

信用评级公告

联合〔2023〕4949号

联合资信评估股份有限公司通过对西藏奇正藏药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西藏奇正藏药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“奇正转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二三年六月二十五日

西藏奇正藏药股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西藏奇正藏药股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
奇正转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
奇正转债	8.00 亿元	7.99 亿元	2026/09/22

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 可转债债券余额为截至 2023 年 3 月底数据，转股价格为 23.26 元/股

评级时间：2023 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：—				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：—				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”）作为知名藏药企业，在外用贴膏细分市场竞争力较强，在产品研发和资源获取方面具备竞争优势。2022 年，公司营业总收入有所增长，经营活动现金保持净流入状态，债务负担较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到医药行业政策变化、公司收入对单一产品依赖度较高以及公司采购集中度较高且对部分供应商存在一定依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对“奇正转债”的保障程度很高。考虑到未来可能的转股因素，公司对“奇正转债”的保障能力有望增强。

未来，随着公司募投项目的建成，公司产品种类和产能将进一步增加，公司整体竞争力有望获得进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“奇正转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在行业内竞争力较强。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，在产品研发和资源获取方面具备竞争优势。

2. 2022 年，公司营业总收入有所增长，经营活动现金保持净流入状态。2022 年，公司实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 15.49%；业务综合毛利率为 84.15%，毛利率水平高；经营活动现金流量净额为 2.86 亿元。

3. 公司债务负担较轻。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 18.45 亿元，其中短期债务占 43.40%，长期债务占 56.60%；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为 41.85%、34.65%和 23.09%。

分析师：王兴龙 蒲雅修

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **医药行业政策调整较大，给企业经营发展带来压力。**医药行业政策调整较大，随着医药改革的推进，药品价格面临持续下行的压力，给企业经营发展带来压力。

2. **公司收入对单一产品依赖度较高。**公司营业总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。

3. **公司采购集中度较高，且对部分供应商存在一定依赖。**2022年，公司前五名供应商采购金额占比为45.29%，其中第一大供应商采购金额占比为16.50%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产（亿元）	28.42	24.27	27.00	28.19
资产总额（亿元）	44.59	55.68	58.87	59.84
所有者权益（亿元）	26.35	32.20	33.88	34.79
短期债务（亿元）	3.31	7.14	7.92	8.01
长期债务（亿元）	9.01	8.41	9.34	10.44
全部债务（亿元）	12.33	15.56	17.27	18.45
营业总收入（亿元）	14.76	17.70	20.45	2.96
利润总额（亿元）	4.47	7.88	5.19	0.99
EBITDA（亿元）	5.13	9.09	6.62	--
经营性净现金流（亿元）	2.39	10.35	2.86	-1.82
营业利润率（%）	84.26	83.39	82.70	79.23
净资产收益率（%）	15.41	22.07	13.86	--
资产负债率（%）	40.92	42.16	42.45	41.85
全部债务资本化比率（%）	31.87	32.58	33.76	34.65
流动比率（%）	389.85	224.50	234.71	258.25
经营现金流动负债比（%）	31.32	79.12	21.00	--
现金短期债务比（倍）	8.58	3.40	3.41	3.52
EBITDA 利息倍数（倍）	22.98	17.02	11.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.40	1.71	2.61	--
公司本部（母公司）				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额（亿元）	37.19	47.03	51.45	--
所有者权益（亿元）	24.78	29.52	30.69	--
全部债务（亿元）	9.20	11.76	12.93	--
营业总收入（亿元）	7.98	8.66	10.12	--
利润总额（亿元）	4.17	7.00	4.57	--
资产负债率（%）	33.37	37.23	40.35	--
全部债务资本化比率（%）	27.08	28.48	29.64	--
流动比率（%）	346.21	237.43	233.82	--
经营现金流动负债比（%）	77.87	6.06	46.04	--
现金短期债务比（倍）	7.85	1.96	2.35	--

注：1. 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；2. 公司未披露母公司 2023 年 1-3 月财务数据；3. 公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计；4. “--”表示数据项无数据，或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
奇正转债	AA	AA	稳定	2022/06/17	蒲雅修 孙菁	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）	阅读全文
奇正转债	AA	AA	稳定	2020/06/15	蒲雅修 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

西藏奇正藏药股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”或“奇正藏药”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 1000.00 万元，经济性质为集体企业。1997 年 12 月，公司改制为私营企业，注册资本为 4000.00 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 4100.00 万股，注册资本变更为 40600.00 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”。

经数次增资后，截至 2023 年 3 月底，公司股本总额为 5.30 亿元。其中，奇正集团持有公司 68.76% 的股份，是公司控股股东，与宇妥文化为一致行动人；雷菊芳女士为公司实际控制人。截至 2023 年 3 月底，奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为 3375.59 万股，占其所持股份比例的 7.29%，质押比例低。

2022 年，公司主营业务较上年未发生变化。截至 2023 年 3 月底，公司合并报表范围内子公

司合计 21 家；公司本部内设投资与业务拓展部、战略规划部、财务部、运营管理部、人力资源部、合规部、商务部等职能部门。截至 2022 年底，公司在职工共 2974 人。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 58.87 亿元，所有者权益 33.88 亿元（含少数股东权益 0.52 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 20.45 亿元，利润总额 5.19 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 59.84 亿元，所有者权益 34.79 亿元（含少数股东权益 0.51 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.96 亿元，利润总额 0.99 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司债券募集资金按照募集说明书约定的用途使用。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
奇正转债	8.00	7.99	2020/09/22	6 年

注：截至 2023 年 3 月底，奇正转债转股价为 23.26 元/股
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年

四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

1. 医药行业概况

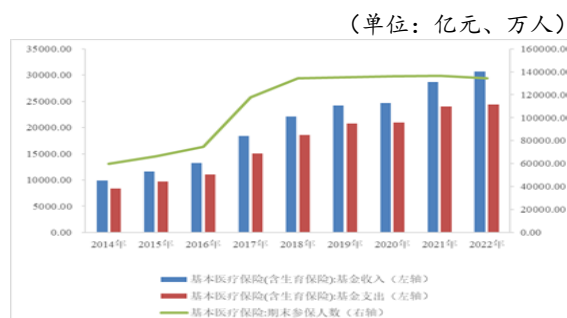
2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年，由于突发公共卫生事件和外部社会环境变动，医药制造业企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至 2022 年底，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年底增加了 919 万，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行，医保收支

结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。2022 年 1—11 月，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—11 月，我国医院累计总诊疗人次 36.1 亿人，同比下降 5.2%。

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业总收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.5%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.8%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。2022 年，规模以上医药制造业营业收入为 29111.40 亿元，同比下降 1.60%；利润总额为 4288.70 亿元，同比下降 31.80%。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

2. 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻影响。2021年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、

医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。2020年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年以来，随着“十四五”规划的发布，中国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。

表 2 2020 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2020年1月	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	药品集中采购工作继续推进	2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大
2020年3月	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	明确了深化医保改革的目标、原则与方向	标志着新一轮医保改革开始。此后，一系列医保改革方案相继推出
2020年3月	国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》	强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展	国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系
2020年10月	联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力和拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
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》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间	国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券
2021年9月	国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》	深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用	医疗保障制度更加成熟定型，持续鼓励推进创新药发展，继续推进器械领域的带量采购
2021年11月	国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》	原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，	继续明确带量采购协议期满后的情况要求

		并加大对其采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构	
2021年11月	国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发	药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求
2022年3月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目	鼓励中药发展
2022年4月	《关于做好支付方式管理系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月底选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，力争2022年11月底前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用	优化医保支付方式
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从520种增加到685种；药品集中带量采购改革形成常态化机制；强调以临床需求为导向的合理用药；推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新，支持仿制，继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚	明确医药行业发展方向

资料来源：公开资料，联合资信整理

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2022年底，医药制造业企业单位为8814家，较上年底增加477家；亏损企业1771家，较上年底增加194家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创

新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已经开展8批药品集中带量采购，前5批涉及品种234个，平均降幅52%~59%；第六批胰岛素专项集采42个产品中选，平均降幅48%；第七批集采60个品种中选，平均降幅48%。医保目录谈判方面，截至2022年11月底，中国一共进行了6轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药产品，平均降幅在40%~62%。但绝大多数创新药进入医保目录后，实现了以价换量，销售额大幅增长，以近2年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信迪利单抗、安罗替尼来看，在纳入医保后，产品基本实现了快速放量，销售额提升明显。医药行业政策调整较大，随着医药改革的推进，药品价格面临持续下行的压力，给企业经营发展带来压力。

表3 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量	平均降价幅度(%)
第一批	2018年12月	25	52
第二批	2020年1月	100	53

第三批	2020年8月	55	53
第四批	2021年2月	45	52
第五批	2021年6月	61	56
第六批 (胰岛素专项)	2021年11月	16	48
第七批	2022年7月	60	48
第八批	2023年3月	39	56

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 行业展望

预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。

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

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2022年，我国基本医疗保险（含生育保险）基金收入3.07万亿元，基本医疗保险（含生育保险）基金支出2.44万亿元。2022年上海等部分地区常规医疗服务量有一定程度下降，医保基金支出增速放缓。

预计“控费”仍将为医药行业政策的主线，集采降价或将更加温和，未来可能不再唯低价中标。

2022年9月6日，国家医保局发布《关于公示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通过初步形式审查的药品及相关信息的公告》，共有344个品种通过初审，包括目录外药品199个，以及目录内药品145个，其中，抗肿瘤和免疫调节剂入围初审目录的数量最多（89个）。截至目前，医保目录准入谈判已连续开展4次。医保目录已经建立了

以一年为周期的灵活动态调整机制，临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录，辅助用药和药物经济性较差的药品将被逐步调出，加快医保基金的腾笼换鸟。

集采方面，2022年9月3日，国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》（以下简称“《答复》”）。《答复》指出，集采重点是将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围，采购价格方面或将更加温和，未来可能不唯低价中标，部分品种中标价格有望有所上升。此外，“创新医疗器械暂不集采”。

预计未来创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。

医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021年，我国研究与试验发展经费支出已达27864亿元，同比增长14.2%。从新药审批数量来看，近年来创新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2019年，受理国产1类新药注册申请528件，国产1类新药上市数量为11个；2020年，受理1类新药注册申请1062件，国产1类新药上市数量为14个；2021年，受理创新药注册申请1886件，同比增长79.23%，国产1类新药上市数量为26个。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据药融云《中国1类新药靶点白皮书》统计，2017—2022年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药1955个，其中涉及的靶点有614个，其中51%为肿瘤靶点。PD-L1、EGFR、PD-1、

VEGFR 和 HER2 是排名前五的热门靶点，共涉及约 300 项在研管线。2022 年，热门靶点的竞争愈发激烈，靶点集中度较 2017 年增长 2.2%，达到了 30.5%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE 推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回笼和进入研发-上市的良性循环。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司产权状况未发生变化，控股股东为奇正集团，实际控制人为雷菊芳女士；奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为 3375.59 万股，占其所持股份比例的 7.29%，质押比例低。

2. 企业规模及竞争力

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，公司在产品研发和资源获取方面具备竞争优势。

公司作为知名的藏药企业，主要从事藏药的研发、生产及销售，产品包括外用止痛药物和口服藏成药等。公司目前生产的主要药品包括以消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、铁棒锤止痛膏为主的外用系列产品，以及红花如意丸、十味龙胆花胶囊、十味龙胆花颗粒、六味能消胶囊、小儿柴芩清解颗粒等口服藏药、中药产品；涵盖骨骼肌肉系统、神经系统、消化系统、心脑血管、呼吸系统、泌尿系统、妇科、皮肤科、儿科等多个领域。在“国家首批创新型企业”中，公司是藏药产业中的唯一企业。

产品方面，公司有以消痛贴膏（获国家科学技术进步二等奖、日内瓦国际发明金奖，为国家技术秘密（秘密级）品种）、白脉软膏等 25 个独家品种为核心的 141 个批准文号，其中 OTC 品种 60 个、国家秘密技术（秘密级）品种 3 个。公司新收购的十味龙胆花胶囊、十味龙胆花颗粒、小儿柴芩清解颗粒、心脑欣胶囊、红景天口服液等产品加强了公司在呼吸科、心脑科、儿科等领域的竞争力，对已有产品领域形成了补充。根据米内网数据，公司消痛贴膏在中国城市实体药店中成药骨骼肌肉系统疾病用药外用贴膏剂品牌排名 TOP20 中排名第一；铁棒锤止痛膏也排名 TOP20。公司奇正®消痛贴膏入选“2022 中国医药·品牌榜”，奇正®消痛贴膏、奇正®西盖王®铁棒锤止痛膏入选“中国家庭常备药上榜品牌·外用止痛药”品牌榜。公司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。

截至 2022 年底，公司 24 个品种（包含核心产品消痛贴膏）进入国家基本药物目录，70 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（2021 年版）》，36 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，12 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。

研发方面，公司依托藏药固体制剂和外用制剂两个国家地方联合工程实验室，持续与国内外，特别是国际一流学术研究机构保持长期有效的合作。在藏、中、西医临床专家、药学专家、资源专家、基础研究专家的指导和支持下，公司不断完善资源研究、种植研究、标准研究、制剂研究、药理药效研究、临床研究、上市后再评价等方面的系统化藏药研发体系；同时，公司也不断完善研发质量管理体系建设，在确保研发高质量的同时，注重研发速度的提升。公司催汤颗粒已完成 III 期临床研究，完成了颗粒剂生产线许可申报并取得批件；正乳贴完成 IIa 期临床研究，正在进行工艺优化及验证工作；消痛气雾剂治疗急性扭挫伤的 IIa 期临床研究按计划开展；儿童用药小儿热立清启动临床前药

效毒理研究。2022年，公司研发投入为0.87亿元，占营业总收入的比重为4.23%。公司在产品研发方面具备竞争优势。

药材资源获取方面，公司不断对所用重点药材和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。公司先后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项目。公司资源获取方面具备竞争优势。

药材资源研究方面，2022年，公司持续完善小儿热立清颗粒及白脉软膏药材资源评估报告，完成了国家重大专项项目藏菖蒲、藏茴香藏药材栽培示范基地建设工作，栽培药材面积达到100亩。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91540000710910578J），截至2023年5月8日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事和高级管理人员发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事和高级管理人员变动情况如下表所示；监事未发生变化。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

表 4 公司董事和高级管理人员变动情况

序号	姓名	担任的职务	类型	日期
1	果德安	独立董事	被选举	2022年7月13日
2	杜守颖	独立董事	任期满离任	2022年7月13日
3	赵敏	副总裁	聘任	2022年1月25日
4	夏海建	副总裁	聘任	2022年1月25日

资料来源：公司年报

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司主营业务仍十分突出，营业总收入仍主要来自贴膏剂业务，并对消痛贴膏产品依赖度较高；随着公司拓展市场，公司营业总收入有所增长，业务综合毛利率水平高。2023年1—3月，公司营业总收入同比有所下降；得益于确认了投资收益，利润总额有所增长。

2022年，公司营业总收入为20.45亿元，同比增长15.49%，主要系公司拓展市场，产品销量增加所致；营业成本为3.24亿元，同比增长22.16%；营业利润率为82.70%，同比下降0.69个百分点，变化不大；利润总额5.19亿元，同比下降34.10%，主要系权益法下确认的投资损失¹0.53亿元（2021年确认投资收益2.95亿元）所致。

从各板块收入来看，2022年，随着公司拓展市场，公司产品销量增加，公司贴膏剂、软膏剂和其他剂型业务收入均有所增长，其中得益于十味龙胆花胶囊、十味龙胆花颗粒和国谈品种红花如意丸等产品销量大幅增加，其他剂型业务收入增幅最高；前两项业务占营业总收入的比重略有降低，其他剂型业务占比上升较

¹ 公司参与设立的并购基金西藏群英投资中心（有限合伙），在青岛百洋医药股份有限公司（以下简称“百洋医药”）上市后，对其以公开市场的价格确认公允价值变动损益，公司对此投资按照权

益法确认损益，2021年，公司确认投资收益2.95亿元。2022年，百洋医药股价下跌，确认了投资损失0.53亿元。

快；公司保健品业务和其他业务收入占营业收入的比重很小。

从毛利率来看，2022年，公司贴膏剂业务、软膏剂业务和其他剂型业务毛利率较稳定；综合来看，公司业务综合毛利率亦变化不大，毛利率水平高。

从产品结构来看，公司贴膏剂业务产品基本为消痛贴膏，公司对单一产品的依赖度较高。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。

表 5 2020—2022 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2022 年 收入同 比变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
贴膏剂	11.03	74.71	87.43	12.72	71.82	87.27	14.16	69.24	86.71	11.32
软膏剂	2.52	17.06	85.10	3.04	17.17	85.32	3.08	15.07	83.21	1.32
其他剂型	1.08	7.32	78.56	1.73	9.76	75.26	3.03	14.81	76.25	75.14
保健品	0.07	0.46	46.74	0.08	0.45	30.47	0.04	0.18	44.78	-50.00
其他业务	0.07	0.45	42.13	0.14	0.80	25.62	0.14	0.70	27.93	--
合计	14.76	100.00	86.00	17.70	100.00	85.01	20.45	100.00	84.15	15.54

注：1. 尾差系数数据四舍五入所致；2. 2020 年起，公司新增保健品销售业务资料来源：公司提供

2023 年 1—3 月，公司营业总收入为 2.96 亿元，同比下降 27.39%，主要系受宏观环境影响，常规诊疗活动减少所致；营业成本为 0.57 亿元，同比下降 4.66%；营业利润率为 79.23%，同比下降 4.79 个百分点；利润总额 0.99 亿元，同比增长 9.83%，主要系权益法下确认投资收益 0.40 亿元所致。

2. 采购

由于 2021 年公司多储备了主要原材料，2022 年公司主要原材料采购量同比均有下降；除覆盖膜外，2022 年公司主要原材料采购均价表现稳定；公司采购集中度较高，对部分供应商存在一定依赖。

2022 年，公司的采购模式以“以产定采”为主，较上年未发生较大变化，部分关键药材在价格波动时或者是预期环境变化时会提前备货。公司原辅材料的采购由采购物流部门统一负责，实行集中采购。

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。对于合作社/农户采购，公司向西藏、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。对于市场采购，公司会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。公司与供应商形成了较为长期、稳定的合作关系。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。

从采购量来看，由于 2021 年，因为宏观环境变化，公司多储备了主要原材料，2022 年公司主要原材料采购量同比均有下降。公司主要原材料采购均价随行就市，但综合公司实际采购均价来看，除覆盖膜外，2022 年公司主要原材料采购均价表现稳定。

从采购集中度来看，2022 年，公司向前五名供货商采购金额为 0.71 亿元，占当期采购总额的比例为 45.29%，集中度较高，其中第一大供应商采购金额占比为 16.50%，对部分供应商存在一定依赖。

表 6 2020—2022 年公司主要原材料采购情况

原材料		2020 年	2021 年	2022 年	2022 年同比变化 (%)
保密药材	采购金额 (单位: 万元)	920.35	1121.68	977.88	-12.82
	采购量 (单位: 千克)	160.00	195.00	170.00	-12.82
	采购均价 (单位: 元/克)	57.52	57.52	57.52	--
背衬膜	采购金额 (单位: 万元)	2337.30	2447.97	2028.01	-17.16
	采购量 (单位: 万平方米)	147.41	152.88	126.52	-17.24
	采购均价 (单位: 元/平方米)	15.86	16.01	16.03	0.12
覆盖膜	采购金额 (单位: 万元)	993.03	859.81	949.30	10.41
	采购量 (单位: 万千克)	14.34	16.39	15.94	-2.75
	采购均价 (单位: 元/千克)	69.26	52.45	59.57	13.57

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

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, 一般采用银行承兑汇票的付款方式。2022 年, 公司采购结算方式和结算周期较上年未发生变化。

3. 生产

2022 年, 公司仍采用“以销定产”的生产模式; 得益于对贴膏剂和其他剂型产线进行了改扩建, 公司贴膏剂和其他剂型产能均有所增长; 公司贴膏剂产能利用率仍处于较高水平,

软膏剂产能利用率仍有待提高。

2022 年, 公司的生产模式较上年未发生较大变化。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, 仍采用“以销定产”的生产模式。

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 2022 年底, 公司生产线已基本实现机械化生产。

生产成本构成方面, 2022 年, 公司生产成本仍主要为直接材料和制造费用。

表 7 2020—2022 年公司生产成本构成情况

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2022 年同比变化 (%)
	金额 (万元)	占营业成本比重 (%)	金额 (万元)	占营业成本比重 (%)	金额 (万元)	占营业成本比重 (%)	
直接材料	11565.28	58.03	14221.96	57.05	19091.92	58.90	34.24
直接人工	1749.84	8.78	2391.71	9.59	3847.67	11.87	60.88
制造费用	6614.71	33.19	8316.24	33.36	9474.36	29.23	13.93

资料来源: 公司年报

产能方面, 2022 年, 为满足新增销量需求, 公司对贴膏剂和其他剂型产线进行了改扩建, 产能同比均有所增长, 其中得益于十味龙胆花胶囊、十味龙胆花颗粒和国谈品种红花如意丸等产品需求大幅增加, 其他剂型产线产能增幅较贴膏剂大; 公司软膏剂产能较上年未发生变化。

产量和产能利用率方面, 随着公司积极拓展市场, 公司产品需求增加, 2022 年公司贴膏剂、软膏剂和其他剂型产品产量同比均有所增长; 贴膏剂产能利用率变化不大, 仍处于较高水平; 软膏剂产能利用率略有增长, 但仍有待提高; 其他剂型产能利用率变化不大。

表8 2020—2022年公司产能、产量及产能利用率情况

类别	项目	2020年	2021年	2022年	2022年同比变化 (%、百分点)
贴膏剂	产能(单位:万贴/年)	15000.00	15000.00	17000.00	13.33
	产量(单位:万贴)	14385.07	14205.11	16261.00	14.47
	产能利用率(单位:%)	95.90	94.70	95.65	0.95
软膏剂	产能(单位:万支/年)	1700.00	1700.00	1700.00	0.00
	产量(单位:万支)	1144.10	981.34	1107.00	12.80
	产能利用率(单位:%)	67.30	57.73	65.11	7.38
其他剂型	产能(单位:万盒/年)	300.00	997.00	1600.00	60.48
	产量(单位:万盒)	326.49	872.39	1382.00	58.42
	产能利用率(单位:%)	108.83	87.50	86.38	-1.14

资料来源:公司提供

4. 销售

2022年,公司销售模式仍以经销模式为主,随着公司拓展市场,公司贴膏剂、软膏剂和其他剂型产品销量均有增加,同时产销情况良好;公司客户集中度尚可。

2022年,公司主要销售模式未发生较大变化,以经销商模式为主。在经销模式下,公司建立了1600多人的营销团队,采用专业化的学术推广模式和品牌推广模式,结合文化营销和数字化营销,在城市等级医院、基层医疗和零售市场、第三终端开展销售推广和消费者沟通。公司聚焦大医院市场,进一步推动渠道下沉,加快基层及县域医疗布局,扩大市场覆盖;同

时公司也积极推进数字化营销转型,扩大电商平台销售;公司也积极拓展新媒体传播,推动品牌适度年轻化。

从销量来看,2022年,随着公司积极拓展市场,公司主要产品销量均有增加,其中其他剂型类产品销量增幅最高。

从销售均价来看,公司各剂型包含产品品种和规格较多,销售均价变动主要系受产品品种和规格结构的变化影响。2022年,公司贴膏剂销售均价同比下降1.66%;软膏剂和其他剂型产品销售均价分别同比增长0.26%和4.07%。

从产销率来看,公司贴膏剂、软膏剂和其他剂型产品产销情况良好。

表9 2020—2022年公司主要产品销售情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年	2022年同比变化 (%、百分点)
贴膏剂	销量(单位:万贴)	12857.75	15073.81	17051.22	13.12
	产销率(单位:%)	89.38	106.12	104.86	-1.26
	销售均价(单位:元/贴)	8.58	8.44	8.30	-1.66
软膏剂	销量(单位:万支)	978.27	1116.01	1128.18	1.09
	产销率(单位:%)	85.51	113.72	101.93	-11.79
	销售均价(单位:元/支)	25.74	27.24	27.31	0.26
其他剂型	销量(单位:万盒)	398.00	817.22	1376.70	68.46
	产销率(单位:%)	122.01	93.68	99.64	5.96
	销售均价(单位:元/盒)	31.82	21.14	22.00	4.07

资料来源:公司提供

从销售集中度来看,2022年,公司向前五名客户销售金额为4.27亿元,占年度总销售额的比例为20.90%,变化不大,公司客户集中度尚可。

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。

2022年，公司与客户的结算方式和结算周期较上年未发生变化。

5. 经营效率

2022年，公司经营效率指标表现有所提升。

2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产次数较上年均有所上升，分别由2.17次、2.49次和0.35次上升至2.86次、2.63次和0.36次。

6. 在建工程

截至2022年底，公司奇正藏药医药产业基地建设项目建设所需资金主要来源于“奇正转债”募集资金，公司其他项目投资额较小，公司整体资金投入压力较小。

截至2022年底，公司主要在建项目如下表所示。其中，奇正藏药医药产业基地建设项目为“奇正转债”的募投项目，预计2023年底完工投产，此基地将作为公司未来主要的生产基地，负责主要产品的大批量生产，资金主要来源于“奇正转债”募集资金；公司其他项目投资额较小，公司整体资金投入压力较小。

表 10 截至 2022 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2022 年底已投资金额	未来计划投资金额	资金来源
奇正藏药医药产业基地建设项目	11.99	5.03	6.95	募集资金（7.90 亿元）+自筹
拉萨宇妥德堂林家园	5.00	1.90	3.10	其他
智能制造项目	0.35	0.30	0.05	其他
榆中创新发展中心项目	0.63	0.62	0.01	其他
林芝改扩建工程	0.87	0.80	0.07	其他
藏药生产线设备改扩建	0.29	0.28	0.01	其他
CRM 系统	0.02	0.01	0.01	其他
合计	19.15	8.94	10.20	--

注：1. 上表数据差异为数据四舍五入所致；2. 公司预计投资总额为预算数，部分项目实际投入和预算数存在差异
资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司已制定了较为清晰的发展战略，可行性较强。

2023年是公司新战略（“双轮驱动、双翼领先、双基保障”）第一年，公司将加快市场覆盖和渠道下沉，加强精细化管理和组织建设，不断提高经营质量以保障业务的可持续发展。

产品方面，公司将巩固核心品种消痛贴膏的市场份额，加快重点发展品种铁棒锤止痛膏、青鹏软膏、白脉软膏、如意珍宝片在骨骼肌肉镇痛外用、口服市场的增长。公司还将加强以红花如意丸为代表的妇儿产品的组织布局和终端覆盖，关注系列口服藏成药的良性发展，持续推广藏药领域优势产品。

研发方面，公司将聚焦于未被满足的临床需求，布局藏药优势品种，推进新产品开发及大产品二次开发；建立经皮给药研究及评价技术平台、研发管理数字化平台，建立公司藏药产品全周期一体化研发平台。

资源保障方面，将继续推进核心药材资源调研及基地建设工作，核心药材资源保障工作按规划实施，战略品种基地化率不断提升。

渠道方面，公司将加强城市拓展和渠道下沉，关注县域和基层医疗市场发展，不断拓展O2O和电商渠道、搭建线上产品供应链体系，完善线上渠道多元合作模式布局。

生产制造方面，公司将不断进行技术改进，提升外用制剂质量标准及口服制剂生产效率；开展藏药炮制工艺标准化工作，修订炮制工艺流程和制定企业内控标准。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年1—3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至2022年底，公司合并报表范围子公司21家，较上年末未发生变化。截至2023年3月底，公司合并报表范围子公司21家，较上年末未发生变化。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2022年底，公司合并资产总额58.87亿元，所有者权益33.88亿元（含少数股东权益0.52亿元）；2022年，公司实现营业收入20.45亿元，利润总额5.19亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额59.84亿元，所有者权益34.79亿元（含少数股

东权益0.51亿元）；2023年1—3月，公司实现营业收入2.96亿元，利润总额0.99亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产总额较上年末有所增长，资产结构相对均衡；流动资产主要为现金类资产，非流动资产总额较上年末变化不大；公司资产受限比例很低。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年末增长5.73%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占54.23%，非流动资产占45.77%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。

表 11 2020—2022 年底及 2023 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	29.71	66.62	29.36	52.74	31.92	54.23	32.21	53.83
货币资金	18.30	61.60	6.67	22.70	4.38	13.71	1.55	4.82
交易性金融资产	0.00	0.00	11.84	40.32	15.39	48.22	20.10	62.41
应收款项融资	10.12	34.06	5.76	19.62	7.23	22.64	6.54	20.30
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	1.08	3.67	2.25	7.04	0.00	0.00
非流动资产	14.89	33.38	26.31	47.26	26.94	45.77	27.63	46.17
其他非流动金融资产	0.40	2.69	5.97	22.68	6.26	23.25	6.37	23.07
长期股权投资	1.84	12.34	5.45	20.71	4.90	18.19	5.32	19.26
固定资产	5.07	34.08	5.98	22.74	6.00	22.25	5.90	21.35
在建工程	0.70	4.73	2.12	8.05	5.33	19.78	5.58	20.21
无形资产	1.76	11.84	3.99	15.18	3.75	13.91	3.68	13.33
资产总额	44.59	100.00	55.68	100.00	58.87	100.00	59.84	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产较上年末增长8.72%，主要系交易性金融资产和应收款项融资增加所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收款项融资和一年内到期的非流动资产构成。

截至2022年底，公司货币资金较上年末下降34.36%，主要系用于购买理财产品所致；货币资金无受限情况。2022年8月24日，公司董事会和监事会审议通过了《关于公司及子公司使用闲置自有资金购买理财产品的议案》，公司及子公司拟使用最高额度不超过人民币20亿

元闲置自有资金购买理财产品，在上述额度内，资金可以在一年内滚动使用；风险等级为中高及以下风险类产品占理财方案的总体额度最低比例为80%；具体投资期限、实施方式等详见公司《关于公司及子公司使用闲置自有资金购买理财产品的公告》。

截至2022年底，公司交易性金融资产较上年末增长30.01%，系购买的理财产品增加所致，此科目资产全部为理财产品；2022年持有期间投资收益为0.25亿元，去年同期为0.14亿元；2022年公允价值变动损益0.17亿元。

截至2022年底，公司应收款项融资较上年底增长25.45%，主要系业务增长所致。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动资产较上年底增长108.52%，主要系一年内到期的定期存款增加所致。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长2.39%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2022年底，公司其他非流动金融资产较上年底增长4.95%，主要为理财产品5.86亿元。

截至2022年底，公司长期股权投资较上年底下降10.08%，主要系联营企业西藏群英投资中心（有限合伙）权益法下确认了投资亏损0.53亿元所致。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增长0.19%，变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占84.35%）和机器设备（占10.81%）构成，累计计提折旧3.76亿元；固定资产成新率62.90%，成新率尚可。

截至2022年底，公司在建工程较上年底增长151.48%，主要系奇正藏药医药产业基地建设项目增加投入所致。

截至2022年底，公司无形资产较上年底下降6.14%，主要系摊销金额增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占53.07%）和非专利技术（占46.08%）构成，累计摊销0.68亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至2022年底，公司受限资产如下表所示，公司资产受限比例很低。

表 12 截至 2022 年底公司所有权或使用权受限的资产情况

项目	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	所有权或使用权受限的原因
应收款项融资-银行承兑汇票	0.93	1.58	应收票据质押开具应付票据
合计	0.93	1.58	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底增长1.65%，变化不大。其中，流动资产占53.83%，非流动资产占46.17%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益规模较上年底有所增长，仍以未分配利润为主，所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年底，公司所有者权益33.88亿元，较上年底增长5.19%，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98.48%，少数股东权益占比为1.52%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占15.89%、14.28%、0.04%和53.50%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2023年3月底，公司所有者权益34.79亿元，较上年底增长2.71%，较上年底变化不大。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债总额较上年底有所增长，负债结构和债务结构均相对均衡；公司债务负担较轻。

截至2022年底，公司负债总额较上年底增长6.46%。其中，流动负债占54.43%，非流动负债占45.57%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 13 2020—2022 年底及 2023 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	7.62	41.76	13.08	55.72	13.60	54.43	12.47	49.80
短期借款	3.00	39.39	5.02	38.37	7.02	51.59	7.03	56.32
应付职工薪酬	0.83	10.86	1.35	10.30	1.46	10.73	1.02	8.22
其他应付款	1.94	25.44	2.25	17.17	1.89	13.91	2.01	16.11
合同负债	0.74	9.77	1.10	8.42	1.02	7.51	0.53	4.26
非流动负债	10.63	58.24	10.39	44.28	11.39	45.57	12.57	50.20
长期借款	2.35	22.10	1.32	12.73	1.87	16.41	2.87	22.82
应付债券	6.67	62.73	7.04	67.75	7.43	65.20	7.53	59.85
递延收益	1.59	14.99	1.55	14.88	1.67	14.67	1.74	13.84
负债总额	18.25	100.00	23.47	100.00	24.99	100.00	25.05	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长3.99%。公司流动负债主要由短期借款、应付职工薪酬、其他应付款和合同负债构成。

截至2022年底，公司短期借款较上年底增长39.84%，主要系下属子公司申请的借款规模增加所致；由保证借款4.00亿元（公司对下属子公司担保）和信用借款（3.02亿元）构成。

截至2022年底，公司应付职工薪酬较上年底增长8.42%，主要系工资、奖金、津贴和补贴增加所致。

截至2022年底，公司其他应付款较上年底下降15.79%，主要系往来款规模减少所致。

截至2022年底，公司合同负债较上年底下降7.22%，主要系预收货款减少所致。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底增长9.57%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至2022年底，公司长期借款较上年底增长41.26%，主要系申请的信用借款增加所致。从期限分布看，2024年到期的占45.37%，2025年及以后到期的占54.63%，集中偿付压力一般。

截至2022年底，公司应付债券较上年底增长5.45%，系公司发行的“奇正转债”。

截至2022年底，公司递延收益较上年底增长8.00%，主要系政府补助增加致。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长0.22%，变化不大。其中，流动负债占49.80%，非流动负债占50.20%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2022年底，公司全部债务较上年底增长10.97%，主要系短期借款和长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占45.88%，长期债务占54.12%，结构相对均衡。其中，短期债务较上年底增长10.88%；长期债务9.34亿元，较上年底增长11.05%。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高0.29个百分点、1.19个百分点和0.90个百分点。公司债务负担较轻。

表 14 2020—2022 年底及 2023 年 3 月底公司债务及相关指标情况

(单位：亿元)

科目	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	3.31	7.14	7.92	8.01
长期债务	9.01	8.41	9.34	10.44
全部债务	12.33	15.56	17.27	18.45
短期债务占全部债务比重 (%)	26.88	45.92	45.88	43.40
资产负债率 (%)	40.92	42.16	42.45	41.85
全部债务资本化比率 (%)	31.87	32.58	33.76	34.65
长期债务资本化比率 (%)	25.49	20.72	21.62	23.09

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

截至2023年3月底，公司全部债务较上年底增长6.86%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占43.40%，长期债务占56.60%，结构相对均衡。其中，短期债务8.01亿元，较上年底增长1.07%，变化不大；长期债务10.44亿元，较上年底增长11.77%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降0.60个百分点、提高0.89个百分点和提高1.47个百分点。

截至2023年3月底，公司存续债券如下表所示，公司无1年内到期债券。

表 15 截至 2023 年 3 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
奇正转债	2026/09/22	7.99
合计	--	7.99

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入有所增长，受权益法下确认的投资亏损影响，利润总额有所减少；公司期间费用规模大，对利润存在影响，费用控制能力有待提升；2023年1—3月，公司营业总收入有所下降，利润总额有所增长。

公司营业总收入及利润总额分析详见本报告“八、经营分析”部分。

2022年，公司费用总额为同比增长11.24%，主要系销售费用增加所致。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78.04%、14.06%、4.58%和3.32%，以销售费用为主。其中，销售费用为9.38亿元，同比增长11.33%，主要系广告宣传费及市场推广费增加所致；管理费用为1.69亿元，同比增长14.42%，主要系相关的折旧及摊销增加所致；研发费用为0.55亿元，同比下降22.21%，主要系试验费减少所致；财务费用为0.40亿元，同比增长104.98%，主要系利息收入减少所致。

2022年，公司期间费用率²为58.79%，同比下降2.25个百分点。公司期间费用规模大，对利润存在影响，费用控制能力有待提升。

表 16 公司盈利能力变化情况

(单位：亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
营业总收入	14.76	17.70	20.45	2.96
营业成本	2.07	2.65	3.24	0.57
费用总额	8.67	10.81	12.02	2.02
其中：销售费用	7.15	8.43	9.38	1.43
管理费用	1.14	1.48	1.69	0.37
研发费用	0.60	0.71	0.55	0.10
财务费用	-0.22	0.19	0.40	0.13
投资收益	0.13	3.06	-0.34	0.52
利润总额	4.47	7.88	5.19	0.99
营业利润率 (%)	84.26	83.39	82.70	79.23
总资产收益率 (%)	11.07	16.00	10.28	--
净资产收益率 (%)	15.41	22.07	13.86	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022年，受投资收益减少影响，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别下降5.72个百分点和下降8.21个百分点；公司其他收益、资产处置收益、营业外收入和营业外支出对利润影响不大。

2023年1—3月，公司营业总收入为2.96亿元，同比下降27.39%，利润总额0.99亿元，同比增长9.83%，主要系权益法下确认投资收益0.40亿元所致。

5. 现金流分析

2022年，公司经营活动现金保持净流入状态，现金收入比有所降低；投资活动现金保持净流出状态；筹资活动现金保持净流出状态，对外部融资需求一般。

² 期间费用率=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
www.lhratings.com

表 17 公司现金流情况

(单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年
经营活动现金流入小计	14.89	25.60	19.54
经营活动现金流出小计	12.51	15.25	16.68
经营活动现金流量净额	2.39	10.35	2.86
投资活动现金流入小计	5.77	15.26	13.56
投资活动现金流出小计	11.69	36.81	16.90
投资活动现金流量净额	-5.92	-21.55	-3.34
筹资活动前现金流量净额	-3.54	-11.20	-0.49
筹资活动现金流入小计	14.84	5.00	8.06
筹资活动现金流出小计	6.45	5.43	9.90
筹资活动现金流量净额	8.39	-0.43	-1.83
现金收入比 (%)	87.31	138.11	89.03

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看, 2022年, 公司经营活动现金流入同比下降23.67%, 主要系公司银行承兑汇票到期解付减少导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致; 经营活动现金流出同比增长9.40%, 主要系广告宣传费及市场推广费增加所致。综上, 2022年, 公司经营活动现金净流入同比下降72.40%; 公司现金收入比为89.03%, 同比下降49.08个百分点。

从投资活动来看, 2022年, 公司投资活动现金流入同比下降11.15%, 主要为收回投资收到的现金; 投资活动现金流出同比下降54.08%, 主要为投资支付的现金。综上, 2022年, 公司投资活动现金净流出同比下降84.48%。

2022年, 公司筹资活动前现金流量净额为-0.49亿元, 保持净流出状态。

从筹资活动来看, 2022年, 公司筹资活动现金流入同比增长61.23%, 主要为取得借款收到的现金; 筹资活动现金流出同比增长82.28%, 主要为偿还债务支付的现金。综上, 2022年, 公司筹资活动现金净流出同比增长328.49%。

2023年1-3月, 公司经营活动现金净流出1.82亿元; 投资活动现金净流出1.96亿元; 筹资活动现金净流入0.96亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内, 公司现金类资产对短期债务的保障程度很高, EBITDA对利息支出的覆盖程

度仍很高; 公司间接融资渠道较为畅通, 同时作为上市公司, 具有直接融资渠道。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率 (%)	389.85	224.50	234.71
	速动比率 (%)	377.46	215.44	225.32
	经营现金/流动负债 (%)	31.32	79.12	21.00
	经营现金/短期债务 (倍)	0.72	1.45	0.36
	现金类资产/短期债务 (倍)	8.58	3.40	3.41
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	5.13	9.09	6.62
	全部债务/EBITDA (倍)	2.40	1.71	2.61
	经营现金/全部债务 (倍)	0.19	0.67	0.17
	EBITDA/利息支出 (倍)	22.98	17.02	11.72
	经营现金/利息 (倍)	10.70	19.37	5.06

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看, 截至2022年底, 公司流动比率和速动比率较上年底变化不大, 流动资产对流动负债的保障程度高。2022年, 受经营活动现金流量净额减少影响, 对流动负债和短期债务的保障程度均有降低。同年底, 公司货币资金短期债务比较上年底变化不大, 现金类资产对短期债务的保障程度很高。

从长期偿债能力指标看, 2022年, 受投资收益亏损影响, 公司EBITDA同比下降27.24%。从构成看, 公司EBITDA主要由折旧(占8.63%)、计入财务费用的利息支出(占8.53%)、利润总额(占78.48%)构成。2022年, 公司EBITDA和经营活动现金流量净额对利息支出和全部债务的保障程度均有所降低; EBITDA对利息支出的覆盖程度仍很高。

截至2023年3月底, 公司无对外担保。

截至2023年3月底, 公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2023年3月底, 公司从各商业银行获得的银行授信总额为17.70亿元, 其中未使用授信额度为5.89亿元, 公司间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司, 具有直接融资渠道。

7. 母公司（公司本部）财务分析

母公司是重要的经营实体，资产和利润总额在合并报表中占比很高。

母公司是重要的经营实体。截至2022年底，母公司资产占合并口径的87.40%；母公司负债占合并口径的83.07%；母公司所有者权益占合并口径的90.59%；母公司全部债务占合并口径的74.86%。2022年，母公司营业收入占合并口径的49.49%；母公司利润总额占合并口径的88.08%。母公司分析参考本评级报告经营分析和财务分析部分。

十、债券偿还能力分析

截至2023年3月底，公司发行的奇正转债余额为7.99亿元。2022年，公司经营活动现金流入和EBITDA对长期债务的保障程度很高。

考虑到未来可能的转股因素，公司对“奇正转债”的保障能力有望增强。

表 19 公司可转换公司债券偿还能力指标

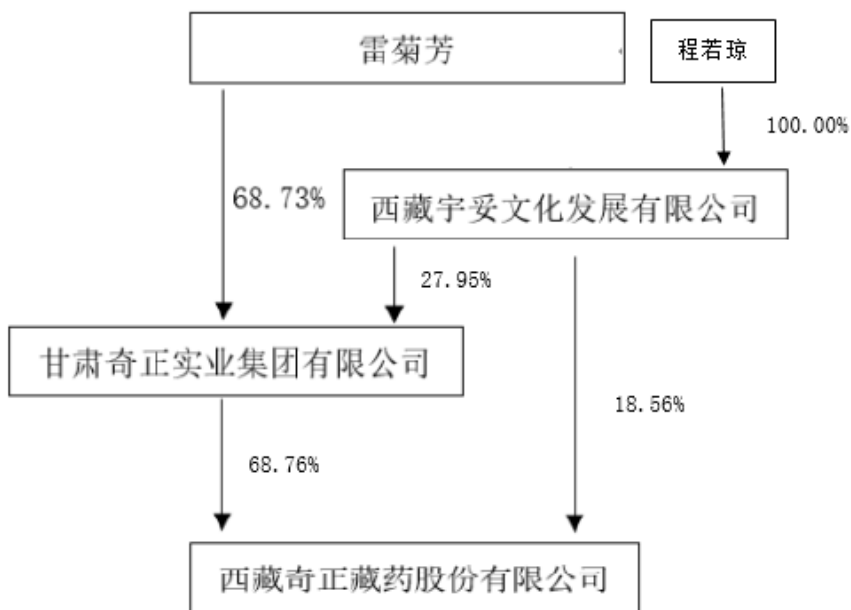
项目	2022年
长期债务（亿元）	9.34
经营活动现金流入/长期债务（倍）	2.09
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	0.31
长期债务/EBITDA（倍）	1.41

注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额；2. 经营活动现金流入、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

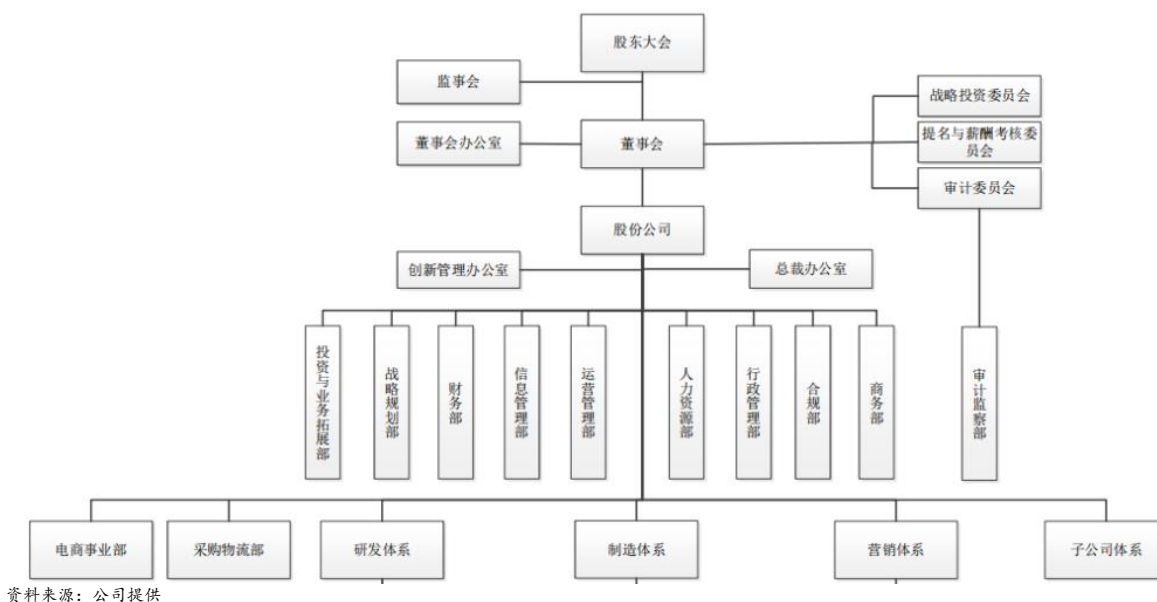
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“奇正转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底西藏奇正藏药股份有限公司股权结构图



注：雷菊芳女士、程若琼先生系母子关系
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底西藏奇正藏药股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底西藏奇正藏药股份有限公司子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
					直接	间接	
1	西藏奇正藏药营销有限公司	拉萨市	拉萨市	药品销售	100.00	--	设立
2	甘肃奇正藏药营销有限公司	兰州市	兰州市	药品销售	100.00	--	设立
3	甘肃奇正藏药有限公司	兰州市	兰州市	药品制造业	100.00	--	同一控制企业合并
4	西藏林芝宇拓藏药有限责任公司	林芝市	林芝市	药品制造业	100.00	--	同一控制企业合并
5	Cheezheng Inc.	美国	美国	藏药销售	100.00	--	设立
6	北京白玛曲秘文化发展有限公司	北京市	北京市	服务业	100.00	--	设立
7	奇正(北京)传统藏医药外治研究院有限公司	北京市	北京市	服务业	100.00	--	设立
8	西藏宇妥藏药产业集团有限责任公司	拉萨市	拉萨市	藏药生产销售	92.80	--	设立
9	北京奇正医药科技有限公司	北京市	北京市	技术开发	100.00	--	设立
10	甘肃佛阁藏药有限公司	定西市	定西市	药品制造业	100.00	--	同一控制企业合并
11	甘肃省中药现代制药工程研究院有限公司	兰州市	兰州市	研究开发	--	87.63	设立
12	林芝奇正白玛曲秘花园酒店有限公司	林芝市	林芝市	服务业	100.00	--	设立
13	林芝市奇正雪域珍品药品有限公司	林芝市	林芝市	药材土特产销售	100.00	--	设立
14	西藏宇正健康科技有限公司	拉萨市	拉萨市	研究开发	--	70.00	设立
15	甘肃奇正大药行有限公司	兰州市	兰州市	保健食品、食品、中药材以及中成药等零售	--	100.00	设立
16	临洮县奇正藏医医院有限责任公司	定西市	定西市	卫生	100.00	--	同一控制企业合并
17	西藏藏药集团股份有限公司	拉萨市	拉萨市	医药制造业	--	77.48	非同一控制下企业合并
18	九寨沟县圣雅藏药有限公司	阿坝藏族羌族自治州	阿坝藏族羌族自治州	农业	--	77.48	非同一控制下企业合并
19	四川卓攀林藏药科技有限公司	成都市	成都市	科技推广和应用服务业	--	77.48	非同一控制下企业合并
20	西藏雪域广告传媒有限公司	拉萨市	拉萨市	商务服务业	--	77.48	非同一控制下企业合并
21	西藏拉萨圣雅药业中心	拉萨市	拉萨市	批发业	--	77.48	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	28.42	24.27	27.00	28.19
资产总额 (亿元)	44.59	55.68	58.87	59.84
所有者权益 (亿元)	26.35	32.20	33.88	34.79
短期债务 (亿元)	3.31	7.14	7.92	8.01
长期债务 (亿元)	9.01	8.41	9.34	10.44
全部债务 (亿元)	12.33	15.56	17.27	18.45
营业总收入 (亿元)	14.76	17.70	20.45	2.96
利润总额 (亿元)	4.47	7.88	5.19	0.99
EBITDA (亿元)	5.13	9.09	6.62	--
经营性净现金流 (亿元)	2.39	10.35	2.86	-1.82
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.73	2.17	2.86	--
存货周转次数 (次)	2.64	2.49	2.63	--
总资产周转次数 (次)	0.40	0.35	0.36	--
现金收入比 (%)	87.31	138.11	89.03	78.80
营业利润率 (%)	84.26	83.39	82.70	79.23
总资本收益率 (%)	11.07	16.00	10.28	--
净资产收益率 (%)	15.41	22.07	13.86	--
长期债务资本化比率 (%)	25.49	20.72	21.62	23.09
全部债务资本化比率 (%)	31.87	32.58	33.76	34.65
资产负债率 (%)	40.92	42.16	42.45	41.85
流动比率 (%)	389.85	224.50	234.71	258.25
速动比率 (%)	377.46	215.44	225.32	245.84
经营现金流动负债比 (%)	31.32	79.12	21.00	--
现金短期债务比 (倍)	8.58	3.40	3.41	3.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.98	17.02	11.72	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.40	1.71	2.61	--

注：1. 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；2. 公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计；3. “--”表示数据项无数据，或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	9.22	6.65	8.51
资产总额 (亿元)	37.19	47.03	51.45
所有者权益 (亿元)	24.78	29.52	30.69
短期债务 (亿元)	1.17	3.39	3.63
长期债务 (亿元)	8.03	8.36	9.30
全部债务 (亿元)	9.20	11.76	12.93
营业总收入 (亿元)	7.98	8.66	10.12
利润总额 (亿元)	4.17	7.00	4.57
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	3.03	0.51	4.96
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	4.68	3.06	4.54
存货周转次数 (次)	3.72	3.94	5.26
总资产周转次数 (次)	0.26	0.21	0.21
现金收入比 (%)	119.90	171.54	87.15
营业利润率 (%)	69.59	68.60	70.36
总资本收益率 (%)	11.78	16.64	10.76
净资产收益率 (%)	15.43	21.68	13.63
长期债务资本化比率 (%)	24.47	22.08	23.26
全部债务资本化比率 (%)	27.08	28.48	29.64
资产负债率 (%)	33.37	37.23	40.35
流动比率 (%)	346.21	237.43	233.82
速动比率 (%)	326.72	230.75	228.88
经营现金流动负债比 (%)	77.87	6.06	46.04
现金短期债务比 (倍)	7.85	1.96	2.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注: 1. 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; 2. 公司未披露母公司 2023 年 1-3 月财务数据; 3. "--" 表示数据项无数据, 或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持