



# 2018年吉林敖东药业集团股份有限公司可 转换公司债券2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2018年吉林敖东药业集团股份有限公司可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
敖东转债	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：吉林敖东药业集团股份有限公司（以下简称“吉林敖东”或“公司”，股票代码：000623.SZ）是广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）第一大股东，对广发证券的股权投资可为公司带来较高的投资收益；公司在中药领域积累了一定的信誉和口碑，形成了安神补脑液等优势产品；同时公司债务率水平较低，杠杆状况表现良好。但公司利润对投资收益依赖较大，易受投资标的经营业绩和金融资产市值的影响而存在波动；公司中药原材料价格的上涨增加了成本管控压力，以及化药业务业绩持续下滑等风险因素。

## 评级日期

2023年6月6日

## 联系方式

**项目负责人：**王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**张颜亭  
zhangyt@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	315.28	311.73	290.67	273.53
归母所有者权益	265.42	260.37	248.59	233.53
总债务	30.81	30.05	26.34	24.86
营业收入	7.88	28.68	23.04	22.52
净利润	4.90	18.01	17.71	16.91
经营活动现金流净额	-2.30	4.24	3.25	3.90
净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.98	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	14.74	17.84	16.48
总债务/总资本	10.29%	10.24%	9.52%	9.55%
FFO/净债务	--	-154.47%	-89.31%	-73.66%
EBITDA 利润率	--	73.51%	101.06%	92.83%
总资产回报率	--	6.19%	6.73%	6.94%
速动比率	1.15	2.31	3.94	4.07
现金短期债务比	--	6.19	12.50	13.06
销售毛利率	47.54%	51.16%	52.31%	59.44%
资产负债率	14.84%	15.50%	13.86%	13.98%

注：公司净债务为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司对广发证券的股权投资规模较大，资产质量较好，获取的投资收益较高。**截至 2022 年末，公司对广发证券投资的账面价值为 214.80 亿元，占总资产的 68.91%；公司直接持有广发证券的股权比例为 19.23%，仍为其第一大股东。2022 年度，公司对广发证券投资确认的投资收益为 14.48 亿元，仍是公司利润的主要构成。
- **公司在中药领域积累了一定的信誉和口碑，安神补脑液具备一定的市场优势。**经过多年的发展，公司在中药领域积累了一定的信誉和口碑，多个产品通过一致性评价、纳入了医保，其中安神补脑液在中药安神补脑类市场中占有优势地位。受益于市场渠道的拓展，2022 年公司中药业务收入和利润均有所增长。
- **公司杠杆状况表现良好，流动性资源获取能力较强。**截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率为 14.84%，维持低位水平。由于以货币资金、交易性金融资产等为主要构成的现金类资产充裕，公司的净债务为负，杠杆状况表现良好。此外，公司资产以投资类资产为主，流动性较强，可为到期债务的偿付提供一定保障。

## 关注

- **公司利润对投资收益依赖大，易受投资标的经营业绩和金融资产市值的影响而存在波动。**2022 年公司获取的投资收益占净利润的比重为 90.93%，广发证券的投资所得仍是公司利润的最主要构成；由于广发证券经营业绩的下滑，2022 年公司的投资收益有所下降，同时公司股票、基金等金融资产市值的变动导致了公允价值变动损失增加，未来广发证券的经营情况以及金融资产的市值波动仍将对公司盈利状况产生较大影响。
- **中药业务原材料价格存在上涨趋势，公司面临一定的成本管控压力。**由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，加上劳动力价格持续上涨、野生及动物类药材供给出现不足，随着需求不断增长，中药材价格呈现持续上升态势。2022 年公司医药业务的直接材料合计占生产成本的比重为 62.28%，中药材原材料价格的提升对公司的成本管控提出了挑战。
- **公司化药业务核心产品销量延续下降趋势，收入和盈利持续下滑。**公司化药业务受国家控制辅助用药政策等因素影响较大，核心产品注射用核糖核酸 II 退出医保目录，2022 年销量持续下滑，化药收入和盈利持续下降。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司中药业务发展稳健，且对广发证券的股权投资规模较大，资产流动性较强，负债水平低，预计公司的业务风险和财务风险将保持稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	吉林敖东	云南白药	步长制药	以岭药业	济川药业
总资产	311.73	533.21	219.52	163.36	149.81
营业收入	28.68	364.88	149.51	125.33	89.96
净利润	18.01	28.40	-17.18	23.57	21.72
销售毛利率（%）	51.16	26.32	71.69	63.77	82.91
资产负债率（%）	15.50	27.75	44.08	33.09	24.22

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/敖东转债	2022-5-26	王硕、张颜亭	<a href="#">医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/敖东转债	2017-10-10	刘玮、罗力	<a href="#">化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
敖东转债	24.13	24.0638	2022-5-26	2024-3-13

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2018年3月13日公开发行6年期24.13亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于吉林敖东延边药业股份有限公司（以下简称“延边药业”）扩建升级项目二期工程项目<sup>1</sup>、吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目<sup>2</sup>、吉林敖东洮南药业股份有限公司（以下简称“洮南药业”）自动化生产线建设项目、吉林敖东延吉药业科技园建设项目<sup>3</sup>以及补充流动资金项目。截至2023年3月末，敖东转债募集资金账户余额为7.80亿元<sup>4</sup>。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。公司控股股东仍为敦化市金诚实业有限责任公司（以下简称“金诚公司”），截至2023年3月末，金诚公司所持公司股份仍为327,080,749股，占公司总股份的28.12%；截至2023年4月6日，金诚公司所持公司股份的48.92%已被质押。公司实际控制人仍为李秀林先生、敦化市金源投资有限责任公司及5名金诚公司股东<sup>5</sup>，公司股权结构见附录二。

公司所属行业为医药制造业，主要从事中药、化学药品研发、制造和销售。2022年和2023年1-3月，公司合并范围内的一级子公司未发生变化，截至2023年3月末，公司合并范围内共有22家一级子公司（详见附录四）。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

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

<sup>1</sup> 根据公司2022年8月31日公告，公司拟变更延边药业扩建升级项目二期工程项目的部分用途，将该项目使用募集资金金额由8.52亿元调整为4.10亿元，将尚未投入该项目的募集资金及利息用于吉林敖东延边药业股份有限公司中药配方颗粒项目建设。

<sup>2</sup> 吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目已建设完成投入生产，项目结余资金5.98万元（含利息收入）补充吉林敖东世航药业股份有限公司流动资金。

<sup>3</sup> 2020年5月19日，经2019年度股东大会及“敖东转债”2020年第一次债券持有人会议审议通过，同意公司将吉林敖东延吉药业科技园建设项目尚未投入的募集资金50,974.83万元及其利息的用途变更为补充流动资金。

<sup>4</sup> 含定期存款50,800万元和8,000.00万元，两笔款项分别于2023年5月4日和2023年4月29日到期收回并划转至公司的募集资金账户。

<sup>5</sup> 5名金诚公司股东为郭淑芹、曾颐华、陈永丰、杨凯、杨学宏。

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

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

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

## 行业环境

**国家政策利好中成药行业健康稳定发展，中药新药审批有望加速；集采及支付端的改革使得中药行业整体面临降价压力，中成药零售市场将面临较好机遇，但需关注重点监控用药目录所涉及品种；预计2023年中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大**

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

审批<sup>6</sup>。

新药申请方面，2022年度国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理中药总量为1,551件，其中，新药申请65件，申请数量较上一年度增加3件；2022年有2款中药获得上市许可。

**表1 国家持续出台政策支持中医药行业健康发展**

日期	发布单位	文件名称	主要内容
2022年3月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	提出15项主要发展指标，并安排了10项重点任务。其中提出，医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂将实行自主定价，符合条件的按程序纳入医保支付；探索符合中医药特点的医保支付方式，遴选和发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价。
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	涉及9个方面包括加强中药材质量管理、强化中药饮片、中药配方颗粒监管、优化医疗机构中药制剂管理、完善中药审评审批机制等
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	共十一章，共82条。主要内容分为总则、中药注册分类与上市审批、人用经验证据的合理应用、中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药、上市后变更、中药注册标准、药品名称和说明书、附则等
2023年2月	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	在中医服务领域提升中医药健康服务能力，促进优质中医医疗资源均衡布局；中药材及中药领域加快促进中药材种业发展，推进规范种植、提升中药饮片和中成药质量；加快推进中医药现代化，布局中医药科技创新重点项目和关键技术装备能力。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**中药集采的推进是的中药制造企业面临降价的压力，预计行业竞争实力出现分化，具有独家品种、创新品种的中药企业将迎来较好发展**

2022年中成药国家集采开始全面启动，2022年9月全国中成药联合采购办公室（以下简称“办公室”）挂牌成立并发布《全国中成药联盟采购公告（2022年第1号）》，公告涵盖了16个采购组42个药品，包含口服和注射剂，涉及骨科、眼科、肿瘤、心脑血管等治疗领域。中成药集采的历史降价幅度较化药相对温和，但同样倒逼中药企业进行创新药的研发，也符合国家政策的发展方向。此外，部分有产品竞争优势的药企在集采降价压力下，会选择放弃医院市场转而拓展院外市场。

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

<sup>6</sup>特殊情形为1、用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治2、临床急需而市场短缺3、儿童用药4、新发现的药材及其制剂，或者药材新的药用部位及其制剂5、药用物质基础清楚、作用机理基本明确。

所提升。

从支付端来看，中医药不断推动精细化管理。虽然2021年12月底国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，指出中医医疗机构可暂不实行DRG<sup>7</sup>付费，但同时发布了“医保版中医病症分类与代码”，即从2022年1月起，中医病症分类与代码实现了全国统一，这为全国范围实施中医DRG做出了铺垫。从2022年开始全国各地的中医院陆续开始推行DRG付费，试点医院以三甲医院为主，且推行深入层级在不断下沉。该政策使得零售处方药的占比将有所提升。

以上因素将使得中成药零售市场面临较好的发展机遇，品牌中成药具有较强竞争优势。随着认知度提高、药品零售线上和线下渠道的融合带来的便利性提升，民众通过零售端购买中药占比快速提高，中成药零售市场面临较好的发展机遇。中成药零售市场受集采影响相对较小，且院外市场拥有自主定价权，零售端中成药产品可保持较高的利润空间；近年来零售端的中药销售额呈现逐年上升趋势，销售额增长动力主要来源于产品单价提升。不同于院内市场，药品零售端市场具有一定消费属性，消费者的品牌认知、消费习惯对药品销售影响较大，品牌中成药具有较强竞争优势。

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

我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2023年1月18日，国家医疗保障局召开2022年国家医保药品目录调整新闻发布会，宣告2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作已顺利结束。本次调整共有111个药品新增进入目录，3个药品被调出目录。从谈判和竞价情况看，147个目录外药品参与谈判和竞价（含原目录内药品续约谈判），121个药品谈判或竞价成功，总体成功率达82.3%，谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%。2016年至今，国家已经组织了7次药价谈判，医保目录动态调整机制基本形成。预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

**表2 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大**

项目	第七次	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	147	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	121	94	119	97	17	36	3
平均降幅	60.1%	目录外： 61.71%	50.64%	新增： 60.7% 续约： 26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年1月13日，国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》（以下简称“重点监控目录”），这是继2019年发布第一批重点监控用药目录后的首次更新。发布重点监控目录的主要目的

<sup>7</sup> DRG 全称 Diagnosis Related Groups，即疾病诊断相关分组。

在于规范临床的合理用药，进入重点监控目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险，并且会优先调整出医保支付目录，若监控之后相关药品调出医保支付目录，将面临较大的销售下滑。从第一批重点监控的效果来看，基本在地方医保清退的第一年，“第一批”重点监控药品已经基本被普遍调出地方医保。第一批重点监控目录涉及的中药品类包含中药注射液等辅助用药品种，若涉及药企没有提前布局和调整药品进行替换补位，普遍面临较大的销售量下滑。因此，需要重点关注涉及医保目录调整和重点监控目录调整对相关药企的影响。

### 预计2023年中药材原料价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大

短期内中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大。野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨、野生及动物类药材供给出现不足，随着需求不断增长，价格呈现持续上升态势，2023年4月中药材野生99价格指数<sup>8</sup>已创下3,968.64点新高。中证鹏元预计2023年中药材野生99价格指数仍处于高位。大宗中药材方面，受行业周期、中药材质量监管加强、天气异常等多重因素影响，中药材综合200价格指数近年来走势与中药材野生99价格指数趋同、呈上升趋势，中证鹏元预计2023年中药材综合200价格指数维持高位。

**图1 受多重因素影响，2019年以来中药材价格指数呈上升趋势**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

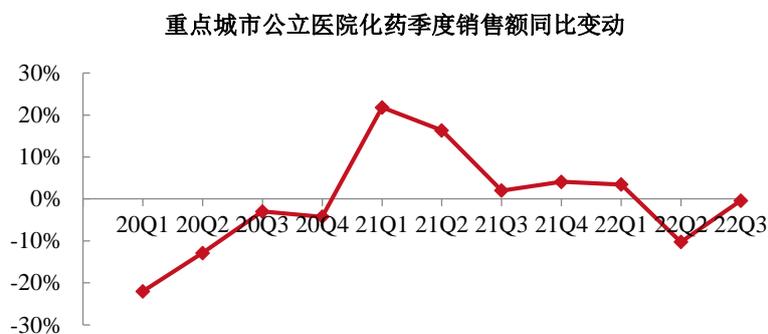
**2022年化药行业增速放缓，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制造行业业绩持续承压，创新药面临较好的发展机遇，行业研发格局从“以仿为主”到“仿创结合”过渡**

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

<sup>8</sup> 中药材野生 99 价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。

业整体维持低增速。考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计2023年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

**图2 2022年化药行业增速波动较大，前三季度整体同比小幅下滑**



资料来源：米内网，中证鹏元整理

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

**表3 集采常态化下仿制药对原研药的替代趋势明显**

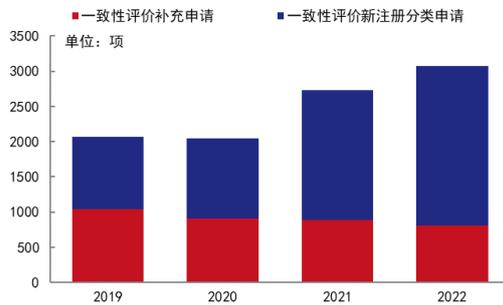
品种类型	2021年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售额同比增长
原研药	31.13%	31.00%	-1.20%
仿制药	68.87%	69.00%	-0.60%
总计	100.00%	100.00%	-0.80%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额

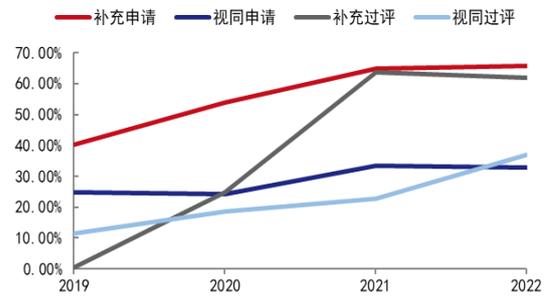
资料来源：米内网，中证鹏元整理

我国仿制药一致性评价工作自2012年开始，近年已迈向成熟阶段。2022年，共有1,764个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比下滑10.5%。截至2022年末，已通过一致性评价（含视同过评）的受理号达5,573个，涉及药品4,013个。从申报种类来看，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出在集采提速扩面的新阶段下，部分市场规模小、竞争格局激烈的老品种一致性评价不再受青睐，企业重心转移到发展高质量高标准新型仿制药研发。近四年，注射剂一致性评价申报及过评数量及占比逐年递增，尤其是2020年国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》后，注射剂一致性评价工作明显提速，预计未来将维持高占比。同时，国家鼓励有条件的企业率先开展口服固体制剂、注射剂之外的其他剂型产品的一致性评价，缓释片、缓释胶囊、肠溶胶囊、脂质体注射液、滴眼液、吸入制剂等创新复杂制剂的申报数量将持续上升。

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

**图3 仿制药企业研发重心转移**


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

**图4 一致性评价药品中注射剂占比持续提高**


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来,我国已落地执行8批药品集中带量采购,2022年7月,第七批国家组织药品集中带量采购产生中选结果,60种药品采购成功,327个中选产品平均降价48%,涉及31个治疗类别,2022年11月起相继落地执行。2023年4月11日,国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果,共39种药品采购成功,拟中选药品平均降价56%,将于2023年7月开始实施。按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求,到2025年药品集中带量采购品种需超过500个,未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加,预计带量采购将进一步加速扩面,化药制剂行业盈利规模继续承压。

**表4 全国带量采购加速扩面,预计未来化药行业利润将继续承压**

项目	全国第八批集采	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2023年2月	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	39个品种	60个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业(家)	174	217	148	118	125	77
平均降幅	56%	48%	56%	50.00%	53.00%	53.00%

注: 全国第六批集采为胰岛素专项集采,不涉及化药,故未在表中陈列

资料来源: 上海阳光医药采购网、公开资料, 中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成,临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2023年1月18日,国家医疗保障局召开2022年国家医保药品目录调整新闻发布会,宣告2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作已顺利结束。本次调整共有111个药品新增进入目录,3个药品被调出目录。从谈判和竞价情况看,147个目录外药品参与谈判和竞价(含原目录内药品续约谈判),121个药品谈判或竞价成功,总体成功率达82.3%,谈判和竞价新准入的药品,价格平均降幅达60.1%。2016年至今,国家已经组织了7次药价谈判,医保目录动态调整机制基本形成。预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大,越来越多的创新药将纳入目录之内,给创新药提供了较好的发展机遇,行业整体研发格局将从“以仿为主”过渡到“仿创结合”。

**表5 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大**

项目	第七次	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	147	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	121	94	119	97	17	36	3
平均降幅	60.1%	目录外： 61.71%	50.64%	新增： 60.7% 续约： 26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年1月13日，国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，这是继2019年发布第一批重点监控用药目录后的首次更新，本次发布的药品除已经在第一批目录中出现的药物外，也包括奥美拉唑、头孢哌酮舒巴坦、布地奈德、地佐辛等已经纳入国家或地方集采且在临床上需求量较大的药品，进入重点监控目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险，相关药品占比较大的企业业绩或受一定影响。

**表6 近年化药行业主要政策情况**

发布时间	政策/文件名称	主要内容
2021年11月	工信部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》	对我国医药产业升级发展提出整体目标：加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。
2022年7月	全国第七批药品带量采购产生中选结果	60种药品采购成功，平均降价48%
2023年1月	2022年国家医保药品目录调整结果发布	本次调整121个药品谈判或竞价成功，平均价格降幅60.1%
2023年1月	国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》	进入该目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险
2023年3月	国家药监局药品审评中心发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规划（试行）》	加快创新药审评速度，鼓励创新药研究发展
2023年4月	全国第八批药品带量采购产生中选结果	39种药品采购成功，平均降价56%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司业务涉及中药和化药两条主要业务线，“敖东”品牌是“中国500最具价值品牌”，经过多年的发展，公司在中药领域积累了一定的信誉和口碑，多个产品通过了一致性评价、纳入了医保，安神补脑液在中药安神补脑类市场中占有优势地位

公司主要从事中药、化学药品、保健食品等产品的研发、生产及销售，业务范围涵盖中成药、中药配方颗粒、中药饮片、化学药品等，同时涉足保健食品、食品、养殖、种植等领域。在中药、连锁药店批发和零售以及食品业务的带动下，2022年公司营业收入同比增长24.50%。其中，中药业务收入同比增长14.92%，主要系公司加大渠道管控力度，实施大品种带动重点培育品种的营销战略所致；连锁药店批

发和零售业务收入同比增长80.45%，主要系连锁药店子公司经营情况好转及2022年承接提供相关物资采购服务任务所致；食品业务收入同比增长130.95%，主要系公司加大营销力度，子公司吉林敖东健康科技有限公司产品的销量增长较快所致；但公司化学药品受政策影响收入仍存在下滑趋势。毛利率方面，2022年公司中药、化学药品、连锁药店批发和零售业务毛利率均略有下降，受此影响，公司销售毛利率略有下滑；2023年1-3月，受中药毛利率下降影响，公司销售毛利率有所下降。

**表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中药	4.56	57.93%	55.67%	16.92	59.01%	59.90%	14.73	63.93%	60.55%
化学药品	1.02	12.93%	57.38%	3.25	11.35%	53.47%	3.40	14.76%	56.81%
连锁药店批发和零售	1.16	14.72%	17.59%	4.48	15.63%	19.50%	2.48	10.79%	23.44%
食品	1.05	13.28%	35.07%	3.59	12.53%	49.73%	1.56	6.75%	22.29%
其他收入	0.05	0.65%	37.48%	0.25	0.86%	23.72%	0.46	1.99%	7.14%
其他业务	0.04	0.49%	76.72%	0.18	0.63%	42.09%	0.41	1.78%	58.26%
<b>合计</b>	<b>7.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.54%</b>	<b>28.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.16%</b>	<b>23.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>52.31%</b>

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经过多年的发展，公司的“敖东及图”商标被认定为中国驰名商标，“敖东”品牌连续18年入选由世界品牌实验室发布的“中国500最具价值品牌”，公司在2014年8月被认定为“吉林老字号”，形成了一定的信誉和口碑。2022年公司子公司引进抗菌消炎胶囊、健儿消食口服液等多个中药品种，获得中药生产批准文号16个；子公司开展化学药品仿制药研发项目8个，获得化药4类仿制药批准文号1个；开展化药1类新药研发项目1个，开展化药一致性评价研究项目7个。公司在中药和化药领域中存在多个纳入医保的产品，安神补脑液是公司的核心品种，在中药安神补脑类市场占有优势地位。

**表8 截至2022年末公司主要产品情况**

	产品名称	负责生产的子公司	主要销售终端	2022年纳入医保情况	2021年纳入医保情况
化学药品	注射用核糖核酸II	吉林敖东药业集团延吉股份有限公司（简称“延吉药业”）	医院	未纳入医保	未纳入医保
	注射用盐酸平阳霉素	延吉药业	医院	国家医保	国家医保
	注射用赖氨匹林	洮南药业	药店及第三终端	国家医保	国家医保
	羧甲司坦泡腾片	延边药业	第三终端	未纳入医保	未纳入医保
	赖氨匹林原料药	洮南药业	生产企业	未纳入医保	未纳入医保
中药	安神补脑液	延边药业	医院、药店及第三终端	国家医保	国家医保
	血府逐瘀口服液	延边药业	医院药店及第三终端	国家医保	国家医保

小儿柴桂口服液	延边药业	医院药店及第三终端	国家医保	国家医保
羚贝止咳糖浆	吉林敖东集团力源制药股份有限公司（简称“力源药业”）	医院药店及第三终端	未纳入医保	省医保
养血饮口服液	力源药业	医院药店及第三终端	国家医保	国家医保

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司中药业务涉及安神补脑、心脑血管、感冒发烧等多个治疗领域，形成了安神补脑液、小儿柴桂退热口服液、血府逐瘀口服液3个核心大品种；受益于市场的拓展，2022年公司中药主要产品的销量实现增长，但中药产能利用率整体不高，未来的新增产能能否消化存在不确定性

公司中药产品包括中成药、中药配方颗粒和中药饮片，涵盖安神补脑、心脑血管、儿科、妇科、代谢及消化系统、血液循环系统、清热解毒、感冒发烧等多个治疗领域的产品。通过多年发展，公司形成了安神补脑液、小儿柴桂退热口服液、血府逐瘀口服液3个核心大品种，并以核心大品种为基础，逐步发展和培育了羚贝止咳糖浆和养血饮口服液等重点品种。受益于营销渠道的拓展和重点品种销量的增加，2022年公司中药业务收入保持增长，占营业收入的比重为59.01%，仍是公司收入的最主要构成。

**表9 公司主要中药产品的收入及占比情况（单位：万元）**

产品名称	2022年		2021年	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
安神补脑液	61,624.71	21.49%	56,313.14	24.44%
小儿柴桂退热口服液	16,186.83	5.64%	10,529.46	4.57%
血府逐瘀口服液	9,798.72	3.42%	8,959.33	3.89%
羚贝止咳糖浆	6,496.17	2.26%	4,173.61	1.81%
养血饮口服液	5,300.66	1.85%	4,289.66	1.86%
<b>合计</b>	<b>99,407.09</b>	<b>34.66%</b>	<b>84,265.20</b>	<b>36.58%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

安神补脑液是公司中成药的核心品种，也是公司的知名产品，在市场上积累了良好的口碑和品牌效应；2022年安神补脑液销量保持增长，主要合作对象为九州通医药集团股份有限公司。血府逐瘀口服液是公司在心脑血管领域的核心产品，2022年公司大力开发医院端，增加临床覆盖率，销量同比有所增加。受益于市场需求的增长和公司加大关键客户的开发，2022年小儿柴桂退热口服液的销量大幅增加，销售收入同比增长较快。

**表10 公司中药主要产品产量、销量及产销率情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
安神补脑液	产量（万支）	42,969.94	36,459.49
	销量（万支）	42,740.68	37,878.93
	产销率	99.47%	103.89%
血府逐瘀口服液	产量（万支）	5,993.10	5,587.64
	销量（万支）	5,597.41	5,502.24

	产销率	93.40%	98.47%
小儿柴桂退热口服液	产量（万支）	5,974.88	3,962.81
	销量（万支）	6,200.35	3,947.35
	产销率	103.77%	99.61%

资料来源：公司提供

公司中药生产基地主要分布在敦化市区和工业园生产基地，生产主体主要是子公司延边药业和力源药业。受公司拓展销售渠道、下游需求增加等因素的影响，2022年公司中药产量持续增加，中成药的产能利用率变化不大，中药饮片的产能利用率大幅增长，但产能利用水平整体不高。截至2022年末，公司尚有延边药业中药配方颗粒项目等，项目建成后公司中药产能将进一步扩大，未来产能能否消化存在一定的不确定性。

**表11 公司中药产能、产量及产能利用率情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
中成药	产能（万盒/年）	16,185.00	11,866.00
	产量（万盒）	11,152.34	9,040.18
	产能利用率	68.91%	76.18%
中药饮片	产能（吨/年）	7,607.50	7,607.50
	产量（吨）	4,760.23	2,842.42
	产能利用率	62.57%	37.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受国家控制辅助用药政策、主要产品退出医保目录等因素的影响，公司化药业务收入和盈利持续下滑；2022年公司化药业务以基本药物和医保产品为重点，相关产品收入增长较快，但规模较小

公司化学药品包括化学药品针剂、化学药品普药和化药原料药。由于公司化药核心产品注射用核糖核酸II于2019年7月被纳入国家重点监控药品目录，2021年该产品退出医保目录，受此影响2022年注射用核糖核酸II销量延续下降趋势；注射用盐酸平阳霉素需求也持续下滑。2022年公司以基本药物和医保产品为中心，注射用赖氨匹林、羧甲司坦泡腾片、赖氨匹林原料药产品收入实现大幅增长，但规模不大。整体来看，公司化药产品受国家医药政策的影响较大，2022年收入和占比持续下降，虽毛利率水平仍较高，但存在下滑趋势，仍需关注未来医药政策对公司化药业务收入和盈利的影响。

**表12 公司化药主要产品收入及毛利率情况（单位：万元）**

产品名称	2022年		2021年	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
注射用核糖核酸II	6,602.63	2.30%	11,692.98	5.08%
注射用盐酸平阳霉素	4,627.53	1.61%	5,789.58	2.51%
注射用赖氨匹林	1,719.91	0.60%	555.69	0.24%
羧甲司坦泡腾片	1,401.42	0.49%	1,059.23	0.46%
赖氨匹林原料药	1,353.30	0.47%	393.85	0.17%

合计	15,704.79	5.48%	19,491.33	8.46%
----	-----------	-------	-----------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表13 公司化药主要产品产量、销量及产销率情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
注射用核糖核酸II	产量（万支）	144.34	207.33
	销量（万支）	144.36	204.18
	产销率	100.01%	98%
注射用盐酸平阳霉素	产量（万支）	9.04	9.16
	销量（万支）	6.91	8.62
	产销率	76.44%	94.10%

资料来源：公司提供

公司化药生产基地主要分布在延吉和洮南，生产主体主要为子公司延吉药业和洮南药业。2022年由于公司主力发展基本药物和医保产品，注射用赖氨匹林、羧甲司坦泡腾片、赖氨匹林原料药等产品的产量增加，但化药产能利用率水平不高，未来的产能消化情况仍待观察。

**表14 公司化药产能、产量及产能利用率情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
化学药品	产能（万盒/年）	5,085.00	4,204.10
	产量（万盒）	1,967.10	1,923.15
	产能利用率	38.68%	43.37%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司的成本和营运资金管理处于行业平均水平，2022年主要原材料价格存在上涨趋势，公司存在一定的成本管控压力**

公司产品成本中直接原材料占比最大，2022年医药业务的直接材料合计占生产成本的比重为62.28%。公司中成药的原材料主要包括鹿茸、甘草、桃仁、淫羊藿、当归、桔梗等中药材，由公司子公司吉林敖东世航药业股份有限公司负责统一采购，主要从全国各地特许农户、标准化基地及药材合作社进行采购。化学药品的直接材料主要为苯酚、酒精、牛胰脏、牛脾脏等，由负责生产的子公司延吉药业、洮南药业各自采购，主要的原材料牛胰脏、牛脾脏主要与当地屠宰场进行合作。

2022年公司化学药品主要原材料价格基本稳定，中成药主要原材料价格呈上涨趋势，若未来主要原材料价格继续上涨或短缺，将对公司盈利产生不利影响。2022年公司前五大供应商采购金额占年度采购总额的23.83%，集中度略有提升。

**表15 公司部分主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）**

原材料名称		2022年	2021年
化学药品原材料	蔗糖	5.70	5.65
	苯酚	30.97	31.79

中成药原材料	酒精	6.68	6.29
	鹿茸	3,779.49	3,969.78
	淫羊藿	111.10	81.62
	人参	236.59	212.40
	西洋参	216.36	128.45

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

成本管控方面，与同行主要企业相比，公司的营业成本占营业收入的比重处于中等水平。营运资金管理方面，公司的应收账款周转率和存货周转率水平不高，净营业周期较长，整体的营运资金管理能力一般。

**表16 公司同业成本管控和营运资金管理主要指标**

上市公司	营业成本/营业收入	净营业周期 (天)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)
吉林敖东	48.84%	185.76	1.91	4.40
云南白药	73.68%	130.66	3.28	4.48
步长制药	28.31%	159.71	1.11	9.67
以岭药业	36.23%	73.88	2.46	7.51
济川药业	17.09%	-47.07	4.01	3.64

注：上表为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司对外投资规模较大，以对广发证券的投资为主，需关注投资类资产的减值风险；同时，广发证券投资收益对公司的利润贡献较大，未来广发证券的业绩波动将对公司利润情况产生较大影响

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

截至2022年末，公司直接持有广发证券股权比例为19.23%，仍为其第一大股东。截至2022年末，受增持广发证券以及权益法下确认的投资收益增加的影响，公司对广发证券投资的账面价值增至214.80亿元，占总资产的68.91%。2022年公司对广发证券确认投资收益为14.48亿元，同比下降26.05%，但仍分别占当年公司投资净收益、利润总额的88.42%、84.14%，仍是公司投资净收益及利润总额的主要来源。由于公司对广发证券投资规模较大，若广发证券业绩出现波动，将对公司利润表现产生较大影响。

**表17 截至 2022 年末公司长期股权投资情况（单位：亿元）**

联营企业名称	业务性质	2022 年		2021 年	
		账面价值	持股比例	账面价值	持股比例

<sup>9</sup> 截至 2022 年 12 月 31 日，公司持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 1,252,297,867 股、境外上市外资股（H 股）股份 212,924,000 股，以上持股占广发证券总股本的 19.2259%；公司全资子公司敖东国际（香港）实业有限公司持有广发证券境外上市外资股（H 股）股份 36,868,800 股，占广发证券总股本的 0.4838%。公司及全资子公司合计持有广发证券 1,502,090,667 股，占广发证券总股本的 19.7097%。

广发证券股份有限公司	证券经纪	214.80	19.23%	190.79	18.06%
吉林博雅特医营养科技有限公司	批发和零售业	0.24	25.00%	0.30	25.00%

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

交易性金融资产投资方面，受宏观环境低迷、证券市场行情不佳等因素的影响，2022年公司主要投资标的的股价下滑，期间公允价值变动净收益为负（-6.33亿元），仍需关注权益市场波动对交易性金融资产的价值的影响。其他权益工具投资方面，2022年公司其他权益工具投资变动不大，受被投资对象业绩下滑的影响，其他权益工具投资带来的收益有所下降。

**表18 截至 2022 年末公司主要的交易性金融资产情况（单位：亿元）**

证券品种	证券代码	证券简称	2022 年末 账面价值	2021 年末 账面价值
境内外股票	600739	辽宁成大	9.77	14.93
境内外股票	600833	第一医药	1.24	1.01
境内外股票	600881	亚泰集团	1.03	2.11
境内外股票	600713	南京医药	0.64	0.58
境内外股票	000009	中国宝安	0.63	0.28
境内外股票	06837.HK	海通证券	0.60	0.80
境内外股票	02186.HK	绿叶制药	0.55	0.49
境内外股票	600000	浦发银行	0.31	0.36
债券	888880	标准券	0.49	0.20

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

**表19 截至 2022 年末公司主要的其他权益投资工具情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年
吉林敖东创新产业基金 管理中心（有限合伙）	1.66	2.04
珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心（有限合伙）	0.99	1.29
北京阳光诺和药物研究股份有限公司	0	0.69
广州广发信德健康创业投资基金合伙企业（有限合伙）	0.50	0.50
海创药业股份有限公司	0.31	0.35
中山市公用小额贷款有限责任公司	0.12	0.12
澳斯康生物制药(南通)有限公司	0.12	0.12

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

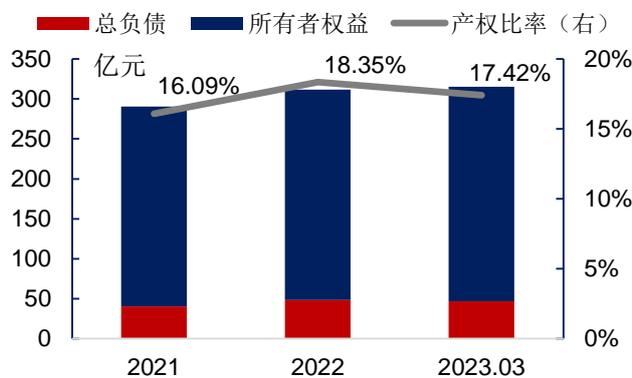
以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年和 2023 年 1-3 月，公司合并范围内的一级子公司未发生变化。

## 资本实力与资产质量

公司资产主要以由广发证券投资为主要构成的长期股权投资和金融资产等为主，资产质量较好；但需关注被投资标的业绩变化或资本市场价格波动带来的资产减值风险

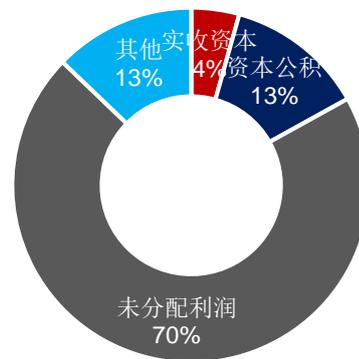
公司资本结构表现较好，所有者权益对负债的覆盖程度高。受益于利润的积累，2022年末公司所有者权益保持增长，产权比率略有提升，2023年3月末，产权比率回落至17.42%，所有者权益对负债的覆盖程度较高。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着对外投资的增加，2022年末公司总资产规模持续扩大。公司的对外投资主要包括交易性金融资产、其他权益工具投资和长期股权投资，截至2022年末，上述三个科目合计占总资产的75.49%。其中，交易性金融资产主要系公司持有的上市公司股票，受股票价格整体下跌的影响而有所下降；其他权益工具投资主要系公司对产业基金等的投资，由于被投资标的的经营不佳，2022年末其账面价值随之下降；长期股权投资是公司最主要的资产，以对广发证券的投资为主，由于公司增持广发证券股份，2022年末长期股权投资账面价值有所增长。

公司的其他资产占比相对较小。随着对外投资的增加，2022年末公司货币资金有所下降；受业务规模扩大的影响，公司应收账款有所增加，但占比仍不高；公司存货主要系医药原材料和产品，随着业务销量的增加，存货账面价值有所扩大，但需关注因价格变动带来的存货跌价风险；公司的其他流动资产主要由定期存款等构成，近年波动不大。

表20 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.15	3.54%	14.38	4.61%	17.43	6.00%
应收账款	8.60	2.73%	6.89	2.21%	6.15	2.11%
存货	8.82	2.80%	8.75	2.81%	5.92	2.04%

交易性金融资产	17.09	5.42%	16.40	5.26%	21.89	7.53%
其他流动资产	7.96	2.52%	8.02	2.57%	7.27	2.50%
<b>流动资产合计</b>	<b>59.12</b>	<b>18.75%</b>	<b>59.82</b>	<b>19.19%</b>	<b>63.26</b>	<b>21.76%</b>
其他权益工具投资	3.95	1.25%	3.86	1.24%	5.29	1.82%
长期股权投资	219.30	69.56%	215.05	68.99%	191.08	65.74%
固定资产	20.88	6.62%	21.07	6.76%	20.47	7.04%
<b>非流动资产合计</b>	<b>256.16</b>	<b>81.25%</b>	<b>251.91</b>	<b>80.81%</b>	<b>227.42</b>	<b>78.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>315.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>311.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>290.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产仍以投资类资产为主，资产质量整体较高，2022年末公司受限资产包括少量货币资金和其他权益工具投资，合计3,112.06万元，仍需关注若投资标的业绩变化或资本市场价格波动，可能导致长期股权投资及交易性金融资产等面临减值风险。

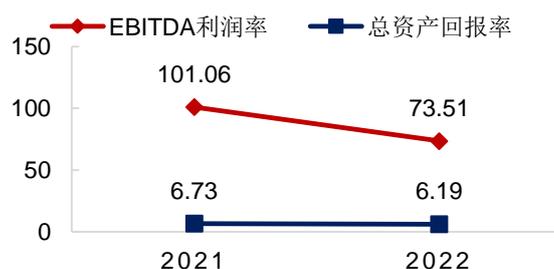
## 盈利能力

**公司主业盈利能力有所改善，但整体利润对投资收益依赖较大，未来投资标的经营业绩表现和金融资产的市值波动，将对公司未来盈利产生较大影响**

由于营销力度的加大和需求的增加，2022年公司中药、连锁药店批发和零售、食品业务收入均实现较快增长，在此影响下，公司营业收入规模整体提升，毛利率保持基本稳定。但公司化药收入仍存在下降趋势，对营业收入的贡献逐年减弱。

公司主业盈利能力有所改善，但整体利润表现对投资收益依赖较大。2022年公司期间费用率降至47.24%，剔除投资收益、公允价值变动损益以及由于增持广发证券H股所产生的营业外收入，公司的净利润规模增至1.82亿元，较2021年明显增长，主业盈利能力有所改善。2022年公司获取的投资收益占净利润的比重为90.93%，广发证券的投资所得仍是公司利润的最主要构成；但由于广发证券经营业绩的下滑，2022年公司的投资收益规模有所下降，同时公司所持股票、基金等金融资产市值的变动导致了公允价值变动损失增加，未来广发证券的经营情况以及金融资产的市值波动仍将对公司盈利状况产生较大影响。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司杠杆状况表现良好，资产负债率水平维持低位，获取流动性资源的能力较强

2021-2022年公司总负债以非流动负债为主，随着本期债券转入一年内到期的非流动负债，2023年3月末流动负债占比大幅提升。公司的总债务主要由本期债券和银行借款构成，银行借款规模相对较小，以短期借款为主；本期债券规模较大，将于2024年3月到期，由于公司货币资金、交易性金融资产等现金类资产充裕，整体偿债风险可控。

表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.01	14.98%	6.51	13.48%	3.56	8.82%
应付账款	4.01	8.56%	4.37	9.04%	2.20	5.47%
其他应付款	7.29	15.58%	8.09	16.74%	6.63	16.46%
一年内到期的非流动负债	23.47	50.17%	0.18	0.38%	0.25	0.63%
<b>流动负债合计</b>	<b>43.63</b>	<b>93.26%</b>	<b>22.15</b>	<b>45.84%</b>	<b>14.56</b>	<b>36.13%</b>
应付债券	0.00	0.00%	23.03	47.66%	22.11	54.89%
递延收益-非流动负债	2.77	5.92%	2.82	5.83%	3.14	7.79%
<b>负债合计</b>	<b>46.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>48.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.29</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	30.81	65.86%	30.05	62.17%	26.34	65.37%
其中：短期债务	30.60	65.41%	6.84	14.15%	3.99	9.90%
长期债务	0.21	0.45%	23.21	48.03%	22.35	55.47%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着营业收入规模的扩大，2022年公司经营活动现金流入规模增加，现金流状况表现较好。由于以货币资金、交易性金融资产等为主要构成的现金类资产充裕，公司的净债务表现为负，杠杆状况指标表现良好，现金流和利润对债务的覆盖程度较高。

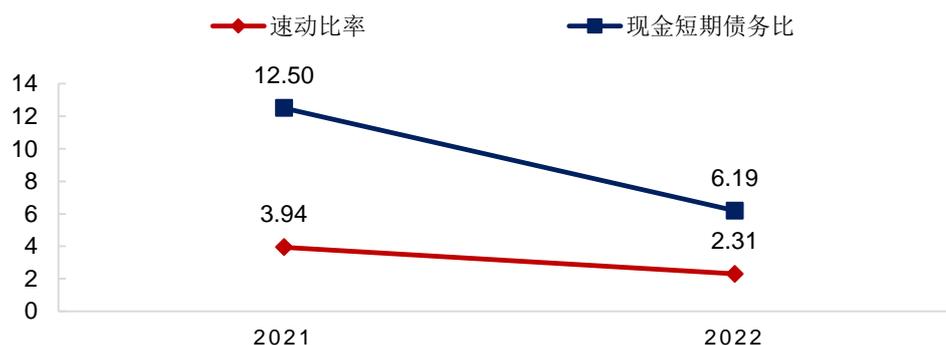
表22 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	-2.30	4.24	3.25
FFO(亿元)	--	17.79	20.41
资产负债率	14.84%	15.50%	13.86%
净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.98
EBITDA 利息保障倍数	--	14.74	17.84
总债务/总资本	10.29%	10.24%	9.52%
FFO/净债务	--	-154.47%	-89.31%
经营活动净现金流/净债务	-139.90%	-36.80%	-14.21%
自由现金流/净债务	--	-13.27%	-0.51%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司速动比率和现金短期债务比虽有所下降，但仍处于较高水平，流动性比率指标表现较好。截至2023年3月末，公司尚未使用的银行授信额度为16.80亿元。此外，公司投资类资产较多，长期股权投资中以广发证券股权为主，流动性较强，可为到期债务的偿付提供较强保障，同时公司作为A股上市公司，可通过定增、发债等多种方式融资，整体获取流动性资源的能力较强。

**图8 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司近一年不存在ESG风险因素

#### 环境因素

公司近一年未有空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

#### 社会因素

公司近一年未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。

#### 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。2022年公司治理制度运行良好，董事、监事和核心管理人员保持基本稳定，2022年1月，公司职工代表监事由林晓林先生变更为李安宁先生，聘任王振宇先生和林晓林先生为公司副总经理。截至2023年3月末，公司设置了财务部、综合办公室等职能部门（详见附录三）。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月26日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据2023年5月22日中国执行信息公开网查询结果，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司主要从事中药和化学药品的研发、制造和销售等业务。近年中药原材料价格呈上涨趋势，增加了公司的成本管控压力；受国家政策影响，化药业务收入和盈利持续下滑，且公司的利润对投资收益依赖较大，易受投资标的的经营状况和金融资产市值的影响而存在波动。考虑到公司是广发证券的第一大股东，获取的投资收益规模较大，且公司在中药领域积累了一定的信誉和口碑，安神补脑液核心产品具备一定的市场优势，此外，公司资产负债率水平较低，杠杆状况表现良好。综合来看，公司的抗风险能力较强。

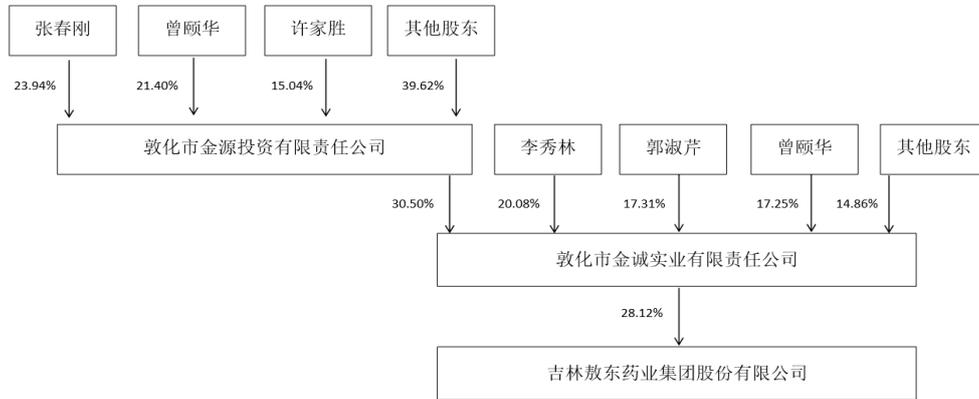
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“敖东转债”的信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
流动资产合计	59.12	59.82	63.26	61.83
长期股权投资	219.30	215.05	191.08	178.04
非流动资产合计	256.16	251.91	227.42	211.70
资产总计	315.28	311.73	290.67	273.53
短期借款	7.01	6.51	3.56	3.73
其他应付款	7.26	7.78	6.48	6.07
一年内到期的非流动负债	23.47	0.18	0.25	0.00
流动负债合计	43.63	22.15	14.56	13.84
负债合计	46.78	48.32	40.29	38.24
总债务	30.81	30.05	26.34	24.86
所有者权益	265.42	260.37	248.59	233.53
营业收入	7.88	28.68	23.04	22.52
营业利润	5.17	11.26	17.64	17.20
净利润	4.90	18.01	17.71	16.91
经营活动产生的现金流量净额	-2.30	4.24	3.25	3.90
投资活动产生的现金流量净额	-0.93	-5.53	-7.10	1.85
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-1.71	-3.62	-2.84
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	21.08	23.28	20.90
FFO(亿元)	--	17.79	20.41	17.47
净债务(亿元)	--	-11.52	-22.86	-23.72
销售毛利率	47.54%	51.16%	52.31%	59.44%
EBITDA 利润率	--	73.51%	101.06%	92.83%
总资产回报率	--	6.19%	6.73%	6.94%
资产负债率	14.84%	15.50%	13.86%	13.98%
净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.98	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	14.74	17.84	16.48
总债务/总资本	10.29%	10.24%	9.52%	9.55%
FFO/净债务	--	-154.47%	-89.31%	-73.66%
速动比率	1.15	2.31	3.94	4.07
现金短期债务比	--	6.19	12.50	13.06

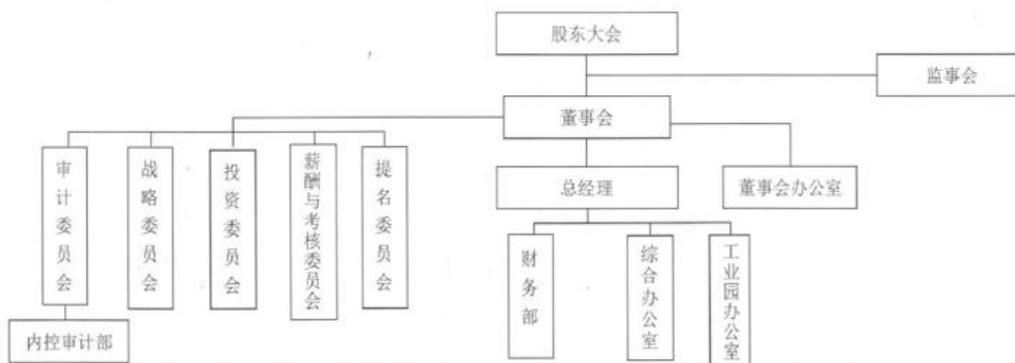
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	直接持股比例	主营业务
吉林敖东延边药业股份有限公司	72,781.73	99.99%	制药
吉林敖东洮南药业股份有限公司	7,017.08	98.64%	制药
吉林敖东药业集团延吉股份有限公司	16,152.68	99.94%	制药
吉林敖东集团力源制药股份有限公司	19,960.00	98.05%	制药
吉林敖东集团金海发药业股份有限公司	20,020.78	99.53%	制药
吉林敖东医药有限责任公司	3,080.00	84.42%	商业
吉林敖东鹿业有限责任公司	1,200.00	83.33%	畜牧业
吉林敖东胶囊有限公司	6,870.00	100.00%	药品包装
延边公路建设有限责任公司	2,000.00	100.00%	公路建设及收费
吉林敖东酵素科技股份有限公司	10,000.00	51.00%	酵素原液产品产销
吉林敖东健康科技有限公司	18,890.00	52.94%	参茸制品
吉林敖东世航药业股份有限公司	35,552.49	76.43%	中药饮片加工
吉林敖东林源医药营销股份有限公司	2,860.00	54.55%	医药批发、保健品销售
吉林敖东医药科技有限公司	2,600.00	98.08%	医药、医疗器械批发
吉林敖东生物科技股份有限公司	35,000.00	51.43%	专用化学品制造
吉林敖东工业园公用资产管理有限公司	16,980.00	100.00%	热力、水生产及供应
敖东国际（香港）实业有限公司	-	100.00%	投资
吉林正容医药发展有限责任公司	4,859.43	87.65%	药品、保健食品、食品、医疗器械经销，中药材收购
吉林敖东大药房连锁有限公司	27,000.00	100.00%	批发和零售业
吉林敖东红石鹿业有限责任公司	3,000.00	100.00%	畜牧业
吉林敖东瑞丰包装股份有限公司	19,000.00	99.47%	包装设计、印刷、制作；药用包装材料制作、销售等
吉林敖东创新医药科技有限公司	5,000.00	62.08%	药品研发、销售等

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。