

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0045号

贵阳新天药业股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“新天转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，同时维持“新天转债”信用等级为 A+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任 程春曙

二〇二四年六月七日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月7日至2025年6月6日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月7日

贵阳新天药业股份有限公司
主体及“新天转债”2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
A+/稳定	2024/6/7	A+/稳定	葛新景	杨欣怡

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重(%)	得分
新天转债	A+	A+	企业规模	营业总收入	20.00	9.03
注:相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	多样化	5.00	3.00
				产品竞争力	10.00	6.00
主体概况			盈利能力	研发能力	10.00	3.00
				利润总额	15.00	7.15
贵阳新天药业股份有限公司(以下简称“新天药业”或“公司”)主营中成药的研发、生产和销售,公司控股股东为上海新天智药生物技术有限公司(以下简称“新天智药”),实际控制人为自然人董大伦。			债务负担和保障程度	EBITDA 利润率	5.00	3.65
				全部债务/EBITDA	10.00	4.33
			经营现金流动负债比	10.00	7.84	
调整因素			个体信用状况	EBITDA 利息倍数	10.00	6.99
				货币资金/短期有息债务	5.00	2.38
评级模型结果			调整因素		无	
			外部支持		无	
注:最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。			评级模型结果		A+	

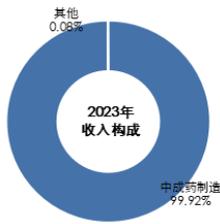
评级观点

公司主营中成药制造业务,前三大单品2023年收入仍均过亿元,在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力;跟踪期,中药配方颗粒建设项目建设完成,中药配方颗粒中标山东等15省省际联盟集采,未来业务区域将进一步拓展,销量有望实现增长;房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保,对本期债券仍具有一定增信作用。另一方面,受研产销体系改革过渡期等因素影响,公司主要产品销量下降,部分中药材采购价格上升,收入及毛利润同比均有所下降,以销售费用为主的期间费用对利润空间形成较大挤占;公司有息债务规模增长,债务负担有所增长;控股股东股权质押比例仍较高;公司拟发行股份并购实控人控股的关联方汇伦医药,公司与主营小分子化学药的汇伦医药主业存在一定的差异,业务整合可能存在不达预期的风险。

综合分析,东方金诚维持公司主体信用等级为A+,评级展望为稳定,维持“新天转债”的信用等级为A+。

主要指标及依据

2023 年收入构成 (单位: 亿元)



近年公司全部债务情况 (亿元)



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年3 月
资产总额(亿元)	15.24	18.40	19.12	19.03
所有者权益(亿元)	8.88	11.22	11.13	10.16
全部债务(亿元)	4.23	4.80	5.93	7.06
营业总收入(亿元)	9.70	10.88	9.54	1.77
利润总额(亿元)	1.16	1.21	0.92	0.18
经营性净现金流(亿元)	1.24	0.76	0.78	0.21
营业利润率(%)	77.83	76.05	75.70	75.89
资产负债率(%)	41.76	39.01	41.77	46.62
流动比率(%)	132.19	121.72	114.58	96.76
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	3.03	4.59	-
EBITDA 利息倍数(倍)	7.54	9.12	6.29	-

注: 数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司主营中成药制造业务, 聚焦妇科用药、泌尿系统等领域, 核心产品为独家品种并进入国家医保目录, 具有一定的品牌优势, 2023 年前三大单品收入仍均过亿元, 在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力;
- 跟踪期内, 公司可转债募投中药配方颗粒建设项目建设完成, 中药配方颗粒中标山东、安徽等 15 省省际联盟集采, 未来业务区域将进一步拓展, 销量有望实现增长;
- 公司采用房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保, 对本期债券仍具有一定增信作用。

关注

- 跟踪期内, 受营销体系“降本增效”改革过渡期等因素影响, 公司主要产品销量下降, 部分中药材采购价格上升, 公司收入及毛利润均有所下降, 以销售费用为主的期间费用占比依然较大, 对利润空间形成较大挤占;
- 公司有息债务规模持续增长, 资产负债率上升, 债务负担有所增长, 债务结构仍以短期有息债务为主;
- 控股股东持有公司股权质押比例仍较高, 若未来公司股价波动较大则面临一定平仓风险;
- 公司拟发行股份并购买实控人控股的关联方汇伦医药, 公司与主营小分子化学药的汇伦医药主业存在一定的差异, 业务整合可能存在不达预期的风险。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司中药配方颗粒项目、凝胶剂及合剂生产线项目建成投产, 中药配方颗粒中标山东、安徽等 15 省省际联盟集采, 市场竞争力有望进一步提高。

评级方法及模型

《医药企业信用评级方法及模型》(RTFC020202403)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
A+/稳定	A+	2023/4/25	葛新景、杨欣怡	《医药制造企业信用评级方法及模型》(RTFC020202208)》	阅读原文
A+/稳定	A+	2019/7/23	贺畅、殷海娜、黄艺明	《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》(2014 年 5 月)	阅读原文

注: 自 2019 年 7 月 23 日(首次评级)至今, 新天药业主体信用等级未发生变化, 均为 A+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
新天转债	2023/4/25	1.773	2019.12.30~ 2025.12.30	抵押担保和质押担保	自然人、法人

注：公司及全资子公司上海海天医药科技开发有限公司以自有的部分房产作为部分新天转债抵押担保的抵押物，同时王金华和张全槐将其合法拥有的部分公司股票作为部分新天转债质押担保的质押物

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2019 年贵阳新天药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“新天转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

贵阳新天药业股份有限公司（以下简称“新天药业”或“公司”）主营中成药的研发、生产与销售业务。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本 23196.95 万元，股本 23153.75 万股，上海新天智药生物技术有限公司（以下简称“新天智药”，曾用名“贵阳新天生物技术开发有限公司”）持有公司 33.59% 股份，仍为公司控股股东，自然人董大伦及董大伦之子董竹分别持有新天智药 50.00% 的股份，董大伦仍为公司的实际控制人。

公司聚焦妇科类、泌尿系统疾病类、清热解毒类等领域用药，主导产品坤泰胶囊、苦参凝胶、宁泌泰胶囊、夏枯草口服液均为国内独家品种，其中坤泰胶囊进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》（以下简称“《2023 年药品目录》”）扶正剂甲类目录品种，宁泌泰胶囊、苦参凝胶、夏枯草口服液分别进入《2023 年药品目录》清热通淋剂、清热剂外用和清热解毒剂乙类目录品种。

截至 2024 年 3 月末，新天药业资产总额 19.03 亿元，所有者权益 10.16 亿元，资产负债率 46.62%。2023 年和 2024 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 9.54 亿元和 1.77 亿元，同比分别下降 12.29% 和 15.06%；实现利润总额分别为 0.92 亿元和 0.18 亿元，同比分别下降 23.84% 和 29.95%。

债项本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]2657 号”文件核准，公司于 2019 年 12 月发行 6 年期 1.773 亿元的可转换公司债券，债券简称“新天转债”，票面利率第一年为 0.6%、第二年为 0.8%、第三年为 1.4%、第四年为 1.9%、第五年为 2.3%、第六年为 2.8%。“新天转债”起息日为 2019 年 12 月 30 日，到期日为 2025 年 12 月 30 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。转股期为 2020 年 7 月 6 日至 2025 年 12 月 30 日。截至 2024 年 3 月 29 日，“新天转债”剩余债券 151.94 万张，剩余金额为 1.52 亿元。

“新天转债”募集资金总额 17730.00 万元。2017 年，公司首次公开发行人民币普通股（A 股）1722 万股，募集资金总额 31702.02 万元，实际募集资金净额 28969.23 万元。2018 年公司暂停首次公开发行 A 股募投项目“新增中药提取生产线建设项目”；将首次公开发行 A 股的募投项目“中药制剂产品产能提升项目”的投资规模由 9958 万元变更为 5501 万元；2019 年公司终止首次公开发行 A 股募投项目“新增中药提取生产线建设项目”并使用终止后的剩余募集资金 5838.68 万元投资新项目“中药配方颗粒建设项目”，将原首次公开发行 A 股募投项目

“中药制剂产品产能提升建设项目”主要建设内容变更后剩余募集资金 4457 万元用于新项目“凝胶剂及合剂生产线建设项目”。公司在统计已使用及尚未使用募集资金时包含转入的首次公开发行 A 股变更用途后转入的募集资金和 2019 年公开发行可转债的募集资金。¹

根据《贵阳新天药业股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告（修订稿）》，中药配方颗粒建设项目建成后，公司将达到年生产配方颗粒 57000 万袋的规模，配方颗粒包括夏枯草配方颗粒、金银花配方颗粒、黄连配方颗粒等 300 多个品种。凝胶剂及合剂生产线建设项目方面，公司拟在原有产品生产规模的基础上，在新征土地上新增年产夏枯草口服液 3300 万支产能，新增年产苦参凝胶 2000 万支产能。

截至 2023 年末，公司募资资金承诺投资总额 45351.63 万元，已累计投入募集资金总额 47195.15 万元。2023 年，公司投入募集资金总额 3212.08 万元，其中中药配方颗粒建设项目投入 1663.22 万元，凝胶剂及合剂生产线投入 1548.86 万元，截至 2023 年末中药配方颗粒建设项目、凝胶剂及合剂生产线项目均已完工转固。

截至本报告出具日，“新天转债”按时付息。

增信措施

“新天转债”采用房产抵押和股份质押相结合的方式提供担保。公司及全资子公司上海海天医药科技开发有限公司（以下简称“海天医药”）以自有的部分房产作为本次部分可转换公司债券抵押担保的抵押物；公司股东、董事、副总经理王金华先生及股东张全槐先生将其合法拥有的部分公司股票作为本次部分可转换公司债券质押担保的质押物。担保范围为经中国证监会核准发行的本次可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，

¹ 公司未提供截至 2022 年末“新天转债”和首次公开发行 A 股募投项目转入的募集资金具体使用情况，仅提供上述募集资金合计使用情况。

与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

公司主要从事中成药制造业务，所属行业为医药制造行业。

医药制造行业

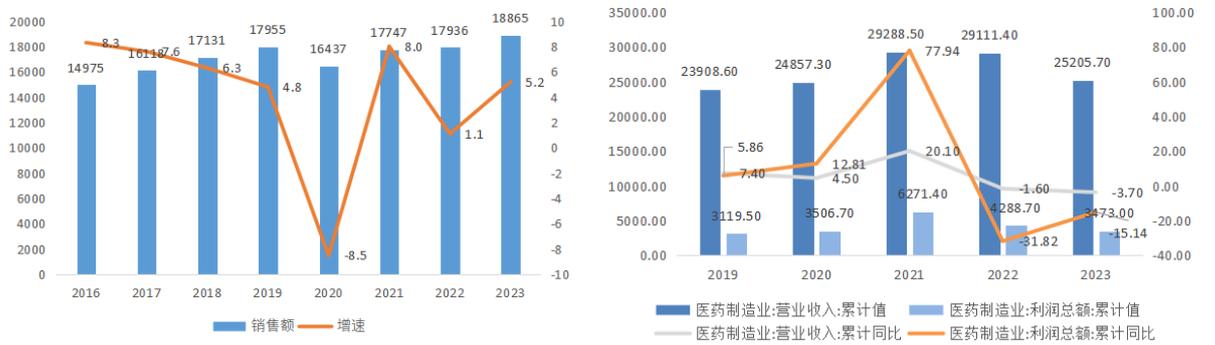
2023 年医药行业需求有所增加，增速有所提升，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长。2020 年受公共卫生事件影响，短期内对相关医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降；2021 年，受延迟医疗需求释放以及公共卫生事件相关产业链需求增加影响，医药行业需求增加。2022 年，我国三大终端六大市场药品销售额为 17936 亿元，同比增长 1.1%，受年初上海、西安等多地公共卫生事件影响，增速有所减缓。2023 年我国三大终端六大市场药品销售额达 18865 亿元，同比增长 5.2%。预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速承压。根据国家统计局数据，2020 年，由于年初医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，之后行业收入及盈利逐步改善，规模以上医药制造企业营业收入同比增长 4.50%，增速进一步缩窄。2021

年，规模以上医药制造企业营业收入同比增长 20.10%。2022 年以来，受医保控费、公共卫生事件相关物资价格下降、医药企业增加研发投入力度等因素影响，医药制造行业收入和利润均有下降，盈利承压，2023 年，规模以上医药制造企业营业收入为 25205.70 亿元，利润总额为 3473.00 亿元，同比均有所下降。

图 1 我国医药终端市场销售情况 (亿元、%) 图 2 我国医药制造业收入盈利情况 (亿元、%)



数据来源：米内网，同花顺，东方金诚整理

2023 年以来，随着集采持续推进，药品价格仍呈下降趋势，医药企业通过加大研发投入、寻求外延式并购等方式优化产业布局，医疗反腐升级，未来行业集中度有望进一步提高，并驱动企业继续向创新转型，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。近年新医保目录调整，集采政策扩面，截止 2024 年 3 月末，国家药品集采开展 9 批 10 次，经过多轮集采，大品种仿制药产品接近“应采尽采”，但总体看药品价格仍呈下降趋势。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下，龙头企业通过加大研发投入、外延式并购等方式优化产业布局，调整产品结构，以更好应对集采后降价的影响，并通过原料药制剂一体化等举措实现降本增效，小企业市场份额受到进一步挤占，且部分小型仿制药企业或面临被并购的风险，未来行业整合将进一步加速，行业集中度有望进一步提升。

随着审批制度的改革，医保谈判进程加快，创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃，企业研发管理储备丰富，药品上市申报数量增多。随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。预计未来行业政策将继续向研发实力强，创新能力高的企业倾斜，创新驱动发展将更加突出。2023 年以来，医疗反腐工作升级，《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》出台，同年中共中央印发《中央反腐败协调小组工作规划（2023—2027 年）》，强调医药领域反腐；国家卫健委印发《大型医院巡查工作方案（2023-2026 年度）》，提出将重点巡查大型医院医药领域腐败问题集中整治。随着医疗反腐持续推进，有利于行业管控加强，向更加健康方向发展。预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业。

业务运营

经营概况

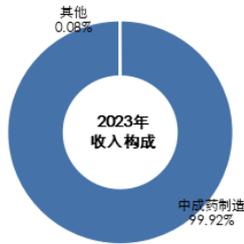
公司营业收入和毛利润仍主要来源于中成药制造业务，2023年受产品销量下降影响，公司收入及毛利润同比均有所下降

跟踪期内，公司仍主营中成药的研发、生产与销售业务，业务主要聚焦在泌尿系统疾病类、妇科类及其他病因复杂类疾病用药，主要产品包括坤泰胶囊、苦参凝胶、宁泌泰胶囊和夏枯草口服液等。2023年，公司实现营业收入9.54亿元，同比下降12.29%；毛利润7.35亿元，同比下降12.51%。2023年受主要品种坤泰胶囊、宁泌泰胶囊等产品销量下降影响，公司收入及毛利润同比均有所下降；同期公司综合毛利率77.07%，同比下降0.20个百分点。中成药制造业务仍是公司主要收入和利润来源，2023年中成药制造业务收入和毛利润占比分别为99.92%和99.91%。

2024年1~3月，公司实现营业收入1.77亿元，同比下降15.06%；毛利率77.83%，同比下降0.24个百分点；毛利润1.38亿元，同比下降15.31%。

图3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）²

类别	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中成药制造	9.69	99.88	10.87	99.92	9.53	99.92	1.77	99.92
其他	0.01	0.12	0.01	0.08	0.01	0.08	0.00	0.08
合计	9.70	100.00	10.88	100.00	9.54	100.00	1.77	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
中成药制造	7.68	79.28	8.40	77.26	7.35	77.06	1.38	77.83
其他	0.01	59.13	0.01	87.92	0.01	87.01	0.00	82.61
合计	7.69	79.26	8.40	77.26	7.35	77.07	1.38	77.83



资料来源：公司提供，东方金诚整理

中成药制造业务

公司主营中成药制造业务，聚焦妇科用药、泌尿系统等领域，核心产品均为独家品种并进入国家医保目录，具有一定的品牌优势，2023年前三大单品收入均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力

跟踪期内公司中成药制造业务仍主要由公司本部和子公司贵阳治和药业有限公司（以下简称“治和药业”）运营。截至2023年末，公司拥有药品生产批件31个，其中国家医保目录品种10个、国家基本药物目录品种1个、非处方药（OTC）品种12个、独家品种12个，在产品主要分为妇科类、泌尿系统类、清热解毒类、其他类，其中妇科类产品主要包含坤泰胶囊、苦参凝胶、调经活血胶囊、当归益血口服液等，泌尿系统类产品主要包括宁泌泰胶囊、热淋清片等，清热解毒类产品主要包括夏枯草口服液、黄柏胶囊、感冒止咳胶囊等，其他类产品主要包括龙掌口含液、欣力康胶囊、欣力康颗粒等，主要产品坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶、

² 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。

夏枯草口服液、当归益血口服液均为国内独家专利品种，其中坤泰胶囊进入《2023年药品目录》扶正剂甲类目录品种，宁泌泰胶囊、苦参凝胶、夏枯草口服液分别进入《2023年药品目录》清热通淋剂、清热剂外用和清热解毒剂乙类目录品种。

公司核心品种具备一定的品牌优势，其中坤泰胶囊是国家基本药物目录品种、国家医保甲类目录品种、国内独家品种、OTC品种，是CFDA批准的用于“卵巢功能衰退”相关临床症状改善（含更年期综合征相关临床症状改善）的纯中药专利产品，入选《更年期综合征中西医结合诊治指南（2023年版）》、入选《多囊卵巢综合征中西医结合诊治指南（2023版）》、《早发性卵巢功能不全的临床诊疗专家共识（2023版）》、入选“2023H1中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌TOP20”、入选“2023H1重点城市实体药店妇科中成药品牌TOP20”、入选“2021年临床价值中成药品牌榜”、入选“2020-2021年中国家庭常备药上榜品牌”获得“2022~2023药店店员推荐率最高品牌”，据米内网数据显示，坤泰胶囊在2022年妇女更年期中成药医院端、零售端均排名第一。宁泌泰胶囊是国家医保目录品种、国内独家品种，经国家药监局批准的在“功能主治”中明示苗医功能主治的苗药品种，入选“2022中国医院端泌尿系统中成药品牌TOP20”、入选“2022中国药店端尿路感染中成药品牌TOP20”，入选中国中医药循证医学中心发布的100个疗效独特的中药品种。苦参凝胶是国家医保目录品种、国内独家品种，入选《中成药治疗阴道炎临床应用指南（2022年）》、被《中国宫颈癌三级规范化防治蓝皮书》推荐、获得“2022~2023药店店员推荐率最高品牌”。2023年公司前三大品种坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶单品实现收入仍均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力。

在研发体系建设方面，公司组建了涵盖新药发现、药材研究、饮片炮制研究、制剂工艺研究、质量标准研究、药效评价、安全评价、临床评价、生产转化及上市后再评价的全生命周期研发平台及人才体系，同时，公司协同外部优质研发机构，并于每个子平台借力行业权威专家的外部智力，形成了立体式的企业创新研发平台体。公司已形成两省市（贵州省、上海市）、三基地（贵阳新天药业、上海硕方医药科技有限公司、上海海天医药科技开发有限公司）、四模块（中药新药创新研究、中药新药药学研究、中药新药产业化及技术改进、中药新药上市后临床评价）的研发布局，其中贵阳技术中心主要进行配方颗粒研发、项目产业化研究，硕方医药主要进行经典名方的研发工作，海天医药主要进行上市品种再研究和中药新药的研发工作。公司获得国家新药证拥有国家新药证书11个，药品批准文号31个；公司为贵州省首批中药配方颗粒研究试点企业之一，中药配方颗粒已完成国标及新省标备案品种近300个；在研的中药创新药项目3个，还有多个经典名方品种在研，涵盖妇科、儿科、呼吸科及慢性病等领域。2023年，公司研发投入合计0.57亿元，同比增长64.32%，研发投入占营业收入的5.93%；截至2023年末，公司研发人员213人，较2022年末有所增长，研发人员占比10.88%。

跟踪期内，募投项目凝胶剂及合剂生产线建设项目、中药配方颗粒建设项目建成投产，主要剂型产量及销量同比均有所下降，但产能利用率总体仍保持在较高水平

公司生产基地位于贵阳市，拥有通过GMP认证的硬胶囊剂、合剂、颗粒剂、凝胶剂、片剂、糖浆剂、酒剂、露剂等剂型生产线及中药饮片A线、B线两条饮片生产线。跟踪期内，中药配方颗粒建设项目和凝胶剂及合剂生产线建设项目已建设完成。截至2023年末，公司暂无其

他重大在建和拟建项目。2023 年公司凝胶剂和合剂产能均有所增长。公司主要采用“以销定产”的方式组织生产。根据上年销售状况确定年总销售规模，生产部制定年生产计划，然后再根据各销售区域的销售进展情况，计划每月的生产量。2023 年，主要产品坤泰胶囊和宁泌泰胶囊销量下降，公司胶囊剂总产量同比下降 16.62%；合剂方面，2023 年夏枯草口服液和当归益血口服液产量同比均未发生显著变化，公司合剂产量较 2022 年变动不大；同期公司凝胶剂产量同比有所下降。跟踪期内，公司产能利用率总体仍保持在较高水平。

图表 4：近年公司主要剂型及药品生产情况（单位：万粒/年、万支/年、万粒、万支、%）³

项目	2021 年	2022 年	2023 年	
胶囊剂	产能	174800.00	174800.00	174800.00
	产量	125184.89	136411.86	113741.23
	其中：宁泌泰胶囊	35331.29	36911.28	32892.00
	坤泰胶囊	88732.18	98303.94	79872.19
	其他	1121.42	1196.64	977.04
	产能利用率	71.62	78.04	65.07
合剂	产能	3270.00	3270.00	4700.00
	产量	4498.02	5258.55	5242.28
	其中：夏枯草口服液	4245.51	4985.63	4967.98
	当归益血口服液	252.51	272.92	274.30
	产能利用率	137.55	160.81	111.54
凝胶剂	产能	1600.00	1600.00	2270.00
	产量（苦参凝胶）	3353.83	3593.35	3321.53
	产能利用率	209.61	224.58	146.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司产品的生产过程中会产生废水、粉尘以及固体废弃物，公司在日常生产经营中遵守《中华人民共和国环境保护法》等相关法律法规、《贵州省重点监管排污单位监控设备暂行管理办法》等地方规范性文件；在排放废弃物的过程中执行《中药类制药工业水污染物排放标准》（GB201906-2008）、《混装制剂类制药工业水污染物排放标准》（GB21908-2008）等行业标准。公司根据《突发环境事件应急预案管理办法》，新、老厂区分别制定《突发环境事件应急预案》并通过备案。2023 年，公司共投入 113.32 万元用以购置环保处理设备、维护环境生态平衡及缴纳相关的环保税等支出。2023 年，公司未因环境问题受到行政处罚。

跟踪期内，受营销体系“降本增效”改革过渡期等因素影响，公司主要产品销量下降，营业收入、毛利润均有所降低，公司中药配方颗粒中标山东、安徽等 15 省省际联盟集采，未来业务区域将进一步拓展，销量有望实现增长

公司通过设立子公司、分公司，负责全面推进公司产品的专业化、精细化营销与医学研究推广，处方药产品已覆盖 12900 余家县（区）级以上医院，其中三级医院 1700 余家，与国内 1630 家医疗商业单位建立了业务关系；OTC 产品覆盖 800 余家药品连锁公司、14.5 万余家门

³ 根据公司提供资料，公司地处贵阳市气温较适宜，无夏季高温期间生产线年度停工情况，公司各剂型计划产能测算均按照每日正常上班 8 小时，每月 21 天工作日进行测算，产能利用率超出 100%系公司为保证供应通过工作日及周末加班方式增加产量。

店，与国内近 600 家药品连锁公司总部建立了业务关系。公司自 2022 年底开始开展营销体系改革，跟踪期内，为实现市场营销体系“降本增效”，公司调整营销与市场体系管理架构，加强营销团队及产品营销推广的专业化、精细化管理等相关市场策略部署，促使公司市场推广，由以销售力驱动向产品力驱动转变，市场核心团队由销售代表向产品经理转变，提升产品临床医学研究能力和销售团队产出效率，着力产品市场深度挖掘、专业化分工、降费增效。跟踪期内，受营销体系改革处于过渡期等因素影响，2023 年，公司核心品种坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶和夏枯草口服液的销量同比均有所下降，分别降低 12.56%、11.95%、10.08%和 0.46%，但主要产品的产销率仍处于较高水平。2023 年，公司坤泰胶囊和宁泌泰胶囊的销售均价有所下降，分别降低 1.67%和 2.06%；苦参凝胶和夏枯草口服液销售均价同比分别增长 0.91%和 0.14%，均未发生显著变化，同期医药制造业务收入同比下降 12.29%至 9.53 亿元，毛利润同比下降 12.51%至 7.35 亿元，同期毛利率 77.06%，同比下降 0.20 个百分点，但仍保持在较高水平。2023 年 10 月，公司共计 146 个中药配方颗粒产品中选由山东省医疗保障局牵头开展的中药配方颗粒省际联盟中药配方颗粒集中采购，覆盖山东、安徽、山西等 15 个联盟省份。公司中药配方颗粒中标，有利于增强公司中药配方颗粒在联盟省份市场的竞争能力，未来业务区域将进一步拓展，销量有望实现增长。

图表 5：公司核心药品产销情况

产品	项目	2021 年	2022 年	2023 年
坤泰胶囊	销量(万粒)	80708.06	92621.77	80984.24
	产销率 (%)	90.96	94.22	101.39
宁泌泰胶囊	销量(万粒)	32495.58	36266.43	31933.97
	产销率 (%)	91.97	98.25	97.09
苦参凝胶	销量(万支)	3080.07	3531.32	3175.52
	产销率 (%)	91.84	98.27	95.60
夏枯草口服液	销量(万支)	4105.50	4953.35	4930.45
	产销率 (%)	96.70	99.35	99.24

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司销售的结算方式仍主要为货到后结算，一般根据商业公司的资信情况等分 30 天/60 天/90 天三种情况结算，平均结算账期约在 3 个月左右，跟踪期内未发生显著变化。公司下游主要客户较为稳定，2023 年前五大客户销售额 4.39 亿元，占年度销售总额的 46.00%。

公司药品生产所需中药材均为外部采购，跟踪期内部分中药材采购价格同比增长，公司存在一定的成本控制压力，主要供应商采购集中度仍然较高

公司药品的生产成本主要由原材料、包装、直接人工和制造费用构成，2023 年原材料和制造费用占比分别为 58.35%和 18.78%，原材料成本占比有所增长，制造费用占比有所下降。公司药品产品生产所需中药材种类较多，主要中药材为阿胶、黄连、黄芩、熟地黄、夏枯草、苦参总碱等，均为外部采购。公司采购量主要根据生产计划制定，对于主要原材料，先由物资采购中心下属物资计划部确定采购计划，根据计划完成采购任务。公司根据 GMP 的要求对供应商进行“供应商审计”，对其生产现场、提供产品的质量等情况进行综合考评，合格后可继续

选择该企业为公司供应商，一般会与供应商建立长期稳定的合作关系。主要品种采购数量方面，2023年白茅根和苦参总碱采购量同比有所增长，同期连翘、黄连、白芍、阿胶、熟地黄和夏枯草等品种采购量同比均有所下降。

采购均价方面，2023年主要中药材中黄芩、阿胶和熟地黄采购均价有所下降，其余主要原材料连翘、黄连、白芍、苦参总碱和夏枯草等品种采购均价同比有所上升。2023年公司原材料采购成本1.28亿元，虽然公司有一定原材料供应常备储备，但仍然存在一定的成本控制压力。

公司原材料采购结算一般采取压批付款或分期付款方式，中药材一般会在药材检验合格后40天内支付50%货款，四个月之内结清剩余部分，跟踪期内结算模式未变化。2023年，公司前五名供应商采购金额合计0.88亿元，占年度采购额的47.77%，公司对主要供应商采购集中度仍然较高。

图表6：公司主要中药材采购情况（单位：公斤、元/公斤）

品种	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
白茅根	采购数量	132850.00	78516.60	115366.20	-
	采购均价	15.85	14.88	14.89	-
连翘	采购数量	50700.00	138798.00	63067.62	5500.00
	采购均价	90.92	135.25	186.24	175.00
头花蓼	采购数量	201566.10	222601.20	215001.00	48051.90
	采购均价	8.90	8.13	8.27	8.04
黄连	采购数量	215721.30	312768.00	90781.46	15536.64
	采购均价	148.66	154.53	292.16	299.76
白芍	采购数量	231600.00	210143.50	144038.00	41000.00
	采购均价	9.43	15.35	22.07	33.00
黄芩	采购数量	320732.00	275584.00	146119.94	-
	采购均价	23.91	19.23	18.28	-
阿胶	采购数量	69818.70	86161.50	68339.15	19703.40
	采购均价	454.90	482.80	442.40	433.59
熟地黄	采购数量	284510.00	474110.00	384100.00	89330.00
	采购均价	25.87	51.36	22.18	18.00
苦参总碱	采购数量	3988.00	5800.00	6800.00	1600.00
	采购均价	1211.73	1568.51	1991.15	1991.15
夏枯草	采购数量	405712.50	667142.00	312518.00	31302.00
	采购均价	20.57	19.74	20.87	23.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

关联交易情况

公司拟发行股份并购实控人控股的关联方汇伦医药，完成后公司产业布局将延伸至小分子化学药领域，但公司与汇伦医药主业存在一定的差异，业务整合可能存在不达预期的风险

公司拟通过发行股份的方式购买董大伦、董竹，以及海南乾耀等88名上海汇伦医药股份有限公司（以下简称“汇伦医药”）股东持有的汇伦医药85.12%的股权，本次交易不涉及募集

配套资金。截至 2024 年 4 月 7 日，汇伦医药和公司的实际控制人均为董大伦先生，公司对其持股比例为 14.88%，交易完成后汇伦医药将成为公司的全资子公司，汇伦医药的公司相关资产的审计、评估工作正在进行中，交易标的资产的交易价格尚未确定。

汇伦医药主营小分子化学药物研发、生产及销售，截至 2024 年 3 月 7 日，汇伦医药改良型新药及高端仿制药共 12 个品种上市，其中改良型新药 1 款（注射用左亚叶酸）、独家产品 1 款（注射用西维来司他钠），首仿药 3 款（注射用西维来司他钠、地诺孕素片以及赛洛多辛胶囊），已上市产品均视同通过一致性评价；药品治疗领域涵盖免疫炎症、抗肿瘤、妇科、男科、心脑血管系统等领域；汇伦医药 8 个品种纳入 2023 年版国家医保目录；4 个品种纳入国家集中带量采购。研发方面，截至 2024 年 3 月 7 日，汇伦医药取得 20 个药品生产批件，处于申报注册批件、临床研究、临床前研究阶段的药品分别为 3 个、8 个和 9 个；在研管线覆盖免疫炎症、抗肿瘤、心脑血管、妇科及男科等治疗领域。

本次交易对方董大伦、董竹、海南乾耀、LIUZHEN WANG、汇伦煜翼、汇伦斐赫、汇伦蕴柏、天祥胜泰、王金华、王光平、王文意、陈珏蓉、季维嘉、董大华、董大恒、袁野为公司关联方，本次交易构成关联交易。截至 2024 年 3 月 7 日，交易各方暂未签订明确的业绩承诺和补偿相关的协议。

根据《贵阳新天药业股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案》，交易完成后，公司产业布局将延伸至小分子化学药等领域，形成“中药-化药”双品类的产业格局，有利于丰富融合产品结构、扩展治疗领域；交易完成后，公司将整合双方市场推广资源，在妇科、男科等疾病领域整合，有利于提高同科室用药的市场推广效率，增加 OTC、电商等销售渠道布局及销售覆盖区域与协同发展。但公司主营中药的研发、生产和销售，汇伦医药主营业务为小分子化学药的研发、生产及销售，未来公司与汇伦医药的业务整合可能存在不达预期的风险。另一方面，随着医保目录调整、国家集中带量采购等政策的实施，终端招标采购价格下降，汇伦医药 4 款品种尚未纳入国家医保目录，8 款品种尚未纳入国家集中带量采购，未来若该等品种纳入上述医保控费政策范围或受上述医保控费政策影响，汇伦医药未来盈利能力存在一定的不确定性。

图表 7： 汇伦医药主要未经审计财务数据（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年
资产总额	84432.83	106891.43
净资产	26980.64	31102.93
营业收入	41438.35	99832.20
营业利润	-26422.69	3491.40
净利润	-26393.13	3083.25

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构及发展战略未发生重大变化，控股股东持有公司股权质押比例仍较高，若未来公司股价波动较大则面临一定平仓风险

2023 年以来，罗建光先生不再担任公司独立董事；周伟先生、陈珏蓉女士不再担任公司副总经理；高立金先生担任公司董事；除上述事项外，跟踪期内公司治理结构未发生重大变化。

跟踪期内公司整体发展战略未发生显著变化，未来公司将进一步巩固和发展已基本形成的中成药市场稳步增长、中药配方颗粒产业化快速推进、古代经典名方研发紧跟国家产业步伐、参股小分子化药取得重点突破的产业格局，力争成为产品质量标准化、管理经营规范化、市场营销网络化的行业领先的综合性医药企业。公司未来将持续利用资本市场的优势，抓住国家利好政策的发展契机，充分利用现有的研究开发优势、市场营销优势、产品优势，扩大生产规模、提升公司的研发实力和营销能力，进一步增强公司的核心竞争力。同时，进一步优化产业布局，逐步进入小分子化药领域，包括抗肿瘤、心脑血管、呼吸及消化系统等疾病的仿制药及创新药领域，实现公司的健康、快速、可持续和科学发展。

截至 2023 年末，公司总股本 23149.12 万股。控股股东新天智药持有公司 33.59% 股份，其中已质押股份 4316.38 万股，占新天智药持有的股份的 55.51%，占公司总股本的 18.64%。公司控股股东质押比例虽较 2022 年末有所下降但仍然较高，若未来公司股价波动较大，则面临一定平仓风险。

财务分析

财务质量

公司提供了 2023 年合并财务报表，北京大华国际会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2024 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2023 年末，公司纳入合并范围的子公司共 10 家。

2023 年 10 月 27 日，公司发布《贵阳新天药业股份有限公司关于前期会计差错更正的公告》，公告称：根据国家税务总局贵州省税务局稽查局印发的税务事项通知书(黔税稽通[2023]80 号)及纳税自查提纲的相关要求，公司对 2020-2022 年度期间的纳税履行情况进行了自查，通过自查发现存在财务人员对相关税收法规政策学习与理解不足，部分涉税业务不符合税前扣除等相关要求，公司需补缴 2020-2022 年度期间的企业所得税、增值税、城市维护建设税、地方教育费附加、教育费附加、房产税、个人所得税合计人民币 7269440.86 元。公司已按要求及时补

缴了上述税款。公司对上述前期会计差错进行更正并对影响年度的合并财务报表及母公司财务报表相关数据进行追溯调整。本次会计差错更正事项涉及对公司 2020~2022 年度合并财务报表的追溯调整，对公司 2021~2022 年度的合并财务报表的影响如下：1、2021 年度：增加负债总额 2686187.51 元，减少所有者权益 2686187.51 元，减少归属于上市公司所有者的净利润 1129422.72 元；2、2022 年度：减少资产总计 4333394.35 元，增加负债总额 2936046.51 元，减少所有者权益 7269440.86 元，减少归属于上市公司所有者的净利润 4583253.35 元。

资产构成与质量

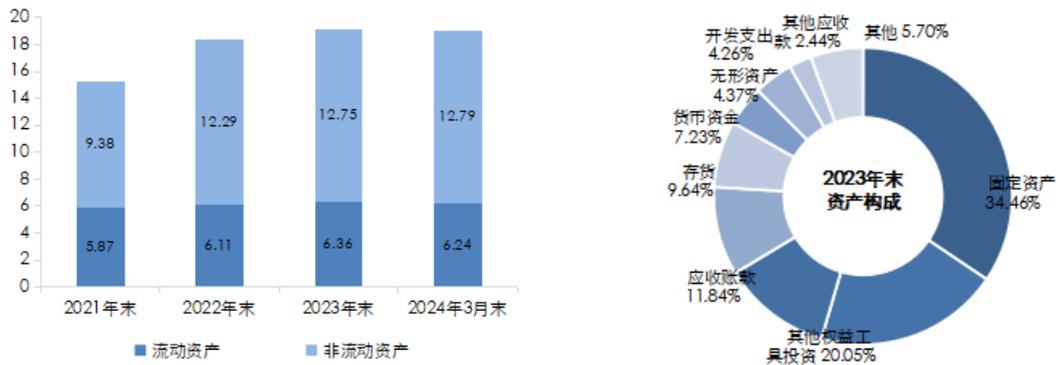
跟踪期内，公司资产规模有所增长，受中药配方颗粒、凝胶剂及合剂生产线建设项目等转固影响，固定资产显著增长，资产结构仍以非流动资产为主

2023 年末，公司资产总额为 19.12 亿元，同比增长 3.93%；其中非流动资产占比 66.71%，公司资产结构仍以非流动资产为主。2024 年 3 月末，公司资产总额 19.03 亿元，较 2023 年末变动不大。

2023 年末公司流动资产 6.36 亿元，同比增长 4.22%，主要由应收账款、存货、货币资金和其他应收款等构成。2023 年末公司应收账款账面价值 2.26 亿元，同比下降 2.81%；按欠款方归集的应收账款余额前五名为广州医药股份有限公司、江苏九州通医药有限公司、健之佳医药连锁集团股份有限公司、湖南名裕龙行医药销售有限公司及华润河南医药有限公司，前五名应收账款期末余额合计 0.47 亿元，占应收账款期末余额的 20.00%，集中度一般，2023 年公司应收账款周转率为 4.15 次，同比小幅下降。2023 年末公司存货账面价值 1.84 亿元，同比增长 0.54%，2023 年公司存货周转率为 1.19 次，较上年下降 0.45 次。2023 年末，公司货币资金 1.38 亿元，同比增长 37.32%，货币资金以银行存款为主，2023 年末无受限货币资金。2023 年末，公司其他应收账账面价值 0.47 亿元，同比增长 11.51%，主要为往来款。2024 年 3 月末，流动资产 6.24 亿元，较 2023 年末下降 2.01%，应收账款 2.14 亿元，较 2023 年末下降 5.59%，存货 1.92 亿元，较 2023 年末增长 4.28%，货币资金 1.41 亿元，较 2023 年末增长 1.71%，其他应收款 0.53 亿元，较 2023 年末增长 13.08%。

2023 年末公司非流动资产 12.75 亿元，同比增长 3.78%，主要由固定资产、其他权益工具投资、无形资产和开发支出等构成。2023 年末，公司固定资产账面价值 6.59 亿元，同比显著增长，以房屋及建筑物、机器设备等为主。主要系中药配方颗粒建设项目、凝胶剂及合剂生产线建设项目及提取中心产能扩增建设项目转固影响所致。2023 年末，公司其他权益工具投资 3.83 亿元，仍为持有的汇伦医药的股份，同比下降 16.96%，2023 年计入其他综合收益的损失 0.78 亿元，公司投资汇伦医药，累计计入其他综合收益的利得 0.63 亿元。2023 年末，公司无形资产仍主要为土地使用权等资产，2023 年末无形资产账面价值 0.84 亿元，较 2022 年末小幅下降。2023 年末，公司开发支出 0.82 亿元，同比增长 29.31%。2024 年 3 月末，非流动资产 12.79 亿元，较 2023 年末增长 0.29%，其他权益工具投资 3.83 亿元，未较 2023 年末发生变动，无形资产 0.83 亿元，较 2023 年末下降 1.01%，开发支出 0.91 亿元，较 2023 年末增长 11.11%。

图 8：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
应收账款	2.23	2.33	2.26	2.14
存货	1.19	1.83	1.84	1.92
货币资金	0.72	1.01	1.38	1.41
其他应收款	0.20	0.42	0.47	0.53
流动资产合计	5.87	6.11	6.36	6.24
固定资产	3.06	3.58	6.59	6.54
其他权益工具投资	3.13	4.62	3.83	3.83
无形资产	0.88	0.86	0.84	0.83
开发支出	0.50	0.63	0.82	0.91
非流动资产合计	9.38	12.29	12.75	12.79
资产总额	15.24	18.40	19.12	19.03

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司受限资产 0.87 亿元，为受限固定资产和无形资产，受限资产占总资产的 4.55%，占净资产的 7.81%。

图 9：截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元，%）⁴

科目	受限账面价值	账面价值	受限比例	受限原因
固定资产	0.47	6.59	7.15	抵押借款
无形资产	0.40	0.84	47.76	抵押借款
合计	0.87	7.42	-	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

2023 年末公司所有者权益同比变动不大，受益于经营积累，未分配利润进一步增长

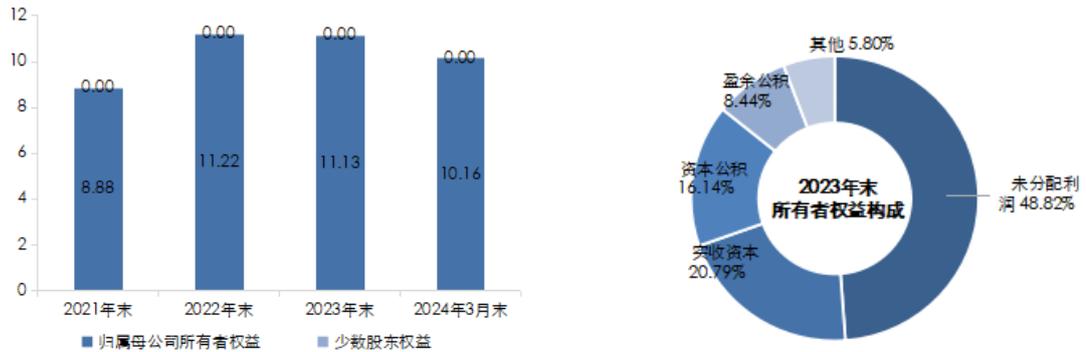
2023 年末公司所有者权益 11.13 亿元，同比变动不大。2023 年末，受益于经营积累，公司未分配利润进一步增长至 5.44 亿元，同比增长 9.64%；同期末股本 2.31 亿元，同比变动不大；2023 年，公司可转债转股增加股本 4.4144 万股，期末股本回购注销减少股本 52.2367 万股。2023 年末公司资本公积 1.80 亿元，其中，资本公积-股本溢价 1.79 亿元，同比有所增长，主要系可转债转股导致股本溢价增加 33.10 万元和第二次解除限售导致股本溢价增加 674.59 万

⁴ 由于四舍五入，加总数与合计数存在差异。

元影响所致。同期末资本公积-其他资本公积 75.08 万元，减少 1264.35 万元系当期因股权激励减少其他资本公积 589.76 万元和第二次解除限售减少 674.59 万元所致。2023 年末，盈余公积 0.94 亿元，同比小幅增长。

2024 年 3 月末，所有者权益较 2023 年末进一步下降 8.78% 至 10.16 亿元，实收资本 2.32 亿元，资本公积 1.80 亿元，其他综合收益 0.54 亿元，盈余公积 0.94 亿元，未分配利润 5.59 亿元，均未较 2023 年末发生显著变化。

图表 10：公司所有者权益情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

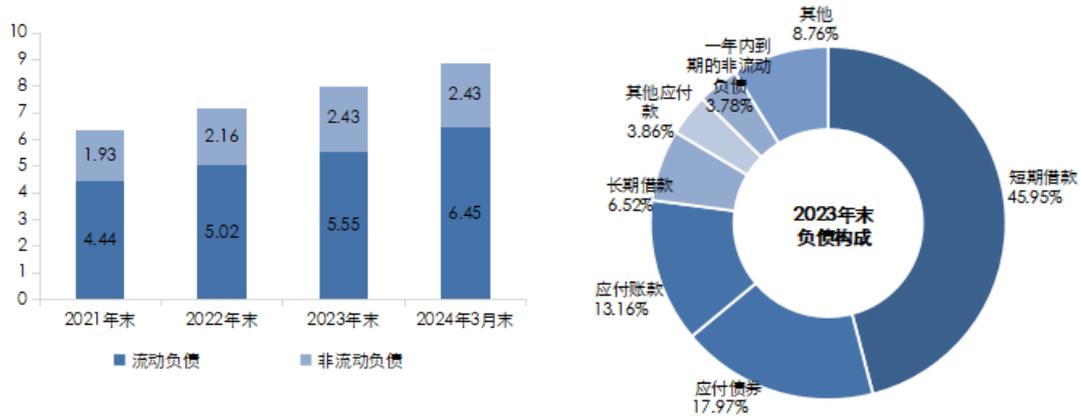
跟踪期内公司有息债务规模增长，资产负债率上升，债务负担有所增长，债务结构仍以短期有息债务为主

2023 年末公司负债总额为 7.98 亿元，流动负债和非流动负债均有所增长，其中流动负债占比 69.56%，负债结构仍以流动负债为主；2024 年 3 月末，公司负债总额 8.87 亿元，较 2023 年末增长 11.10%。

2023 年末公司流动负债 5.55 亿元，较上年末增长 10.71%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2023 年末公司短期借款同比增长 15.62% 至 3.67 亿元，其中质押借款 0.70 亿元、抵押借款 0.30 亿元、信用借款 2.41 亿元；借款用途主要是用于购买原材料等日常经营周转。2023 年末，公司应付账款账面余额 1.05 亿元，同比增长 9.84%，仍以材料款、工程款等为主。2023 年末其他应付款 0.31 亿元，同比下降 21.99%，主要为限制性股份支付回购义务、应付市场费用报销款、暂收 IPO 补助金、及保证金、押金等。2023 年末，一年内到期的非流动负债 0.30 亿元，同比显著增长。2024 年 3 月末，公司流动负债 6.45 亿元，较上年末增长 16.05%，其中短期借款进一步增长至 4.80 亿元，应付账款 0.80 亿元，较 2023 年末有所下降，其他应付款 0.30 亿元，未较 2023 年末发生显著变化。

2023 年末公司非流动负债 2.43 亿元，同比增长 12.58%，主要由应付债券和长期借款等构成。其中应付债券期末余额 1.43 亿元，仍全部为新天转债；2023 年末公司长期借款 0.52 亿元，同比显著增长，主要为抵押借款和信用借款。2024 年 3 月末，公司非流动负债 2.43 亿元，应付债券 1.43 亿元，长期借款 0.52 亿元，均未较 2023 年末发生显著变化。

图表 11: 公司负债情况 (单位: 亿元, %)



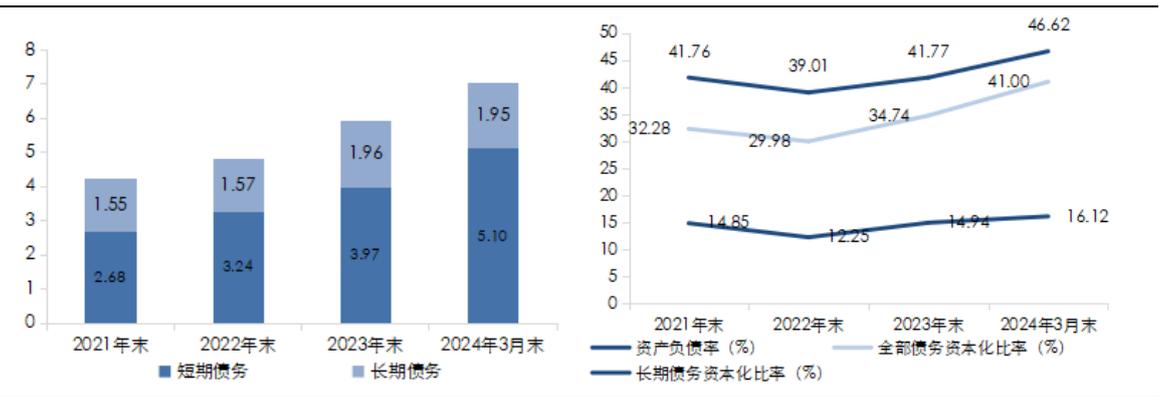
项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期借款	2.68	3.17	3.67	4.80
应付账款	0.65	0.96	1.05	0.80
其他应付款	0.58	0.39	0.31	0.30
一年内到期的非流动负债	-	0.06	0.30	0.30
流动负债合计	4.44	5.02	5.55	6.45
应付债券	1.50	1.37	1.43	1.43
长期借款	0.05	0.20	0.52	0.52
递延收益	0.25	0.22	0.21	0.20
非流动负债合计	1.93	2.16	2.43	2.43
负债总额	6.37	7.18	7.98	8.87

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2023 年末, 公司全部债务为 5.93 亿元, 同比增长 23.35%, 其中短期有息债务和长期有息债务分别为 3.97 亿元和 1.96 亿元, 同比均有所增长, 债务结构仍以短期债务为主。同期末资产负债率为 41.77%, 同比上升 2.76 个百分点; 全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.74%和 14.94%, 同比均有所增长。2024 年 3 月末, 公司全部债务 7.06 亿元, 较 2023 年末增长 19.06%, 其中短期债务 5.10 亿元, 长期债务 1.95 亿元, 同期末资产负债率 46.62%, 长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 16.12%和 41.00 %, 均较 2023 年末有所增长。

截至 2023 年末, 公司无对外担保。

图表 12: 公司债务构成及负债率情况 (单位: 亿元, %)



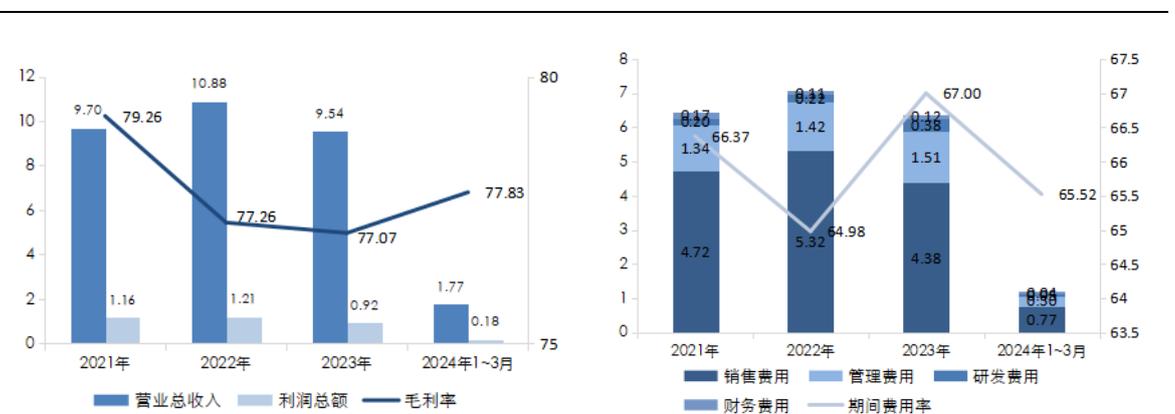
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内受产品销量下降影响, 公司营业收入和营业利润均有所下降, 但营业利润率仍处于较高水平, 以销售费用为主的期间费用占比依然较高, 对利润空间形成较大挤占

2023 年公司实现营业收入 9.54 亿元, 同比下降 12.29%; 营业利润率 75.70%, 同比下降 0.35 个百分点, 但仍保持在较高水平。2023 年公司销售费用 4.38 亿元, 同比下降 17.79%, 管理费用和研发费用分别为 1.51 亿元和 0.38 亿元, 同比分别增长 6.83%和 76.67%, 同期财务费用 0.12 亿元, 同比增长 7.50%, 期间费用率 67.00%, 同比增长 2.02 个百分点。以销售费用为主的期间费用占比仍较高, 对利润空间形成较大挤占。2023 年, 公司实现营业利润 0.94 亿元, 同期利润总额和净利润分别为 0.92 亿元和 0.81 亿元, 同比均有所下降。2023 年公司总资本收益率和净资产收益率均分别为 5.43%和 7.26%, 同比分别下降 2.19 和 2.68 个百分点。2024 年 1~3 月, 公司营业收入 1.77 亿元, 同比下降 15.06%, 同期利润总额 0.18 亿元, 同比下降 29.95%, 净利润 0.16 亿元, 同比下降 37.94%。

图表 13: 公司收入和盈利能力情况 (单位: 亿元, %)



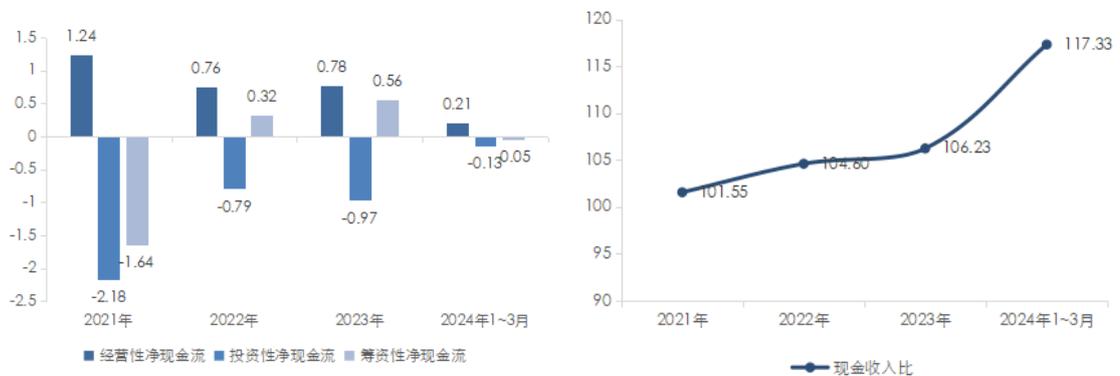
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

2023 年公司经营性现金流仍为净流入，投资性现金流净流出规模有所增长，受债务规模增长影响，筹资性现金流净流入规模进一步增长

2023 年公司经营性现金流净流入 0.78 亿元，净流入规模同比增长 2.59%。2023 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.13 亿元，同比下降 10.92%；收到其他与经营活动有关的现金 0.31 亿元；同期公司购买商品、接受劳务支付的现金为 1.58 亿元，同比下降 11.78%，支付的其他与经营活动有关的现金 4.84 亿元，同比下降 20.92%，其中，支付的销售费用 4.11 亿元，同比下降 27.68%。2023 年公司现金收入比为 106.23%，同比增长 1.63 个百分点。2023 年，公司投资性现金流净流出 0.97 亿元，净流出规模较 2022 年增长 22.13%。2023 年，公司筹资性现金流净流入 0.56 亿元，较 2022 年净流入规模增长 79.06%，其中取得借款收到的现金为 5.06 亿元，同比增长 45.82%；偿还债务所支付的现金为 4.04 亿元，同比增长 45.32%；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 0.43 亿元，同比增长 23.79%。2024 年 1~3 月，经营性现金流净流入 0.21 亿元，同期投资性现金流净流出 0.13 亿元，筹资性现金流净流出 0.05 亿元。

图表 14：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2023 年末，公司流动比率 114.58%，同比下降 7.13 个百分点；速动比率 81.40%，同比下降 3.78 个百分点。2023 年，公司 EBITDA 为 1.29 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 6.29 倍，同比有所降低，全部债务/EBITDA 为 4.59 倍，同比有所增长。

截至 2023 年末，公司短期债务为 3.97 亿元，未受限货币资金 1.38 亿元，对短期债务的覆盖能力较弱；截至本报告出具日，公司无未来一年到期的债券（含回售）。2023 年公司经营性净现金流为 0.78 亿元，投资性净现金流为 -0.97 亿元，筹资活动前净现金流为 -0.19 亿元，对短期债务的保障能力较弱。预计 2024 年，随着公司营销体系改革完成，凝胶剂及合剂项目、中药配方颗粒项目建成产能释放以及中药配方颗粒品种中选山东牵头的省际联盟集采，将为公司业绩形成一定保障；截至 2023 年末，公司重要在建项目已建成投产，暂无其他重大拟建项目，公司发行股份收购汇伦医药，预计公司筹资活动前净现金流将有所增长，但对短期有息债务的保障能力仍然较弱。

2023年末，公司银行授信额度合计8.45亿元，未使用额度4.39亿元。

图表 15：公司偿债能力主要指标

指标名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年1~3月/3月末
流动比率(%)	132.19	121.72	114.58	96.76
速动比率(%)	105.44	85.17	81.40	66.93
经营现金流动负债比(%)	28.00	15.11	14.00	-
EBITDA利息倍数(倍)	7.54	9.12	6.29	-
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	3.03	4.59	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至2024年4月23日，公司本部未结清信贷不存在不良及关注信用记录。截至本报告出具日，“新天转债”按时付息。

增信措施

抵押担保

公司以位于上海市徐汇区东安路562号的两套办公用途房产及全资子公司海天医药位于上海市徐汇区东安路562号的一套办公用途房产为公司本次发行的部分可转债提供抵押担保，上述三处自有房产在评估基准日的市场价格为人民币10903万元。抵押担保的主债权为“新天转债”本金不超过人民币10730万元（含10730万元）及其利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，具有一定的增信作用。

质押担保

出质人王金华、张全槐将其合法拥有的部分公司股票作为本次部分可转换公司债券质押担保的质押物，初始质押的新天药业股票数量为办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的新天药业市值为8400万元的股份。

主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续低于出质人所担保的部分债券应付本息总额的105%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使担保财产的价值与出质人所担保的部分债券应付本息总额的比率达到120%；追加的资产包括但不限于新天药业人民币普通股，若追加的资产为新天药业股票，追加股票的价值按照连续30个交易日内新天药业收盘价的均价测算。在出现上述需追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的资产作为担保财产，以使担保财产的价值符合上述规定。若在触发日后的30个工作日内（出质人尚未追加担保物），担保比例恢复至大于或等于105%，则出质人无需追加担保物。主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续超过出质人所担保的部分债券应付本息总额的150%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价

值(以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算)不得低于出质人所担保的部分债券应付本息总额的 120%。

截至本报告出具日,王金华、张全槐分别以其持有新天药业的 288.40 万股、432.60 万股合计 721 万股的股票为“新天转债”提供质押担保,具有一定的增信作用。

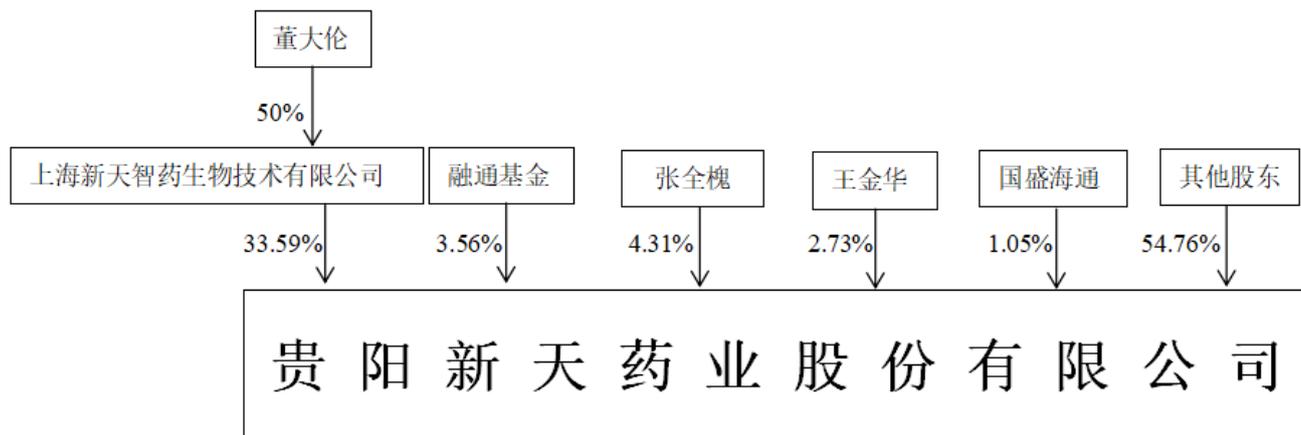
抗风险能力及结论

公司主营中成药制造业务,聚焦妇科用药、泌尿系统等领域,核心产品为独家品种并进入国家医保目录,具有一定的品牌优势,2023 年前三大单品收入仍均过亿元,在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力;跟踪期内,公司可转债募投中药配方颗粒建设项目建设完成,中药配方颗粒中标山东、安徽等 15 省省际联盟集采,未来业务区域将进一步拓展,销量有望实现增长;公司采用房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保,对本期债券仍具有一定增信作用。

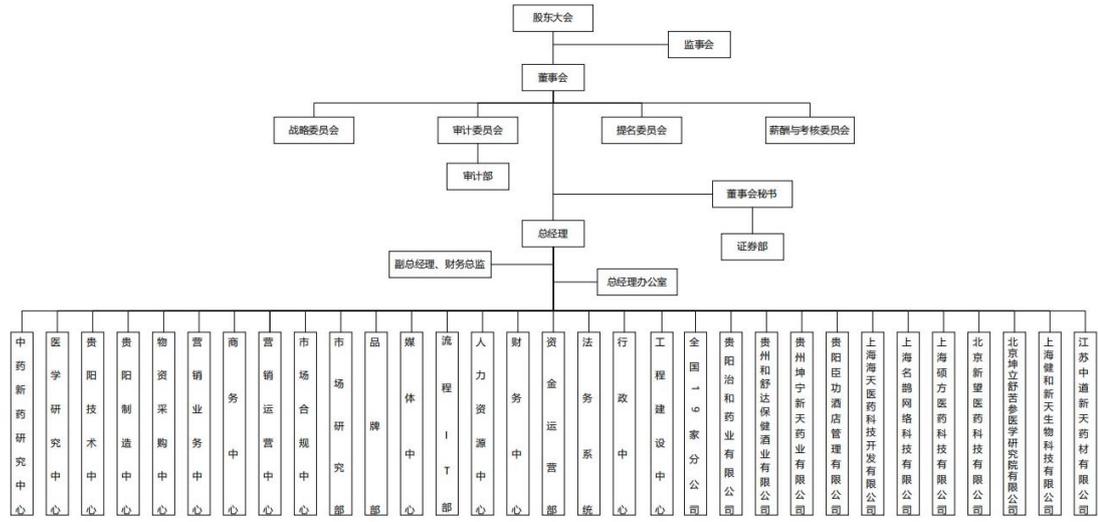
同时,东方金诚也关注到,跟踪期内,受营销体系“降本增效”改革过渡期等因素影响,公司主要产品销量下降,部分中药材采购价格上升,公司收入及毛利润均有所下降,以销售费用为主的期间费用占比依然较大,对利润空间形成较大挤占;公司有息债务规模持续增长,资产负债率上升,债务负担有所增长,债务结构仍以短期有息债务为主;控股股东持有公司股权质押比例仍较高,若未来公司股价波动较大则面临一定平仓风险;公司拟发行股份并购买控人控股的关联方汇伦医药,公司与主营小分子化学药的汇伦医药主业存在一定的差异,业务整合可能存在不达预期的风险。

综合考虑,东方金诚维持公司主体信用等级为 A+,评级展望为稳定;维持“新天转债”信用等级为 A+。

附件一：截至 2023 年末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据和财务指标

项目名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年1~3月 /3月末
主要财务数据及指标				
资产总额(亿元)	15.24	18.40	19.12	19.03
所有者权益(亿元)	8.88	11.22	11.13	10.16
负债总额(亿元)	6.37	7.18	7.98	8.87
短期债务(亿元)	2.68	3.24	3.97	5.10
长期债务(亿元)	1.55	1.57	1.96	1.95
全部债务(亿元)	4.23	4.80	5.93	7.06
营业收入(亿元)	9.70	10.88	9.54	1.77
利润总额(亿元)	1.16	1.21	0.92	0.18
净利润(亿元)	0.99	1.12	0.81	0.16
EBITDA(亿元)	1.58	1.59	1.29	-
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	1.24	0.76	0.78	0.21
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-2.18	-0.79	-0.97	-0.13
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-1.64	0.32	0.56	-0.05
毛利率(%)	79.26	77.26	77.07	77.83
营业利润率(%)	77.83	76.05	75.70	75.89
销售净利率(%)	10.26	10.25	8.48	8.78
总资本收益率(%)	8.86	7.63	5.43	-
净资产收益率(%)	11.21	9.94	7.26	-
总资产收益率(%)	6.53	6.06	4.23	-
资产负债率(%)	41.76	39.01	41.77	46.62
长期债务资本化比率(%)	14.85	12.25	14.94	16.12
全部债务资本化比率(%)	32.28	29.98	34.74	41.00
货币资金/短期债务(%)	27.01	31.09	34.81	27.55
非筹资性现金净流量债务比率(%)	-22.05	-0.70	-3.19	-
流动比率(%)	132.19	121.72	114.58	96.76
速动比率(%)	105.44	85.17	81.40	66.93
经营现金流动负债比(%)	28.00	15.11	14.00	-
EBITDA 利息倍数(倍)	7.54	9.12	6.29	-
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	3.03	4.59	-
应收账款周转率(次)		4.77	4.15	-
销售债权周转率(次)		4.47	3.89	-
存货周转率(次)		1.64	1.19	-
总资产周转率(次)		0.65	0.51	-
现金收入比(%)	101.55	104.60	106.23	117.33

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

