

信用评级公告

联合〔2021〕4836号

联合资信评估股份有限公司通过对天士力控股集团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，确定维持天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“20天士力（疫情防控债）MTN001”“20天集01”“19天集03”信用等级为AA⁺，“21天士力CP001（高成长债）”信用等级为A-1，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



二〇二一年六月二十四日

天士力控股集团有限公司 2021 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
天士力控股集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
21 天士力 CP001 (高成长债)	A-1	稳定	A-1	稳定
20 天士力 (疫情防控债) MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 天集 01	AA+	稳定	AA+	稳定
19 天集 03	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
21 天士力 CP001 (高成长债)	3.50	3.50	2022/3/30
20 天士力 (疫情防控 债) MTN001	5.00	5.00	2023/5/11
20 天集 01	3.00	3.00	2022/3/9
19 天集 03	8.00	0.80	2021/12/3

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. 发行规模和债券余额的单位为“亿元”

评级时间: 2021 年 6 月 24 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AA+
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	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司本部通过基金持有部分上市公司股权, 变现能力较强; 公司已展开部分股权资产退出, 预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充				+1

评级观点

2020 年, 天士力控股集团有限公司 (以下简称“天士力集团”或“公司”) 多项药品继续纳入 2020 年《国家医保目录》, 进一步巩固心脑血管和肿瘤领域的领先优势; 公司医药工业收入规模增加, 经营活动现金流持续净流入。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, 公司本部债务负担重且存在一定短期偿付压力以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2020 年 8 月 17 日, 公司控股子公司天士力医药集团股份有限公司 (以下简称“天士力股份”) 及其间接控制的 6 家合伙企业向重庆医药 (集团) 股份有限公司 (以下简称“重庆医药”) 出售天津天士力医药营销集团股份有限公司 (以下简称“天士营销”) 100.00% 股权, 相关工商变更登记手续已经完成。出售完成后, 公司退出医药商业业务, 主业聚焦于医药工业业务。

未来, 随着公司医保产品的逐步放量、进一步完善医药工业产业链、积极进行纵向延伸和拓展国际市场, 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+, “20 天士力 (疫情防控债) MTN001” “20 天集 01” “19 天集 03” 信用等级为 AA+, “21 天士力 CP001 (高成长债)” 信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

1. 多个品种继续纳入 2020 年《国家医保目录》, 进一步巩固公司领先优势。2020 年, 公司共有 159 个品种 (212 个批号) 进入 2020 年《国家医保目录》; 复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑颗粒 (丸)、注射用丹参多酚酸、注射用益气复脉 (冻干)、普佑克等为继续纳入品种, 进一步巩固了公司在心脑血管领域和肿瘤领域的领先优势。
2. 出售天士营销股权, 有助于公司聚焦主业, 改善财务状况。2020 年 8 月, 子公司天士力股份完成天士营销股权出售, 公司进一步聚焦医药工业。截至

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

分析师：李 晶

崔濛骁

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

2020 年底，公司应收账款账面价值 23.55 亿元，较上年底下降 73.94%；存货 22.76 亿元，较上年底下降 44.57%。

3. **公司医药工业收入规模增加，经营性净现金流持续净流入。**2020 年，公司医药工业业务收入为 63.83 亿元，同比增长 2.70%；经营活动现金净流入 19.21 亿元，保持净流入状态。
4. **公司本部持有一定规模的易变现金融资产，为偿债提供支撑。**公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；同时公司已展开部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

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. **公司本部债务负担重且存在一定短期偿付压力。**截至 2020 年底，公司本部全部债务 84.06 亿元。其中，短期债务 71.44 亿元（占 84.99%），长期债务 12.62 亿元（15.01%）。截至 2020 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.79%、80.90%和 38.87%。
3. **对外担保规模较大。**截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 24.55 亿元，占总资产的比例为 7.93%。其中，子公司天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的 ABS 及银行授信担保合同总计担保余额为 12.20 亿元。
4. **整体盈利能力有所下降。**2020 年，公司实现净利润 4.37 亿元，同比下降 20.84%；公司期间费用率为 34.58%，同比提高 5.32 个百分点，费用控制能力有待提高；公司实现投资收益 8.68 亿元，非经常性损益对营业利润影响大。
5. **关联方借款规模较大，对公司资金存在占用；权益结构稳定性有待提高。**公司控股股东天津天士力大健康产业投资集团有限公司和国台酒业集团有限公司存在向公司拆借资金情况，截至 2020 年底，拆借款为 17.55 亿元。截至 2020 年底，公司所有者权益 134.20 亿元。其中，归属于母公司所有者权益占

比为 46.08%，少数股东权益占比为 53.92%。在归属于母公司所有者权益中，未分配利润占 33.70%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	76.29	60.35	75.72	74.68
资产总额（亿元）	409.46	397.58	315.03	309.42
所有者权益（亿元）	125.84	125.85	134.20	135.47
短期债务（亿元）	122.15	121.25	108.26	101.10
长期债务（亿元）	114.43	93.14	41.61	40.02
全部债务（亿元）	236.58	214.39	149.87	141.12
营业收入（亿元）	197.97	205.58	157.08	21.09
利润总额（亿元）	16.77	9.75	8.66	2.54
EBITDA（亿元）	34.04	27.37	26.59	--
经营性净现金流（亿	6.02	20.01	19.21	5.42
营业利润率（%）	35.32	30.44	37.77	56.98
净资产收益率（%）	9.36	4.39	3.26	--
资产负债率（%）	69.27	68.35	57.40	56.22
全部债务资本化比率	65.28	63.01	52.76	51.02
流动比率（%）	150.93	138.79	124.21	123.57
经营现金流动负债比	3.66	11.45	14.18	--
现金短期债务比（倍）	0.62	0.50	0.70	0.74
EBITDA 利息倍数	2.86	2.32	2.49	--
全部债务/EBITDA	6.95	7.83	5.64	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	112.08	112.65	115.30	119.14
所有者权益（亿元）	21.09	20.23	19.84	19.24
全部债务（亿元）	88.33	88.40	84.06	80.25
营业收入（亿元）	0.01	0.09	0.43	0.44
利润总额（亿元）	0.49	0.36	0.25	-0.60
资产负债率（%）	81.19	82.04	82.79	83.85
全部债务资本化比率	80.73	81.37	80.90	80.66
流动比率（%）	94.27	103.87	83.09	85.84
经营现金流动负债比	-5.40	-4.70	1.29	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.13	0.17	0.23

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. 2018—2020 年底，合并口径中已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务部分计入债务中；公司本部中已将其他流动负债中的有息债务部分计入债务中；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

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
21 天士力 CP001(高成长债)	A-1	AA+	稳定	2021/2/3	闫力 王喜梅	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
20 天士力 (疫情防控债)MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/7/24	孔祥一 闫力	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
20 天集 01	AA+	AA+	稳定	2020/6/23	杨野 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文
19 天集 03	AA+	AA+	稳定	2020/6/23	杨野 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文
20 天士力 (疫情防控债)MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/3/3	孔祥一 闫力	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
20 天集 01	AA+	AA+	稳定	2020/2/17	孙长征 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文
19 天集 03	AA+	AA+	稳定	2019/7/26	孙长征 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



天士力控股集团有限公司

2021 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”）关于天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）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

天士力集团原名天津市天使力联合制药有限公司，由中国人民解放军第二五四医院全资下属的天津市华兴医药设备商行（持股 70%）、天津市中央制药厂（持股 30%）于 1994 年 5 月 6 日共同出资成立，初始注册资本 1200 万元，1997 年改制为公司制企业，并更名为天津天士力制药集团有限公司，2013 年公司名称变更为现名。2016 年 5 月，天津帝士力投资控股集团有限公司（2019 年 3 月已更名为天津天士力大健康产业投资集团有限公司，以下简称“大健康集团”）和浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）分别对公司进行注资，公司注册资本共增加 1.06 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 3.44 亿元，其中大健康集团持股 67.09%，尖峰集团持股 20.76%，天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）持股 12.15%。公司实际控制人为一致行动人闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧¹。截至 2021 年 3 月底，大健康集团所持公司股份无质押。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年 3 月底，公司合并报表范围子公司 40 家；公司内设党群工作部、法务中心、财务中心、供应链管理中心等职能部门；在职员工共 19622 人。

截至 2021 年 3 月底，公司持有的子公司天士力医药集团股份有限公司（股票代码：

600535.SH；股票简称：天士力）股本数量为 68348.15 万股，持股比例为 45.18%；质押数量为 33933.00 万股，质押股份占其所持股份的 49.65%。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 315.03 亿元，所有者权益 134.20 亿元（含少数股东权益 72.35 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 157.08 亿元，利润总额 8.66 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 309.42 亿元，所有者权益 135.47 亿元（含少数股东权益 72.95 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 21.09 亿元，利润总额 2.54 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫凯境。

三、债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2019〕799 号文核准批复，公司向合格投资者公开发行面值不超过 45 亿元公司债券。其中，公司于 2019 年 12 月 2 日发行“19 天集 03”，募集资金 8 亿元，期限 2 年期，发行利率为 6.00%，并于 2019 年 12 月 3 日上市，债券简称：“19 天集 03”，债券代码：155787.SH，起息日为 2019 年 12 月 3 日，下一付息日 2021 年 12 月 3 日。截至 2020 年 3 月底，募集资金已全部使用，符合相关法规要求及债券募集说明书的约定。

公司于 2020 年 3 月 5 日发行“20 天集 01”，募集资金 3 亿元，期限 2 年期，发行利率为 6.40%，并于 2020 年 3 月 13 日上市，债券简称：“20 天集 01”，债券代码：163162.SH，起息日为 2020 年 3 月 9 日，下一付息日 2022 年 3 月 9 日。截至 2021 年 3 月底，募集资金已全部使用，符合相关法规要求及债券募集说明书的约定。

¹ 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系。

截至本报告出具日，公司其余存续期内债券募集资金均已使用，符合相关法规要求及债券募集说明书的约定。

表 1 截至 2021 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 (年)
21 天士力 CP001 (高成长债)	3.50	3.50	2021/3/30	1
20 天士力 CP001	4.00	4.00	2020/6/10	1
20 天士力(疫情 防控债) MTN001	5.00	5.00	2020/5/11	3
20 天集 01	3.00	3.00	2020/3/9	2
19 天集 03	8.00	0.80	2019/12/3	2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，成为全球主要经济体中唯一实现正增

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%³，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度(括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	-
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

² 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

³ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算

的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年底下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

1. 行业概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019年，我国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为12.5%、12.4%和7.4%，2017—2018年我国医药制造业整体运行平稳，2019年起增速有所放缓。

2020年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入24857.3亿元，同比增长4.5%，增速较上年下降2.9个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020年规模以上医药制造企业实现利润总额3506.7亿元，同比增长12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至2020年底，我国规模以上医药制造业企业为7665家，较上年底增加273家；亏损企业为1344家，较上年底增加193家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额得到进一步提升。

2. 行业政策

2020年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中药企业发展。

从发布主体来看，2020年，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措（相关政策条数占27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占46.55%）外，对医疗器械的监管（占27.59%）有所增加。

2020年3月5日，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》（以下简称“《意见》”）发布，《意见》明确了深化医保改革的目标、原则与方向，并提供了付诸行动的路线图，标志着新一轮医保改革大幕开启。此后，一系列

医保改革方案相继推出，比如，国务院办公厅发布《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》；国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》；国家医疗保障局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》；国家医疗保障局办公室发布《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》等。

2020 年 3 月 30 日，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》（以下简称“《办法》”），并于 2020 年 7 月 1 日起正式施行。《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；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。2020 年 1 月，国家医保局等五部门制定了《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》；7 月 29 日，国联采发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》，意味着第三批全国集采正式开始；10 月 16 日，联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》（以下简称《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。11 月 16 日，国家医疗保障局网站发布了《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3778 号（财税金融类 276 号）提案答复的函》，明确全面实行医用耗材带量采购。2021 年 1 月 28 日，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以及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 9 日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》

（以下简称“《政策措施》”）。《政策措施》指出将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；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。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。

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与全球医药市场相比，我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，但我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。

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，我国医药行业研发投入仍显不足，影响了我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。

带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2020年12月，国家医保局公布2020年国家医保目录谈判结果并发布2020年版医保目录，目录共对162种药品进行了谈判，119种谈判成功，谈判成功的药品平均降价50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

4. 未来发展

医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜三大政策效应将逐步显现。

未来，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质、医药行业的需求旺盛的背景下，医药制造行业仍将保持稳定增长的态势；政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端结构调整的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司产权状况未发生变化，第一大股东为大健康集团，所持股份无质押，实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。截至2021年3月底，公司持有的子公司天士力股份股本数量为68348.15万股，持股比例为45.18%；质押数量为33933.00万股，质押股本占其所持股份的49.65%。

2. 企业规模及竞争力

经过多年发展，公司形成了以大健康产业为主线、以制药业为中心的产业布局。子公司天士力股份不断完善和丰富梯队化产品组合，

坚持产品组合创新，形成了现代中药、生物药和化学药协同发展的产业格局，继续保持中国心脑血管市场创新药领域的领先优势。

公司子公司天士力股份是国家认定的高新技术企业。天士力股份研究院先后承担了国家“九五”“十五”“十一五”“十二五”“863”“973”“国家重大新药创制研究与开发”等重点科研项目；此外，天士力股份2015年获批建设中华人民共和国科学技术部“创新中药关键技术国家重点实验室”及中华人民共和国国家发展和改革委员会“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。公司与天津中医药大学和浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心，建立了品类齐全的组分中药库。

医药工业方面，截至2020年底，公司及控股子公司共有159个产品（212个批号）进入《国家医保目录》，其中甲类96个，乙类73个，包含复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等品种。截至2020年底，公司吉非替尼片和米诺膦酸片2款产品获批上市，其中米诺膦酸片系国内首仿；普佑克急性缺血性脑卒中适应症和用于治疗女性更年期综合症的创新中药坤怡宁颗粒提交上市申请；盐酸苯海索片、舒必利片、卡托普利片、盐酸二甲双胍片等产品通过一致性评价，其中盐酸苯海索片和舒必利片为同类药品中国内首家通过一致性评价。

表3 公司主要产品概况

药品名称	分类	治疗领域
复方丹参滴丸	中药	心脑血管
养血清脑颗粒（丸）	中药	心脑血管
替莫唑胺胶囊（蒂清）	化药	抗肿瘤
注射用益气复脉	中药	心脑血管
水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化药	肝病治疗
芪参益气滴丸	中药	心脑血管
注射用丹参多酚酸	中药	心脑血管
穿心莲内酯滴丸	中药	感冒发烧
藿香正气滴丸	中药	感冒发烧
右佐匹克隆（文飞）	化药	精神类
普佑克	生物药	心脑血管

资料来源：联合资信根据天士力股份年报整理

截至2020年底，公司共布局75款在研管

线产品，涵盖 38 款 1 类创新药，并有 46 款药品已进入临床阶段，其中 19 项处于临床 II、III 期研究。截至 2020 年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1452 件，其中发明专利 1364 件；公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 316 件，养血清脑颗粒拥有专利 50 件；公司及主要子公司专利申请及授权分别为 41 件及 102 件。其中，发明专利新申请及授权分别为 35 件和 83 件。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91120000718296410K），截至 2021 年 5 月 19 日，公司已结清信贷中有 1 笔欠息和 4 笔关注类贷款；根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

截至 2021 年 6 月 23 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，公司董事长发生变更，主要管理制度连续，经营运作正常。

2020 年，公司各项管理制度未发生变化。

2021 年 5 月 19 日，根据公司股东会 2021 年第一次会议决议（股字〔2021〕04 号），同意闫希军先生不再担任公司董事长，由闫凯境先生担任公司董事长。

闫凯境先生，1979 年生，曾任公司投资总监、副总裁和战略投资事业群首席执行官；曾任子公司天士力股份总经理。现任公司董事长，兼任子公司天士力股份董事长。

2020 年至今，公司其余董事、监事和高级管理人员均未发生变动。

八、重大事项

1. 天士力股份出售子公司天士营销股权后，天士营销不再纳入合并报表范围，天士力股份退出医药商业业务。股权出售后，天士力股份对天士营销的担保转为对外担保。

根据公司控股子公司天士力股份 2020 年 8 月 17 日公告的《关于重大资产出售之标的资产过户完成的公告》，天士力股份及其间接控制的 6 家合伙企业持有的天士营销（现已更名为“重庆医药集团（天津）医药商业有限公司”）的 100% 股权已过户至重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）并完成工商变更登记手续。根据评估结果，天士营销 100% 股权的评估值为 14.13 亿元，交易对价为 14.89 亿元。交易价款将分为四期支付，第一期为《股权转让合同》生效后 5 个工作日内，重庆医药支付股份转让价款的 20%；第二期为股份交割日后 10 个工作日内，支付股份转让价款的 50%；第三期为股份交割日后 6 个月期满后的 10 个工作日内，支付股份转让价款的 20%；第四期，为股份交割日后 12 个月期满后的 10 个工作日内，支付剩余股份转让价款。根据《股权转让合同》，天士力股份拟将本次股权转让款用于偿还到期债务及补充日常运营资金。截至 2021 年 4 月 24 日，天士力股份已收到三期股权转让款。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月底，天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的 ABS 及银行授信担保合同总计担保余额为 12.20 亿元，资产出售完成后，上述事项成为天士力股份的对外担保。重庆医药对天士力股份为天士营销提供的保证担保的融资款承担连带保证责任的反担保。联合资信将持续关注该事项可能对公司造成的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受一季度新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及出售天士营销股权的综合影响，公司主营业务收入减少；医药行业板块毛利率和主营业务毛利率均有所上升。

跟踪期内，公司仍以药品和保健品的生产和销售为主要业务，药品涵盖中成药、化学药、生物制品等。

2020 年，受一季度新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及剥离医药商业业务综合影响，

公司实现营业总收入157.08亿元，同比下降23.59%；实现利润总额8.66亿元，同比下降11.18%；实现净利润4.37亿元，同比下降20.84%。

从各板块收入来看，医药行业板块是公司主要的收入来源，分为医药工业和医药商业两大板块。2020年，受一季度新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及剥离医药商业业务综合影响，公司医药行业板块收入为136.60亿元，同比下降30.39%；占主营业务收入比重同比下降8.14个百分点至88.21%。其中，公司医药工业业务收入为63.83亿元，同比增长2.69%；公司医药商业业务收入为71.22亿元，同比下降43.99%。

2020年，公司其他业务板块收入为18.26亿元，同比增长145.43%，主要系安国中药都项目结转收入增加所致；占主营业务收入比重同比上升8.14个百分点至11.79%。

从毛利率来看，2020年，公司医药行业板块毛利率为40.12%，同比上升9.52个百分点，主要系剥离毛利率较低的医药商业业务所致；其他业务毛利率为26.29%，同比下降12.55个百分点，主要系高毛利率的融资租赁业务减少所致。综合来看，公司主营业务毛利率为38.49%，同比上升7.59个百分点。

表4 2018—2020年以及2021年1—3月公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	186.21	95.61	35.16	196.25	96.35	30.60	136.60	88.21	40.12	18.08	89.37	63.72
其他业务	8.54	4.39	46.02	7.44	3.65	38.84	18.26	11.79	26.29	2.15	10.63	0.47
合计	194.75	100.00	35.64	203.69	100.00	30.90	154.86	100.00	38.49	20.23	100.00	56.99

注：其他业务是指公司的大健康（保健品）、中药材贸易、海外营销及融资租赁等业务
资料来源：公司提供

2021年1—3月，在新冠疫情得到控制和公司剥离医药商业业务的影响下，公司实现营业总收入21.09亿元，同比下降54.44%；实现

利润总额2.54亿元，同比增长20.35%；实现净利润1.98亿元，同比增长39.78%。

表5 2018—2020年以及2021年1—3月公司医药行业收入构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药工业	71.27	39.80	75.53	62.15	32.83	74.63	63.83	47.26	73.97	14.55	83.25	73.00
医药商业	107.78	60.20	10.03	127.17	67.17	10.02	71.22	52.74	10.83	2.93	16.75	24.04
合计	179.05	100.00	36.10	189.32	100.00	31.23	135.05	100.00	40.67	17.47	100.00	64.80

注：表5统计数据为上市公司天士力股份统计口径，收入及毛利率较表4有所差异，主要系口径有所差异所致
资料来源：公司提供

2. 医药工业

2020年，公司主要原材料实现自给自足，并具有充分的战略储备，对质量及成本把控较好；公司复方丹参滴丸产量有所下降；普佑克在加入国家医保目录后放量增长；主要产品的产销率仍维持在较高水平。

医药工业业务为公司子公司天士力股份核心业务板块，主要原材料实现自给自足，并具有充分的战略储备；跟踪期内，天士力股份的业务经营模式未发生变化。从收入构成来看，各产品占医药工业板块收入比重变化不大。其中，中成药是医药工业收入的主要来源。

表6 2018—2020年以及2021年1—3月公司医药工业收入、构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中成药	53.58	75.18	75.63	43.48	69.96	73.34	44.66	69.97	71.18	10.40	71.48	71.20

化学制剂药	15.00	21.05	76.86	16.06	25.84	80.27	16.47	25.80	83.96	3.39	23.30	81.12
化学原料药	0.41	0.58	40.13	0.44	0.71	46.70	0.54	0.85	51.06	0.26	1.79	59.05
生物药	2.28	3.19	70.71	2.17	3.49	64.47	2.16	3.38	61.03	0.50	3.44	62.52
合计	71.27	100.00	75.53	62.15	100.00	74.63	63.83	100.00	73.97	14.55	100.00	73.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

(1) 原材料采购

中药材采购方面，公司生产主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等。为保证主要原材料丹参的供应和品质，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，实行“公司+基地+种植户”“公司+基地+中药材种植专业合作社”等现代中药种植基地模式，与当地种植大户和产业合作社签订合同，通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植进行规范化管理，农户根据协议将所种丹参销售给公司。此外，公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地，该基地综合运用基因重组、指纹图谱等现代技术选育、繁育优质种苗，采用规范化的田间管理模式，按照GAP标准，制定SOP操作程序，利用生物农药防治病虫害，培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材，以满足公司对三七药材的日常需求。对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，因此，公司主要采取按市场价格向供应商直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行部分战略储备。公司丹参全部自给，并根据三七的市场行情进行战略储备，对原材料的质量和成本控制能力较好。

化学原料药采购方面，公司生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。公司化学药的原材料通

过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，公司每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购品种，一般至少库存1年的用量。

原材料采购结算方式方面，公司先货后款，主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期1~3个月。跟踪期内，公司与供应商的结算方式和结算周期较上年未发生较大变化。

(2) 产品生产与研发

天士力股份采用以销定产的模式生产，计划部门根据销售部门提供的各产品年度销售预测以及月度发货情况，结合各产品产能，制定生产计划；生产部门协调和督促生产计划的完成，同时对产品的生产过程、质量标准、卫生规范等执行情况进行严格监督管理，由各生产车间负责具体产品的生产管理；质量保证部和质量检验部对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品和产成品的质量进行检验监控。2020年，公司医药工业的成本结构变化不大，医药工业业务成本主要由直接材料（占57.38%）、制造费用（占36.54%）构成。2020年，公司医药工业业务成本同比增长5.38%。其中，直接材料成本同比增长7.77%，主要系中药大宗品种价格增长所致；直接人工成本同比增长11.16%，制造费用成本同比增长0.99%。

表7 2018—2020年公司医药工业成本分析（单位：亿元、%）

成本构成 项目	2018年		2019年		2020年	
	成本金额	占总成本比例	成本金额	占总成本比例	成本金额	占总成本比例
直接材料	10.01	57.41	8.85	56.11	9.53	57.38
直接人工	1.00	5.73	0.91	5.77	1.01	6.08
制造费用	6.43	36.86	6.01	38.12	6.07	36.54
医药工业 合计	17.44	100.00	15.77	100.00	16.62	100.00

资料来源：天士力股份年报

产品生产方面，2020年，公司复方丹参滴丸产量同比下降5.26%，变化不大；养血清脑颗粒（丸）和水林佳产量分别同比增长13.85%和51.15%，主要系公司积极拓展市场，需求增加所致；普佑克产品同比增长176.54%，增幅较

大，主要系新项目获批投产和进入国家医保目录所致。受上述因素影响，2020年，公司养血清脑颗粒（丸）、水林佳和普佑克产能利用率均有提升，分别同比上升25.48个百分点、32.70个百分点和63.38个百分点。

表8 2018—2020年公司医药工业主要产品生产情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年
复方丹参滴丸	产量（万盒）	14383.35	11861.77	11237.39
	产能利用率（%）	99.88	82.37	85.13
养血清脑颗粒（丸）	产量（万盒）	2345.83	2401.40	2733.94
	产能利用率（%）	65.16	53.27	78.75
水林佳	产量（万盒）	1290.55	964.48	1457.80
	产能利用率（%）	64.53	40.19	72.89
普佑克	产量（万支）	4.40	23.44	64.82
	产能利用率（%）	68.82	36.62	100.00

资料来源：公司提供

（3）销售

公司产品主要通过全资子公司天津天士力医药商业有限公司对外销售，营销网络涵盖29个大区，685个办事处，基本覆盖了全国市场。销售系统包括医疗事业部、OTC与终端事业部和商业事业部，各部门分别负责目标市场的业务拓展。

公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和OTC板块。公司先对三个板块进行市场细分，接着对不同细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式。在经销商选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况等因素，同时

也需要结合市场情况进行综合分析。

结算方式和账期方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算，账期约60天。2020年，公司与客户的结算方式和结算周期未发生较大变化。

2020年，受医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等因素影响，公司复方丹参滴丸销量同比下降10.14%；随着养血清脑颗粒由乙类调整为甲类，取消门诊报销限制，公司养血清脑颗粒（丸）销量同比增长6.00%；生物药普佑克在加入国家医保目录后放量增长，公司普佑克销量同比增长82.73%；公司水林佳销量同比增长36.92%，主要系公司积极拓展市场，客户需求增加所致。2020年，公司复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳产销率均在94%以上，仍维持在较高水平。

表9 2018—2020年公司医药工业主要产品销售情况（单位：万盒、%）

产品	项目	2018年	2019年	2020年
复方丹参滴丸	产量（万盒）	14383.35	11861.77	11237.39
	销量（万盒）	13844.93	12012.58	10794.99
	产销率（%）	96.07	101.27	96.06
养血清脑颗粒（丸）	产量（万盒）	2345.83	2401.40	2733.94
	销量（万盒）	2174.44	2599.67	2755.70
	产销率（%）	93.28	108.26	100.80

水林佳	产量（万盒）	1290.55	964.48	1457.80
	销量（万盒）	1280.09	1005.59	1376.83
	产销率（%）	99.04	104.26	94.45
普佑克	产量（万支）	4.40	23.44	64.82
	销量（万支）	2.64	31.21	57.03
	产销率（%）	59.95	133.16	87.98

资料来源：公司提供

3. 其他业务

2020年，受益于安国中药都项目结转收入，其他业务收入有较大增长，但持续性不强。公司其他业务较为分散，根据公司战略规划，其他业务已处于逐步收缩阶段。

根据战略规划，公司将在现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康、特色医疗服务和中药材贸易等产业。目前，公司的生命健康产业主要拥有保健食品、日化用品、帝泊洱茶和高档矿泉水等保健产品；特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等；中药材贸易经营主体为甘肃天士力中天药业有限责任公司，主要经营原药材、中药饮片和中成药销售业务。公司其他业务较为分散，根据公司战略规划，其他业务已处于逐步收缩阶段。

2020年，公司其他业务板块收入为18.26亿元，同比增长145.43%，占主营业务收入比重同比上升8.14个百分点至11.79%。

2020年，公司出售安国中药都项目商铺，结转收入10.57亿元。安国中药都项目由子公司安国数字中药都房地产开发有限公司负责运营。该项目占地约500亩，分为启动区、续建区和西北地块熙街项目。其中启动区项目启动较早，目前仅剩尾盘销售；续建区项目于2019年开始预售，2020年结转收入10.57亿元，预计未来两年结转收入1.00亿元；西北地熙街项目计划投资额

2.39亿元，预计2021年6月开始预售，未来两年预计结转收入3.78亿元。

融资租赁业务经营主体为天士力融资租赁有限公司，注册资本5.00亿元，业务投向为医药公司、公立医院以及大消费领域，期限为3~5年；2020年实现收入1.06亿元，净利润0.20亿元。截至2020年底，天士力融资租赁有限公司累计投放存量资金32.13亿元，存量资金12.31亿元，累计计提减值准备709.52万元。

4. 经营效率

公司经营效率有待提高。

2020年，公司销售债权周转次数由1.74次上升至1.80次；存货周转次数由3.49次下降至3.01次；总资产周转次数由0.51次下降至0.44次，公司经营效率有待提高。

5. 在建工程

截至2021年3月底，公司主要在建项目资金支出压力小。

截至2021年3月底，公司主要在建项目为300L反应器工艺放大生产线建设项目，复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目，天地药业新厂区建设等项目。截至2021年3月底，公司主要在建项目建设资金总需求为13.59亿元，累计完成投资11.88亿元，资金支出压力小。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2021 年 3 月底已投资额	未来投资计划			资金来源
			2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年及以后	
300L 反应器工艺放大生产线建设项目	15081.63	16730.71	319.49	--	--	自有资金
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15571.86	17788.65	594.05	725.36	166.08	自有资金
帝益无菌药品车间项目	9123.00	9719.64	--	5.00	--	自有资金

天地药业新厂区建设项目	27528.46	23447.47	3187.64	893.35	--	自有资金
临床药物研究中心项目	6000.00	1951.40	3698.29		--	自有资金
现代中药配方颗粒车间建设项目	3925.00	2269.00	1212.00	444.00	--	自有资金
二次扩能与工艺验证项目	4444.60	4941.95			--	自有资金
悬浮细胞株构建和工艺开发项目	6000.00	1207.25	3876.95	915.80	--	自有资金
辽宁保健品厂房建设项目	4987.00	3897.00	1090.00		--	自有资金
仁康医院新院区项目	43200.00	36858.00	4342.00	2000.00	--	银行抵押贷款
合计	135861.55	118811.07	18320.42	4983.51	166.08	--

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司已制定了较为清晰的发展战略，可行性较强。

未来，公司将继续发挥现有研发资源优势，以现代中药为核心，调整产品结构，在发展新产品的同时，围绕产业链发展和培育市场空间较大的品种，开展一系列产品与技术升级重点项目，提升产品的市场竞争力；同时，公司将继续坚持国际化、国际标准的全产业链构建、产业与资本的双轮驱动、管理与模式创新的发展逻辑，实施中药国际化“走出去、走进去、走上去”的三步走战略。公司将继续发挥资本优势，加强与国际领先企业的合作，努力完成从传统制药公司向综合医学服务提供商的转型。

同时，公司将积极推进瘦身转型和结构优化，有序推动投资项目退出，完成部分股权资产处置工作，努力完成债务收缩、现金回流的工作。公司控股股东大健康集团和国台集团存在向公司拆借资金情况，截至2020年底，拆借款为17.55亿元。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，天健会计师事务所(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2021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2020年底，公司合并范围内子公司合计为40家，较上年底减少1家；2020年8月，公司控股子公司天士力股份持有的天士营销股权已

完成出售，天士营销不再纳入公司合并报表范围，对公司财务数据可比性有一定影响。截至2021年3月底，公司合并范围内子公司合计为40家。

截至2020年底，公司合并资产总额315.03亿元，所有者权益134.20亿元（含少数股东权益72.35亿元）。2020年，公司实现营业总收入157.08亿元，利润总额8.66亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额309.42亿元，所有者权益135.47亿元（含少数股东权益72.95亿元）。2021年1—3月，公司实现营业总收入21.09亿元，利润总额2.54亿元。

2. 资产质量

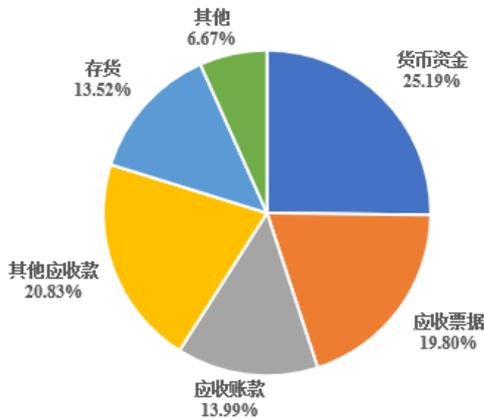
截至2020年底，受出售天士营销股权影响，公司资产规模有所下降；资产结构相对均衡，流动资产中货币资金受限比例较高；应收账款和其他应收款占比大，对公司营运资金占用明显。

截至2020年底，公司合并资产总额315.03亿元，较上年底下降20.76%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致。其中，流动资产占53.42%，非流动资产占46.58%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底上升较快。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产168.30亿元，较上年底下降30.62%，主要系出售天士营销股权带来应收账款和存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.19%）、应收票据（占19.80%）、应收账款（占13.99%）、其他应收款（占20.83%）和存货（占13.52%）构成。

图1 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金42.39亿元，较上年底增长27.80%，主要系收到安国中药都项目商铺出售回款所致。货币资金中有14.20亿元受限资金，受限比例为33.50%，主要为开立银行承兑汇票的保证金、借款保证金等，受限比例较高。

截至2020年底，公司应收票据33.32亿元，较上年底增长22.85%，主要系票据结算增加所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值23.55亿元，较上年底下降73.94%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致。应收账款账龄以1年以内（占87.38%）为主，计提坏账准备3.03亿元；应收关联方账款为0.13亿元。

截至2020年底，公司其他应收款35.05亿元，较上年底下降5.11%；按其他应收账款账面余额计算，账龄1年以内的其他应收款为32.76亿元（占86.63%），计提坏账准备2.76亿元；应收关联方款项为25.76亿元。

表11 截至2020年底公司其他应收款中的关联方款项

关联方名称	金额(亿元)
天津天士力大健康产业投资集团有限公司	4.58
天津智祥企业管理有限公司	0.02
国台酒业集团有限公司	10.64
云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司	0.43
吉林天士力矿泉饮品有限公司	0.16
天津帝泊洱销售有限公司	0.03

贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	0.54
西藏崇石股权投资基金管理有限公司	0.20
天津宝士力置业发展有限公司	8.44
甘肃天誉医院（有限合伙）	0.66
甘肃中天羊业股份有限公司	0.06
合计	25.76

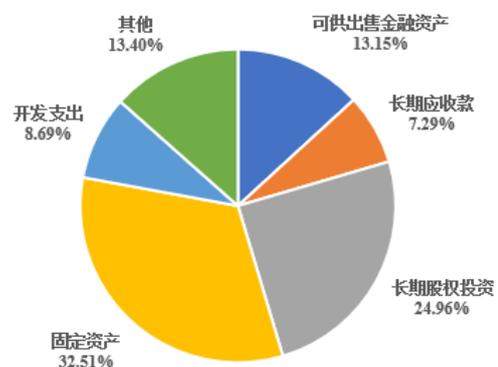
资料来源：公司2020年审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司存货22.76亿元，较上年底下降44.57%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致。存货主要由原材料（占33.32%）、在产品（占10.16%）、开发成本（占10.94%）和库存商品（占40.45%）构成，计提跌价准备1.50亿元，计提比例为6.18%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产146.73亿元，较上年底下降5.34%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.15%）、长期应收款（占7.29%）、长期股权投资（占24.96%）、固定资产（占32.51%）和开发支出（占8.69%）构成。

图2 截至2020年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司可供出售金融资产19.30亿元，较上年底下降20.18%，主要系PHARNEXT SA公允价值变动所致；主要为可供出售权益工具（占99.08%）；按成本计量的可供出售权益工具为12.99亿元，按公允价值计量的可供出售权益工具为6.13亿元。

表 12 截至 2020 年底公司主要可供出售金融资产明细

被投资单位	金额 (亿元)
甘肃众友健康医药股份有限公司	4.32
CARSGEN THERAPEUTICS HOLDINGS LIMITED	1.81
Genova Inc. Limited	1.36
PROFUSA, INC.	0.83
艾美疫苗股份有限公司	0.78
PHARNEXTSA	0.63
合计	9.74

资料来源：公司 2020 年审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期应收款10.69亿元，较上年底下降25.19%，主要系融资租赁业务规模减小所致；主要由融资租赁款（10.50亿元）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资36.62亿元，较上年底增长14.88%，主要系I-MAB公司其他权益变动增加5.01亿元所致；计提减值准备1.25亿元；全部为对合营联营企业投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械，均采用权益法核算。截至2020年底，公司长期股权投资中确定的损益调整为-4.53亿元，其他综合收益调整为9.68亿元，其他权益变动为5.39亿元。

表 13 截至 2020 年底公司主要长期股权投资明细

被投资单位	账面价值 (亿元)
I- BRIDGEHEALTHCAREFUND,L.P.	6.73
I-MAB	5.73
天津同仁堂集团股份有限公司	5.20
天津华新医药创业投资合伙企业 (有限合伙)	3.93
C- BRIDGEHEALTHCAREFUND,L.P.	3.25
天津商汇投资 (控股) 有限公司	2.90
西藏华金天马股权投资合伙企业 (有限合伙)	2.60
天津华金天成投资发展合伙企业 (有限合伙)	2.01
合计	32.34

资料来源：公司 2020 年审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司固定资产47.70亿元，较上年底增长12.15%，主要系房屋及建筑物增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占55.36%）和机器设备（占37.92%）构成，累计

计提折旧31.25亿元；固定资产成新率60.05%，成新率一般。

截至2020年底，公司开发支出12.74亿元，较上年底下降8.32%，主要系部分开发支出计入当期损益（1.56亿元）和确认为无形资产（0.27亿元）所致。

受限资产方面，截至2020年底，公司受限资产主要包含货币资金和长期应收款，账面价值合计21.02亿元，占总资产的6.67%，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示：

表 14 截至 2020 年底公司所有权或使用权受限的资产情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	14.20	开立银行承兑汇票的保证金、借款保证金等
应收账款	0.17	银行贷款质押融资
固定资产	1.51	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
长期应收款	4.73	为银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
无形资产	0.41	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
合计	21.02	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额309.42亿元，较上年底下降1.78%，变化不大。其中，流动资产占51.99%，非流动资产占48.01%。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2020年底，公司所有者权益有所增长，少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

截至2020年底，公司所有者权益134.20亿元，较上年底增长6.63%，主要系资本公积和其他综合收益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为46.08%，少数股东权益占比为53.92%。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5.56%、

43.43%、15.24%和33.70%。所有者权益结构稳定性有待提高。

截至2021年3月底，公司所有者权益135.47亿元，较上年底增长0.95%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为46.15%，少数股东权益占比为53.85%。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归属母公司所有者权益的比例为5.50%、42.96%、15.25%和34.24%。所有者权益结构稳定性有待提高。

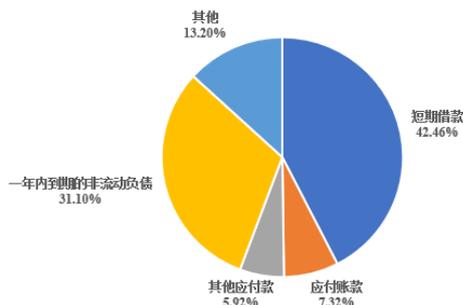
(2) 负债

截至2020年底，受出售天士营销股权影响，公司负债规模有所下降，以流动负债为主；公司整体债务负担重，以短期债务为主。

截至2020年底，公司负债总额180.83亿元，较上年底下降33.45%，主要系出售天士营销股权使得短期借款和应付账款减少所致。其中，流动负债占74.93%，非流动负债占25.07%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债135.49亿元，较上年底下降22.48%，主要系短期借款和应付账款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占42.46%）、应付账款（占7.32%）、其他应付款（占5.92%）和一年内到期的非流动负债（占31.10%）构成。

图3 截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款57.53亿元，较上年底下降24.25%，主要系剥离天士营销所致；主要由信用借款（占42.02%）、保证借款（占20.62%）、质押借款（占22.80%）和质押兼保证借款（占13.08%）构成。

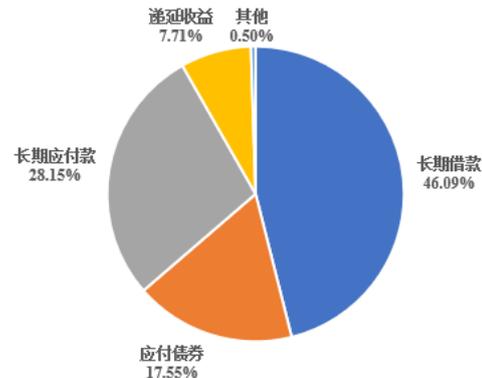
截至2020年底，公司应付账款9.92亿元，较上年底下降56.60%，主要系剥离天士营销所致。

截至2020年底，公司其他应付款8.03亿元，较上年底下降30.08%，主要系往来款减少所致。其中，应付关联方款项为1.45亿元。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债42.14亿元，较上年底增长33.14%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至2020年底，公司非流动负债45.34亿元，较上年底下降53.24%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占46.09%）、应付债券（占17.55%）、长期应付款（占28.15%）和递延收益（占7.71%）构成。

图4 截至2020年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司长期借款20.90亿元，较上年底下降18.29%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占48.48%）和质押兼保证借款（占41.48%）构成。从期限分布看，公司长期借款兑付期主要集中于2022年，存在一定集中偿付压力。

截至2020年底，公司应付债券7.96亿元，较上年底下降85.01%，主要系部分应付债券转入一年内到期非流动负债所致。

截至2020年底，公司长期应付款12.76亿元，较上年底下降11.87%。公司与全资子公司西藏聚智创业投资有限公司、天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）、高林资本管理有限公司、泰康人寿保险股份有限公司和高林

厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）签订的《天津天士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》及《补充协议》的有关规定，该合伙企业注册资本500000.00万元，其中，泰康人寿保险股份有限公司和高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）作为优先级有限合伙人，分别认缴注册资本17.25亿元和7.00亿元。截至2020年底，上述两家优先级有限合伙人实际出资分别为9.32亿元和3.38亿元。除上述两家优先级合伙人享受保底收益之外，公司作为劣后级有限合伙人对协议约定期限内未退出的投资项目需承担收购义务。本报告已将长期应付款计入长期债务并进行相关债务指标的核算。

截至2020年底，公司递延收益3.49亿元，较上年底下降7.33%，主要系转入当期损益金额增加所致。

截至2020年底，公司全部债务149.87亿元，较上年底下降30.09%，主要系长期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占72.23%，长期债务占27.77%，以短期债务为主，其中，短期债务108.26亿元，较上年底下降10.71%，主要系短期借款减少所致；长期债务41.61亿元，较上年底下降55.32%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期非流动负债所致。从债务指标来看，截至2020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分别为57.40%、52.76%和23.67%，较上年底分别下降10.94个百分点、10.25个百分点和18.86个百分点，公司债务负担较重。

截至2021年3月底，公司负债总额173.95亿元，较上年底下降3.80%。其中，流动负债占74.84%，非流动负债占25.16%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务141.12亿元，较上年底下降5.84%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占71.64%，长期债务占28.36%，以短期债务为主，其中，短期债务101.10亿元，较上年底下降6.61%，主要系一

年内到期的非流动负债减少所致；长期债务40.02亿元，较上年底下降3.84%。从债务指标来看，截至2021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分别为56.22%、51.02%和22.80%，较上年底分别下降1.18个百分点、1.74个百分点和0.87个百分点，公司债务负担重。

表 15 截至 2021 年 3 月底公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 天士力 CP001（高成长债）	2022/3/30	3.50
20 天士力 CP001	2021/6/10	4.00
20 天士力（疫情防控债）MTN001	2023/5/11	5.00
20 天集 01	2022/3/9	3.00
19 天集 03	2021/12/3	0.80
18 天士力 PPN001	2021/11/29	2.50
合计	--	18.80

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2020 年，受新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及出售天士营销股权影响，公司营业收入减少；期间费用对整体利润形成较大侵蚀；非经常性损益对利润影响大。

2020年，受新冠肺炎疫情、部分国家谈判品种降价及剥离医药商业业务综合影响，公司实现营业总收入157.08亿元，同比下降23.59%；实现利润总额8.66亿元，同比下降11.18%；实现净利润4.37亿元，同比下降20.84%。

2020年，公司费用总额为54.32亿元，同比下降9.71%，主要系销售费用和管理费用减少所致。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51.63%、20.73%、12.93%和14.70%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为28.05亿元，同比下降7.36%，管理费用为11.26亿元，同比下降20.72%，财务费用为7.99亿元，同比下降18.78%，主要系剥离天士营销所致；研发费用为7.03亿元，同比增长20.11%，主要系与研发相关的折旧摊销增加所致。2020年，公司期间费用率⁴为34.58%，同比

⁴ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入

提高5.32个百分点,公司期间费用对利润侵蚀较重。

2020年,公司实现投资收益8.68亿元,(其中处置长期股权投资产生的投资收益1.52亿元,处置可供出售金融资产取得的投资收益6.17亿元)同比增长32.28%,主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增加2.16亿元所致,投资收益占营业利润的比重为98.36%,对营业利润贡献大;其他收益1.68亿元,同比下降47.93%,主要系政府补助减少所致,其他收益占营业利润的比重为19.03%,对营业利润影响一般。

从盈利指标来看,2020年,公司营业利润率和总资本收益率分别为37.77%和5.29%,同比分别提高7.33个百分点和0.21个百分点;净资产收益率为3.26%,同比下降1.13个百分点。

2021年1—3月,随着新冠疫情得到控制和公司剥离医药商业业务的影响,公司实现营业总收入21.09亿元,同比下降54.44%;实现利润总额2.54亿元,同比增长20.35%;实现净利润1.98亿元,同比增长39.78%。

5. 现金流分析

2020年,公司经营活动现金流保持净流入状态,公司投资活动现金流转为净流入状态;由于公司偿还到期债务,筹资活动现金流呈大额净流出状态。

从经营活动来看,2020年,受剥离天士营销的影响,公司经营活动现金流入163.14亿元,同比下降35.24%;经营活动现金流出143.93亿元,同比下降37.94%。综上,2020年,公司经营活动现金净流入19.21亿元,同比下降3.98%。2020年,公司现金收入比为98.92%,同比下降16.52个百分点,收入实现质量一般。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入89.73亿元,同比下降15.87%,主要系收回投资收到的现金减少所致;投资活动现金流出66.27亿元,同比下降38.84%,主要系投资支付的现金减少所致。综上,2020年,公司投资活动现金净流入23.46亿元,由净流出转为净流入状态。

2020年,公司筹资活动前现金流量净额为42.67亿元,同比增长133.08%;公司筹资活动前现金流量较为充裕。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入189.94亿元,同比增长8.52%,主要系取得借款收到的现金增加所致;筹资活动现金流出225.99亿元,同比增长9.86%,主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上,2020年,公司筹资活动现金净流出36.05亿元,同比增长17.46%。

2021年1—3月,公司经营活动现金净流入5.42亿元;投资活动现金净流入5.59亿元;筹资活动现金净流出11.10亿元。

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有所提升,长期偿债能力指标有所改善;同时考虑到公司经营规模较大,品牌知名度高,以及融资渠道畅通,债务履约情况良好等因素,公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看,截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由上年底的138.79%和115.30%下降至124.21%和107.42%,流动资产对流动负债的保障程度有所下降。2020年,公司经营现金流动负债比率为14.18%,同比提高2.73个百分点。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的0.50倍提高至0.70倍,现金类资产对短期债务的保障程度有所提升。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为26.59亿元,同比下降2.85%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占16.23%)、摊销(占11.07%)、计入财务费用的利息支出(占40.11%)和利润总额(占32.59%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的2.32倍提高至2.49倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司全部债务/EBITDA由上年的7.83倍下降至5.64倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看,公司长期债务偿债能力有所提升。

截至2021年3月底，公司对外担保余额24.55亿元。其中，公司控股子公司天士力股份为天士营销及其子公司实际提供的ABS及银行授信担保合同总计担保余额为12.20亿元，重庆医药为天士力股份为天士营销提供的保证担保的融资款承担连带保证责任的反担保。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2021年3月底，公司获得授信额度合计246.77亿元，其中未使用额度为153.51亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司天士力股份作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为控股型公司，收入规模很小，盈利主要依赖投资收益；资产以其他应收款和长期股权投资为主；公司本部承担较多融资职能，债务负担重，短期偿债压力大。公司本部通过基金持有西藏易明西雅医药科技股份有限公司、重药控股股份有限公司和歌礼制药有限公司等上市公司股权，变现能力较强。公司已开展部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

截至2020年底，公司本部资产总额115.30亿元，较上年底增长2.35%，变化不大。其中，流动资产68.84亿元（占59.70%），非流动资产46.46亿元（占40.30%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占17.47%）和其他应收款（占77.89%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.09%）构成，公司本部通过基金持有I-MAB等上市公司股权，变现能力较强，公司已开展部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。截至2020年底，公司本部货币资金为12.03亿元。

表 16 截至 2020 年底公司本部长长期股权投资情况

被投资单位	持股比例 (%)	表决权比例	账面价值
西藏聚智创业投资有限公司	100.00	100.00	22.91
天士力融资租赁有限公司	75.00	75.00	3.75
天士力医药集团股份有限公司	45.18	45.18	3.41

安国数字中药都有限公司	65.00	65.00	2.46
天津天士力医疗健康投资有限公司	100.00	100.00	2.00
天士力资本控股（北京）有限公司	100.00	100.00	0.39
合计	--	--	34.92

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司本部负债总额95.46亿元，较上年底增长3.29%。其中，流动负债82.84亿元（占86.78%），非流动负债12.62亿元（占13.22%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占53.57%）、其他应付款（占13.32%）和一年内到期的非流动负债（占27.19%）构成；非流动负债主要由长期借款（占36.93%）和应付债券（占63.06%）构成。公司本部2020年资产负债率为82.79%，较上年底上升0.75个百分点。

截至2020年底，公司本部所有者权益为19.84亿元，较上年底下降1.94%。在所有者权益中，实收资本为3.44亿元（占17.32%）、资本公积合计14.55亿元（占73.31%）、未分配利润合计0.67亿元（占3.37%）和盈余公积合计1.19亿元（占6.00%）。所有者权益稳定性较好。

2020年，公司本部营业收入为0.43亿元，利润总额为0.25亿元。同期，公司本部投资收益为5.72亿元。公司本部盈利主要依赖投资收益。

2020年，公司本部经营活动现金流净额为1.07亿元，投资活动现金流净额8.25亿元，筹资活动现金流净额-8.22亿元。

有息债务方面，截至2020年底，公司本部全部债务84.06亿元。其中，短期债务71.44亿元，长期债务12.62亿元。从债务指标看，截至2020年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为82.79%和80.90%。公司本部整体债务负担重，短期偿债压力大。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额共18.80亿元。其中一年内到期的应付债券余额为13.80亿元。截至2020年底，公司现金类资产为75.72亿元，为存续债券余额（15.30亿元）的4.95

倍。2020年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为163.14亿元、19.21亿元和26.59亿元，为存续债券余额（15.30亿元）的10.66倍、1.26倍和1.74倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
一年内到期债券余额	7.30
现金类资产/存续债券余额	4.95
经营活动现金流入量/存续债券余额	10.66
经营活动现金流净额/存续债券余额	1.26
EBITDA/存续债券余额	1.74

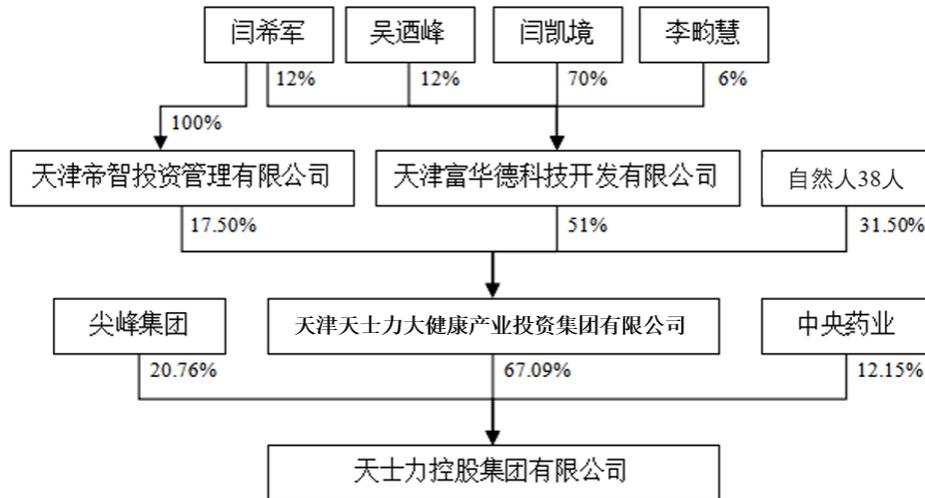
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动产生的现金流入和较大规模的现金类资产对存续债券覆盖程度高。

十二、结论

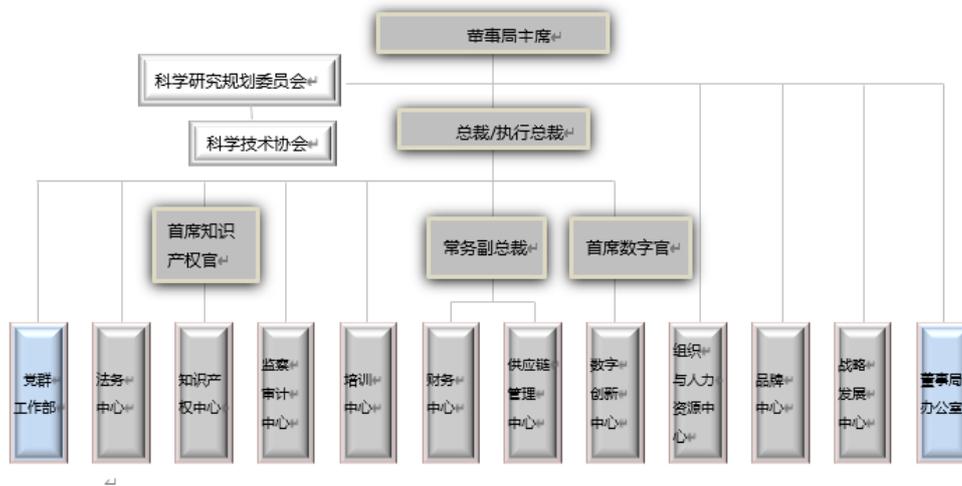
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20天士力（疫情防控债）MTN001”“20天集01”“19天集03”信用等级为AA⁺，“21天士力CP001（高成长债）”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底天士力控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底天士力控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底天士力控股集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例(%)	注册地
1	天士力医药集团股份有限公司	医药	151266.62	45.18	天津市
2	西藏聚智创业投资有限公司	投资	277000.00	100.00	拉萨市
3	安国数字中药都有限公司	贸易、批发	26000.00	65.00	安国市
4	天津天士力医疗健康投资有限公司	投资、咨询	25600.00	100.00	天津市
5	天士力资本控股(北京)有限公司	投资	100000.00	100.00	北京市
6	天士力融资租赁有限公司	融资租赁	50000.00	75.00	天津市
7	天津天士力融通小额贷款有限公司	资金融通	10000.00	100.00	天津市

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	76.29	60.35	75.72	74.68
资产总额 (亿元)	409.46	397.58	315.03	309.42
所有者权益 (亿元)	125.84	125.85	134.20	135.47
短期债务 (亿元)	122.15	121.25	108.26	101.10
长期债务 (亿元)	114.43	93.14	41.61	40.02
全部债务 (亿元)	236.58	214.39	149.87	141.12
营业收入 (亿元)	197.97	205.58	157.08	21.09
利润总额 (亿元)	16.77	9.75	8.66	2.54
EBITDA (亿元)	34.04	27.37	26.59	--
经营性净现金流 (亿元)	6.02	20.01	19.21	5.42
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.76	1.74	1.80	--
存货周转次数 (次)	3.41	3.49	3.01	--
总资产周转次数 (次)	0.50	0.51	0.44	--
现金收入比 (%)	109.37	115.43	98.92	125.28
营业利润率 (%)	35.32	30.44	37.77	56.98
总资本收益率 (%)	6.52	5.08	5.29	--
净资产收益率 (%)	9.36	4.39	3.26	--
长期债务资本化比率 (%)	47.63	42.53	23.67	22.80
全部债务资本化比率 (%)	65.28	63.01	52.76	51.02
资产负债率 (%)	69.27	68.35	57.40	56.22
流动比率 (%)	150.93	138.79	124.21	123.57
速动比率 (%)	126.63	115.30	107.42	105.19
经营现金流流动负债比 (%)	3.66	11.45	14.18	--
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.50	0.70	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.86	2.32	2.49	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.95	7.83	5.64	--

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. 2018—2020 年底，合并口径中已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务部分计入债务中；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.25	7.14	12.03	14.89
资产总额 (亿元)	112.08	112.65	115.30	119.14
所有者权益 (亿元)	21.09	20.23	19.84	19.24
短期债务 (亿元)	57.93	57.01	71.44	65.47
长期债务 (亿元)	30.40	31.39	12.62	14.78
全部债务 (亿元)	88.33	88.40	84.06	80.25
营业收入 (亿元)	0.01	0.09	0.43	0.44
利润总额 (亿元)	0.49	0.36	0.25	-0.60
EBITDA (亿元)	0.49	0.36	0.25	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.27	-2.87	1.07	3.80
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	64.61	103.46	0.00	46.11
营业利润率 (%)	-262.60	75.73	76.64	0.12
总资本收益率 (%)	0.45	0.33	0.24	--
净资产收益率 (%)	2.33	1.76	1.28	--
长期债务资本化比率 (%)	59.04	60.80	38.87	43.45
全部债务资本化比率 (%)	80.73	81.37	80.90	80.66
资产负债率 (%)	81.19	82.04	82.79	83.85
流动比率 (%)	94.27	103.87	83.09	85.84
速动比率 (%)	94.27	103.87	83.09	85.84
经营现金流流动负债比 (%)	-5.40	-4.70	1.29	--
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.13	0.17	0.23
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. 公司本部中已将其他流动负债中的有息债务部分计入债务中；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

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	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-4 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。