



2018年吉林敖东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.

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：

2018年吉林敖东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
敖东转债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持吉林敖东药业集团股份有限公司（以下简称“吉林敖东”或“公司”，股票代码：000623.SZ）的主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定；维持“敖东转债”的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司仍为广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）第一大股东，对广发证券的投资贡献了高额投资收益，公司中成药业务发展较好，且杠杆水平较低；同时也关注到，公司化药收入持续下滑、期间费用侵蚀公司利润、主业盈利能力仍偏弱等风险因素。

未来展望

- 公司资产构成以上市公司股权投资为主，预计未来投资收益规模仍较大，财务安全性仍较好。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5月26日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	292.22	290.67	273.53	258.01
归母所有者权益	248.56	248.59	233.53	222.49
总债务	27.53	26.34	24.86	20.94
营业收入	6.37	23.04	22.52	30.88
EBITDA 利息保障倍数	--	17.84	16.48	15.49
净利润	0.55	17.71	16.91	13.93
经营活动现金流净额	-1.05	3.25	3.90	3.79
销售毛利率	53.16%	52.31%	59.44%	68.96%
EBITDA 利润率	--	101.06%	92.83%	56.71%
总资产回报率	--	6.73%	6.94%	6.31%
资产负债率	14.34%	13.86%	13.98%	13.01%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.13	-1.63
总债务/总资本	9.91%	9.52%	9.55%	8.53%
FFO/净债务	--	-86.31%	-70.36%	-40.05%
速动比率	3.51	3.94	4.07	5.66
现金短期债务比	9.49	12.50	13.06	57.55

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司对广发证券投资规模大、投资收益高。**公司仍为广发证券第一大股东，2021 年末公司对广发证券投资的账面价值占总资产的 65.64%，当年确认投资收益 19.58 亿元，对公司利润贡献较大。
- **公司中成药收入有所增长，盈利保持稳定。**受益于安神补脑液、小儿柴桂退热口服液等主要产品销量的增加，2021 年公司中成药收入同比增长 13.86%，且近年中成药毛利率基本维持在 60% 左右。
- **公司杠杆水平较低，债务负担较轻。**截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率水平仍然较低，且公司现金类资产充足，资产主要由上市公司股权投资构成，资产流动性较强，财务安全性较好。

关注

- **公司化学药品收入持续下滑。**2021 年公司化学药品核心产品注射用核糖核酸 II 销量仍有下滑，化学药品收入和毛利明显下降。
- **期间费用对公司利润侵蚀较大。**2021 年公司以销售费用为主的期间费用规模仍然较大，当期期间费用率超 50%，对公司利润产生了较大侵蚀。
- **公司主业盈利能力仍偏弱。**2021 年扣除投资收益、公允价值变动损益影响后的公司净利润规模较小，主营业务盈利表现不佳。

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
业务状况	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	公司规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	强
				盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	4		
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素		无	调整幅度		0
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+	2021-6-10	刘书芸、张旻熿	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+	2017-10-10	刘玮、罗力	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
敖东转债	24.13	24.07	2021-6-10	2024-3-13

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2018年3月13日公开发行为6年期24.13亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于吉林敖东延边药业股份有限公司（以下简称“延边药业”）扩建升级项目二期工程项目、吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目¹、吉林敖东洮南药业股份有限公司（以下简称“洮南药业”）自动化生产线建设项目、吉林敖东延吉药业科技园建设项目²以及补充流动资金项目。根据公司公告，截至2022年3月31日，敖东转债募集资金专项账户余额为8.32亿元。

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。公司控股股东仍为敦化市金诚实业有限责任公司（以下简称“金诚公司”），2021年金诚公司累计增持公司股份17,140,700股，占公司总股份的1.47%，2022年3月末金诚公司所持公司股份为327,080,749股，占公司总股份的28.12%；截至2022年5月14日，金诚公司所持公司股份的47.08%已被质押。公司实际控制人仍为李秀林先生、敦化市金源投资有限责任公司及5名金诚公司股东³，公司股权结构见附录二。

2021年及2022年1-3月，敖东转债转股合计增加股本0.55万元⁴，截至2022年3月末，公司股本变更为116,304.70万元。此外，2022年1月，公司职工代表监事由林晓林先生变更为李安宁先生，聘任王振宇先生和林晓林先生为公司副总经理。

跟踪期公司主营业务未发生变化，仍主要从事中成药、化学药品研发、生产和销售。2021年及2022年1-3月，公司合并范围内子公司亦未变化，截至2022年3月末，纳入合并范围内的子公司合计26家，详见附录四。

¹ 吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目已建设完成投入生产，项目结余资金5.98万元（含利息收入）补充吉林敖东世航药业股份有限公司流动资金。

² 2020年5月19日，经2019年度股东大会及“敖东转债”2020年第一次债券持有人会议审议通过，同意公司将吉林敖东延吉药业科技园建设项目尚未投入的募集资金50,974.83万元及其利息的用途变更为补充流动资金。

³ 5名金诚公司股东为郭淑芹、曾颐华、陈永丰、杨凯、杨学宏。

⁴ 敖东转债的转股价格于2021年7月9日起由20.42元/股调整为20.22元/股。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

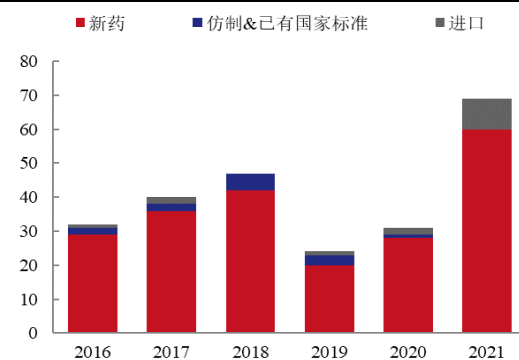
松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

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

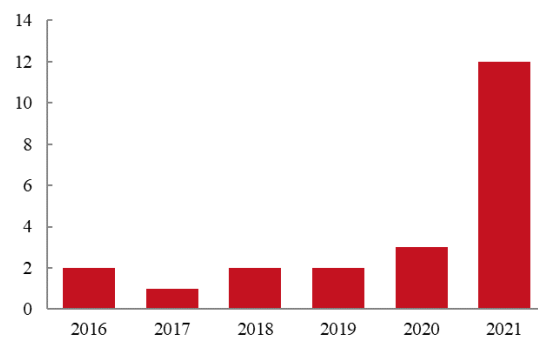
国家政策利好中成药行业健康稳定发展。“十三五”期间发展中医药已上升为国家战略，2021年我国继续出台多项支持中医药产业发展的相关政策，全方位扶持中医药发展。一方面，国家改革中药新药审批政策，构建“三结合”⁵中药注册审评证据体系，鼓励中药企业对已上市药品进行二次开发、深挖经典名方，向中药新药转化。2021年度国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理中药总量为1,360件，其中，新药申请60件，进口申请9件，新药申请数量较上一年度增加32件，增幅达114.29%；批准上市的中成药新药达12个，超过过去4年获批总和。另一方面，医保支付向中医药倾斜。2021年12月底，国家医保局、国家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DRG⁶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1 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

⁵ “三结合”指中医药理论、人用经验和临床试验相结合。

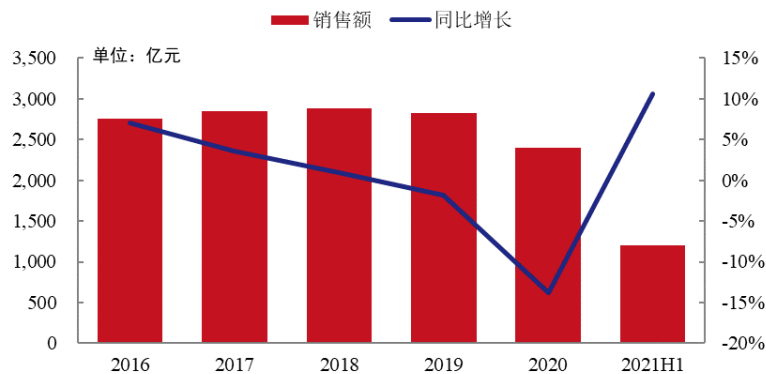
⁶ DRG全称 Diagnosis Related Groups，即疾病诊断相关分组。

2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	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的支付政策，强化医保基金监管
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	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评证据体系，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
2022年3月	《“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。

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，

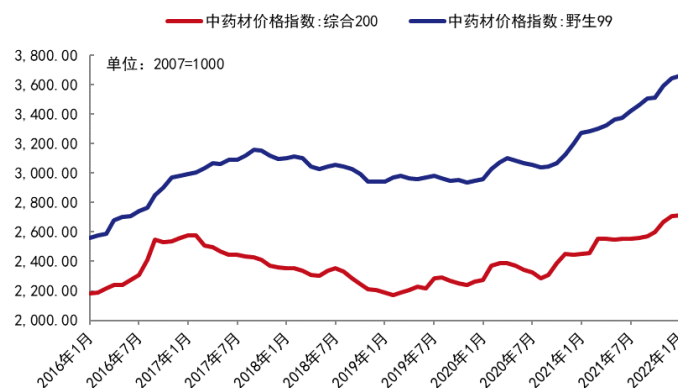
2021年上半年销售额超过1,200亿元，同比上升10.59%，但仍未恢复至2019年上半年的水平。医保控费、限输令、集采背景下，预计2022年中成药医院市场增长将继续承压。

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、金花清感颗粒、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

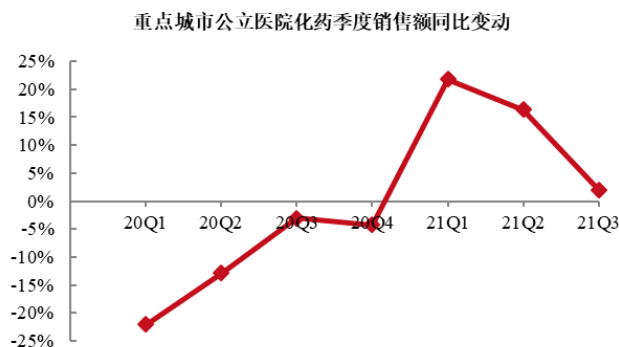
短期内中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大。野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持

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⁷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低的辅助用药，预计未来市场规模将继续下滑。

⁷ 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。

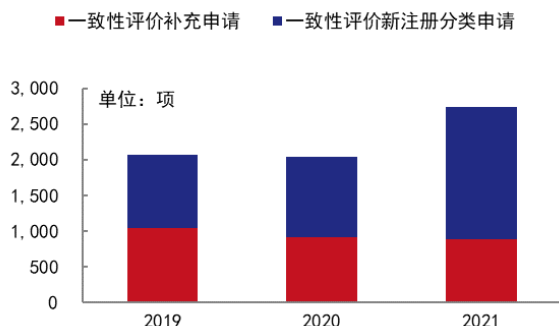
表2 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩

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%

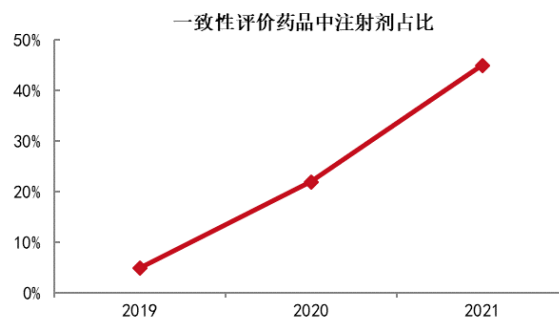
注：1、销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额；2、集采品种、国家重点监控品种、国家谈判品种均以2021年上半年正在执行的品种为基数进行计算；集采品种包括第一批至第三批品种

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3 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4 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

公司主要从事中成药、化学药品、保健食品等产品的研发、生产及销售。2021年公司营业收入小幅增加。除化学药品收入有所下降外，中成药、连锁药店批发和零售、以及食品业务均实现不同程度增长。其中，中成药收入同比增长13.86%，主要系公司继续加强与九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通集团”）合作、安神补脑液等主要产品收入保持增长所致；连锁药店批发和零售收入同比增长75.61%，主要系公司加大相关投入、连锁药店子公司经营较好所致；食品收入同比增长10.54%，主要系人参、西洋参、鹿鞭膏和维生素C含片等收入增长。毛利率方面，受化学药品、连锁药店批发和零售毛利率下降的影响，2021年公司销售毛利率同比下降7.24个百分点；随着化学药品毛利率的回升，2022年1-3月，公司销售毛利率略有增加。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
中成药	4.19	59.18%	14.73	60.55%	12.93	61.18%
化学药品	1.03	62.22%	3.40	56.81%	6.12	75.30%
连锁药店批发和零售	0.76	21.61%	2.48	23.44%	1.42	31.24%
食品	0.27	19.83%	1.56	22.29%	1.41	21.36%
其他收入	0.08	25.24%	0.46	7.14%	0.48	6.00%
其他业务	0.04	69.22%	0.41	58.26%	0.15	56.49%
合计	6.37	53.16%	23.04	52.20%	22.52	59.44%

注：1、食品收入主要系子公司吉林敖东健康科技有限公司、吉林敖东酵素科技股份有限公司收入，产品涵盖参茸制品、孢子粉胶囊、酵素等；2、其他收入主要系子公司吉林敖东瑞丰包装股份有限公司的包装产品销售收入和吉林敖东生物科技股份有限公司的明胶和骨源磷酸氢钙销售收入；3、其他业务主要为生产过程中的边角废料销售业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司部分主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元）

产品类别	产品名称	2022年1-3月		2021年		2020年	
		金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
化学药品	注射用核糖核酸II	0.34	5.31%	1.17	5.08%	2.10	9.32%
	注射用盐酸平阳霉素	0.21	3.33%	0.58	2.51%	0.55	2.46%
	小计	0.55	8.64%	1.75	7.59%	2.65	11.78%
中成药	安神补脑液	1.65	25.94%	5.63	24.44%	5.27	23.41%
	血府逐瘀口服液	0.17	2.67%	0.90	3.89%	0.85	3.77%
	脑心舒口服液	0.07	1.05%	0.62	2.68%	0.62	2.73%
	小儿柴桂退热口服液	0.49	7.70%	1.05	4.57%	0.54	2.39%
	少腹逐瘀颗粒	0.09	1.44%	0.45	1.95%	0.42	1.86%
	小计	2.47	38.81%	8.65	37.53%	7.69	34.16%
合计		3.02	47.46%	10.39	45.12%	10.34	45.94%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至2021年末公司主要产品情况

产品类别	产品名称	负责生产的子公司	主要销售终端	2022年1-3月纳入医保情况	2021年纳入医保情况	2020年纳入医保情况
化学药品	注射用核糖核酸II	吉林敖东药业集团延吉股份有限公司（简称“延吉药业”）	医院	未纳入医保	未纳入医保	部分省医保
	注射用盐酸平阳霉素	延吉药业	医院	国家医保	国家医保	国家医保
	小牛脾提取物注射液	洮南药业	医院	未纳入医保	部分省医保	部分省医保
中成药	安神补脑液	延边药业	医院、药店及第三终端	国家医保	国家医保	国家医保
	血府逐瘀口服液	延边药业	医院药店及第三终端	国家医保	国家医保	国家医保

小儿柴桂口服液	延边药业	医院药店及第三终端	国家医保	国家医保	国家医保
少腹逐瘀颗粒	延边药业	医院、药店及第三终端	国家医保	国家医保	国家医保
脑心舒口服液	延边药业	医院、药店及第三终端	未纳入医保	未纳入医保	部分省医保

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于安神补脑液等主要产品销量的增加，2021年公司中成药收入保持增长；受国家控制辅助用药政策、主要产品退出医保目录等因素的影响，公司化药核心产品注射用核糖核酸Ⅱ销量仍有下滑，化药收入和盈利明显下降

公司主要通过经销商进行销售，销售范围覆盖全国各地，销售终端涵盖医院、药店等；其中，产品销售终端为医院的，产品在各省、市的药品采购中心中标后，由合作的经销商进行销售，结算账期在3-6个月左右，公司对经销商提供市场及技术支持；产品销售终端为药店、诊所的，公司主要采用控销模式⁸，结算账期一般3个月左右。2021年和2022年1-3月，公司给予客户信用账期无变动，前五大客户销售金额占当期销售总额比重分别为35.98%、31.46%，其中第一大客户的占比均在20%以上，存在对单一客户依赖较大的风险。

化药销售方面，公司化药核心产品注射用核糖核酸Ⅱ于2019年7月被纳入国家重点监控药品目录，2021年该产品退出医保目录，受此影响2021年注射用核糖核酸Ⅱ销量延续下降趋势；同时小牛脾提取物注射液在个别省份退出省医保目录，叠加原料短缺的影响，2021年公司未产生小牛脾提取物注射液销售收入。受主要产品销量大幅下降的影响，2021年公司化药收入及毛利率均有所下降。未来国家医保控费、控制辅助用药政策将继续推进，注射用核糖核酸Ⅱ销量或将继续下滑，或继续对公司盈利能力产生不利影响。

中成药销售方面，2020-2021年及2022年1-3月安神补脑液销售收入占中成药销售收入的比重均在65%以上，是中成药板块的最主要构成。由于公司与九州通集团达成了战略合作伙伴关系，2021年安神补脑液销量继续保持增长；其他产品方面，除脑心舒口服液销量略有下降，血府逐瘀口服液、小儿柴桂退热口服液、少腹逐瘀颗粒销量均实现不同程度的增长。受安神补脑液等主要产品销量增长的影响，2021年公司中成药收入同比增长13.86%，毛利率为60.55%，较2020年变动不大，盈利情况较为稳定。

表8 公司主要产品产量、销量及产销率情况

产品类别	产品名称	项目	2022年1-3月	2020年	2019年
化学药品	注射用核糖核酸Ⅱ	产量（万支）	59.56	207.33	271.76
		销量（万支）	58.77	204.18	327.18
		产销率	99%	98%	120.39%

⁸ 控销，即在渠道分销及终端动销的过程中，药品生产企业对价格和货物流向实行严格控制，也就是控制渠道、控制价格、控制终端。

中成药	注射用盐酸平阳霉素	产量（万支）	2.26	9.16	8.94
		销量（万支）	3.07	8.62	8.31
		产销率	135.84%	94.10%	92.95%
	安神补脑液	产量（万支）	9,857.97	36,459.49	35,099.88
		销量（万支）	11,249.50	37,878.93	35,137.19
		产销率	114.12%	103.89%	100.11%
	血府逐瘀口服液	产量（万支）	817.06	5,587.64	3,873.10
		销量（万支）	1,069.32	5,502.24	4,976.81
		产销率	130.87%	98.47%	128.50%
	小儿柴桂退热口服液	产量（万支）	1,549.29	3,962.81	1,875.09
		销量（万支）	1,704.85	3,947.35	2,092.43
		产销率	110.04%	99.61%	111.59%
	少腹逐瘀颗粒	产量（万盒）	666.90	3,239.95	2,948.06
		销量（万盒）	669.84	3,400.86	3,160.57
		产销率	100.44%	104.97%	107.21%
	脑心舒口服液	产量（万支）	1,638.71	9,819.91	11,375.96
		销量（万支）	1,154.40	10,346.53	10,826.09
		产销率	70.45%	105.36%	95.17%

注：注射用核糖核酸Ⅱ有三种规格，销量为三种规格加总。

资料来源：公司提供

公司产能利用率整体偏低，在建项目投产后的新增产能能否消化存在不确定性

公司采用以销定产的生产模式，生产基地主要集中在敦化、延吉以及洮南等地。2021年公司无新增投产的建设项目，由于部分中成药生产线转为生产化药，当期中成药产能下降、化药产能增加，中药饮片产能的提升主要系切制和炮制设备的增加所致。受安神补脑液、小儿柴桂退热口服液等中成药销量增长的影响，2021年中成药产能利用率有所提升；虽注射用核糖核酸Ⅱ销量持续下降，但注射用盐酸平阳霉素等其他化药产品销量的增加，带动2021年化药产能利用率略有上升。整体看，公司产能利用率仍然偏低。

表9 公司主要生产基地

生产基地		主要生产产品
延边敦化生产基地	市区生产基地	中药材提取，安神补脑液灌装生产
	工业园生产基地	中成药、中药饮片、食品生产包装，药品仓储
延吉生产基地		以注射用核糖核酸Ⅱ为主
洮南生产基地		以小牛脾提取物注射液、心脑血管通胶囊、心脑血管通片、注射用赖氨匹林、赖氨匹林原料药为主

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2021年	2020年
------	----	-------	-------

中成药	产能（万盒/年）	11,866.00	12,736.29
	产量（万盒）	9,040.18	8,302.19
	产能利用率	76.18%	65.19%
化学药品	产能（万盒/年）	4,204.10	3,963.00
	产量（万盒）	1,923.15	1,741.45
	产能利用率	43.37%	43.95%
中药饮片	产能（吨/年）	7,607.50	6,600.00
	产量（吨）	2,842.42	2,020.00
	产能利用率	37.36%	30.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司主要在建项目为敖东转债募投项目，尚需投资9.04亿元，建设进度受疫情影响低于预期。考虑到公司目前整体产能利用率偏低，在建项目投产后产能将进一步增加，未来产能能否消化存在一定的不确定性。

表11 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目（募投项目）情况⁹（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目	40,430.98	21,556.77
吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目	97,016.27	25,498.61
合计	137,447.25	47,055.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年中成药主要原材料价格有所提升，公司成本端继续承压

公司产品成本中直接原材料占比最大，2021年中成药、化学药品直接材料合计占生产成本的比重为62.67%。公司中成药的原材料主要包括鹿茸、甘草、桃仁、淫羊藿、当归、桔梗等中药材，由公司子公司吉林敖东世航药业股份有限公司负责统一采购，主要从全国各地特许农户、标准化基地及药材合作社进行采购。化学药品的直接材料主要为苯酚、酒精、牛胰脏、牛脾脏等，由负责生产的子公司延吉药业、洮南药业各自采购，主要的原材料牛胰脏、牛脾脏主要与当地屠宰场进行合作。

2021年化学药品主要原材料价格基本稳定，中成药主要原材料价格有所波动，其中鹿茸、淫羊藿和西洋参价格增长较快。若未来主要原材料价格继续上涨或短缺，将对公司盈利产生不利影响。2021年公司前五大供应商采购金额占年度采购总额的19.17%，集中度略有提升。

表12 公司部分主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）

原材料名称	2022年1-3月	2021年	2020年	
化学药品原材料	牛胰脏	158.05	158.05	158.05
	蔗糖	5.58	5.65	5.43

⁹ 吉林敖东延吉药业科技园建设项目尚未投入的募集资金 50,974.83 万元及其利息的用途变更为补充流动资金。

	苯酚	31.79	31.79	33.21
	酒精	6.21	6.29	5.94
	鹿茸	4,128.44	3,969.78	3,585.83
	骨粒	3.49	3.49	3.42
中成药原材料	淫羊藿	79.51	81.62	54.78
	人参	372.78 (干人参)	212.40(鲜人参)	224.77(鲜人参)
	西洋参	236.32 (干西洋参)	128.45	115.87

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对外投资规模仍然较大，仍以对广发证券投资为主，需关注资产减值风险；且公司利润仍较为依赖广发证券的投资收益，广发证券业绩的波动将对公司利润表现产生较大影响

公司对外投资主要由本部负责，涵盖长期股权投资、交易性金融资产投资、其他权益工具投资等；其中，长期股权投资以对广发证券投资为主、按权益法计量，交易性金融资产主要系上市公司股权。

截至2021年末，公司持有广发证券股权比例为18.06%¹⁰，仍为其第一大股东。截至2021年末，受广发证券盈利带来投资收益增加的影响，公司对广发证券投资的账面价值增至190.79亿元，占总资产的65.64%。2021年公司对广发证券确认投资收益同比增长10.13%至19.58亿元，分别占当年公司投资净收益、利润总额的97.53%、110.82%，仍是公司投资净收益及利润总额的主要来源。但由于公司对广发证券投资规模较大，若广发证券业绩出现波动，将对公司利润表现产生较大影响。

表13 截至 2021 年末公司长期股权投资情况（单位：亿元）

联营企业名称	业务性质	2021 年		2020 年	
		账面价值	持股比例	账面价值	持股比例
广发证券股份有限公司	证券经纪	190.79	18.06%	177.33	18.06%
吉林博雅特医营养科技有限公司	批发和零售 业	0.30	25.00%	0.71	40.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

交易性金融资产投资方面，2021年公司增加对辽宁成大、南京医药和绿叶制药等证券投资，减少了对亚泰集团、第一医药、海通证券和浦发银行等的投资；交易性金融资产持有期间带来收益0.27亿元，较2020年有所增加；但需关注，交易性金融资产的价值易受权益市场波动的影响，未来或存在较大的波动性。其他权益工具投资方面，2021年公司新增较多对北京阳光诺和药物研究股份有限公司的投资，其余主要投资变动不大；受被投资对象业绩下滑的影响，2021年其他权益工具投资带来的收益有所下降。截至2021年末，公司交易性金融资产、其他权益工具账面价值分别为21.89亿元、5.29亿元，分别同比增

¹⁰ 截至 2021 年末，公司持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 1,252,297,867 股、境外上市外资股（H 股）股份 87,124,600 股，以上持股占广发证券总股本的 17.5752%；公司全资子公司教东国际（香港）实业有限公司持有广发证券境外上市外资股（H 股）股份 36,868,800 股，占广发证券总股本的 0.4838%，公司及全资子公司合计持有广发证券 1,376,291,267 股，占广发证券总股本的 18.06%。

长68.35%、12.92%。整体来看，公司对外投资规模较大，存在一定的资产减值风险。

表14 截至 2021 年末公司主要的交易性金融资产情况（单位：亿元）

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	2021 年末 账面价值	2020 年末 账面价值
境内外股票	600739	辽宁成大	17.41	14.93	5.06
境内外股票	600881	亚泰集团	2.69	2.11	3.13
境内外股票	600833	第一医药	1.85	1.01	1.06
境内外股票	06837.HK	海通证券	1.43	0.80	0.82
境内外股票	600713	南京医药	0.71	0.58	0.49
境内外股票	02186.HK	绿叶制药	0.88	0.49	0.47
境内外股票	600000	浦发银行	0.51	0.36	0.44
境内外股票	000009	中国宝安	0.33	0.28	0.00
债券	888880	标准券	0.20	0.20	0.33

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

表15 截至 2021 年末公司主要的其他权益投资工具情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
吉林敖东创新产业基金 管理中心（有限合伙）	2.04	2.04
珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心（有限合伙）	1.29	1.29
北京阳光诺和药物研究股份有限公司	0.69	0.09
广州广发信德健康创业投资基金合伙企业（有限合伙）	0.50	0.50
海创药业股份有限公司	0.35	0.35
中山市公用小额贷款有限责任公司	0.12	0.12
澳斯康生物制药(南通)有限公司	0.12	0.12

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

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中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产保持增长，构成仍以长期股权投资和金融资产为主，整体质量较高；但需关注被投资企业若出现不利变化或金融市场波动，可能带来的资产减值风险

随着业务规模的扩大及对外投资的增加，2021 年公司总资产有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。

由于证券投资支出的增加，2021年末公司货币资金规模有所下降，2022年3月末略有下滑，不存在使用受限款项。应收账款主要系应收经销商的销售货款，随着中成药主要产品收入的增加，2021年末同比上升，2022年一季度主要产品销售的持续增加使得应收账款进一步增长；2021年末公司应收账款计提坏账准备0.54亿元，由于公司应收账款账龄较短、集中度较低，同时公司发货前仍要求销售人员支付公司一定比例的抵押金，整体来看坏账风险相对可控。存货主要由原材料、在产品和库存商品构成，由于中成药主要产品销量增加，2021年末存货规模有所增长；但公司产品存在有效期，且价格受市场需求及国家药品调价等影响，存货仍存在一定损失及跌价风险。其他流动资产主要系定期存款，2021年末为6.94亿元，均为敖东转债募集资金余额中的闲置募集资金，该部分资金未到期的部分将于到期后收回相应的本金及利息并划转至敖东转债募集资金专户。公司固定资产主要系办公楼、厂房，生产药品的机器设备及运输设备等，账面价值因计提折旧的影响略有下降。

公司对外投资规模较大，2021年末交易性金融资产、其他权益工具投资和长期股权投资合计占总资产的比重为75.09%。其中，交易性金融资产主要系公司持有的上市公司股票，2021年同比增长68.35%，主要系新增对辽宁成大的投资所致；其他权益工具投资主要系公司对产业基金等的投资，2021年末因对阳光诺和投资增加有所增长；长期股权投资为公司最主要的资产，2021年末占总资产的65.74%，主要系对广发证券的投资，由于广发证券2021年盈利情况较好、净资产同比大幅增加，长期股权投资账面价值进一步增加。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.48	5.64%	17.43	6.00%	25.04	9.15%
交易性金融资产	19.09	6.53%	21.89	7.53%	13.00	4.75%
应收账款	8.07	2.76%	6.15	2.11%	5.40	1.98%
存货	6.24	2.14%	5.92	2.04%	5.48	2.01%
其他流动资产	7.16	2.45%	7.27	2.50%	7.71	2.82%
流动资产合计	62.53	21.40%	63.26	21.76%	61.83	22.61%
其他权益工具投资	5.24	1.79%	5.29	1.82%	4.68	1.71%
长期股权投资	192.81	65.98%	191.08	65.74%	178.04	65.09%
固定资产	20.20	6.91%	20.47	7.04%	21.02	7.68%
非流动资产合计	229.69	78.60%	227.42	78.24%	211.70	77.39%
资产总计	292.22	100.00%	290.67	100.00%	273.53	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度报告，中证鹏元整理

总体来看，2021年公司资产仍以长期股权投资、交易性金融资产为主，且无受限资产，资产整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及交易性金融资产等面临减值风险。

盈利能力

2021年公司利润保持增长，但对投资收益依赖仍较大，且期间费用对利润侵蚀较大，主业盈利能力仍偏弱

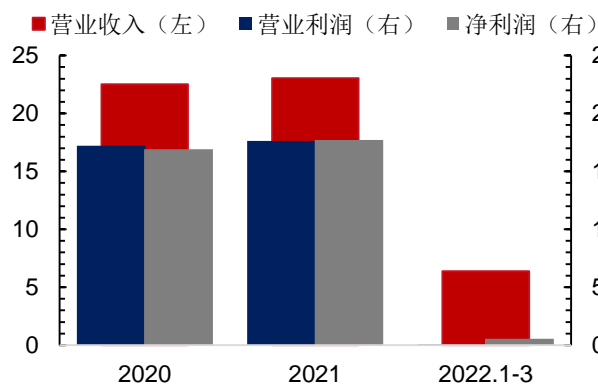
2021年公司化学药品收入持续下滑，但以安神补脑液为主的主要中成药产品销量有所增长，中成药收入随之增加，叠加连锁药店批发和零售收入、食品收入的增长，2021年公司营业收入同比上升2.31%。但由于化学药品毛利率下降较多，2021年公司销售毛利率同比下滑。

公司期间费用主要为销售费用，随着化学药品业务规模降低，2021年公司期间费用继续下降，期间费用率降至52.72%，但规模仍然较大，对利润造成较大侵蚀。2021年剔除投资收益及公允价值变动损益影响后的公司净利润由负转正，但规模较小，主业盈利能力仍偏弱。

公司利润较为依赖投资收益，受益于投资收益的增加，2021年公司营业利润和净利润仍保持增长，EBITDA利润率有所上升。公司投资收益主要系对广发证券的投资所得，2021年公司实现投资收益占当年净利润的113.36%；但由于公司对辽宁成大的证券投资表现不佳，2021年公允价值损失2.60亿元。

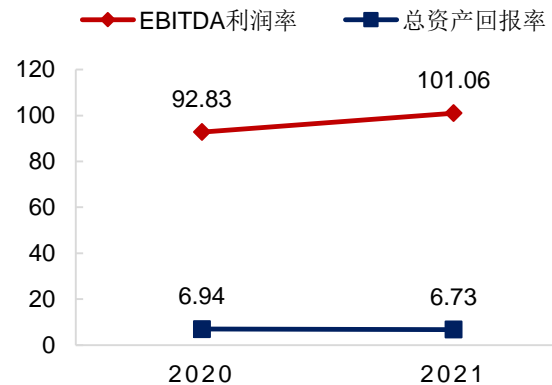
整体来看，公司主业盈利能力偏弱，利润表现对投资收益依赖较大，未来或因被投资对象业绩波动及金融市场的不稳定性而存在较大波动。

图 8 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，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

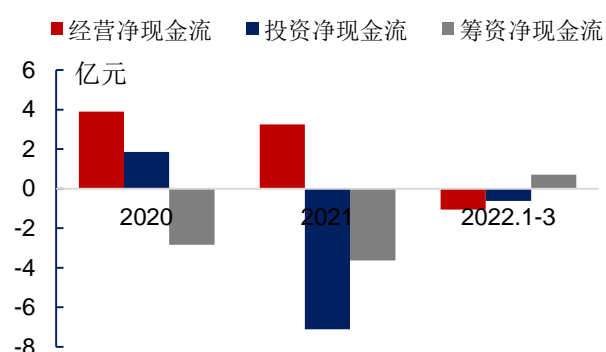
现金流

公司经营活动现金流表现尚可，整体资金压力较小

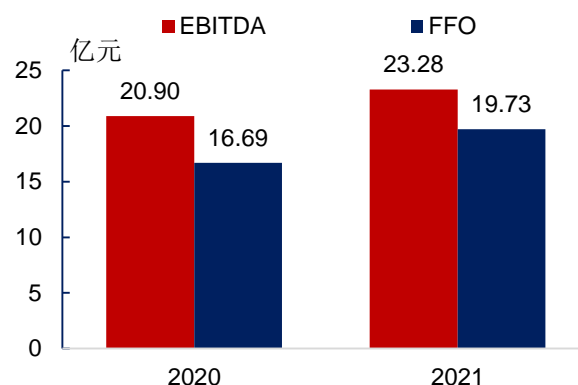
2021年公司营业收入有所增长，但受账期的影响，销售商品、提供劳务收到的现金略有下降，现金生成能力降低，同时财政补贴、存款利息等的减少，导致公司当期经营净现金流同比下降，但表现尚可。由于公司销售回款多集中在二、四季度，2022年一季度经营净现金流表现为负。

公司投资活动主要系上市公司股份及标准券买卖、定期存款办理及收回，以及项目建设投入等。2021年公司购买较多辽宁成大股份，导致投资净现金流出规模较大。

筹资活动方面，2021年由于偿还债务规模较大，以及派发现金分红等的增加，当期筹资净现金流出规模扩大。截至2022年3月末，公司主要在建项目尚需投资规模不大，募集资金能满足在建项目资金需求，公司整体资金压力较小。

图 10 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

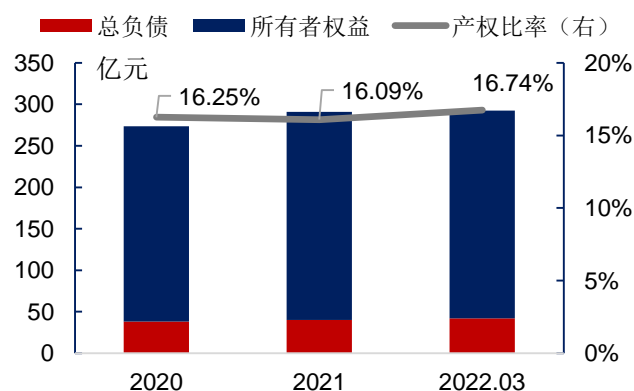
图 11 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

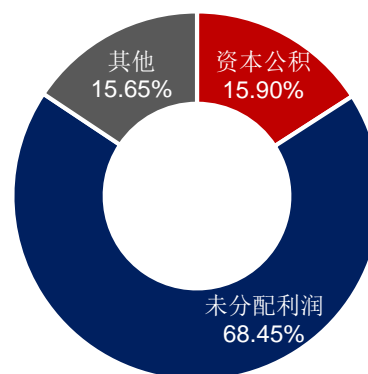
资本结构与偿债能力

公司财务杠杆水平仍较低，债务负担较轻，融资弹性较好

受益于经营利润的积累，2021年末公司所有者权益保持增长；同期总负债规模有所增加，产权比率略有下降。2022年3月末，公司产权比率略有上升，但仍处较低水平，所有者权益对负债保障程度较好。

图 12 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

图 13 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

2021年及2022年3月末公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款主要是子公司信用借款，2022年3月末增至4.56亿元，其中1.00亿元已于2022年4月到期偿还。公司其他应付款主要系应付应付销售人员抵押金及市场维护费用等，2021年末有所增加，主要系公司增加销售人员发货抵押金所致。应付债券系敖东转债。递延收益系尚未摊销完毕的政府补贴，主要包括产品研发补贴及科技创新补贴、工业园土地补贴、基础设施建设补贴等。

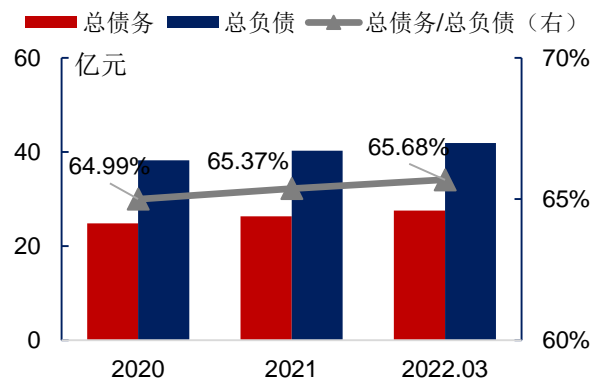
表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.56	10.87%	3.56	8.82%	3.73	9.76%
其他应付款	6.56	15.65%	6.63	16.46%	6.19	16.18%
流动负债合计	16.06	38.31%	14.56	36.13%	13.84	36.19%
应付债券	22.36	53.36%	22.11	54.89%	21.08	55.13%
递延收益-非流动负债	3.01	7.19%	3.14	7.79%	3.21	8.40%
非流动负债合计	25.85	61.69%	25.73	63.87%	24.40	63.81%
负债合计	41.91	100.00%	40.29	100.00%	38.24	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

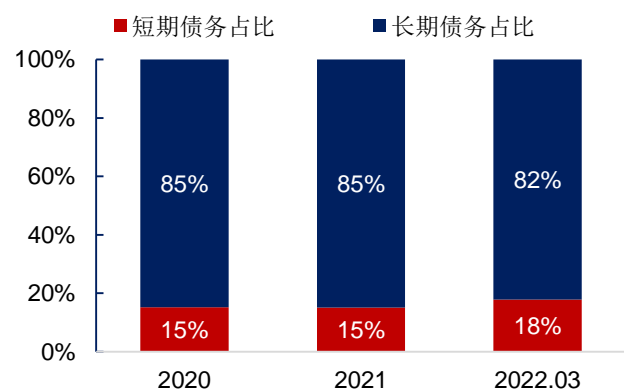
公司有息债务主要系短期借款和敖东转债，短期债务占比较低，2022年3月末仍以敖东转债为主，债务结构较为合理。

图 14 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，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 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

受短期借款增加的影响，2022年3月末，公司资产负债率略有增加，但杠杆水平仍然较低，财务安全性较好。公司现金类资产充足，盈余现金对总债务的覆盖程度较好，净债务为负。受益于投资收益的增加，2021年公司利润总额保持增长，公司EBITDA对利息保障程度持续向好。

表18 公司杠杆状况指标

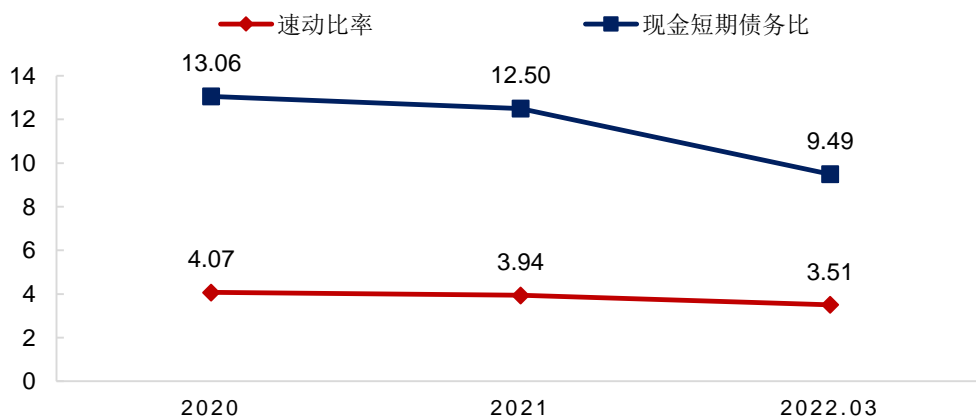
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------

资产负债率	14.34%	13.86%	13.98%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	17.84	16.48
总债务/总资本	9.91%	9.52%	9.55%
FFO/净债务	--	-86.31%	-70.36%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

2021年公司流动性比率指标变动不大，仍处较好水平，短期偿债能力仍很强。此外，截至2022年3月末，公司银行授信尚未使用额度为24.29亿元，同时公司长期股权投资主要系广发证券股权，规模较大、流动性较强，可为到期债务的偿付提供一定保障，公司再融资能力及财务弹性较好。

图 16 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司及子公司企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日¹¹，公司本部及子公司延边药业、延吉股份和洮南药业均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；公司公开发行的债券已按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

2021年公司仍为广发证券的第一大股东，广发证券投资收益较高，对公司利润贡献较大，预计未来

¹¹ 公司本部、延边药业、延吉股份企业信用报告查询日均为 2022 年 4 月 19 日，洮南药业报告查询日为 2022 年 4 月 21 日。

仍可为公司带来持续的投资收益。同时，2021年公司主要中成药产品业务规模扩大，销量的增加带动收入的提升，且中成药毛利率较为稳定。此外，公司杠杆率维持在较低水平，债务负担较轻，债务偿付压力较小。但公司化药收入持续下滑，受国家控制辅助用药政策的影响，未来化药主要产品销量或继续下降；公司期间费用率水平仍然较高、主业盈利能力仍偏弱。总体看，公司资产质量较好，现金类资产充足，抗风险能力较强。

九、结论

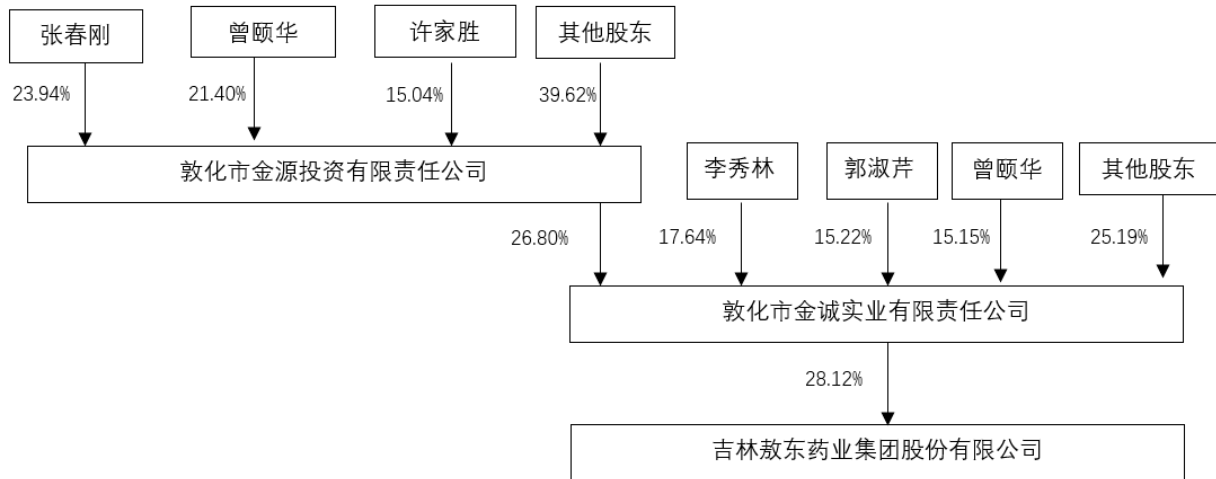
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“敖东转债”的信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.48	17.43	25.04	21.93
流动资产合计	62.53	63.26	61.83	63.48
长期股权投资	192.81	191.08	178.04	162.20
非流动资产合计	229.69	227.42	211.70	194.53
资产总计	292.22	290.67	273.53	258.01
短期借款	4.56	3.56	3.73	0.87
其他应付款	6.56	6.63	6.19	5.48
一年内到期的非流动负债	0.21	0.25	0.00	0.00
流动负债合计	16.06	14.56	13.84	10.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	22.36	22.11	21.08	20.06
长期应付款	0.00	0.00	0.01	0.01
非流动负债合计	25.85	25.73	24.40	23.31
负债合计	41.91	40.29	38.24	33.56
总债务	27.06	25.85	24.86	20.94
归属于母公司的所有者权益	248.56	248.59	233.53	222.49
营业收入	6.37	23.04	22.52	30.88
净利润	0.55	17.71	16.91	13.93
经营活动产生的现金流量净额	-1.05	3.25	3.90	3.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.61	-7.10	1.85	1.58
筹资活动产生的现金流量净额	0.72	-3.62	-2.84	-2.60
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	53.16%	52.31%	59.44%	68.96%
EBITDA 利润率	--	101.06%	92.83%	56.71%
总资产回报率	--	6.73%	6.94%	6.31%
产权比率	16.74%	16.09%	16.25%	14.95%
资产负债率	14.34%	13.86%	13.98%	13.01%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.13	-1.63
EBITDA 利息保障倍数	--	17.84	16.48	15.49
总债务/总资本	9.91%	9.52%	9.55%	8.53%
FFO/净债务	--	-86.31%	-70.36%	-40.05%
速动比率	3.51	3.94	4.07	5.66
现金短期债务比	9.49	12.50	13.06	57.55

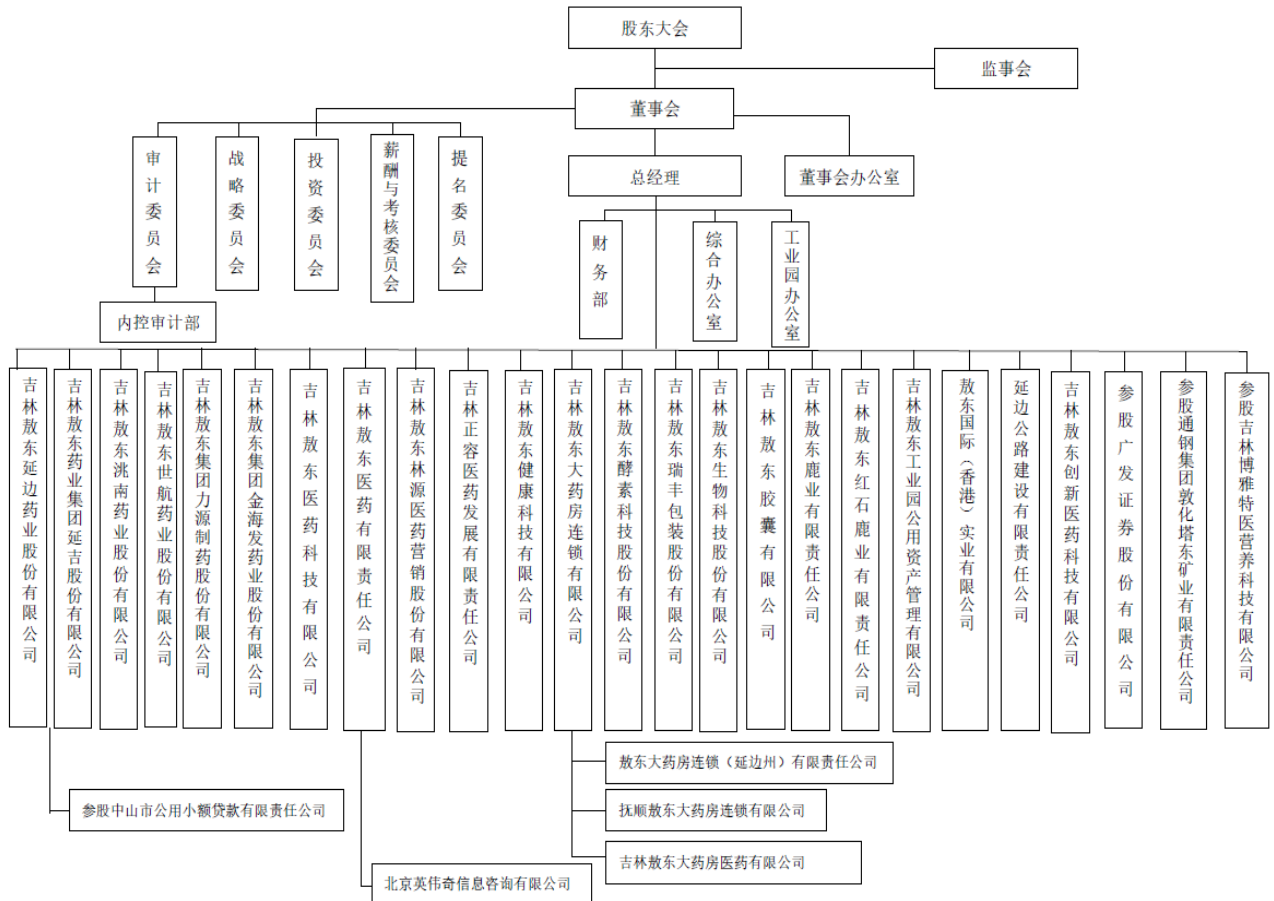
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3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	
吉林敖东延边药业股份有限公司	72,781.73	99.99%	0.01%	制药
吉林敖东洮南药业股份有限公司	6,018.67	98.41%	-	制药
吉林敖东药业集团延吉股份有限公司	16,152.68	99.94%	0.06%	制药
吉林敖东集团力源制药股份有限公司	19,960.00	98.05%	0.85%	制药
吉林敖东集团金海发药业股份有限公司	20,020.78	99.48%	0.52%	制药
吉林敖东医药有限责任公司	3,080	84.42%	15.46%	商业
吉林敖东鹿业有限责任公司	1,200.00	83.33%	16.67%	畜牧业
吉林敖东胶囊有限公司	6,870.00	100.00%	-	药品包装
延边公路建设有限责任公司	2,000.00	100.00%	-	公路建设及收费
吉林敖东酵素科技股份有限公司	10,000.00	51.00%	-	酵素原液产品产销
吉林敖东健康科技有限公司	18,890.00	100.00%	-	参茸制品
吉林敖东世航药业股份有限公司	35,552.49	76.43%	12.32%	中药饮片加工
吉林敖东林源医药营销股份有限公司	2,860.00	54.55%	1.38%	医药批发、保健品销售
吉林敖东医药科技有限公司	2,600.00	98.08%	1.92%	医药、医疗器械批发
吉林敖东生物科技股份有限公司	35,000.00	51.43%	5.71%	专用化学品制造
吉林敖东工业园公用资产管理有限公司	16,980.00	100.00%	-	热力、水生产及供应
敖东国际（香港）实业有限公司	-	100.00%	-	投资
吉林正容医药发展有限责任公司	4,859.43	87.65%	10.96%	药品、保健食品、食品、医疗器械经销，中药材收购
吉林敖东大药房连锁有限公司	27,000	100.00%	-	批发和零售业
吉林敖东红石鹿业有限责任公司	3,000	100.00%	-	畜牧业
吉林敖东瑞丰包装股份有限公司	19,000.00	99.47%	0.53%	包装设计、印刷、制作；药用包装材料制作、销售等
吉林敖东创新医药科技有限公司	5,000.00	62.08%	-	药品研发、销售等
北京英伟奇信息咨询有限公司	11.25	-	99.88%	信息咨询；广告设计、制作
吉林敖东大药房医药有限公司	3,000.00	-	100.00%	中成药、化学药制剂、抗生素销售等
抚顺敖东大药房连锁有限公司	7,000.00	-	100.00%	批发和零售业
敖东大药房连锁（延边州）有限责任公司	200.00	-	100.00%	药品零售等

资料来源：公司提供

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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

三、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。

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。