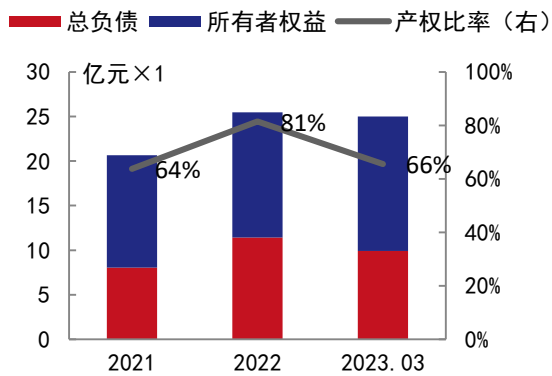
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告以及未经审计2023年一季报，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

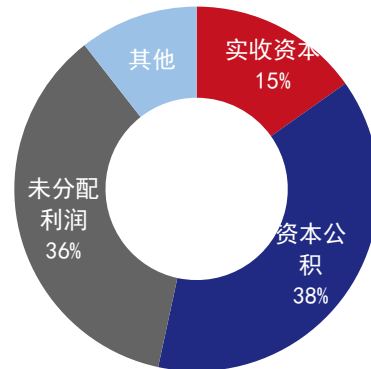
公司总资产规模同比有所增长，资产中货币资金、商誉、固定资产占比较高，货币资金受限比例较高，整体资产流动性一般，商誉规模较大，仍面临较大的减值风险

2022年公司短期借款规模大幅增加，产权比率同比大幅上升；同期受益于公司自身经营积累、可转债转股以及股票期权激励行权，所有者权益同比增长11.21%，综合影响下，所有者权益对总负债保障程度减弱。

⁶ 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。

图5 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季度，中证鹏元整理

图6 2023年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计 2023 年一季度，中证鹏元整理

2022年，公司借款规模大幅增加，货币资金同比大幅增长，货币资金受限比例为27.10%，系物业专项维修资金以及质押开具银行承兑汇票。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，2022年公司应收账款周转天数为34.61天，同比略有下降，与公司给与客户信用账期相匹配。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。2022年公司存货周转天数为160.76天，同比略有下降，同期中药行业平均存货周转天数为197.73天，公司存货周转效率略高于行业平均水平。

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，公司在建工程规模持续增长。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。2022年公司商誉未计提减值，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。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.01	28.05%	7.40	29.06%	3.72	18.03%
应收账款	0.61	2.42%	0.93	3.67%	0.77	3.73%
存货	2.32	9.28%	2.08	8.18%	1.95	9.45%
流动资产合计	10.81	43.24%	11.29	44.35%	7.12	34.46%
固定资产	4.00	15.99%	3.67	14.42%	4.03	19.52%
在建工程	2.55	10.22%	2.81	11.03%	1.98	9.60%
商誉	5.42	21.70%	5.42	21.31%	5.42	26.25%
非流动资产合计	14.18	56.76%	14.17	55.65%	13.54	65.54%
资产总计	24.99	100.00%	25.46	100.00%	20.66	100.00%

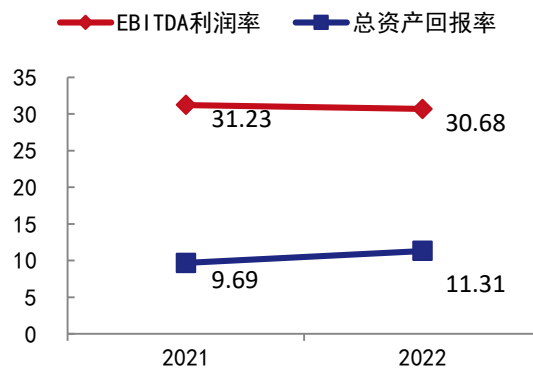
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季度，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司化药制剂和中成药销售均有所提升，主营业务盈利水平仍较好

2022年公司加大市场开拓和营销力度，公司营业收入同比增长16.94%，化药制剂和中成药销售均有所回升。毛利率方面，2022年化学制剂药毛利率较为稳定，中成药受其他毛利率相对较低的产品销售额占比提升，毛利率由2021年的72.71%下滑至64.57%，综合影响下，公司销售毛利率下滑3.99个百分点。2022年公司期间费用率为26.59%，继续降低，但期间费用规模仍较大，仍对利润形成一定侵蚀。2022年公司实现净利润1.78亿元，同比增长40.41%。2022年公司EBITDA利润率仍保持较高水平、总资产回报率有所提升。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流和偿债能力

2022年公司总债务规模有所增长且全部为短期债务，公司债务期限结构不合理，面临一定的短期偿债压力

2022年公司短期借款规模大幅增加，截至2023年3月底，公司总债务为8.20亿元，由短期银行借款（占比73.71%）和本期债券（占比26.29%）构成，全部为短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.74	57.98%	6.34	55.47%	3.77	46.86%
应付账款	0.58	5.85%	0.63	5.52%	0.44	5.46%
一年内到期的非流动负债	2.16	21.77%	2.14	18.69%	0.00	0.00%
流动负债合计	9.57	96.71%	11.09	97.09%	4.96	61.70%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.85	35.45%
负债合计	9.90	100.00%	11.42	100.00%	8.05	100.00%

总债务合计	8.20	82.83%	8.60	75.31%	6.71	83.35%
其中：短期债务	8.20	82.83%	8.60	75.31%	3.85	47.90%
长期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.85	35.45%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季报，中证鹏元整理

2022年随着公司化药制剂和中成药销售回升，主营业务现金生成能力增强，经营活动现金流净额、EBITDA和FFO均保持增长。2022年公司总债务规模上升，公司EBITDA利息保障倍数、总债务/总资本指标表现仍较好，但公司债务全部为短期债务，且现金受限比例较高，公司面临一定的短期偿债压力。

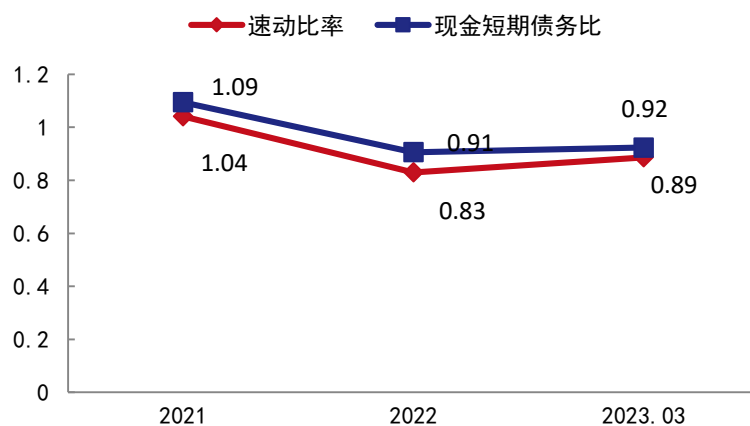
表17 公司杠杆状况指标

项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.27	3.72	2.57
FFO	--	1.84	1.45
资产负债率	39.60%	44.88%	38.94%
净债务/EBITDA	--	0.37	1.12
EBITDA 利息保障倍数	--	9.33	7.96
总债务/总资本	40.25%	43.55%	42.00%
FFO/净债务	--	183.52%	54.73%
经营活动现金流/净债务	39.64%	371.61%	96.99%
自由现金流/净债务	11.31%	281.35%	55.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季报，中证鹏元整理

2022年底公司流动性比率指标略有下滑，面临一定的短期偿债压力。截至2022年底，公司银行授信总额为13.00亿元，剩余未使用授信额度为6.66亿元，尚有一定融资空间，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 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季报，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

环境因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 5 月 19 日）和公司提供的《特一药业集团股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》（截至 2023 年 5 月 19 日）（以下简称“说明”），公司近一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故的情形。公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

公司战略规划较为清晰，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。公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等规定，制定了《特一药业集团股份有限公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对公司子公司进行有效治理和控制。

根据公司于 2022 年 6 月 28 日披露的《关于完成监事会换届选举及部分监事届满离任的公告》和《关于聘任高级管理人员、董事会秘书、财务总监、证券事务代表及审计负责人的公告》，因任期届满，伍伟成先生不再担任公司监事职务，聘任沈佳骏先生为公司监事；因任期届满，黄燕玲女士不再担任公司副总经理职务，聘任陈习良先生和伍伟成先生为公司副总经理。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。经过多年的运营管理，公司已建立起较为完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等环节。截至 2023 年 3 月底，公司组织架构图如附录三所示。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 9 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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 13 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、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2023年6月9日，公司近30个交易日股票收盘价均值为21.13元/股，对应质押股票市场价值为79,237.50万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率为371.14%，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。

九、结论

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。2022年公司业绩持续恢复，化药制剂和中成药销售有所提升，营收规模和利润规模持续增长。但我们注意到，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，若相关产品有一致性评价规定的期限且未能在规定期限内通过一致性评价，可能存在停止注册并停产的风险。2022年公司短期借款规模大幅增加，总债务全部为短期债务，而公司现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，在建项目尚需投入一定资金，一致性评价仍需持续投入，公司面临一定的短期偿债风险。整体来看，2022年公司抗风险能力尚

可。

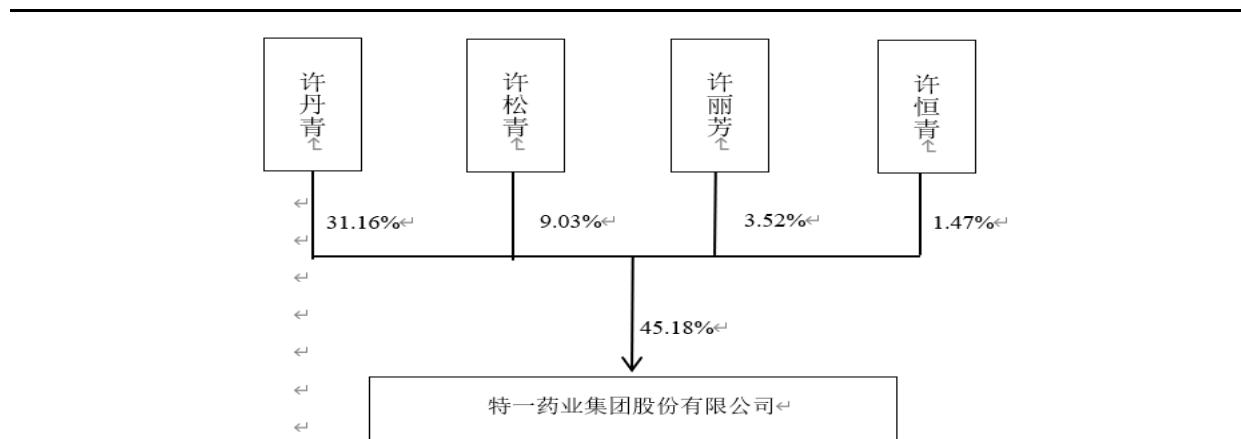
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“特一转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.01	7.40	3.72	3.25
流动资产合计	10.81	11.29	7.12	9.29
固定资产	4.00	3.67	4.03	4.35
在建工程	2.55	2.81	1.98	1.19
商誉	5.42	5.42	5.42	5.65
非流动资产合计	14.18	14.17	13.54	13.27
资产总计	24.99	25.46	20.66	22.56
短期借款	5.74	6.34	3.77	7.70
一年内到期的非流动负债	2.16	2.14	0.00	0.00
流动负债合计	9.57	11.09	4.96	8.78
负债合计	9.90	11.42	8.05	11.76
总债务	8.20	8.60	6.71	10.70
所有者权益	15.09	14.03	12.62	10.80
营业收入	3.04	8.87	7.58	6.33
营业利润	1.27	1.97	1.41	0.58
净利润	1.05	1.78	1.27	0.44
经营活动产生的现金流量净额	0.27	3.72	2.57	1.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.19	-1.03	1.47	1.26
筹资活动产生的现金流量净额	-0.46	-1.01	-3.57	-0.93
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	1.27	2.72	2.37	1.73
FFO	--	1.84	1.45	0.68
净债务	0.68	1.00	2.65	4.38
销售毛利率	62.83%	49.04%	53.03%	48.30%
EBITDA 利润率	--	30.68%	31.23%	27.40%
总资产回报率	--	11.31%	9.69%	5.04%
资产负债率	39.60%	44.88%	38.94%	52.11%
净债务/EBITDA	--	0.37	1.12	2.53
EBITDA 利息保障倍数	--	9.33	7.96	4.06
总债务/总资本	40.25%	43.55%	42.00%	59.09%
FFO/净债务	--	183.52%	54.73%	15.60%
速动比率	0.89	0.83	1.04	0.84
现金短期债务比	0.92	0.91	1.09	0.81

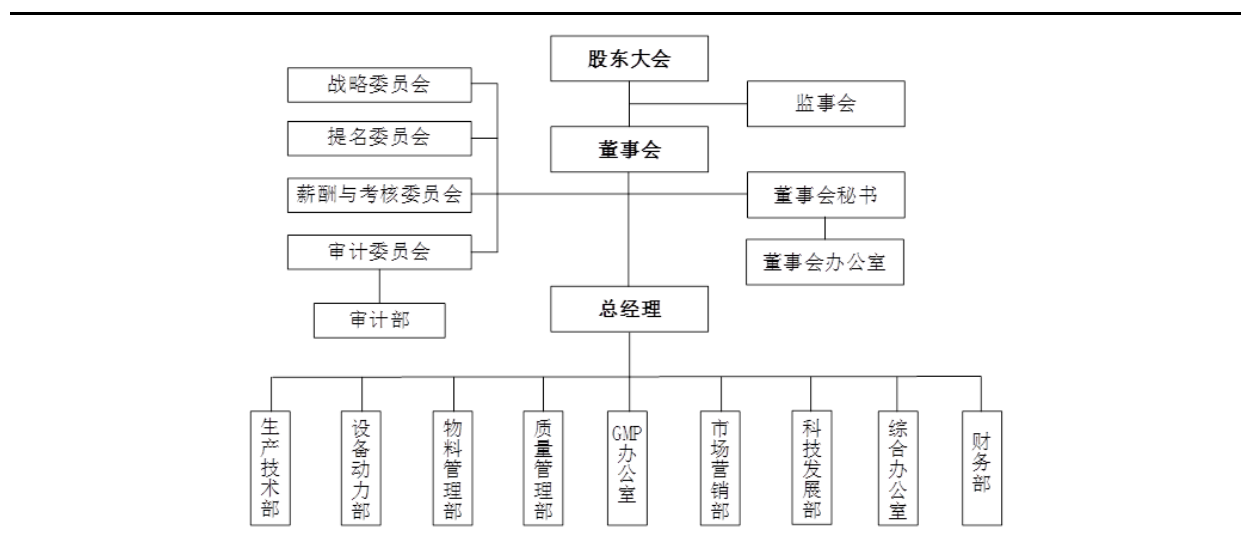
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、未经审计 2023 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月 30 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022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	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%	化工产品生产及销售
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。