

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0010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

二〇二三年四月二十五日

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2023年4月25日至2024年4月24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
2023年4月25日

贵阳新天药业股份有限公司
主体及“新天转债”2023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	2023/4/25	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	9.16
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	7.81
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,公司控股股东仍为贵阳新天生物技术有限公司(以下简称“新天生物”),实际控制人仍为自然人董大伦。			债务负担和保障程度	EBITDA 利润率	5.00	3.68
				全部债务/EBITDA	10.00	4.67
			障碍程度	经营现金流动负债比	10.00	8.02
				EBITDA 利息倍数	10.00	7.43
			货币资金/短期有息债务	5.00	2.23	
			调整因素	无		
			个体信用状况	a+		
			外部支持	无		
			评级模型结果	A+		

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。

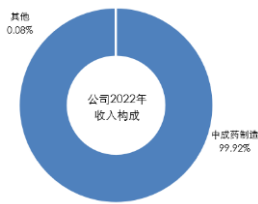
评级观点

公司前三大单品 2022 年收入均过亿元,在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力;跟踪期内核心产品销量增长,2022 年医药制造业收入和毛利润同比均有所增长,毛利率仍处于较高水平;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,跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响,公司成本控制压力加大,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,控股股东股权质押比例仍较高,公司对关联方汇伦医药投资规模较大,存在一定的资金回收风险。

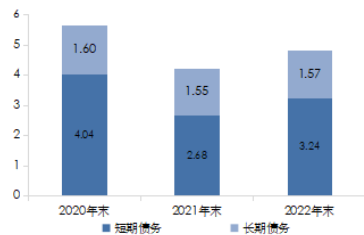
综合分析,东方金诚维持公司主体信用等级为 A+,评级展望为稳定,维持“新天转债”的信用等级为 A+。

主要指标及依据

2022 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	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额(亿元)	15.36	15.24	18.44
所有者权益(亿元)	8.28	8.90	11.29
全部债务(亿元)	5.64	4.23	4.80
营业总收入(亿元)	7.51	9.70	10.88
利润总额(亿元)	0.84	1.17	1.22
经营性净现金流(亿元)	1.76	1.24	0.76
营业利润率(%)	76.45	77.83	76.05
资产负债率(%)	46.07	41.59	38.76
流动比率(%)	158.26	133.00	123.11
全部债务/EBITDA(倍)	5.10	2.67	3.02
EBITDA 利息倍数(倍)	20.23	7.55	9.14

注: 表中数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告。

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, 2022 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;
- 公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广, 加强渠道拓展, 跟踪期内核心产品销量增长, 2022 年医药制造业务收入和毛利润同比均有所增长, 毛利率仍处于较高水平;
- 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

- 跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响, 公司成本控制压力加大;
- 2022 年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;
- 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;
- 公司对关联方汇伦医药的投资规模较大, 存在一定的资金回收风险。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着未来中药配方颗粒项目、凝胶剂及合剂生产线建设完工, 预计公司产能将进一步释放, 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》(RTFC020202208)》

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+	2022/4/27	高君子、谢瑞	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004)》	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 2022 年 4 月 27 日 (最新评级), 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	2022/4/27	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”）基于贵阳新天药业股份有限公司（以下简称“新天药业”或“公司”）提供的 2022 年度审计报告以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

新天药业主营中成药的研发、生产与销售业务。截至 2022 年末，公司注册资本 16404.80 万元，股本 23196.95 万股，贵阳新天生物技术开发有限公司（以下简称“新天生物”）持有公司股份 34.57%，较 2021 年末下降 2.36 个百分点，仍为公司控股股东，自然人董大伦持有新天生物 80.00% 的股权，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（2022 年）》（以下简称：“《2022 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《2022 年药品目录》清热通淋剂、清热剂外用药和清热解毒剂乙类目录品种。截至 2022 年末，公司拥有通过 GMP 认证的硬胶囊剂、合剂、颗粒剂、凝胶剂、片剂、糖浆剂、酒剂、露剂等八个剂型生产线及中药饮片 A 线、B 线两条饮片生产线。

截至 2022 年末，新天药业资产总额 18.44 亿元，所有者权益 11.29 亿元，资产负债率 38.76%。2022 年，公司实现营业收入 10.88 亿元，同比增长 12.15%；实现利润总额 1.22 亿元，同比增长 4.24%。

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，初始转股价格为 16.49 元/股，经公司多次实施利润分配方案后，2022 年 10 月 28 日，转股价格调整为 8.21 元/股。截至 2022 年 12 月 31 日，新天转债累计转股 213.0594 万股，剩余债券 152.67 万张，剩余金额为 1.53 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 3.300 万支产能，新增年产苦参凝胶 2000 万支产能。

截至 2022 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 43983.07 万元。2022 年，公司投入募集资金总额 9236.70 万元，其中中药配方颗粒建设项目投入 6681.51 万元，凝胶剂及合剂生产线投入 2555.19 万元，截至 2022 年末项目均正在建设中。预计两项目均在 2023 年 6 月达到预定可使用状态。

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

相关政策出现重大调整，叠加稳增长政策发力显效，2022 年四季度经济增速好于预期；接下来经济将进入回升过程，但通胀风险不大

四季度 GDP 同比增速达到 2.9%，主要受外生性冲击加大影响，增速较上季度回落 1 个百分点，但好于市场普遍预期。这主要源于相关政策在 11 月之后持续做出重大调整，以及稳住经济大盘一揽子政策及接续政策持续发力。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，四季度基建投资提速，带动投资对经济增长的拉动率显著增强；伴随海外高通胀迫使欧美央行持续大幅加息，全球经济增长动能转弱，四季度我国出口转入同比负增长状态，外需对经济增长的贡献率转负；

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。

外生性冲击下，四季度居民消费偏弱，但对经济增长仍有正向贡献。展望未来，外生性冲击平息，居民消费场景恢复，以及宏观政策还会保持稳增长取向，一季度 GDP 同比增速有望加快至 4.0%左右，内需修复将抵消外需下滑拖累，成为推动未来经济回升的主导力量。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费偏弱等因素影响，四季度 CPI 同比涨幅持续处于 3.0%以下的温和水平。2023 年居民消费增速将有较快回升，但出现报复性消费的可能性不大，对物价推升作用有限，CPI 同比涨幅将继续处于温和状态。国内通胀温和可控，与海外高通胀形成鲜明对比，正在为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力支撑。

2023 年一季度宏观政策将保持稳增长取向，财政政策还有发力空间，货币政策也将在稳增长方向持续发力，但政策性降息的可能性较小

2022 年基建投资（宽口径）同比增速达到 12.2%，显著高于上年 0.2%的增长水平，其中四季度增发 5000 多亿元专项债、政策性金融工具支持基建投资全面发力等政策工具发挥了重要作用。为支持经济较快修复，2023 年财政赤字率和新增专项债规模都会上调。另外，2023 年部分专项债额度已提前下达，年初就会开闸发行，加之银行对基建领域贷款投放有望延续强劲增长势头，短期内基建投资将保持两位数高增。货币政策方面，为支持经济较快修复，央行将控制市场利率上行幅度，支持银行加大贷款投放力度。未来在经济回升过程中，央行下调政策性利率（MLF 利率）的可能性较小。不过，为推动楼市尽快回暖，2023 年上半年 5 年期以上 LPR 报价存在下调的可能。整体上看，在经济回暖初期，宏观政策将保持稳增长取向。

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

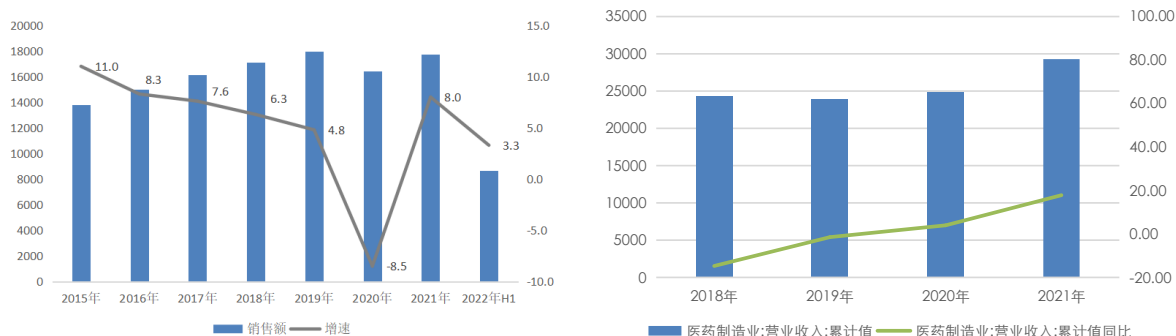
2022 年上半年医药行业需求有所增加，受年初上海、西安等多地医疗诊疗减少影响，增速有所减缓，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

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，但增速逐年下降。2015~2019 年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020 年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，我国三大终端六大市场药品销售额 16437 亿元，同比下降 8.5%。2021 年，受延迟医疗需求释放影响，医药行业需求增加。2022 年上半年，我国三大终端六大市场药品销售额为 8670 亿元，同比增长 3.3%，受年初上海、西安等多地医疗诊疗减少影响，增速有所减缓。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逐年有所下降。根据国家统计局数据，2020 年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，随着行

业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长 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为 21291.00 亿元，同比增长 24.40%。

图表 1 我国医药终端市场销售情况 (亿元、%) 图表 2 我国医药制造行业盈利情况² (亿元、%)



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化，医保目录动态调整机制实施，带量集采逐步步入常态化，药品价格呈下降趋势，行业集中度提高，并驱动企业向创新转型，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，集采政策落地扩面，药品价格呈下降趋势。2020 年，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出“1+4+2”的总体改革框架，指出要完善医保目录动态调整机制，将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围；深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着医疗卫生体制改革的不断深化，医药企业进一步延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制。2020 年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行，质量体系进一步健全。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，短期内造成相关药品价格降低，龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效，小企业市场份额受到进一步挤占，一批中小企业退出市场，行业集中度提升。2015 年到 2021 年，百强企业营收从 6131.0 亿元升至 9012.1 亿元，在集中度方面，百强企业的集中度由 22%左右提升 32.2%。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，规范临床急需短缺药品等优先审评审批，2020 年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）》、《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》，原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。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，2021 年申报 1 类化学

² 2017 年以来收入数据使用的是国家统计局公布的医药制造企业营业收入来代替主营业务收入。

药创新药注册申请 901 个，同比增加 312 个，共有 48 个创新药获批上市，包括 20 个国产药物和 28 个进口药物，主要集中在肿瘤和罕见病领域，其中 31 个以“优先审评”方式获批，2021 年以来，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。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。

中药制造行业

近年中药行业加速发展，国家出台多项支持行业发展的政策，有利于行业向规范化、创新化、高质量方向进一步发展

中药制造行业按产品可大致分为中成药、传统饮片和中药保健品，产业链上游为中药材种植业，下游为医药流通企业及医疗机构和药店零售终端等。由于中药材价格波动较大，中药制造业行业受上游原材料市场价格的波动影响较大，产业链向中药种植、中药材采收加工等上游延伸、拥有自建中药材生产基地的企业能在原材料价格上涨时拥有更高的竞争力。

近年中药行业不断发展，据中国中药协会数据，2021 年中药工业主营收入达到 6919 亿元，利润总额为 1004.5 亿元，行业竞争力增强；下游中医类医院建设持续较快增长，根据《2021 年我国卫生健康事业发展统计公报》2021 年，全国中医类医疗卫生机构总数 77336 个，比上年增加 4981 个，其中中医类医院 5715 个，中医类门诊部、诊所 71583 个，同比均有所增长。截至 2021 年末，中医总诊疗量达 12 亿人次，中医类别执业（助理）医师 73.2 万人。另一方面，中药制造行业创新实力逐步加强，2022 年度 CDE 承办新的中药注册申请受理号共计 1553 个，其中新药 65 个，补充申请 1474 个，仿制药 3 个，进口再注册 4 个，一次性进口 7 个。按受理号计，2022 年度共获批 10 个中药新药受理号。

国家高度重视中医药发展，将传承创新发展中医药定位为新时代中国特色社会主义事业的重要内容，近年出台多项包括中药研发、中药医保支付及中西医协同发展等方面的支持行业发展的相关政策文件。此外，近年医保目录中成药收录扩容，2022 年版国家医保目录收录中成药品种 1381 种和中药饮片 892 种。政策支持有利于中药行业进一步向规范化、创新化、高质量方向加速发展。

近年省际联盟中药集采陆续开展，中标价格降幅相对温和，随着中成药全国集采开启，利好拥有规模和成本控制优势，储备品种丰富的头部企业长远发展

近年中药集采逐步扩围提速。2021 年以来，以湖北省、广东省和山东省牵头的省际集采联盟陆续开展中药集采，中选产品涉及清开灵、复方丹参、连花清瘟颗粒等多个知名产品。具体来看，湖北十九省联盟中成药集中采购中共 97 家企业、111 个产品中选，中选价格平均降幅约 42%；广东省联盟集采共 576 个产品、275 家企业完成报价，独家品种拟中选、备选价格降幅约为 20%和 15%。2022 年 9 月湖北牵头的新一轮中成药集采覆盖 29 个省。2023 年 3 月，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》，涉及 16 类、42 种中成药，涵盖复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁等多个品种。中药集采相比化药集采开展时间较晚，纳入集采的品种相对较少且主要集中在非独家品种。省际中药集采中选品种报量

相对全国销售规模占比较有限，总体拟中标价格降幅相对温和。随着中成药全国集采开启，未来或成为常态化趋势，有利于独家品种扩大市场份额，非独家品种面临一定的降价压力。由于中药原材料价格市场波动较为明显，对企业的生产技术水平、工艺水平、产业链向上游延伸情况及对供应商的议价能力等方面提出了更高的要求，利好拥有规模和成本控制优势、产品特别是独家品种储备丰富的头部中医药企业长远发展，预计行业集中度将进一步提升，有利于行业进一步向高质量方向发展。

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，2022年受产品销量同比显著增长影响，公司收入及毛利润同比均有所增长

公司主营中成药的研发、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。2022年，公司实现营业收入10.88亿元，同比增长12.15%，毛利润8.40亿元，同比增长9.33%。2022年受产品销量增长影响，公司收入及毛利润同比均有所增长，同期公司综合毛利率77.26%，同比下降2.02个百分点。中成药制造业务仍是公司主要收入和利润来源，2022年中成药制造业务收入和毛利润占比分别为99.92%和99.91%。

图表3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）³

类别	2020年		2021年		2022年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中成药制造	7.50	99.90	9.69	99.88	10.87	99.92
其他 ⁴	0.01	0.10	0.01	0.12	0.01	0.08
合计	7.51	100.00	9.70	100.00	10.88	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
中成药制造	5.85	78.01	7.68	79.28	8.40	77.26
其他 ⁵	0.00	52.61	0.01	59.13	0.01	87.92
合计	5.86	77.98	7.69	79.26	8.40	77.26

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，2022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2022年末，公司拥有药品生产批件32个，其中国家医保目录

³ 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。

⁴ 2020年~2022年公司其他业务收入分别为76.39万元、114.90万元、88.49万元。

⁵ 2020年~2022年公司其他业务毛利润分别为40.19万元、67.95万元、77.80万元。

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服液、欣力康胶囊、欣力康颗粒等，主导产品坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶、夏枯草口服液均为国内独家专利品种，其中坤泰胶囊进入《2022 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《2022 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，其中坤泰胶囊在 2018 年全国中药大品种（全品类）科技竞争力排名中，坤泰胶囊位列第 38 位，妇科用药领域第 2 名，2020、2021 年入选中国中药协会临床价值中成药品牌榜；夏枯草口服液 2021 年入选中国中药协会临床价值中成药品牌榜。米内网数据显示，坤泰胶囊在 2022 年上半年妇科中成药院端市场排名第三，在品牌 TOP10 排行榜中，坤泰胶囊作为独家品种，位列前三。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。苦参凝胶进入多项专家共识和诊疗指南，是外用高纯度植物广谱抗菌药，也是国内首个阴道用卡波姆凝胶剂。2022 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。

公司研发体系覆盖了从中药新药发现、研发、生产到上市后再评价阶段。研发基地拥有贵阳技术中心、硕方医药和海天医药三个研发平台，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工作。建立的研发生产转化体系，有利于中药新药研发从实验室小试、中试放大、生产验证到工业化生产各个阶段衔接。截至 2022 年末，公司拥有国家新药证书 11 个，药品批准文号 32 个；公司为贵州省首批中药配方颗粒研究试点企业之一，拥有中药配方颗粒品种共有 445 个，完成国标备案 179 个；公司拥有龙岑盆腔舒颗粒、苦莪洁阴凝胶、术愈通颗粒 3 个中药新药产品且已完成临床三期试验；公司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。2022 年，公司研发投入合计 0.34 亿元，同比增长 19.25%，研发投入占营业收入的 3.17%；截至 2022 年末，公司研发人员 173 人，占比 18.62%，均较 2021 年有所增长。

公司拥有八条制剂生产线及两条饮片生产线，2022 年主要剂型产能未发生显著变化，胶囊剂、合剂和凝胶剂产量同比均有所增长，产能利用率总体保持在较高水平

公司生产基地位于贵阳市，截至 2022 年末，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、露剂等八个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，公司胶囊剂、凝胶剂和合剂产能未发生变化。由于客观环境对施工进度的影响、以及凝胶剂与合剂项目建设前期与有关部门协调施工区域周边地面排洪（污）沟改道、道路施工等市政建设工程的影响，中药配方颗粒建设项目及凝胶剂与合剂生产线建设项目计划完工时间均由 2021 年末延期至 2023 年 6 月，预计完工后公司产能将进一步提升。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。2022年，主要产品坤泰胶囊和宁泌泰胶囊需求增加，销量增长，产量同比均有所增长，分别增长4.47%和10.79%，公司胶囊剂总产量较2021年有所增长；2022年夏枯草口服液和当归益血口服液产量同比分别增长17.43%和8.08%，公司合剂产量较2021年增长16.91%；同期公司凝胶剂产量同比增长7.14%。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、%）⁶

项目	2020年	2021年	2022年	
胶囊剂	产能	64800.00	174800.00	174800.00
	产量	91586.40	125184.89	136411.86
	其中：宁泌泰胶囊	26708.40	35331.29	36911.28
	坤泰胶囊	64117.68	88732.18	98303.94
	其他	760.32	1121.42	1196.64
	产能利用率	141.34	71.62	78.04
合剂	产能	3270.00	3270.00	3270.00
	产量	3752.18	4498.02	5258.55
	其中：夏枯草口服液	3537.14	4245.51	4985.63
	当归益血口服液	215.04	252.51	272.92
	产能利用率	114.75	137.55	160.81
凝胶剂	产能	1600.00	1600.00	1600.00
	产量（苦参凝胶）	2278.70	3353.83	3593.35
	产能利用率	142.42	209.61	224.58

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司重要在建项目包括中药配方颗粒建设项目和凝胶剂及合剂生产线建设项目。两个项目的计划总投资金额2.42亿元，累计已投资金额1.93亿元，尚需投资0.50亿元，项目资金来源包括募集资金和自有资金。其中募集资金包括发行新天转债及首次公开发行A股募投项目募集资金转入10295.68万元。2021年11月，公司将募投项目“中药配方颗粒建设项目”和“凝胶剂及合剂生产建设项目”的计划完成时间从2021年12月延期至2023年6月，并将项目所涉及的制剂产线建设地点调整至已全面运行的制剂中心（贵阳国家高新技术产业开发区新天园区高新北路3号），项目主要产线暨提取产线及相关配套设施建设地点不变。截至2022年末，公司暂无其他拟建项目。

⁶ 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。

图表 5: 截至 2022 年末公司重要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	项目内容	计划投资	累计已投资	尚需投资额	2023 年拟投资金额	资金来源	预计完工时间	备注
中药配方颗粒建设	57000 万袋 中药配方颗粒产能	17317.57	14344.85	2972.72	2972.72	募集资金、自有资金	2023 年 6 月	可转债募投项目
凝胶剂及合剂生产线建设	年产夏枯草口服液 3300 万支、 年产苦参凝胶 2000 万支产能	6910.57	4923.30	1987.20	1987.20	募集资金、自有资金	2023 年 6 月	可转债募投项目
合计	-	24228.07	19268.15	4959.92	4959.92	-	-	-

资料来源: 公开资料, 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, 公司按照有关环保法规及相应标准对上述污染性排放物进行了治理, 达到了环保规定的标准。2022 年, 公司未因环境问题受到行政处罚。

公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广, 加强渠道拓展, 跟踪期内核心产品销量增长, 2022 年医药制造业务收入和毛利润同比均增长, 毛利率有所下降仍处于较高水平

公司主要采用专业化学术推广的营销模式进行产品推广, 并设置 OTC 事业部负责 OTC 产品和品牌推广, 截至 2022 年末, 公司拥有近 400 人的销售队伍和 100 余家长期合作的产品销售推广服务公司, 跟踪期内公司加强渠道拓展, 核心产品销量增长。公司通过组织参与全国性和省市级学术研讨会议, 促进扩大专家学术影响力和渗透力, 推动产品向各级医院、基层医疗机构、院外市场、OTC 渠道渗透。截至 2022 年末, 公司在全国 30 个省、自治区、直辖市建立了多个区域办事处, 并进行学术推广活动, 处方药产品覆盖 1.28 万余家县(区)级以上医院, 其中三级医院 1700 余家, 与国内 1500 余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系; OTC 产品覆盖 800 余家药品连锁公司、10 万余家门店, 与国内近 500 家药品连锁公司总部建立了长期稳定的业务关系, 处方药产品覆盖医院数量、建立业务关系医药单位数量、OTC 产品覆盖连锁公司及门店数量同比均有所增长。受益于品牌推广、加强渠道拓展, 加大产品销售力度, 2022 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增长, 主要产品的产销率仍处于较高水平。2022 年, 公司主要品种同期销售均价有所下降, 医药制造业务收入同比增长 9.32%至 10.87 亿元, 毛利润同比增长 9.32%至 8.40 亿元, 同期毛利率 77.26%, 同比下降 2.02 个百分点, 但仍保持在较高水平。

图表 6：公司核心药品产销情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
坤泰胶囊	销量(万粒)	63083.06	80708.06	92621.77
	产销率 (%)	98.39	90.96	94.22
宁泌泰胶囊	销量(万粒)	26169.15	32495.58	36266.43
	产销率 (%)	97.98	91.97	98.25
苦参凝胶	销量(万支)	2238.47	3080.07	3531.32
	产销率 (%)	98.23	91.84	98.27
夏枯草口服液	销量(万支)	3408.46	4105.50	4953.35
	产销率 (%)	96.36	96.70	99.35

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，2022 年前五大客户销售额 4.91 亿元，占年度销售总额的 45.14%，较 2021 年小幅增长。

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显著增长，公司成本控制压力加大，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，2022 年原材料和制造费用占比分别为 54.12%和 22.00%，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，2022 年白茅根、白芍、黄芩等采购量同比有所降低，同期连翘、黄连、熟地黄、熟地黄、苦参总碱和夏枯草等品种采购量同比均显著增长。

采购成本方面，2022 年主要中药材中除白茅根、头花蓼、黄芩和夏枯草采购均价有所下降，其余主要原材料连翘、白芍、熟地黄采购均价同比均显著增长，黄连、阿胶、苦参总碱等品种采购均价同比也有所上升。2022 年公司原材料采购成本 1.34 亿元，同比增长 27.10%，虽然公司有一定原材料供应常备储备，但成本控制压力加大。

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。2022 年，公司前五名供应商采购金额合计 1.15 亿元，占年度采购额的 45%，较 2021 年有所下降，但公司对主要供应商采购集中度仍然较高。

图表 7：公司主要中药材采购情况（单位：公斤、元/公斤）

品种	项目	2020	2021年	2022年
白茅根	采购数量	74561.00	132850.00	78516.60
	采购均价	18.60	15.85	14.88
连翘	采购数量	57520.00	50700.00	138798.00
	采购均价	53.73	90.92	135.25
头花蓼	采购数量	51893.00	201566.10	222601.20
	采购均价	8.30	8.93	8.13
黄连	采购数量	105797.50	215721.30	312768.00
	采购均价	124.86	148.66	154.53
白芍	采购数量	124600.00	231600.00	210143.50
	采购均价	6.00	9.43	15.35
黄芩	采购数量	189675.00	320732.00	275584.00
	采购均价	28.18	23.91	19.23
阿胶	采购数量	43939.20	69818.70	86161.50
	采购均价	493.86	454.90	482.80
熟地黄	采购数量	333735.00	284510.00	474110.00
	采购均价	15.92	25.87	51.36
苦参总碱	采购数量	3600.00	3988.00	5800.00
	采购均价	1191.00	1211.73	1568.51
夏枯草	采购数量	149028.00	405712.50	667142.00
	采购均价	19.74	20.60	19.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

关联交易情况

公司对关联方汇伦医药的股权投资规模较大，存在一定的资金回收风险

公司 2022 年发生的关联交易主要包括向贵阳臣功物业管理有限公司缴纳水电及物业费 15.88 万元、向上海锦竺信息科技有限公司支付软件开发费用 93.54 万元；收到汇伦医药的检验费 4.75 万元，向广州市优医健康药业连锁有限公司销售药品 63.80 万元。关联租赁方面，公司租赁给上海谱锐赛思生物技术有限公司机器设备确认租赁收入 5.30 万元，作为承租方支付贵阳臣功房地产开发股份有限公司租赁费 10.45 万元；王金华先生、张全槐先生及上海海天医药科技开发有限公司为新天转债提供担保，担保金额分别为 0.28 亿元、0.42 亿元和 0.28 亿元。关键管理人员薪酬 759.30 万元，以及对汇伦医药的股权投资 0.30 亿元。

汇伦医药和公司的实际控制人均为董大伦先生，2022 年公司投资汇伦医药 0.30 亿元，截至 2022 年末，公司对汇伦医药已累计投资 3.20 亿元，对其持股比例为 15.3748%。公司投资汇伦医药的初始目的主要为优化产业布局，逐步进入小分子化药领域。汇伦医药主营小分子创新药和仿制药研发及技术服务，聚焦领域包括呼吸重症、肿瘤、心脑血管等疾病创新药和仿制药，产品包括注射用西维来司他钠、注射用左亚叶酸、注射用替莫唑胺、注射用阿扎胞苷、替格瑞洛片、利伐沙班片、地诺孕素片、赛洛多辛胶囊等多个品种，其中，呼吸重症领域核心品

种注射用西维来司他钠为国内独家品种。汇伦医药拥有已上市产品 11 个，均已通过或视同通过一致性评价，在研产品管线 24 条。未来汇伦医药是否会被公司并购主要取决于市场环境以及公司与汇伦医药自身的战略发展需要。公司对关联方汇伦医药的投资回报周期预计较长，存在一定的资金回收风险。

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

2022 年，王光平、何忠磊担任公司董事，陈珏蓉、龙其武不再担任公司董事，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 2022 年末，公司总股本 23196.95 万股。控股股东新天生物持有公司 34.57% 股份，其中已质押股份 4735.00 万股，占新天生物持有的股份的 59.05%，占公司总股本的 20.41%。公司控股股东质押比例虽较 2021 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 2022 年合并财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 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。截至 2022 年末，公司纳入合并范围的子公司共 8 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，其他权益工具投资进一步增长，公司资产结构仍以非流动资产为主

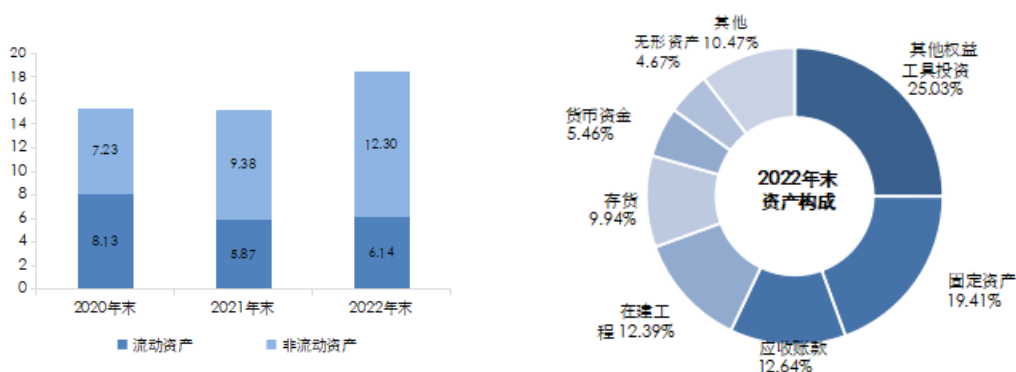
2022 年末，公司资产总额为 18.44 亿元，同比增长 20.95%；其中非流动资产占比 66.70%，公司资产结构仍为以非流动资产为主。

2022 年末公司流动资产 6.14 亿元，同比增长 4.63%，主要由应收账款、存货、货币资金和其他应收款等构成。2022 年末公司应收账款账面价值 2.33 亿元，应收账款计提坏账准备 779.20 万元；按欠款方归集的应收账款余额前五名仍以江西南华（通用）医药有限公司等医药

流通公司为主，前五名应收账款期末余额合计 0.33 亿元，占应收账款期末余额的 13.73%，集中度一般，2022 年公司应收账款周转率为 4.77 次，同比变动不大。2022 年末公司存货账面价值增长至 1.83 亿元，以原材料、库存商品、自制半成品等为主，2022 年公司存货周转率为 1.64 次，较上年下降 0.32 次。2022 年末，公司货币资金 1.01 亿元，同比增长 38.89%，货币资金以银行存款为主，期末无受限货币资金。2022 年末，公司其他应收账同比增长 106.37%至 0.42 亿元，其中，2022 年末往来款账面余额 0.33 亿元，同比显著增长。

2022 年末公司非流动资产 12.30 亿元，同比增长 31.17%，主要由其他权益工具投资、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。2022 年末，公司其他权益工具投资仍为持有的汇伦医药的股份，期末余额 4.62 亿元，同比显著增长，2022 年公司以自有资金对关联方汇伦医药增加投资 0.30 亿元，同期公允价值变动收益 1.19 亿元；截至 2022 年末，公司累计投资汇伦医药 3.20 亿元，资金来源为自有资金，持有其 15.3748%的股份，公允价值变动计入累计利得 1.42 亿元。2022 年末，公司固定资产账面价值 3.58 亿元，以房屋及建筑物、机器设备等为主。同期末在建工程账面价值增长至 2.28 亿元，主要为中药配方颗粒建设、凝胶剂及合生产线建设等项目，同期末中药制剂产品产能提升项目、研发中心建设项目完工转固。公司无形资产主要为土地使用权等资产，2022 年末无形资产账面价值 0.86 亿元，与上年末基本持平。

图表 8：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
应收账款	1.79	2.23	2.33
存货	0.87	1.19	1.83
货币资金	3.30	0.72	1.01
其他应收款	0.16	0.20	0.42
流动资产合计	8.13	5.87	6.14
其他权益工具投资	1.84	3.13	4.62
固定资产	2.81	3.06	3.58
在建工程	1.00	1.51	2.28
无形资产	0.80	0.88	0.86
非流动资产合计	7.23	9.38	12.30
资产总额	15.36	15.24	18.44

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司受限资产 0.59 亿元，为受限固定资产和无形资产，受限资产占总资

产的 3.22%，占净资产的 5.26%。

图表 9：截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元，%）⁷

科目	受限账面价值	账面价值	受限比例	受限原因
固定资产	0.49	3.58	13.68	抵押借款
无形资产	0.10	0.86	12.09	抵押借款
合计	0.59	4.44	-	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

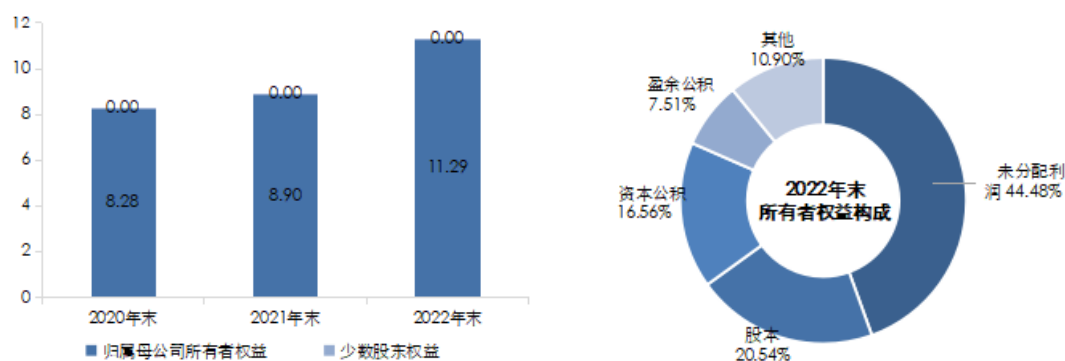
资本结构

受益于经营积累影响，2022 年末公司所有者权益有所增长，同时受资本公积转增股本和库存股实施股权激励影响，股本有所增长，资本公积有所下降

2022 年末公司所有者权益 11.29 亿元，同比增长 26.81%。2022 年末，受益于经营积累，公司未分配利润进一步增长至 5.02 亿元，同比增长 20.39%，同期末股本 2.32 亿元，较 2021 年末有所增长，2022 年公司资本公积转增增加股本 6623.59 万股；可转债转股增加股本 204.68 万股；股本回购注销减少股本 36.12 万股。

2022 年末公司资本公积 1.87 亿元，其中，资本公积-股本溢价 1.74 亿元，同比有所下降，主要系 2022 年资本公积转增股本 6623.59 万元影响所致。2022 年公司因股权激励增加资本公积-其他资本公积 1183.72 万元，同期第一次解除限售，资本公积-其他资本公积减少 820.37 万元。2022 年末，盈余公积 0.85 亿元，同比小幅增长。

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

2022 年末公司有息债务规模同比有所增长，债务结构仍以短期有息债务为主

2022 年末公司负债总额为 7.15 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 69.79%，负债结构仍以流动负债为主。

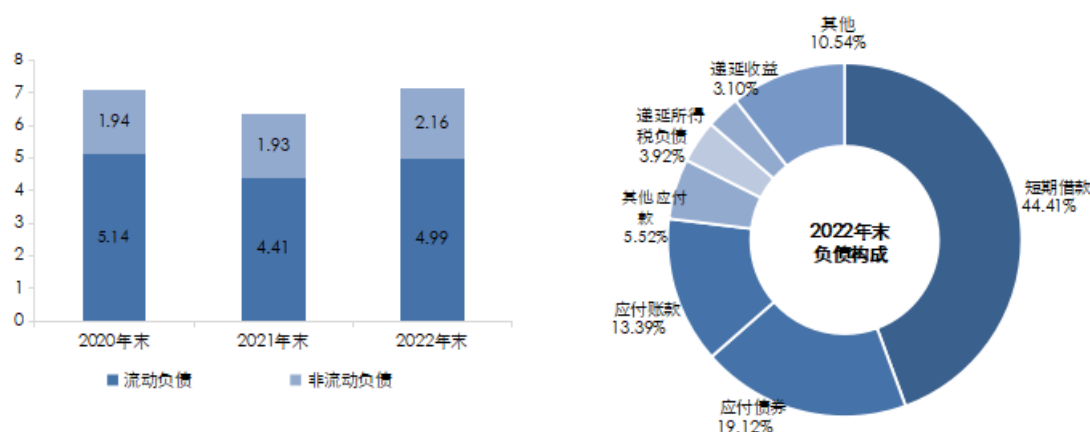
2022 年末公司流动负债 4.99 亿元，较上年末增长 13.04%，主要由短期借款、应付账款和其他应付款等构成。2022 年末公司短期借款同比增长 18.27%至 3.17 亿元，其中质押借款 0.60

⁷ 由于四舍五入，加总数与合计数存在差异。

亿元、抵押借款 0.30 亿元、信用借款 2.17 亿元；借款用途主要是用于购买原材料等日常经营周转。2022 年末，公司应付账款账面余额 0.96 亿元，同比有所增长，仍以材料款、工程款等为主。2022 年末其他应付款 0.39 亿元，同比有所下降，仍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。

2022 年末公司非流动负债 2.16 亿元，同比增长 12.01%，主要由应付债券、递延所得税负债、递延收益和长期借款等构成。其中应付债券期末余额 1.37 亿元，仍全部为新天转债；2022 年末递延所得税负债 0.28 亿元；同期末递延收益 0.22 亿元，仍全部为政府补助。2022 年末公司长期借款 0.20 亿元，均为 2022 年新增的信用借款。

图表 11：公司负债情况（单位：亿元，%）



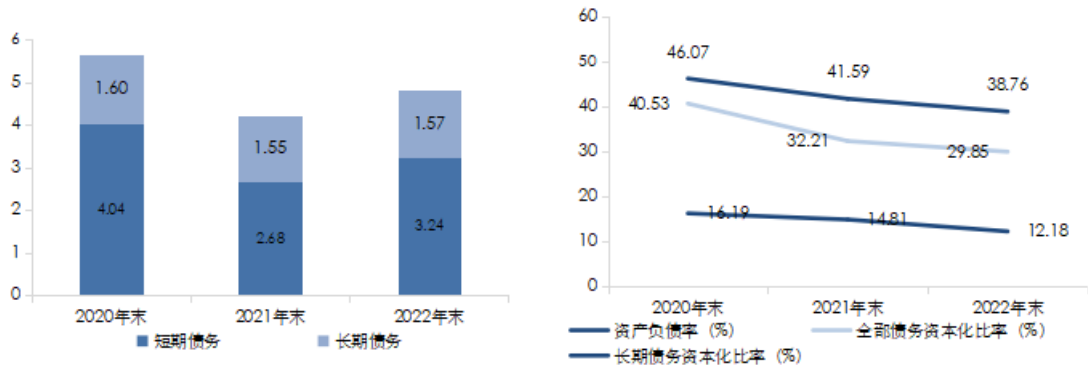
项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期借款	4.02	2.68	3.17
应付账款	0.45	0.65	0.96
其他应付款	0.33	0.58	0.39
流动负债合计	5.14	4.41	4.99
应付债券	1.45	1.50	1.37
递延所得税负债	0.07	0.03	0.28
递延收益	0.24	0.25	0.22
长期借款	0.15	0.05	0.20
非流动负债合计	1.94	1.93	2.16
负债总额	7.08	6.34	7.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司全部债务为 4.80 亿元，同比有所增长，其中短期有息债务和长期有息债务分别为 3.24 亿元和 1.57 亿元，债务结构仍以短期债务为主。同期末资产负债率为 38.76%，同比下降 2.83 个百分点；全部债务资本化比率 29.85%。

截至 2022 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，%）



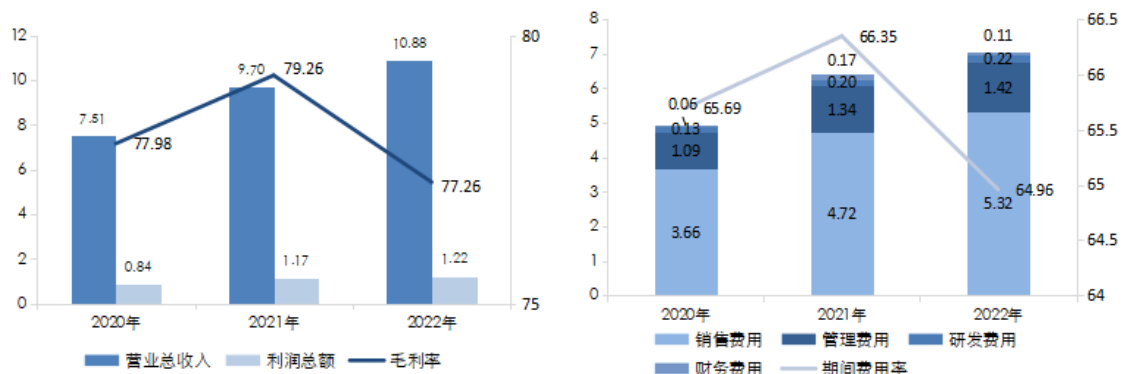
资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

2022 年公司营业收入和营业利润均有所增长，营业利润率处于较高水平，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

2022 年公司实现营业收入 10.88 亿元，同比增长 12.15%；营业利润率 76.05%，同比下降 1.78 个百分点，但仍保持在较高水平。2022 年公司销售费用、管理费用和研发费用均有所增长，期间费用占营业收入的比重为 64.96%，同比下降 1.39 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。2022 年，公司实现营业利润 1.22 亿元，同期利润总额和净利润分别为 1.22 亿元和 1.16 亿元，同比均有所增长。公司总资本收益率和净资产收益率均分别为 7.88%和 10.28%，同比分别下降 1.05 和 1.02 个百分点。

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

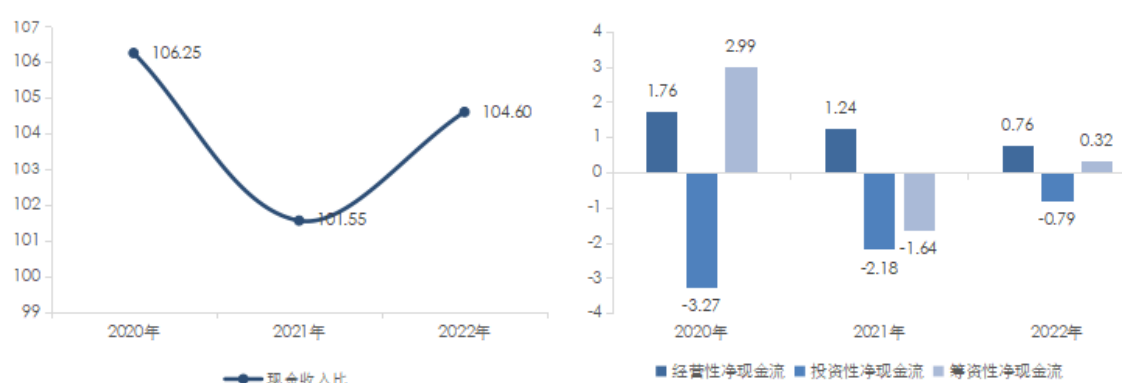
2022 年公司经营性现金净流入规模有所下降，投资性现金流净流出规模下降，受债务规模增长影响，筹资性现金流转为净流入

2022 年公司经营性现金流净流入 0.76 亿元，同比下降 39.00%。2022 年，公司销售商品、

提供劳务收到的现金增长 15.51%至 11.38 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 0.17 亿元，同比变动不大，仍主要为政府补助款等经营性相关现金流入；同期公司购买商品、接受劳务支付的现金为 1.79 亿元，同比增长 62.84%；支付的其他与经营活动有关的现金 6.13 亿元，同比增长 24.25%，其中，支付的销售费用 5.68 亿元，同比增长 36.13%。2022 年公司现金收入比为 104.60%，同比增长 3.05 个百分点。

2022 年，公司投资性现金流净流出 0.79 亿元，净流出规模较 2021 年显著下降。2022 年，公司筹资性现金流转为净流入 0.32 亿元，取得借款收到的现金为 3.47 亿元，同比增长 27.11%；偿还债务所支付的现金为 2.78 亿元，同比下降 33.59%；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 0.34 亿元，同比变动不大。

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

2022 年末，公司流动比率 123.11%，同比下降 9.89 个百分点；速动比率下降 19.73 个百分点至 86.35%。2022 年，公司 EBITDA 为 9.14 亿元，同比变动不大，EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 9.14 倍和 3.02 倍，同比均有所增长。

截至 2022 年末，公司短期债务为 3.24 亿元，未受限货币资金 1.01 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）。2022 年公司经营性净现金流为 0.76 亿元，投资性净现金流为 -0.79 亿元，筹资活动前净现金流为 -0.03 亿元，对短期债务的保障能力较弱。预计 2023 年，随着主要原材料中药材采购成本上升，公司盈利能力增长面临一定的压力；2023 年公司资本支出计划主要为募投在建项目支出，重要在建项目 2023 年拟投资 0.50 亿元，随着公司重要在建项目 2023 年完工，及对外投资减少，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。

2022 年末，公司银行授信额度合计 7.05 亿元，未使用额度 3.63 亿元。

图表 15：公司偿债能力主要指标

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动比率 (%)	158.26	133.00	123.11
速动比率 (%)	141.36	106.08	86.35

经营现金流动负债比 (%)	34.22	28.17	15.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.23	7.55	9.14
全部债务/EBITDA (倍)	5.10	2.67	3.02

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 2023 年 4 月 6 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 个工作日内，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 个工作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 个工作日内，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。

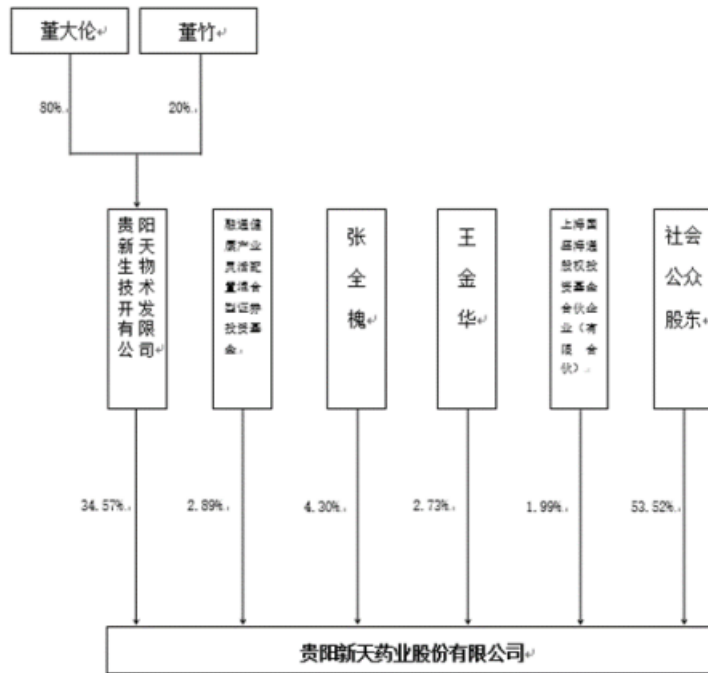
抗风险能力及结论

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，2022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；公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广，加强渠道拓展，2022 年核心产品销量增长，医药制造业务收入和毛利润同比均有所增长，毛利率仍处于较高水平；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。

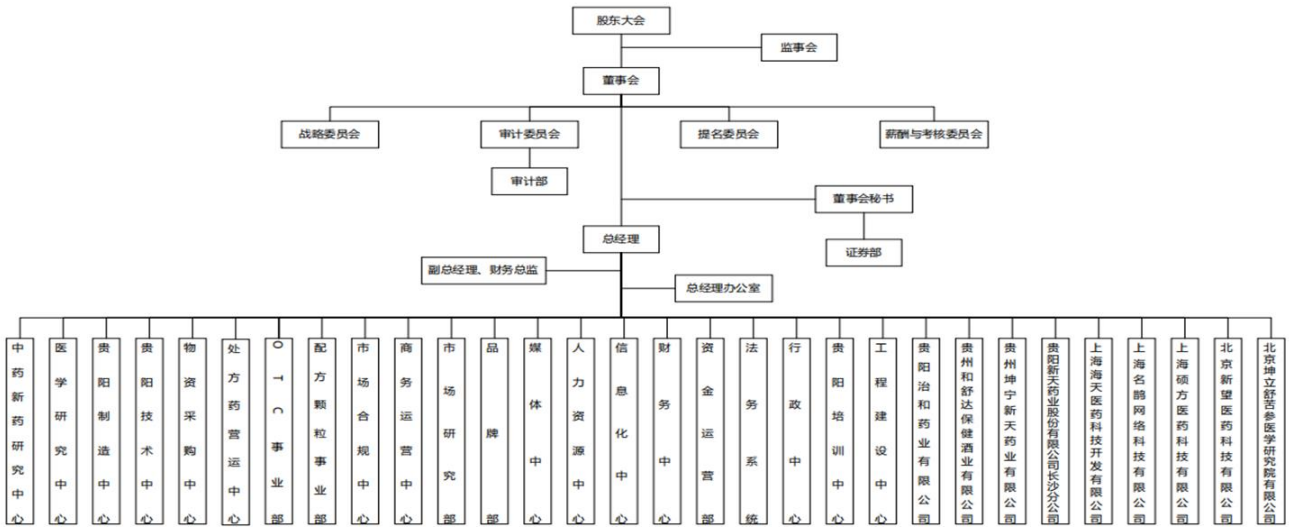
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响，公司成本控制压力加大；2022 年以销售费用为主的期间费用占比依然较大，对利润空间形成较大挤占；控股股东持有公司股权质押比例仍较高，若未来公司股价波动较大则面临一定平仓风险；公司对关联方汇伦医药的投资规模较大，存在一定的资金回收风险。

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 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



附件三：新天药业主要财务数据和财务指标

项目名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)
主要财务数据及指标			
资产总额(亿元)	15.36	15.24	18.44
所有者权益(亿元)	8.28	8.90	11.29
负债总额(亿元)	7.08	6.34	7.15
短期债务(亿元)	4.04	2.68	3.24
长期债务(亿元)	1.60	1.55	1.57
全部债务(亿元)	5.64	4.23	4.80
营业收入(亿元)	7.51	9.70	10.88
利润总额(亿元)	0.84	1.17	1.22
净利润(亿元)	0.74	1.01	1.16
EBITDA(亿元)	1.11	1.59	1.59
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	1.76	1.24	0.76
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-3.27	-2.18	-0.79
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	2.99	-1.64	0.32
毛利率(%)	77.98	79.26	77.26
营业利润率(%)	76.45	77.83	76.05
销售净利率(%)	9.87	10.37	10.67
总资本收益率(%)	5.71	8.92	7.88
净资产收益率(%)	8.95	11.30	10.28
总资产收益率(%)	4.82	6.60	6.30
资产负债率(%)	46.07	41.59	38.76
长期债务资本化比率(%)	16.19	14.81	12.18
全部债务资本化比率(%)	40.53	32.21	29.85
货币资金/短期债务(%)	81.61	27.01	31.09
非筹资性现金净流量债务比率(%)	-26.73	-22.05	-0.70
流动比率(%)	158.26	133.00	123.11
速动比率(%)	141.36	106.08	86.35
经营现金流动负债比(%)	34.22	28.17	15.20
EBITDA 利息倍数(倍)	20.23	7.55	9.14
全部债务/EBITDA(倍)	5.10	2.67	3.02
应收账款周转率(次)	-	4.83	4.77
销售债权周转率(次)	-	4.67	4.47
存货周转率(次)	-	1.96	1.64
总资产周转率(次)	-	0.63	0.65
现金收入比(%)	106.25	101.55	104.60

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+固定资产折旧+使用权资产折旧+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：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。