

信用评级公告

联合〔2021〕5207号

联合资信评估股份有限公司通过对广州市香雪制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，确定下调广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“17 制药 02”的信用等级为 AAA，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:

二〇二一年六月二十八日

广州市香雪制药股份有限公司 公开发行公司债券 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
广州市香雪制药股份有限公司	A ⁺	稳定	AA	稳定
广东粤财融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
“17 制药 02”	AAA	稳定	AAA	稳定

注：广东粤财融资担保集团有限公司（原广东省融资再担保有限公司）为“17 制药 02”的担保方

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
17 制药 02	3.00 亿元	2.20 亿元	2022/11/23

注：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

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司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 评价内容	aa ⁻		评级结果		A ⁺	
	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	评价结果	评价结果
经营风险	B	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	2		
财务风险	F3	现金流	资产质量	3		
			盈利能力	3		
			现金流量	2		
		资本结构	3			
		偿债能力	3			
调整因素和理由					调整子级	
公司多次被监管问询关注，发生了大股东占款以及违约担保事项					-1	

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

2020 年，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”）主要的中药产品及防疫产品销售增长，带动公司营业收入和利润总额增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到监管部门多次对公司进行问询及关注、公司存在控股股东占款事项及违规担保事项，主营业务盈利能力弱、投资收益及其他收益对利润影响较大，公司应收账款、存货及其他应收款对营运资金形成较大占用，公司 2020 年债务规模快速增长，债务负担加重并存在集中偿付压力及较大资本支出压力，长短期偿债指标有所弱化，信用质量有所下降，公司资产受限比例较高，控股股东质押比例高以及公司重大诉讼的判决与执行风险等因素可能对公司整体融资便利性和整体信用水平可能产生的不利影响。

随着公司逐步优化其内部治理，提高管理水平，完善在中成药及中药资源等方面的布局，公司经营有望保持稳定。

“17 制药 02”由广东粤财融资担保集团有限公司（原广东省融资再担保有限公司，以下简称“粤财融资担保”）提供连带责任保证担保。跟踪期内，粤财融资担保作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著。其担保对“17 制药 02”的信用水平仍具有显著的积极影响。

综上，联合资信确定公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 A⁺，评级展望为稳定；维持“17 制药 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司的抗病毒口服液及橘红系列具有品牌优势；公司整体经营业绩表现良好。2020 年，受益于公司防疫产品销售增长，公司实现营业收入 30.72 亿元，同比增长 10.26%；实现利润总额 1.66 亿元，同比增长 41.91%。
2. 粤财融资担保对“17 制药 02”提供连带责任担保，对“17 制药 02”的信用水平仍具有显著积极影响。粤财融资担保作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区

分析师：唐玉丽

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

域竞争优势显著，其担保对“17 制药 02”的信用水平仍有显著积极影响。

关注

- 1. 监管部门对公司多次问询及关注。**2020 年至 2021 年 5 月底，公司多次收到监管部门的问询及关注，问询及关注事项主要包括 2019 年年报保留意见以及保留意见的消除事项、广东兆阳生物科技有限公司（以下简称“兆阳生物”）业绩承诺的相关事项、公司收购广州香岚健康产业有限公司（原广州协和精准医疗有限公司，以下简称“协和精准”）的相关事项，并多次问询是否存在控股股东占用公司资金等事项。
- 2. 公司存在控股股东占用公司资金以及违规担保事项存在，公司管理及治理水平有待提高。**2021 年 4 月 7 日，公司公告称存在控股股东占用公司资金的情形；2020 年，公司确认违规担保 1.20 亿元；截至 2021 年 4 月 29 日，公司的大股东占款及违规担保事项已按计划通过“以资抵债”及债权转让的方式解除。
- 3. 公司债务负担加重，存在集中偿付压力；未来资金支出压力大。**截至 2020 年底，公司全部债务 41.88 亿元，较上年底增长 44.21%，短期债务为 32.41 亿元，存在集中偿付压力；公司在建项目仍需投资 11.84 亿元。公司收购的协和精准在 2021 年 2 月仍存在应付广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”）的款项共计 9.29 亿元，公司仍需支付的股权转让款共计 7.22 亿元。考虑到公司授信可用额度以及现金类资金无法覆盖以上支出，因此公司未来资金支出压力大。
- 4. 公司主营业务盈利能力较弱，投资收益及其他收益对利润影响较大。**2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.22%、3.33%，盈利能力较弱。2020 年，公司实现投资收益和其他收益共计 0.74 亿元，占营业利润比重合计为 32.13%，对利润影响较大。
- 5. 公司应收账款、存货及其他应收款占比较大，对营运资金形成较大占用；资产受限比例较高，控股股东质押比例高。**截至 2020 年底，公司应收账款、存货及其他应收款共计占流动资产的比重为 70.21%；公司受限资产 20.48 亿元，占总资产比重为 20.95%，受限比例较高。截至 2021 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份占其持有公司股份的 80.72%，主要用于补

充公司日常经营资金，质押比例高。

6. **公司重大诉讼的判决及执行情况或将对公司的经营产生影响。**截至 2020 年底，公司存在 3 个重大诉讼，南岳案公司已败诉，并将损失计入了营业外支出；康享案和启德酒店案的判决及执行情况或将对公司的经营产生影响。

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)	7.36	5.24	6.24	4.80
资产总额(亿元)	86.26	84.62	97.78	98.79
所有者权益(亿元)	40.12	41.12	42.53	42.85
短期债务(亿元)	24.29	19.66	32.41	26.72
长期债务(亿元)	13.08	9.38	9.47	10.31
全部债务(亿元)	37.37	29.04	41.88	37.03
营业收入(亿元)	25.04	27.86	30.72	7.91
利润总额(亿元)	1.12	1.17	1.66	0.34
EBITDA(亿元)	3.82	3.90	4.46	--
经营性净现金流(亿元)	0.91	0.83	2.57	0.48
营业利润率(%)	35.72	30.89	31.60	29.14
净资产收益率(%)	2.19	3.07	3.33	--
资产负债率(%)	53.48	51.41	56.50	56.62
全部债务资本化比率(%)	48.22	41.39	49.61	46.36
流动比率(%)	121.60	95.00	84.95	85.42
经营现金流流动负债比(%)	2.83	2.54	5.87	--
现金短期债务比(倍)	0.30	0.27	0.19	0.18
EBITDA利息倍数(倍)	2.03	1.97	2.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.78	7.45	9.38	--
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)	70.35	61.13	64.88	64.21
所有者权益(亿元)	30.92	31.54	31.63	31.85
全部债务(亿元)	31.43	21.84	27.50	24.08
营业收入(亿元)	3.68	6.26	8.99	1.86
利润总额(亿元)	-0.23	0.82	0.92	0.22
资产负债率(%)	56.05	48.40	51.25	50.40
全部债务资本化比率(%)	50.41	40.92	46.51	43.05
流动比率(%)	118.86	81.80	72.14	72.16
经营现金流流动负债比(%)	4.94	1.00	6.01	--
担保方				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	84.57	84.25	88.11	89.32
所有者权益(亿元)	73.10	71.65	72.39	73.22
净资本(亿元)	58.01	58.56	57.29	--
营业收入(亿元)	4.69	4.04	4.57	2.34
利润总额(亿元)	5.16	2.16	2.62	1.21
净资产收益率(%)	5.42	2.19	2.66	1.14
期末风险责任余额(亿元)	192.69	236.76	267.78	288.54
融资性担保放大倍数(倍)	--	2.39	2.47	2.51
净资本担保倍数(倍)	3.32	4.04	4.67	--
净资本/净资产比率(%)	79.36	81.73	79.14	--
当期担保代偿率(%)	0.11	1.28	0.00	0.00
累计担保代偿率(%)	0.08	0.32	0.26	0.26

注:1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异,这些差异是由于四舍五入造成的;2. 公司2021年1-3月财务数据未经审计,相关财务指标未年化;3. 数据单位除特别说明外均为人民币;4. 公司其他应付款中的带息债务已计入全部债务
资料来源:公司及担保方财务报告、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
17制药02	AAA	AA	稳定	2020/07/17	罗昕 李敬云	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
17制药02	AAA	AA	稳定	2017/11/16	王越 杨婷	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、本报告引用的资料主要由广州市香雪制药股份有限公司（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：



联合资信评估股份有限公司



广州市香雪制药股份有限公司 公开发行公司债券 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”）关于广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“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

公司成立于 1997 年 12 月，是经广州市经济体制改革委员会《关于同意设立广州市香雪制药股份有限公司的批复》（穗改股字〔1997〕68 号）批准，在对原广州市罗岗制药厂进行整体改制的基础上，由广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”）、广州罗岗镇经济发展公司、广州保税区昆仑国际工贸有限公司、广州市白云区罗岗城镇建设开发公司和广州市昆仑科技发展有限公司以发起方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 0.45 亿元。2010 年 12 月 15 日，公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）创业板上市（股票简称：“香雪制药”，股票代码：“300147.SZ”）。

经过多次增资，截至 2021 年 3 月底，公司股本增加至 6.61 亿元，控股股东为昆仑投资，昆仑投资直接持有公司 31.16% 的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇。

截至 2021 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份 16634.56 万股，已质押股份占其持有公司股份的 80.72%，占公司总股本的 25.15%，主要用于补充公司日常经营资金，质押比例高。

2020 年，公司主营业务未发生变化，公司内设营销中心、供应链中心、技术研发中心、运营财务中心四大中心，各中心下设多个事业部

及其他部门，具体组织架构见附件 1-2。截至 2020 年底，公司拥有合并范围内子公司共 59 家，母公司及主要子公司拥有在职员工 3326 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 97.78 亿元，所有者权益 42.53 亿元（含少数股东权益 6.36 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 30.72 亿元，利润总额 1.66 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 98.79 亿元，所有者权益 42.85 亿元（含少数股东权益 6.44 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.91 亿元，利润总额 0.34 亿元。

公司注册地址：广州市萝岗区广州经济技术开发区科学城金峰园路 2 号；法定代表人：王永辉。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

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
17 制药 02	3.00 亿元	2.20 亿元	2017/11/23	5 (3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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%¹，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

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

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%²，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	0.00
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

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

² 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

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%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年底增速（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，加上年初局部疫情影响，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；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

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（相关政策条款占 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，公司股本增加至 6.61 亿元，控股股东为昆仑投资，昆仑投资直接持有公司 31.16% 的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇。

截至 2021 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份 16634.56 万股，已质押股份占其持有公司股份的 80.72%，占公司总股本的 25.15%，主要用于补充公司日常经营资金，质押比例高。

2. 企业规模及竞争力

公司的抗病毒口服液及橘红系列具有品牌优势。公司在中药研发方面具有一定优势。

公司是广东省著名品牌，公司主导产品抗病毒口服液是公司原创的新药，是全国率先应用“中药指纹图谱技术”进行质量控制的纯天然中药配方的口服制剂，公司就该类药品第一个获得新药证书、第一个获得卫生部中成药保护证书，并接连在“全国健康行业最具影响力品牌评选”中被评为“最具影响力感冒发热类药”，公司参与编制的抗病毒口服液国家标准作为生产该产品企业的行业规范已收载于 2010 年及 2015 年版的《中国药典》；香雪化橘红中药饮片产品符合广东省优质中药饮片评定标准，被评为首批广东省优质中药饮片。

公司是广东省科技厅、广东省财政厅、广

东省国家税务局、广东省地方税务局认定的高新技术企业，公司与清华大学、香港大学、暨南大学、中医科学院等知名高校和机构均有合作，公司拥有一支高层次的科研队伍，公司研发部门下设 1 个院士工作站、1 个博士后工作站、1 个工程技术研究开发中心和实验室，主要从事新产品的开发、在产品的二次开发以及生产工艺、制备技术等方面的研发工作。公司通过自主研发、合作开发等方式进行技术创新，是我国抗病毒口服液国家标准编制的重要参与单位，首创抗病毒口服液指纹图谱技术。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440000633210884T），截至 2021 年 5 月 24 日，公司本部未结清贷款信息中不存在关注类和不良类信贷记录，已结清贷款中，存在 8 笔³关注类贷款记录，根据公司提供的说明，公司在开发区科学城建设新厂区时，由于建设及技术改造投入资金大，回报周期长等原因，企业出现现金流紧张的情况，到期的贷款资金筹措困难，导致公司出现关注类信贷记录。公司通过与银行的磋商，银行为公司贷款办理了“借新还旧”或“展期”等方式，结清了相关贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、董事及监事整体无变化；公司制定和修订了部分管理制度，披露了存在大股东占款及违规担保事项，内部控制存在欠缺；公司新制定的一系列制度，有利于提高公司管理水平。

2020 年，公司董事、监事及高管未发生变化。

公司于 2020 年 12 月 23 日修订《公司章

³ 根据公司提供的落款时间为 2017 年 11 月 14 日的《情况说明》，公司存在 18 笔关注类贷款及 3 笔欠息，但根据公司提供

的 2021 年 5 月 24 日的征信报告，只显示 8 笔关注类贷款。

程》，修改了公司注册资本情况。公司于 2021 年 4 月修订《公司章程》，细化了关于董监高及股东买卖公司股票的规定、公司股东大会召开的地点规定、董事及监事签署定期报告的意见的相关规定、董事表决事项的规定、内部审计规定等，同步修订了《股东大会议事规则》《董事会议事规则》及《监事会议事规则》的相关规定。2021 年 5 月修订《公司章程》，对股东大会职权新增第十九条：公司年度股东大会可以授权董事会决定向特定对象发行融资总额不超过人民币三亿元且不超过最近一年末净资产百分之二十的股票，该项授权在下一年度股东大会召开日失效。

2021 年 4 月，公司制定了《子公司管理制度》《内部审计制度》《重大信息内部报告制度》《投资者关系管理制度》《对外提供财务资助管理制度》《防范控股股东及关联方资金占用制度》等制度。

子公司管理方面，对子公司的人事管理、财务资金及担保管理、投资管理及内部审计监督等方面做出制度要求，规范了公司对子公司的管理。

内部审计方面，公司设立内部审计部门，对公司内部机构、控股子公司及具有重大影响的参股公司的相关行为进行检查和监督，规定审计委员会应当督导内部审计部门至少每半年对公司募集资金使用、提供担保、关联交易、证券投资与衍生品交易等高风险投资、提供财务资助、购买或者出售资产、对外投资等重大事件的实施情况、公司募集资金使用、提供担保、关联交易、证券投资与衍生品交易等高风险投资、提供财务资助、购买或者出售资产、对外投资等重大事件的实施情况进行一次检查。

内部重大信息报告方面，规定了重大信息的范围、内部报告程序，明确了重大信息内部报告的管理和责任。

投资者关系管理方面，明确了投资者关系管理工作的负责人及工作职责，细化了接待沟

通工作的相关规定等。

对外提供财务资助管理方面，公司明确规定不得为董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人及其控股子公司等关联人提供资金等财务资助；公司为持股比例不超过 50% 的控股子公司、参股公司提供资金等财务资助的，该控股子公司、参股公司的其他股东原则上应当按出资比例提供同等条件的财务资助。如其他股东未能以同等条件或者出资比例向公司控股子公司或者参股公司提供财务资助的，应当说明原因并披露公司已要求上述其他股东采取的反担保等措施；公司为控股子公司、参股公司提供资金等财务资助，且该控股子公司、参股公司的其他参股股东中一个或者多个为上市公司的控股股东、实际控制人及其关联人的，该关联股东应当按出资比例提供同等条件的财务资助。如该关联股东未能以同等条件或者出资比例向公司控股子公司或者参股公司提供财务资助的，公司应当将上述对外财务资助事项提交股东大会审议，与该事项有关联关系的股东应当回避表决。

在防范控股股东及关联方资金占用方面，公司规定，与控股股东及关联方发生非经营性资金往来时，应当严格限制占用公司资金，及时结算，不得形成非正常的经营性资金占用。公司不得以垫付、承担工资、福利、保险、广告等期间费用，预付投资款等方式将资金、资产和资源直接或间接地提供给控股股东及关联方使用，也不得互相代为承担成本和其他支出；公司明确了禁止将资金提供给控股股东及关联方使用的情形，明确规定控股股东不得占用上市公司资金的情形，规定了责任与处罚等。

2021 年 4 月 7 日，公司发布了《关于自查控股股东资金占用情况暨以资抵债化解资金占用风险的提示性公告》；2021 年 4 月 29 日，公司披露了《大股东及其附属企业非经营性资金占用及清偿情况》《违规担保及解除情况》的专项核查意见，经核查公司控股股东昆仑投资累计占用公司资金 12.62 亿元，截至 2020 年底，资金占用余额为 6.49 亿元，违规担保余额为 1.20

亿元。公司内部控制存在欠缺，公司于2021年4月29日披露的以上多项制度，有利于从制度层面加强公司内部治理水平。

八、重大事项

1. 公司多次收到监管部门的问询、关注及警示

2020年1月4日，公司收到中国证券监督管理委员会广东监管局《行政监管措施决定书》，证监会广东监管局指出公司存在对外担保未履行必要审批程序和披露义务、内幕信息登记管理存在问题、未及时披露2018年业绩快报修正公告、2017年未对有关融资租赁业务进行财务核算等问题，对公司及相关当事人出具警示函。

2020年3月25日，公司收到深交所出具的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2020〕第155号），关注函对公司2017年3月出具1.20亿元现金保函解除诉讼财产保全和2020年非公开发行股票的事项进行了关注，公司于2020年3月31日进行了回复。

2020年5月29日，公司收到了深交所创业板公司管理部发出的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的年报问询函》（创业板年报问询函〔2020〕第380号），主要问题包括公司与控股股东昆仑投资的关联交易情况，2019年年报中审计师无法判断商业实质的交易情况以及其他问题，公司于2020年6月6日对2019年年度报告等相关事项进行了说明回复。

公司于2020年12月22日收到深圳证券交易所创业板公司管理部《关于对广州市香雪制药股份有限公司的问询函》（创业板问询函〔2020〕第260号），问询事项主要是葛阳对公司子公司广东兆阳生物科技有限公司（以下简称“兆阳生物”）未完成业绩承诺的相关事项，公司于2020年12月28日回复。

2021年2月8日，公司收到深圳交易所出具的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关

注函》（创业板关注函〔2021〕第89号），关注函中对公司2019年年度审计报告保留意见所述事项影响消除进行了关注，主要包括公司与关联方及其他多笔资金的商业实质进行的审计、是否存在控股股东占用公司资金的情形等，公司于2021年2月19日进行了回复，公司回复不存在控股股东占用公司资金的情形。

2021年3月30日，公司收到深圳证券交易所出具的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2021〕第154号），关注函中对公司向控股股东昆仑投资购买广州香岚健康产业有限公司（原广州协和精准医疗有限公司，以下简称“协和精准”）股权事项进行了关注，主要包括公司此次购回协和精准100%股权的具体原因及公司是否有足额资金及融资能力支付交易对价及代协和精准偿还欠款，此次交易对公司财务状况、生产经营的具体影响以及是否存在控股股东及实际控制人占用公司资金的情形。公司于2021年4月7日进行了回复，并披露了公司存在控股股东及其关联方存在占用非经营资金的情况。

2021年5月13日，公司收到深圳证券交易所创业板公司管理部出具的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的年报问询函》（创业板年报问询函〔2021〕第227号）（以下简称“问询函”），对公司2020年年报的相关问题进行问询，主要包括生物岛项目的建设情况、涉诉情况及未计提减值的合理性，公司云南、五华产业园建设进度缓慢的原因，控股股东资金占用的发生及归还的明细情况，公司以1元的价格将长白山公司100%股权转让给了广东世宸投资有限公司的合理性，对参股公司的担保情况以及年报相关科目的问题。公司于2021年5月20日进行了回复。

2. 公司存在控股股东占用公司资金及违规担保情况

（1）关于控股股东占款情况

2020年4月7日，公司披露《关于自查控股股东资金占用情况暨以资抵债化解资金占用风险

的提示性公告》，公告称，公司经自查发现存在控股股东及其关联方占用上市公司资金的情形，截至公告披露日资金占用余额合计53094.04万元，占公司最近一期经审计净资产的15.22%。公司已召开第八届董事会第三十次会议审议通过了《关于收购广州协和精准医疗有限公司100%股权暨关联交易补充事项的议案》，董事会同意公司有权在应向昆仑投资支付的购买协和精准100%股权转让价款中优先扣减和抵销昆仑投资应偿还占用资金的任何金额，股权转让价款中被如此扣减和抵销的任何部分均视为已由公司支付，以资抵债尽快解决非经营性资金占用。

2021年4月29日，公司披露了大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《控股股东及其他关联方资金占用情况的专项说明》，昆仑投资2020年度占用累计发生金额（不含利息）12.62亿元，资金利息0.22亿元，2020年累计偿还金额6.36亿元，截至2020年底，昆仑投资占用资金余额6.49亿元，占用形成原因为公司代昆仑投资偿还债务、代付昆仑投资关联方和划回给昆仑投资用于其偿还银行借款，占用性质为非经营性占用。另外，公告也披露了2020年公司与其他资金关联方的往来明细。

2021年4月29日，公司披露了《关于控股股东非经营资金占用进展情况暨清偿完毕的公告》，公告称，截至2021年4月28日，昆仑投资已将协和精准100%股权转让至公司，并配合公司完成了协和精准的工商变更登记全部手续。公司通过债务抵销的方式，分别于2021年4月22日和2021年4月28日，向昆仑投资足额支付了协和精准第一期股权转让价款人民币45000万元及部分支付了第二期股权转让款人民币20815.65万元（含应收的昆仑投资2020年的资金占用费2222.48万元及2021年1月至4月的资金占用费957.30万元）。至此，昆仑投资通过以资抵债方式已全部偿还完毕关联方非经营资金占用款项。

2021年4月29日，公司披露2020年年报，年

报中对于大股东占款情况作了说明。

（2）关于违规担保

2016年5月25日，公司披露了《关于收购资产的公告》，公司以157280万元的价格收购登记在广东启德酒店有限公司（以下简称“启德酒店”）名下位于广州生物岛环岛A线以北AH0915002地块1号、2号土地使用权与上盖建筑及其配套等整体资产（以下简称“交易标的”）。

2020年3月13日，公司披露《关于补充确认公司向银行申请出具保函置换被查封财产的公告》，公告称：

公司在公司与启德酒店正常履行协议的过程中，因启德酒店涉及的一起民间借贷纠纷案（2016）粤民初54号案），原告对当时尚未过户的交易标的所处项目地块申请了诉前财产保全。2016年11月间，广东省高级人民法院查封了公司已购买的交易标的，导致公司已购买的交易标的无法完成交割手续。同时公司亦了解到一些工程队因启德酒店项目交易前的工程款纠纷准备陆续向启德酒店进行追讨。

为推进过户，公司于2017年3月与中国建设银行股份有限公司广州经济技术开发区支行签署《出具保函协议》，申请了1.2亿元的财产保全担保函，向法院申请置换项目地块的财产保全，并解除了该案对项目相关地块的财产保全措施，随后公司完成了对项目地块2号土地的交割。

为解除违规担保事项，公司于2021年4月29日披露了《关于转让部分债权债务暨关联交易的公告》，公告称：

公司于2021年4月28日与昆仑投资签署了《广州市香雪制药股份有限公司与广州市昆仑投资有限公司的债权债务转让协议》。根据协议约定，昆仑投资同意受让公司在前述保函协议项下的全部债权债务（包括保证金专户内的保证金及其利息，以下简称“标的债权债务”），交易金额包括1.20亿元本金及相应利息。并约定将该债权转让款抵销部分协和精准的股权转让款。

2021年4月29日，公司披露《大股东及其附属企业非经营性资金占用及清偿情况》《违规担

保及解除情况》的专项核查意见，公司的大股东占款已按计划清偿，违规担保事项已按计划解除。

3. 公司收购协和精准后，资金支出压力大

2016年，公司自启德酒店购买了生物岛1、2号地块及地上附着物⁴后，2017年将生物岛2号地及地上附着物划转至当时公司全资子公司协和精准名下，2017年12月9日，公司发布《关于转让子公司股权暨关联交易的公告》，将协和精准出售给昆仑投资，价格为16.20亿元，截至2021年2月份，协和精准主要的资产为生物岛2号地及在建工程，总资产为24.25亿元，负债为9.29亿元（为昆仑投资为协和精准的项目建设提供的股东借款），净资产为14.96亿元。

2021年3月27日，公司披露了《关于购买资产暨关联交易的公告》，公司拟收购协和精准100%的股权，交易对价为15.00亿元。支付节奏为：协议生效后10个工作日内支付4.50亿元，交割日后10个工作日支付3.75亿元，第二期付款后的24个月内支付6.75亿元。

根据前述关于大股东占款以及违规担保事项的解除措施描述，公司已将大股东占款及违规担保抵销了共计7.78亿元的转让款，剩余0.47亿元需要公司于约定的交割日后10个工作日内支付，截至本报告出具日，公司暂未支付，6.75亿元需要公司于支付完毕第二期股权转让款后的24个月内支付。另外，根据公司于2021年4月7日对交易所《关注函》的回复，截至2021年2月底，协和精准账面尚有应偿还昆仑投资的股东借款9.29亿元。

综上，公司收购协和精准后，未来资金支出压力大。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入及毛利率均小幅提高。受益于疫情期间对防疫物资的需求，公司其他主营收入大幅增加，是公司营业收入增长的主要推动力。2021年一季度，公司营业收入变动不大，利润总额大幅下降。

2020年，公司主营业务范围无变化，公司主要经营现代中药及中药饮片的研发、生产与销售，同时经营医疗器械、保健用品、软饮料、少量西药产品和医药流通等业务。2020年，受益于公司防疫产品销售增长，公司实现营业收入30.72亿元，同比增长10.26%，受益于公司费用控制能力的提高，公司实现利润总额1.66亿元，同比增长41.91%。

从收入构成来看，2020年，公司收入仍以中药产品和医药流通收入为主。公司中药产品主要为中药材、抗病毒口服液、板蓝根及橘红系列。

2020年，公司中药产品收入同比下降3.99%，变化不大，占主营业务收入的比重同比下降8.51个百分点；医药流通收入同比下降4.22%，变化不大，占主营业务收入的比重同比下降3.05个百分点。2020年，公司研发了“粤抗1号”凉茶、“粤抗1号”特配凉茶颗粒冲剂等防疫产品，公司子公司广东高迅医用导管有限公司（以下简称“高迅导管”）改造了防护用品生产线，生产和销售口罩、防护服、护目镜等防疫产品，2020年，公司防疫产品实现销售收入26341.56万元，此部分收入计入了公司的其他主营业务收入中，因此公司其他主营业务收入同比增加2.84亿元至3.06亿元。公司其他的产品（软饮料、保健品、医疗器械、西药产品等）占比较小，对公司营业收入影响不大。

从毛利率来看，2020年，中药产品和医药流通业务毛利率同比变化不大；其他主营毛利率同

⁴ 截至2021年6月3日，生物岛1号地尚未完成过户，涉诉事项见本报告第十章第6节的重大诉讼（三）；公司原拟已拍卖方式完成过户（拍卖详情及1号地目前状态见[拍品详情 - 司法拍卖 \(jd.com\)](#)），但因案外人提出异议而暂缓；生物岛2号地目前

在建，酒店工程基本完成，2号地不存在有关资产的重大争议、诉讼或仲裁事项以及被查封、冻结等情形，存在抵押、质押或其他第三人权利

比下降 3.11 个百分点,主要系防疫产品的毛利率相对较小。综合来看,公司综合毛利率变化率相对较低所致。综上,公司综合毛利率变化

表 3 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况 (单位:万元、%)

板块	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
中药产品	144664.13	57.77	36.87	183454.07	65.84	35.81	176132.75	57.33	35.47	52311.21	66.14	34.71
医药流通	60544.37	24.18	15.46	64547.83	23.17	11.22	61823.69	20.12	13.99	18804.16	23.77	11.08
软饮料	12760.45	5.10	43.05	13665.55	4.90	39.49	18452.48	6.01	31.49	1856.50	2.35	2.61
保健品	10428.94	4.16	59.56	3466.66	1.24	46.25	6246.33	2.03	68.72	2541.11	3.21	61.27
医疗器械	1683.30	0.67	70.96	1529.56	0.55	85.42	1405.23	0.46	85.27	351.16	0.44	89.43
西药产品	2451.16	0.98	72.00	3571.18	1.28	72.53	1793.04	0.58	74.07	584.09	0.74	80.10
其他主营业务	3153.30	1.26	60.84	2151.59	0.77	26.47	30579.14	9.95	23.36	1723.87	2.18	18.45
其他营业收入	14739.60	5.89	81.61	6233.51	2.24	59.01	10776.39	3.51	77.65	920.73	1.16	72.63
合计	250425.25	100.00	36.46	278619.95	100.00	31.61	307209.05	100.00	32.31	79092.83	100.00	29.86

资料来源:公司提供

2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 7.91 亿元,同比下降 0.87%,变化不大;2021 年 1—3 月,实现利润总额 0.34 亿元,同比下降 61.65%,主要系 2021 年一季度的疫情相比上年同期较为平稳,毛利率较高的抗病毒口服液销售减少所致。

2. 业务运营

(1) 原材料采购

2020 年,公司连翘、板蓝根及蔗糖的采购量有所增长,橘红的采购量有所下降;新冠肺炎疫情期间,连翘、板蓝根及橘红的采购均价均有所上涨;公司采购集中度较低。

公司中药产品主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片。其中抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列等,主要由公司本部负责,中药饮片主要由公司本部、湖北天济药业有限公司(以下简称“湖北天济”)和亳州市沪谯药业有限公司(以下简称“沪谯药业”)等经营主体负责。2020 年,公司采购模式无变化,仍分为战略招标采购、日常招标采购和

零星询价采购。

2020 年,新冠肺炎疫情爆发,下游市场对板蓝根、抗病毒口服液等具有防疫功能的产品需求增加,公司板蓝根采购量较上年增长 50.99%;蔗糖采购量较上年增长 53.56%;连翘采购量较上年增长 83.59%;另外,由于受到疫情冲击,就医人数减少,其他普通药物下游需求减少,因此公司橘红的采购量较上年减少 39.21%。

疫情期间,公司主要采购的药材价格普遍上涨,虽公司有一定储备,但部分原材料采购均价的上涨仍给公司成本控制带来压力。2020 年,公司板蓝根采购均价较上年增长 61.17%;蔗糖采购均价较上年变化不大;连翘采购均价较上年增长 32.94%;橘红采购均价较上年增长 16.64%。

受采购量及采购均价的综合影响,2020 年,公司板蓝根采购金额较上年增长 143.35%;蔗糖采购金额较上年增长 57.66%;连翘采购金额较上年增长 144.06%;橘红采购金额较上年减少 29.10%。

表 4 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司主要原材料采购情况 (单位:吨、元/吨、万元)

品种	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
板蓝根	530.18	9791.72	519.14	1245.75	10774.60	1342.25	1881.00	17365.33	3266.42	891.82	9611.21	857.14

蔗糖	4307.05	6096.62	2625.84	2644.06	5030.00	1329.13	4060.24	5160.89	2095.45	962.95	4829.64	465.07
连翘	121.11	43096.46	521.95	134.46	40239.19	541.07	246.86	53493.88	1320.55	30.00	58128.44	174.39
橘红	519.55	19983.83	1038.27	574.60	17828.03	1024.39	349.28	20793.92	726.29	106.81	23482.48	250.81
合计	5477.90	---	4705.20	4598.87	---	4236.84	6537.38	---	7408.71	1991.57	---	1747.41

注：表中主要列示的是抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列产品的原材料；中药饮片原材料由子公司独立采购，未包含在表中
资料来源：公司提供

2020年，公司与供应商结算周期一般为3~6个月，结算模式为电汇或承兑汇票。

从供应商集中度来看，2020年，公司向前五大供应商的采购金额共计2.09亿元，占采购总额的比例为11.02%，较上年下降1.08个百分点，采购集中度处于较低水平。

(2) 生产情况

2020年，公司产能情况无变化，受疫情影响，抗病毒口服液产量增加，产能利用率大幅提高；板蓝根产量增加，产能利用率有所上升但仍处于很低的水平；橘红产量下降，产能利用率下降。公司在建基地产能规模较大，投产产能消化能力存在一定不确定性。

公司中药产品仍主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片。

2020年，公司生产模式未发生变化，仍采用“以销定产”的方式组织生产。

产能方面，公司现有生产基地为公司本部、化州生产基地及其他中药饮片生产基地。2020年，公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产能及中药饮片产能较上年均变化不大。目前公司在建生产基地之一为五华生物医药产业园

工程，该产业园预计2021年达产，承接广州本部基地的生产，主要产品有片剂颗粒胶囊中药饮片等，设计产能为颗粒剂2000吨/年、片剂100000万片/年，胶囊24000万粒/年、中药饮片10000吨/年、中药食品5000吨/年；另外，公司还有四川、宁夏、云南、德庆等四个在建的中药饮片基地。

产量方面，2020年，新冠疫情爆发，下游市场对板蓝根、抗病毒口服液等产品的需求增加，公司抗病毒口服液的产量较上年增长65.24%；板蓝根颗粒的产量较上年增长89.62%。同时，受疫情影响，非防疫类的药品受看病就医量减少的影响，需求量下降，导致公司橘红系列产量较上年减少32.52%；中药饮片产量较上年减少9.58%。

综上，产能利用率方面，2020年，公司抗病毒口服液产能利用率较上年上升42.94个百分点，产能利用率处于很高水平；板蓝根颗粒产能利用率较上年上升9.34个百分点，但产能利用率仍很低；橘红系列产能利用率较上年下降38.78个百分点，产能利用率有待提高；中药饮片产能利用率较上年下降10.56个百分点，产能利用率仍较高。

表5 2018—2020年及2021年1—3月公司主要产品产能、产量、产能利用率情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
抗病毒口服液	产能（单位：万支）	36960.00	36960.00	36960.00	36960.00
	产量（单位：万支）	26638.00	24327.00	40198.87	6866.80
	产能利用率（%）	72.07	65.82	108.76	18.58
板蓝根颗粒	产能（单位：吨）	5300.00	5300.00	5300.00	5300.00
	产量（单位：吨）	268.00	552.34	1047.34	545.45
	产能利用率（%）	5.06	10.42	19.76	10.29
橘红系列	产能（单位：吨）	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
	产量（单位：吨）	1623.00	1789.00	1207.29	449.37
	产能利用率（%）	108.20	119.27	80.49	29.96
中药饮片	产能（单位：吨）	33000.00	41000.00	41000.00	41000.00

	产量（单位：吨）	41520.00	45172.00	40844.28	13070.17
	产能利用率（%）	125.82	110.18	99.62	31.88

注：2021年1-3月产能利用率未年化

资料来源：公司提供

（3）产品销售

2020年，受下游需求的影响，公司抗病毒口服液销售量价齐升，受产量增幅高于销售量的影响，产销率大幅下降但仍处于较高水平；板蓝根颗粒销售量价齐升，产销率仍维持很高的水平；公司客户主要为药店及医院，其中医院客户的账期较长。

2020年，公司销售模式相比上年无变化。公司中成药业务的销售模式为自营销售直接管理终端客户（如医院、连锁药店）。对于大型的连锁药店、医院等重要销售终端，公司实施自建团队直接销售终端的模式，在配送环节选取具备健全终端配送网络的大型医药流通企业合作，对于自建团队目前难以全面覆盖的小型连锁、单体药店，公司仍采用经销模式。

从销量来看，2020年，公司抗病毒口服液销量较上年增长31.80%；板蓝根销量较上年增长93.73%；橘红系列销量较上年减少46.94%；中药饮片销量较上年减少6.39%。

从销售均价来看，2020年，公司各类产品的销售均价有所波动，但整体变动幅度不大。公司抗病毒口服液销售均价较上年增长6.80%；板蓝根销售均价较上年下降8.35%；橘红系列销售均价受市场需求减少的影响，较上年下降12.10%；中药饮片销售均价较上年变化不大。

受销量和销售均价综合影响，从销售金额来看，2020年，公司抗病毒口服液销售金额较上年增长40.07%；板蓝根销售金额较上年增长77.37%；橘红系列销售金额较上年减少53.37%；中药饮片销售金额较上年变化不大。

从产销率来看，2020年，公司抗病毒口服液产销率较上年下降23.41个百分点，主要系公司产量增幅大于销量增幅所致，但产销率仍处于较高水平；板蓝根产销率较上年提高2.41个百分点，产销率很高；橘红系列产销率较上年下降22.70个百分点，产销率一般；中药饮片产销率较上年上升3.45个百分点。

表6 2018—2020年2021年1—3月公司主要产品销售情况

产品	指标	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
抗病毒口服液	销量（万支）	23532.00	28139.27	37088.14	9327.81
	销售收入（万元）	24452.52	29093.64	40752.45	10208.90
	销售单价（元/支）	1.04	1.03	1.10	1.09
	产销率（%）	88.34	115.67	92.26	135.84
板蓝根颗粒	销量（吨）	500.00	582.23	1127.93	600.56
	销售收入（万元）	2425.29	2302.37	4083.75	2181.56
	销售单价（万元/吨）	4.85	3.95	3.62	3.63
	产销率（%）	186.57	105.41	107.69	110.10
橘红系列	销量（吨）	1745.00	1884.86	1000.02	496.58
	销售收入（万元）	21373.25	25709.67	11988.51	6613.63
	销售单价（万元/吨）	12.25	13.64	11.99	13.32
	产销率（%）	92.41	105.53	82.83	110.51
中药饮片	销量（吨）	40890.00	44070.57	41254.82	12376.45
	销售收入（万元）	92485.25	114630.20	109890.93	31636.34
	销售单价（万元/吨）	2.26	2.60	2.66	2.56
	产销率（%）	98.48	97.56	101.01	94.69

资料来源：公司提供

2020年，公司对下游客户的结算方式主要为电汇或承兑汇票；公司中成药业务中对经销商基本实施先款后货的政策，仅对部分大型连锁药店给予不超过1个月的账期，子公司湖北天济、沪淮药业（主营中药饮片）客户均以医院客户为主，应收账款周期较长，一般为3~9个月。

从销售集中度来看，2020年，公司向前五名客户的销售额合计为5.43亿元，占营业收入的比重为17.69%，客户集中度一般。

表7 2020年公司前五大客户情况

(单位：万元、%)

序号	客户名称	销售金额	占比	是否为关联方
1	广东通用医药有限公司	16701.75	5.44	否
2	山东中医药大学附属医院	10919.36	3.55	否
3	北京正中堂医药药材有限责任公司	9646.33	3.14	否
4	吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司	9497.32	3.09	是
5	广州医药股份有限公司	7584.14	2.47	否
合计		54348.90	17.69	--

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2020年，公司经营效率有所波动，与同行业公司相比，公司经营效率处于中上游水平。

2020年，公司销售债权周转次数为3.09次，相比去年提高0.07次；存货周转次数为2.61次，相比去年下降0.22次；总资产周转次数为0.34次，相比去年提高0.01次。与同行业其他企业相比，公司经营效率处于中上水平。

表8 2020年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	股票简称	存货周转次数(次)	应收账款周转次数(次)	总资产周转次数(次)
603567.SH	珍宝岛	1.78	1.66	0.35
600566.SH	济川药业	3.66	3.26	0.64
600436.SH	片仔癀	1.67	13.30	0.68
中位数		1.78	3.26	0.64
300147.SZ	香雪制药	2.61	3.09	0.34

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致

资料来源：Wind数据，联合资信整理

4. 在建工程

公司主要在建项目未来尚需投资金额较大，公司未来资金支出压力较大。

截至2021年3月底，公司主要在建项目为中药饮片产业园（四川香雪制药科技产业园、宁夏六盘山绿色中药产业园、云南香格里拉健康产业以及德庆香雪南药产业园建设项目），五华生物医药产业园工程、生物岛项目等，累计计划总投资额29.19亿元，已投资17.25亿元，尚需投资11.84亿元，未来资金支出压力较大。

表9 截至2020年底公司主要在建项目情况

(单位：万元、%)

项目名称	计划投资额	截至2020年底已投资额	未来仍需投资规模	资金来源	预计完工时间
四川香雪制药科技产业园	9999.83	2266.13	6733.7	自筹	--
宁夏六盘山绿色中药产业园	47000	41916.1	5083.9	自筹	2021年
云南香格里拉健康产业	18000	8719.22	9280.78	自筹	2022年
五华生物医药产业园工程	46518	24786.27	21731.73	自筹	2021年
生物岛项目	40600	36615.09	3984.91	自筹	--
汕尾产业园一期	30000	23022.26	6977.74	自筹	2021年
新厂区工程	25000	13668.43	11331.57	自筹	--
兆阳生物医药中心	6000	3919.83	2080.17	自筹	--
宝鼎化橘红产业园物流中心	4000	3426.32	573.68	自筹	--
天济中药厂	4733	3317.56	1448.44	自筹	--
精准医学中心	10000	4019.84	5980.16	自筹	--
德庆香雪南药产业园建设项目	50000	6838.76	43161.24	自筹	2022年
合计	291850.83	172515.81	118368.02	--	

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，有利于业务的稳定发展。

未来，公司将以中医药现代化为发展方向，坚持内生性增长、外延性拓展、商业模式创新和前沿领先技术相结合的发展战略，将加快中医药全产业链布局，建设中药材标准化加工基地、仓储物流、精深加工及销售为一体的产业园，进一步完善“中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的“医药大健康产业链”，推动中药新药研发；推动数字化转型等。

中成药方面，公司将以抗病毒口服液为基础，联合中药资源，丰富产品线，开展B2C、B2B、O2O等新业务，拓展销售渠道。

中药资源方面，公司将坚持种植、加工、研发全产业链，推动“互联网+”医院终端服务延伸，与中医院合作开展中药饮片加工、配送、中药药房托管等供应链服务延伸项目。

精准医疗方面，公司将巩固在特异性T细胞过继免疫治疗实体肿瘤技术的地位，推进TAEST16001注射液新药临床试验以及开发更多研发管线。

公司还将继续推进口服紫杉醇等品种的引进和紫杉醇产品的申报等事项。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司2021年1—3月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。从合并范围变化来看，2020年，公司新设子公司3家；2021年1—3月，公司合并范围无变化；截至2020年底，公司拥有合并范围子公司共59家。引起合并范围变动的子公司规模不大，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。本报告中“较上年底”所引用的数据为公司消除保留意

见后更正的2019年年底数。

截至2020年底，公司合并资产总额97.78亿元，所有者权益42.53亿元（含少数股东权益6.36亿元）；2020年，公司实现营业收入30.72亿元，利润总额1.66亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额98.79亿元，所有者权益42.85亿元（含少数股东权益6.44亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入7.91亿元，利润总额0.34亿元。

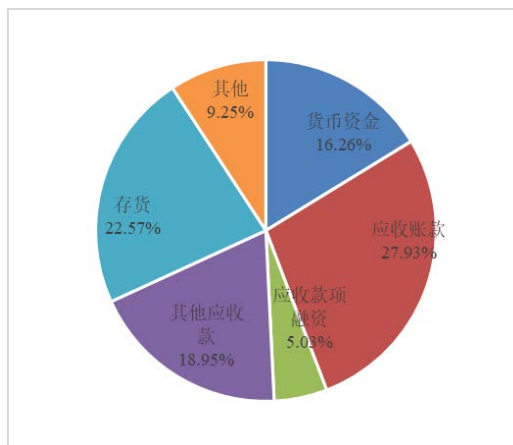
2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，流动资产中应收账款、存货及其他应收款占比较大，对营运资金形成较大占用；资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至2020年底，公司合并资产总额97.78亿元，较上年底增长15.56%，流动资产及非流动资产均有所增长。其中，流动资产占38.05%，非流动资产占61.95%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动资产37.21亿元，较上年底增长20.03%，主要系其他应收款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占16.26%）、应收账款（占27.93%）、应收款项融资（占5.03%）、其他应收款（占18.95%）和存货（占22.57%）构成。

图1 截至2020年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司货币资金6.05亿元，较上年底增长22.08%，主要系公司银行存款增加所致。货币资金中有1.28亿元受限资金，受限比例为21.16%，主要为各类保证金。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为10.39亿元，较上年底增长9.67%，主要系公司营业收入增长所致。从账龄看，1年以内的占88.96%，1~2年占6.50%，累计计提坏账0.62亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为2.83亿元，占比为25.68%，集中度尚可。

截至2020年底，公司应收款项融资1.87亿元，较上年底增长175.03%，主要系公司收到的票据贴现增加所致。

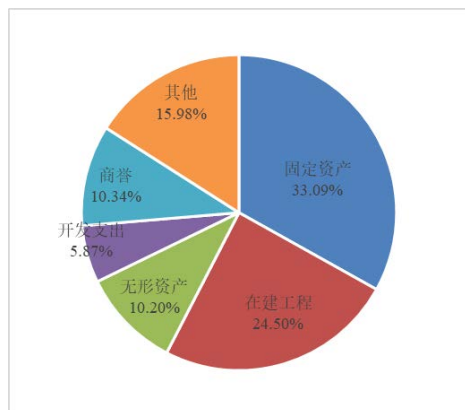
截至2020年底，公司其他应收款7.05亿元，较上年底增长65.97%，主要系2020年确认了昆仑投资的往来款余额6.49亿元所致。

截至2020年底，公司存货8.40亿元，较上年底增长11.03%，主要系公司部分产品产销率下降，导致存货增加所致。存货主要由原材料（占17.14%）、库存商品（占44.31%）、开发成本（占19.09%）和发出商品（占9.94%）构成，累计计提跌价准备0.14亿元，计提比例为1.61%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产60.57亿元，较上年底增长12.97%，公司非流动资产主要由固定资产（占33.09%）、在建工程（占24.50%）、无形资产（占10.20%）、开发支出（占5.87%）和商誉（占10.34%）构成。

图2 截至2020年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司固定资产20.05亿元，较上年底增长4.33%，变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占66.76%）和机器设备（占24.53%）构成，累计计提折旧7.39亿元；固定资产成新率73.89%，成新率尚可。

截至2020年底，公司在建工程14.84亿元，较上年底增长8.19%，主要系公司对五华生物医药产业园工程增加投入所致。

截至2020年底，公司无形资产6.18亿元，较上年底增长6.39%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占51.24%）、专利权（占16.21%）和非专利技术（占27.96%）构成，累计摊销1.43亿元，计提减值准备0.02亿元。

截至2020年底，公司开发支出3.56亿元，较上年底增长152.96%，主要系公司对TCRT-细胞治疗、TCRT标准化平台建设及联合治疗开发、口服紫杉醇以及脑部肿瘤小分子药物的开发投入增加所致。截至2020年底，公司TCRT-细胞治疗、脑部肿瘤的小分子药物KX02开发、双龙保心方的研制开发以及口服紫杉醇、口服伊立替康和KX2-391软膏的研发项目均进入临床阶段。

截至2020年底，公司商誉6.27亿元，较上年底变化不大。公司商誉主要为公司收购沪谯药业和湖北天济以及其他企业所致，公司累计计提商誉减值准备352.55万元，2020年末计提减值准备。公司因收购沪谯药业产生的商誉为3.57亿元，因收购湖北天济产生的商誉为2.06亿元；2020年，沪谯药业实现营业收入4.77亿元，相比上年有所增长，净利润0.48亿元，相比上年下降9.17%；湖北天济实现营业收入9.34亿元，相比上年下降8.48%，净利润0.60亿元，相比上年下降18.29%。上述两家子公司在所在地亳州及湖北地区竞争力较强，2020年业绩有所下降主要受疫情影响。

截至2020年底，公司受限资产20.48亿元。其中，受限货币资金1.28亿元；受限资产占总资产比重为20.95%，受限比例较高。

表10 截至2020年底公司所有权受到限制的资产情况
(单位: 亿元、%)

科目	受到限制资产余额	占总资产比例	受限原因
货币资金	1.28	1.31	保证金
固定资产	11.66	11.92	抵押贷款
无形资产	0.18	0.19	抵押贷款
应收账款	0.60	0.61	质押贷款
在建工程	4.57	4.67	抵押贷款
投资性房地产	1.56	1.60	抵押贷款
其他非流动资产	0.63	0.64	大额存单质押
合计	20.48	20.95	--

资料来源: 公司审计报告

截至2021年3月底, 公司合并资产总额98.79亿元, 较上年底增长1.03%, 变化不大。其中, 流动资产占37.82%, 非流动资产占62.18%。公司资产以非流动资产为主, 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, 股本和资本公积占比较高, 权益结构稳定性较强。

截至2020年底, 公司所有者权益42.53亿元, 较上年底增长3.44%。其中, 归属于母公司所有者权益占比为85.03%, 少数股东权益占比为14.97%。在归属于母公司所有者权益中, 股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占18.29%、59.33%、0.12%和19.92%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2021年3月底, 公司所有者权益42.85亿元, 较上年底增长0.76%, 规模和结构较年初变化不大。

(2) 负债

截至2020年底, 公司负债规模增长, 以流动负债为主; 公司债务大幅增长, 以短期债务为主, 债务结构有待调整, 债务负担加重且存在集中偿付压力。

截至2020年底, 公司负债总额55.25亿元, 较上年底增长27.01%, 主要系流动负债增加所致。其中, 流动负债占79.27%, 非流动负债占20.73%。

公司负债以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底, 公司流动负债43.80亿元, 较上年底增长34.23%, 主要系公司短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款(占65.78%)、应付账款(占15.43%)和其他应付款(合计)(占8.48%)构成。

截至2020年底, 公司短期借款28.81亿元, 较上年底增长103.93%, 主要系公司及下属子公司资金需求增加所致。公司短期借款中, 以保证借款(占56.27%)和抵押借款(占30.83%)为主。

截至2020年底, 受公司延长应付账款期限以及经营采购规模的扩大的影响, 公司应付账款6.76亿元, 较上年底增长18.21%。应付账款账龄以1年以内为主。

截至2020年底, 公司其他应付款(合计)3.71亿元, 较上年底下降44.55%, 主要系往来款大幅下降所致。公司其他应付款主要由股权款及借款(1.00亿元)以及往来款(1.39亿元)构成。

截至2020年底, 公司非流动负债11.45亿元, 较上年底增长5.36%, 变化不大。公司非流动负债主要由长期借款(占63.38%)、应付债券(占19.32%)、长期应付款(合计)(占7.55%)和递延收益(占6.61%)构成。

截至2020年底, 公司长期借款7.26亿元, 较上年底增长67.07%, 主要系信用借款及抵押借款增加所致; 长期借款主要由质押借款(占15.02%)、抵押借款(占62.52%)保证借款(占5.82%)和信用借款(占16.63%)构成。从期限分布看, 1~2年内到期的占37.56%, 2~3年到期的占7.91%, 3年及以上到期的占49.64%, 长期借款到期期限结构较为合理, 集中偿付压力尚可。

截至2020年底, 公司应付债券2.21亿元, 较上年底下降56.10%, 主要系公司偿还“17制药01”所致。

截至2020年底, 公司长期应付款(合计)0.86亿元, 较上年底增长37.81%, 主要系专项应付款增加所致。

截至2020年底, 公司递延收益0.76亿元, 较

上年底下降11.99%，主要系与资产相关政府补助有所减少所致。

截至2020年底，公司全部债务41.88亿元，较上年底增长44.21%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占77.39%，长期债务占22.61%，以短期债务为主，存在较大的短期偿债压力，其中，短期债务32.41亿元，较上年底增长64.87%，主要系短期借款增加所致；长期债务9.47亿元，较上年底增长0.93%，较上年底变化不大。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56.50%、49.61%和18.21%，较上年底分别提高5.10个百分点、提高8.22个百分点和下降0.37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55.94亿元，较上年底增长1.24%，变化不大。其中，流动负债占78.20%，非流动负债占21.80%。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37.03亿元，较上年底下降11.58%，主要系短期债务下降所致。债务结构方面，短期债务占72.15%，长期债务占27.85%，以短期债务为主，其中，短期债务26.72亿元，较上年底下降17.56%，主要系公司偿还部分短期借款所致。长期债务10.31亿元，较上年底增长8.90%。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56.62%、46.36%和19.40%，较上年底分别提高0.12个百分点、下降3.26个百分点和提高1.19个百分点。

4. 盈利能力

2020年，受益于防疫产品销售增长，公司收入规模有所增长，公司费用控制能力有所提高，但整体盈利能力仍较弱，投资收益、其他收益及营业外支出对利润影响较大；2021年一季度，公司收入变动不大，利润总额大幅下降。

2020年，受益于公司防疫产品销售增长，公司实现营业收入30.72亿元，同比增长10.26%，受益于公司费用控制能力的提高，公司实现利润

总额1.66亿元，同比增长41.91%。

2020年，公司费用总额为7.84亿元，同比下降5.82%，变化不大。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43.25%、31.20%、8.55%和17.01%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为3.39亿元，同比下降14.24%，主要系运输装卸费计入营业成本以及计入销售费用的职工薪酬减少所致；管理费用为2.45亿元，同比增长9.71%，主要系计入管理费用的其他费用增长所致；研发费用为0.67亿元，同比增长9.34%，主要系公司委外研发费增加所致；财务费用为1.33亿元，同比下降12.78%，主要系利息支出减少所致。2020年，公司期间费用率为25.52%，同比下降4.36个百分点（同比减少0.48亿元，其中0.39亿元受新收入准则影响），公司费用控制能力有所提高。

2020年，公司实现投资收益0.30亿元，占营业利润的比重为12.95%；其他收益0.44亿元，占营业利润的比重为19.18%，营业外支出0.71亿元，同比增加0.67亿元，营业外支出占利润总额的比重为42.61%，对利润影响较大；公司营业外支出主要为滞纳金，主要系深圳市南岳资产管理有限公司（以下简称“南岳资产”）因增资事项对公司提起诉讼，公司败诉，确认营业外支出共计0.53亿元。

2020年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为3.22%和3.33%，同比分别下降0.72个百分点和提高0.27个百分点。公司盈利能力较弱。

2021年1-3月，公司实现营业收入7.91亿元，同比下降0.87%，同比变化不大；2021年1-3月，实现利润总额0.34亿元，同比下降61.65%，主要系2021年一季度的疫情相比上年同期较为平稳，毛利率较高抗病毒口服液销售减少所致。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金仍为净流入状态，净流入规模大幅增长，收入实现质量有所下降；

受公司为昆仑投资提供借款的影响,投资活动现金转为净流出状态;经营活动获取现金无法覆盖投资活动支出缺口;筹资活动现金转为净流入状态。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入36.45亿元,同比增长3.93%,变化不大;经营活动现金流出33.88亿元,同比下降1.06%,变化不大。受以上因素综合影响,2020年,公司经营活动现金净流入2.57亿元,同比增长209.78%。2020年,公司现金收入比为93.28%,同比下降1.53个百分点,收入实现质量尚可。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入8.91亿元,同比下降55.82%,主要系收回的借款减少所致;投资活动现金流出21.30亿元,同比增长82.20%,主要系借出的款项及购买理财产品增加所致,其中借出的款项主要为借给昆仑投资的资金,总计6.20亿元。受以上因素综合影响,2020年,公司投资活动现金净流出12.39亿元,同比净流入转为净流出。

2020年,公司筹资活动前现金流量净额为-9.81亿元,相比上年由净流入转为净流出,公司对外融资需求大。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入50.17亿元,同比增长41.95%,主要系公司借款增加所致;筹资活动现金流出38.92亿元,同比下降14.75%,主要系公司偿还债务的流出减少所致。2020年,公司筹资活动现金净流入11.25亿元,同比净流出转为净流入。

2021年1-3月,公司经营活动产生的现金流量净额为0.48亿元;投资活动产生的现金流量净额为-1.42亿元;筹资活动产生的现金流量净额为-1.23亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司长、短期偿债能力指标表现一般,间接融资通畅性较差,公司作为上市公司,具有直接融资能力;公司重大诉讼的判决及执行情况或将对公司的经营产生影响。

截至2020年底,公司流动比率与速动比率

分别由上年底的95.00%和71.82%下降至84.95%和65.77%,流动资产对流动负债的保障程度降低。截至2020年底,公司经营现金流动负债比率为5.87%,同比提高3.33个百分点,经营性现金流对流动负债的保障程度有所提高。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的0.27倍下降至0.19倍,现金类资产对短期债务的保障程度降低。整体看,公司短期偿债能力较弱。

2020年,公司EBITDA为4.46亿元,同比增长14.55%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占24.75%)、摊销(占8.83%)、计入财务费用的利息支出(占29.20%)、利润总额(占37.23%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的1.97倍提高至2.52倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;全部债务/EBITDA由上年的7.45倍提高至9.38倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度有待提高。整体看,公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年底,公司不存在对外担保。

截至2020年底,公司的重大诉讼事项如下:

(一)康享案:康享有限公司在启德控股有限公司及启德酒店的投资权益受损一案,涉案金额3.00亿元,目前一审已判决,公司胜诉。截至2021年6月3日,康享有限公司已上诉,正在二审中。

(二)南岳案:深圳市南岳资产管理有限公司因增资事项对公司提起诉讼,涉案金额0.40亿元,二审判决公司败诉,公司已将应付的滞纳金等计入2020年营业外收入,目前公司正在采取相应的应对措施,包括但不限于积极向法院申请再审、以及与原告洽谈和解等措施。(三)启德酒店案:公司与启德酒店就生物岛交易有关事项提起诉讼,涉案金额2.70亿元,公司胜诉,在法院强制执行阶段,对公司的影响最终由执行结果确定,对公司的影响存在不确定性。

截至2021年3月底,公司本部、沪谯药业及湖北天济已获授信总额为32.30亿元,未使用额度为3.38亿元,间接融资渠道通畅性较弱;公司作为上市公司,具有直接融资能力。

7. 母公司财务分析

母公司资产以非流动资产为主，其他应收款与长期股权投资规模较大；负债主要为流动负债，公司存在一定债务集中偿付压力；所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较强。母公司收入贡献较低，净利润主要来自于投资收益；经营活动现金流为净流入状态。

截至2020年底，母公司资产总额64.88亿元，较上年底增长6.14%。其中，流动资产20.22亿元（占31.17%），非流动资产44.65亿元（占68.83%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占13.10%）、应收账款（占10.00%）、其他应收款（合计）（占58.80%）和存货（占5.50%）构成；其他应收款主要为往来款，前五大其他应收款期末余额为6.80亿元，占比为61.89%。

非流动资产主要由长期股权投资（占52.77%）、固定资产（合计）（占25.61%）和在建工程（合计）（占9.03%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为2.65亿元。

截至2020年底，母公司负债总额33.25亿元，较上年底增长12.38%。其中，流动负债28.03亿元（占84.32%），非流动负债5.21亿元（占15.68%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占77.90%）和其他应付款（合计）（占13.00%）构成，非流动负债主要由长期借款（占44.52%）、应付债券（占42.42%）和预计负债（占6.92%）构成。母公司2020年底资产负债率为51.25%，较2019年底提高2.85个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务27.50亿元。其中，短期债务占83.51%、长期债务占16.49%。截至2020年底，母公司短期债务为22.97亿元，存在一定集中债务偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率46.51%，母公司债务负担尚可。

截至2020年底，母公司所有者权益为31.63亿元，较上年底增长0.28%，所有者权益稳定性较强。在归属母公司所有者权益中，实收资本为6.61亿元（占20.91%）、资本公积合计20.52亿元（占64.88%）、未分配利润合计3.64亿元（占

11.52%）、盈余公积合计1.05亿元（占3.33%）。

2020年，母公司营业收入为8.99亿元，利润总额为0.92亿元。同期，母公司投资收益为0.73亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为1.68亿元，投资活动现金流净额为-5.19亿元，筹资活动现金流净额为4.23亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的66.35%；母公司负债占合并口径的60.18%；母公司全部债务占合并口径的65.67%；母公司所有者权益占合并口径的74.37%。2020年，母公司营业收入占合并口径的29.26%；母公司利润总额占合并口径的55.33%。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司现金类资产、EBITDA及经营活动产生的现金流入对公司债券待偿余额的覆盖程度较高，公司对“17制药02”的偿还能力较强。

截至2020年底，公司存续债券待偿本金共计2.20亿元。截至2020年底，公司现金类资产为6.24亿元，为“17制药02”待偿本金（2.20亿元）的2.84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36.45亿元、2.57亿元、4.46亿元，为“17制药02”待偿本金（2.20亿元）的16.55倍、1.17倍和2.03倍。

十二、 债券保护条款分析

“17制药02”由广东粤财融资担保集团有限公司（原广东省融资再担保有限公司，以下简称“粤财融资担保”或“担保方”）提供连带责任保证担保。

1. 担保人信用分析

（1）担保方担保概况

担保方成立于2009年2月，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东

省政府全额出资成立的省级再担保公司，初始注册资本 20.00 亿元，成立目的是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保服务。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司更名为广东省融资再担保有限公司。近年来，担保方分别于 2012 年、2014 年、2015 年和 2016 年经历多次股东增资和 2018 年资本公积转增股本，资本规模保持增长。截至 2020 年 6 月底，担保方注册资本 60.60 亿元，实收资本 60.60 亿元，公司唯一股东为粤财控股，公司实际控制人为广东省人民政府。截至 2020 年 6 月底，担保方无股权被质押情况。2021 年 4 月 19 日，公司更名为广东粤财融资担保集团有限公司。

截至 2020 年 6 月底，担保方拥有两家全资子公司，分别为广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司；控股广东粤财普惠金融股份有限公司（持股比例为 96.67%）；参控股清远、中山、珠海、江门等 10 家地市担保公司。

担保方经营范围：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保，兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

截至 2020 年 6 月底，担保方设有风险管理部、法律合规部、综合管理部、财务资源部、普惠金融部、资产管理部、稽核审计部等部门，担保方员工合计 91 人。

截至 2019 年底，担保方资产总额 88.11 亿元，所有者权益 72.39 亿元（含少数股东权益 6.66 亿元）；2019 年，担保方实现营业收入 4.57 亿元，

其中担保业务收入 2.32 亿元，利润总额 2.62 亿元。

截至 2020 年 6 月底，担保方资产总额 89.32 亿元，所有者权益 73.22 亿元（含少数股东权益 6.72 亿元）；2020 年 1—6 月，担保方实现营业收入 2.34 亿元，其中担保业务收入 1.20 亿元，利润总额 1.21 亿元。

担保方注册地址：广东省广州市越秀区东风中路 481 号粤财大厦 12 楼；法定代表人：刘祖前。

（2）担保方经营分析

担保方不断推进担保业务转型，全力推动再担保业务优化升级。近年来，担保方再担保业务和直保业务的业务规模整体呈增长态势，目前整体融资担保放大倍数处于适中水平，担保方未来业务发展空间较大。

担保方的担保业务分为再担保业务和直保业务，其中直保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务。担保方的再担保业务品种分为机构再担保、产品再担保和项目再担保，以机构再担保为主。

从经营业绩来看，2017—2019 年，担保方营业收入年均复合下降 1.28%；2019 年同比上升 13.18%，主要系担保业务收入增加所致。同期担保方实现净利润分别为 3.85 亿元、1.59 亿元和 1.92 亿元，年均复合下降 29.45%，其中，2018 年同比下降 58.83%，主要系担保方担保费收入减少以及提取担保赔偿准备金的规模增加所致；2019 年同比增长 20.87%，主要系担保业务收入上升所致。

表 11 担保方营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
担保业务收入	2.22	47.36	1.56	38.72	2.32	50.86	1.20	51.20
利息收入	0.71	15.18	0.76	18.73	1.28	28.01	0.35	14.93
投资收益	1.68	35.83	1.65	40.79	0.94	20.56	0.74	31.79
其他	0.08	1.63	0.07	1.75	0.03	0.56	0.05	2.09
合计	4.69	100.00	4.04	100.00	4.57	100.00	2.34	100.00

资料来源：担保方提供资料，联合资信整理

担保方收入主要由担保业务收入、利息收入和投资收益构成。其中，2017—2019年，担保业务收入年均复合增长2.31%，其中，2018年实现担保费收入1.56亿元，同比减少29.60%，主要系直保业务落地项目减少所致；2019年实现担保业务收入2.32亿元，同比增长48.66%，主要系直保业务规模大幅增长所致。2017—2019年，投资收益年均复合下降25.22%，主要系持续压缩信托产品投资规模所致。

2020年1—6月，担保方实现营业收入2.34亿元，同比增长26.44%，其中，担保业务收入1.20亿元，投资收益0.74亿元，实现利润总额1.21亿元，同比增长15.46%。

担保业务概况

2017—2019年，担保方当期新增担保额呈持续增长态势，年均复合增长13.52%；其中再担保业务当年新增额分别为332.33亿元、351.76亿元和350.81亿元，占当年新增担保额的比重分别为80.08%、82.23%和65.60%，担保方再担保业务当年新增规模较大。

2017—2019年底，担保方期末风险担保责任余额分别为192.96亿元、236.76亿元和267.78亿元，呈持续增长态势，年均复合增长17.80%；其中，再担保业务期末风险责任余额分别为20.91亿元、76.70亿元和78.72亿元，占担保方期末风险责任余额比重分别为10.85%、32.40%和29.40%，呈波动上升态势；直保业务期末风险责任余额分别为171.78亿元、160.06亿元和189.06亿元，占担保方期末风险担保责任余额的比重分别为89.15%、67.60%和70.60%，呈波动下降态势。2018—2019年底及2020年6月底，担保方融资性担保放大倍数分别为2.39倍、2.47倍、2.51倍，融资性担保放大倍数有所上升但仍处适中水平，担保方未来业务发展空间较大。

再担保业务

2017—2019年底，担保方再担保业务余额分别为346.21亿元、369.88亿元和371.63亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长3.61%。近三年，机构再担保业务占再担保业务的比重分别为

98.24%、94.15%和89.97%，呈持续下降态势。

近年来，担保方积极优化再担保业务结构，一方面推动合作担保机构从以民营机构合作为主向以政府支持的融资担保机构为主、民营融资担保机构共同发展转型。另一方面，担保方再担保业务模式从以“增信型”为主向“增信和分险”并重的模式逐步转型。截至2019年底，担保方合作的省内融资担保机构共计44家。截至2020年6月底，担保方再担保业务担保余额为411.91亿元，较2019年底增长10.84%，主要系机构再担保和产品再担保业务规模增长所致；其中，机构再担保业务担保余额355.96亿元，较2019年底增长6.46%，占再担保业务的比重为86.42%，较2019年底下降3.55个百分点，但占比仍然较高，担保方再担保业务以机构再担保业务为主。

直保业务

2017—2019年底，担保方直保业务期末风险责任余额分别为171.78亿元、160.06亿元和189.06亿元，呈波动增长态势，年均复合增长4.91%。

近年来，担保方将担保业务重心向资本市场及创新业务转移，传统信贷类担保业务规模呈下降态势，截至2019年底银行贷款、小贷通及结构化履约担保担保余额分别降至的11.44亿元、2.48亿元和10.20亿元。结构化履约担保业务业务模式主要是通过券商设立的定向资产管理计划或信托公司发行的资金信托计划募集资金，投资于目标公司股权或收购权益，由另一主体分期收购证券公司或信托公司持有股权或权益，担保方对回购方的到期回购履约责任提供担保服务，近年来业务规模逐年下降。

担保方开展资本市场债券增信业务，发行方主要为上市公司、国有企业等，债券担保余额增长较快，以企业债券、公司债券、私募债券为主。担保方主要聚焦粤港澳大湾区及广深港走廊的建设，加大对战略性新兴产业和高技术企业的支持力度，担保方目前直保产品已全面覆盖集合票据、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、私募债、可交换债、PPN、ABN、

ABS、信用风险缓释工具等。截至2019年底，债券担保业务余额125.50亿元，风险责任余额117.84亿元。从直保业务定价来看，2019年担保方担保业务费率在1%~2%的水平，2020年以来受疫情影响针对小微企业担保业务的担保费率降低至1.5%以下。担保方持续创新业务模式，形成了助贷、资产证券化、结构化增信三类消费金融业务模式，以结构化增信为主。该类业务在风控方面主要借助旗下粤财金科的技术支持，通过大数据模型监控逾期率的变化并设置警戒线。由于该类业务具备额度小、流量大、可循环等特点，2019年该类业务呈现快速增长趋势，截至2019年底担保方信托项目和产品担保类的消费金融业务担保余额增至102.86亿元，风险责任余额12.61亿元。

截至2020年6月底，担保方直保业务余额370.39亿元，较2019年底增长28.74%，主要系信托项目和产品担保业务大幅增长所致；其中信托和产品担保项目余额179.53亿元，占比最高，为48.71%，其次为资本市场项目129.77亿元，占比为35.01%，保函项目23.38亿元，占比为6.31%。

(3) 担保方财务分析

① 财务概况

担保方提供了2017—2019年和2020年上半年财务报表，2017—2019年财务数据已经致同会计师事务所(特殊普通合伙)广东分所审计并出具了标准无保留意见的审计结论；担保方2020年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2019年，担保方纳入合并范围的子公司包括全资子公司广东粤财网络投资有限公司、广东粤财网电投资有限公司，控股子公司广东粤财普惠金融股份有限公司以及10家参控股地市担保公司。整体看，担保方新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2019年底，担保方资产总额88.11亿元，所有者权益72.39亿元(含少数股东权益6.66亿元)；2019年，担保方实现营业收入4.57亿元，担保业务收入2.32亿元，利润总额2.62亿元。

截至2020年6月底，担保方资产总额89.32亿元，所有者权益73.22亿元(含少数股东权益6.72

亿元)；2020年1—6月，担保方实现营业收入2.34亿元，利润总额1.21亿元。

② 资本结构

担保方运营资金主要来源于自有资金，所有者权益稳定性较好，负债水平很低。

目前，担保方可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2017—2019年底，担保方所有者权益年均复合下降0.49%，小幅波动，整体变化不大。截至2019年底，担保方所有者权益72.39亿元，较年初增长1.03%；其中归属于母公司所有者权益占比90.80%。归属于母公司所有者权益中，实收资本60.60亿元，占比为92.20%，所有者权益稳定性较好。截至2019年底，担保方负债权益比为21.72%，即担保方的资金来源主要为资本金。利润分配方面，2017—2019年，担保方现金分红分别为1.43亿元、2.79亿元和0.96亿元，分别占上年度归属于母公司所有者的净利润的53.43%、75.02%和66.31%，分红力度较大，利润留存对担保方权益的积累贡献一般。

负债方面，2017—2019年底，担保方负债总额逐年增长，年均复合增长17.09%，截至2019年底，担保方负债合计15.72亿元，较上年增长24.79%，以其他应付款(占比38.48%)、担保赔偿准备金(占比32.85%)和未到期责任准备金(占比7.60%)为主。

2017—2019年底，担保方其他应付款年均复合增长3.35%，变化不大。截至2019年底，担保方其他应付款6.05亿元，较年初增长6.16%，主要系受托管理的代偿补偿专项资金新增利息所致。截至2019年底，担保方其他应付款主要为广东省中小企业信用担保代偿补偿资金本金5.00亿元(其中中央财政出资3.00亿元，地方出资2.00亿元)和广东省企业债券省级风险缓释基金本金0.50亿元，委托担保方负责日常运营管理，专门为担保机构扶持小微企业提供担保代偿补偿。

2017—2019年底，担保方担保赔偿准备金复合增长19.23%，截至2019年底，担保方担保

赔偿准备金 5.16 亿元，较上年底增长 6.66%，担保赔偿准备金按照担保责任余额 1% 比例差额计提，计提充分。

担保方按当年担保费收入的 50% 比例计提未到期责任准备金，2017—2019 年底，担保方未到期责任准备金年均复合增长 3.62%，截至 2018 年底，未到期责任准备金 0.81 亿元，较上年底下降 26.84%，截至 2019 年底，未到期责任准备金 1.19 亿元，较上年底增长 46.75%，近两年未到期责任准备金波动主要系担保方担保费收入波动所致。

2017—2019 年，担保方实际资产负债率分别为 7.95%、8.24% 和 10.63%，有所上升，但整体负债规模较小，负债水平很低。

截至 2020 年 6 月底，担保方所有者权益 73.22 亿元，较年初基本持平，构成变化不大。截至 2020 年 6 月底，担保方负债合计 16.11 亿元，较上年底增长 2.46%，构成较上年底变动不大。

③ 资产质量

担保方资产质量较好，以货币资金为主，资产流动性好。

2017—2019 年底，担保方资产总额年均复合增长 2.07%。截至 2019 年底，担保方资产总额 88.11 亿元，较上年底增长 4.59%，主要由货币资金（占比 17.59%），应收代偿款（占比 6.24%），其他流动资产（占比 59.36%），长期股权投资（占比 5.11%），其他非流动资产（占比 5.36%）组成。

2017—2019 年底，担保方货币资金呈波动下降趋势，年均复合下降 26.34%；截至 2019 年底，担保方货币资金 15.50 亿元，占资产总额的 17.59%，主要为银行存款为主。截至 2019 年底，担保方银行存款余额 15.50 亿元，其中受限货币资金余额 8.24 亿元，主要为受托管理的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金余额 5.28 亿元和担保客户存入担保保证金余额 1.37 亿元。

2017—2019 年，担保方应收代偿款年均复合增长 166.60%；截至 2018 年底，应收代偿款 5.87 亿元，较上年底增加 5.10 亿元，主要系担

保方 2018 年当期代偿 5.24 亿元所致；截至 2019 年底，应收代偿款 5.50 亿元，同比下降 6.26%。

担保方其他流动资产主要以信托产品、债权产品和银行理财产品的投资为主。2017—2019 年，担保方其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 11.59%；截至 2018 年底，其他流动资产 14.18 亿元，较上年底下降 66.25%，主要是担保方信托投资规模下降所致；截至 2019 年底，其他流动资产 52.30 亿元，较 2018 年底大幅增长 268.93%，主要系银行理财产品投资规模大幅增加所致，其中，银行理财产品 38.22 亿元，占比为 73.08%。

截至 2020 年 6 月底，担保方资产合计 89.32 亿元，较 2019 年底增长 1.38%，其中货币资金 57.50 亿元，较 2019 年底增长 270.96%，主要系银行理财产品到期赎回所致，占资产总额的比重为 64.38%。截至 2020 年 6 月底，担保方货币资金中受限资金 8.36 亿元，占货币资金的比重为 14.54%，受限资金主要为受托管理的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金、广东省企业债券省级风险缓释基金和广东省工业和信息化厅产业链协同创新资金池等。

根据《融资担保公司资产比例管理办法》（以下简称“管理办法”），融资担保公司应依照 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构。截至 2020 年 6 月底，担保方 I、II、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 66.82%、11.42% 以及 20.84%，III 级资产配置比例在管理办法规定范围内。

④ 盈利能力

近年来，受担保赔偿准备计提和担保业务收入波动的影响，担保方盈利能力有所波动，整体处于适中水平。

担保方营业收入主要来自担保业务收入、投资收益和利息净收入为主。近年来，受担保方担保业务收入波动影响，担保方收入水平亦有所波动，2019 年担保方实现营业收入 4.57 亿元，主要是受到直保业务规模波动所致。2018 年以来，受经济下行、市场环境不佳影响，担保公司风险也有不同程度的暴露，担保方担保业务

开展较为谨慎，直保业务呈现收缩态势，2019年以来，担保方加大普惠金融和创新业务开展力度，直保业务收入规模有所增长。2019年，担保方实现担保费收入2.32亿元。近年来，担保方持续压缩信托产品投资规模，加大结构存款的配置力度，担保方投资收益规模有所下降，利息净收入对营业收入的贡献有所提升。2019年实现投资收益0.94亿元，利息净收入1.28亿元。

担保方的营业支出主要由计提的担保赔偿准备、未到期担保责任准备金净额以及业务及管理费构成。近年来，担保方营业支出有所增长，主要是由于提取担保赔偿准备金所致。担保方按担保责任余额的1%差额计提担保赔偿准备，并根据项目情况补充计提专项担保赔偿准备，以提高担保方抗风险能力；担保方按当年担保费收入的50%提取未到期担保责任准备金，同时，将上年计提的未到期担保责任准备金转回。2019年担保方计提未到期责任准备金1.19亿元；近年来，担保方担保赔偿准备规模呈现较大幅波动，主要是由于2017年担保方将原从担保赔偿准备金计提的中小企业信用担保代偿补偿资金2亿元冲回导致当年担保赔偿准备金为负所致。2019年，担保方计提担保赔偿准备0.32亿元。此外，担保方实施了较为有效的成本控制，业务及管理费支出有所增加，但整体费用收入比处于较低水平。

由于2017年担保方营业支出为负影响，近年来担保方净利润水平有所波动。2019年，担保方实现净利润1.92亿元；资产收益率和净资产收益率分别为2.23%和2.66%，较2018年有所上升，但盈利水平仍有待提升。

2020年1—6月，担保方实现营业收入2.34亿元，同比增长26.44%，其中，担保业务收入1.20亿元，投资收益0.74亿元，实现利润总额1.21亿元，同比增长15.46%。

⑤资本充足率及代偿能力

近年来随着担保责任余额增长，担保方融资性担保放大倍数随之上升；受投资资产以及并表导致的其他类资产规模增长影响，净资本

余额略有下降；担保方整体资本充足性较好、代偿能力极强。

担保方面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，担保方将以自有资本承担相应的损失。担保方实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估担保方可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了担保方的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

截至2019年底，担保方净资本为57.29亿元，净资本/净资产比率为79.14%，净资本比率仍保持在较高水平，主要是由于担保方现金类资产和银行理财产品规模较大。近年来，由于担保方的担保余额和担保责任余额持续增长，同时净资产、净资本有所波动，担保方融资性担保放大倍数和净资本担保倍数整体有所上升；融资性担保放大倍数和净资本担保责任余额倍数亦呈上升态势。截至2019年底，融资性担保放大倍数和净资本担保责任余额倍数分别为2.47倍和4.67倍，仍处于行业适中水平，资本充足性较好。

联合资信根据担保方的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算担保方在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，2017—2019年底，随着担保方融资性担保责任有所增加，担保方净资本覆盖率有所下降。截至2019年底，担保方净资本覆盖率为163.00%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于较充足水平。

表12 担保方资本充足性和偿债能力

单位：(亿元、倍、%)

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年底	2020年 6月底
风险责任余额	192.69	236.76	267.78	288.54
净资产	73.10	71.65	72.39	73.22
净资本	58.01	58.56	57.29	/
融资性担保放大倍数	--	2.39	2.47	2.51

净资产担保倍数	3.32	4.04	4.67	/
净资产/净资产比率	79.36	81.73	79.14	/
净资产覆盖率	239.04	236.81	163.00	/
代偿准备金率	6.69	73.93	0.00	0.00

资料来源：担保方审计报告及提供资料，联合资信整理

根据担保方提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：4401040011275847），截至2020年11月26日，担保方无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据担保方过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，担保方无逾期或违约记录，履约情况良好。

2. 担保效果评价

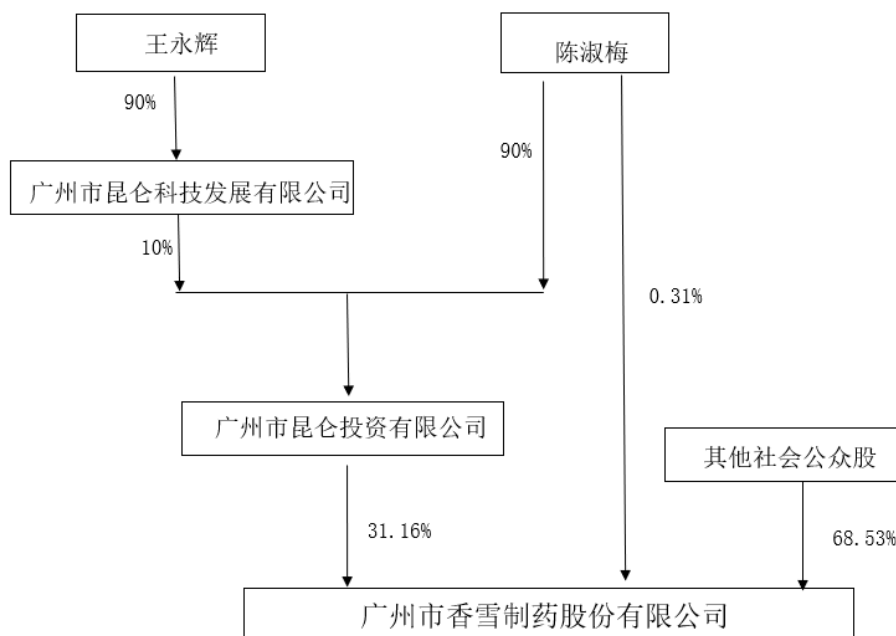
从担保效果来看，以2020年6月底担保方财务数据测算，“17制药02”待偿本金（2.20亿元）占担保方资产总额的2.46%，占所有者权益总额的3.00%，占比较低。

担保方作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著。其担保对“17制药02”的信用水平仍有显著积极影响。

十二、结论

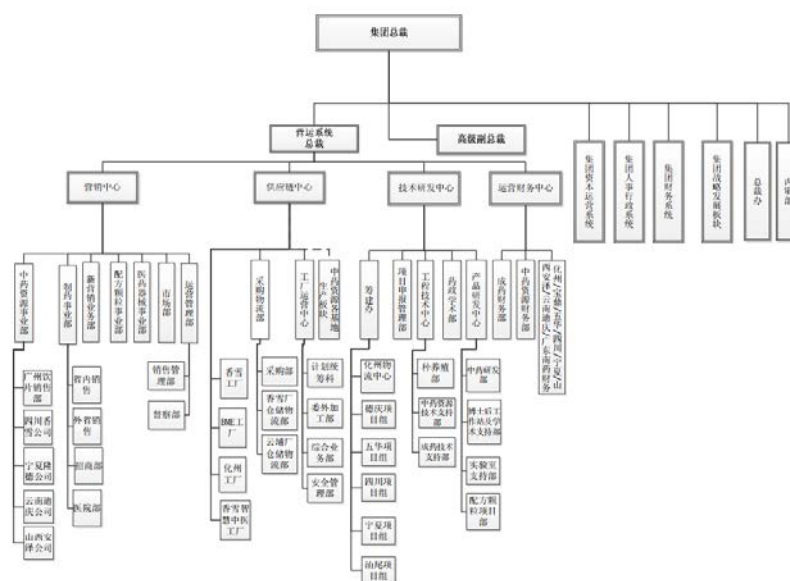
综上，联合资信确定公司的主体长期信用等级由AA调整为A⁺，评级展望为稳定；维持“17制药02”的债项信用等级为AAA。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底广州市香雪制药股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底广州市香雪制药股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	持股比例	注册资本	业务范围	取得方式
1	湖北天济药业有限公司	55.00%	30000万元	中药饮片生产与销售	非同一控制下合并
2	亳州市沪谯药业有限公司	70.00%	11500万元	中药生产与销售	非同一控制下合并

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 公司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)	7.36	5.24	6.24	4.80
资产总额 (亿元)	86.26	84.62	97.78	98.79
所有者权益 (亿元)	40.12	41.12	42.53	42.85
短期债务 (亿元)	24.29	19.66	32.41	26.72
长期债务 (亿元)	13.08	9.38	9.47	10.31
全部债务 (亿元)	37.37	29.04	41.88	37.03
营业收入 (亿元)	25.04	27.86	30.72	7.91
利润总额 (亿元)	1.12	1.17	1.66	0.34
EBITDA (亿元)	3.82	3.90	4.46	--
经营性净现金流 (亿元)	0.91	0.83	2.57	0.48
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.81	3.02	3.09	--
存货周转次数 (次)	2.91	2.83	2.61	--
总资产周转次数 (次)	0.28	0.33	0.34	--
现金收入比 (%)	94.71	94.81	93.28	116.27
营业利润率 (%)	35.72	30.89	31.60	29.14
总资本收益率 (%)	3.02	3.95	3.22	--
净资产收益率 (%)	2.19	3.07	3.33	--
长期债务资本化比率 (%)	24.59	18.58	18.21	19.40
全部债务资本化比率 (%)	48.22	41.39	49.61	46.36
资产负债率 (%)	53.48	51.41	56.50	56.62
流动比率 (%)	121.60	95.00	84.95	85.42
速动比率 (%)	103.29	71.82	65.77	65.11
经营现金流流动负债比 (%)	2.83	2.54	5.87	--
现金短期债务比 (倍)	0.30	0.27	0.19	0.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.03	1.97	2.52	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.78	7.45	9.38	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 公司其他应付款科目中的带息债务已计入全部债务
资料来源：公司财务报告

附件 2-2 公司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)	3.10	1.86	2.65	1.95
资产总额 (亿元)	70.35	61.13	64.88	64.21
所有者权益 (亿元)	30.92	31.54	31.63	31.85
短期债务 (亿元)	18.99	15.53	22.97	19.43
长期债务 (亿元)	12.44	6.32	4.53	4.64
全部债务 (亿元)	31.43	21.84	27.50	24.08
营业收入 (亿元)	3.68	6.26	8.99	1.86
利润总额 (亿元)	-0.23	0.82	0.92	0.22
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.32	0.23	1.68	0.33
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.19	11.41	6.59	--
存货周转次数 (次)	2.50	4.19	6.19	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.10	0.14	--
现金收入比 (%)	116.25	53.69	57.58	135.11
营业利润率 (%)	42.84	45.82	37.41	45.47
总资本收益率 (%)	1.77	3.85	3.24	--
净资产收益率 (%)	-0.51	2.60	2.66	--
长期债务资本化比率 (%)	28.69	16.69	12.54	12.73
全部债务资本化比率 (%)	50.41	40.92	46.51	43.05
资产负债率 (%)	56.05	48.40	51.25	50.40
流动比率 (%)	118.86	81.80	72.14	72.16
速动比率 (%)	115.46	78.80	68.18	66.13
经营现金流流动负债比 (%)	4.94	1.00	6.01	--
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.12	0.12	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币
资料来源：公司财务报告

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务及业务数据				
资产总额 (亿元)	84.57	84.25	88.11	89.32
所有者权益 (亿元)	73.10	71.65	72.39	73.22
净资本 (亿元)	58.01	58.56	57.29	/
营业收入 (亿元)	4.69	4.04	4.57	2.34
利润总额 (亿元)	5.16	2.16	2.62	1.21
期末风险责任余额 (亿元)	192.69	236.76	267.78	288.54
财务及业务指标				
实际资产负债率 (%)	7.95	8.24	10.63	10.30
资产收益率 (%)	4.68	1.88	2.23	0.96
净资产收益率 (%)	5.42	2.19	2.66	1.14
融资性担保放大倍数 (倍)	--	2.39	2.47	2.51
净资本担保倍数 (倍)	3.32	4.04	4.67	/
净资本/净资产比率 (%)	79.36	81.73	79.14	/
净资本覆盖率 (%)	239.04	236.81	163.00	/
代偿准备金率 (%)	6.69	73.93	0.00	0.00
累计担保代偿率 (%)	0.08	0.32	0.26	0.26
当期担保代偿率 (%)	0.11	1.28	0.00	0.00

资料来源：担保方财务报表及提供资料，联合资信整理

附件 3-1 公司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 3-2 担保方主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
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	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 × 100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 × 100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 × 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 × 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 × 100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入 × 100%
资产收益率	净利润/资产总额 × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
净资本	经调整的资产 - 经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保责任余额 / (净资产 - 对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额 - 未到期责任准备金 - 担保赔偿准备金) / 资产总额 × 100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产 × 100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值 × 100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和 × 100%

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 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. 本报告所列示的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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。
6. 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。