

天津市医药集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6691号

联合资信评估股份有限公司通过对天津市医药集团有限公司主体的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津市医药集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月十九日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天津市医药集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2025 年 2 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

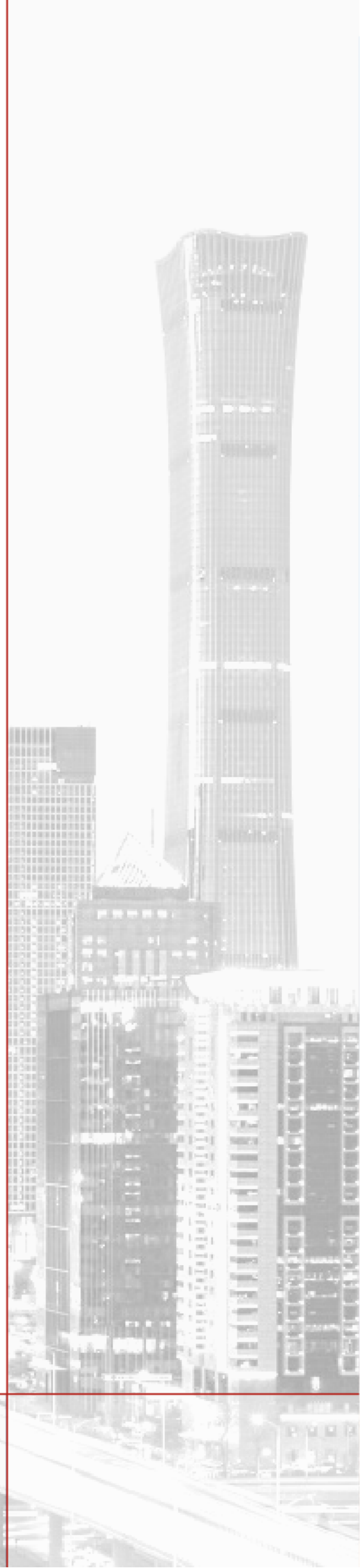
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



天津市医药集团有限公司 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天津市医药集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/7/19

评级观点

跟踪期内，天津市医药集团有限公司（以下简称“公司”）仍主要从事医药制造和医药流通业务，公司医药制造业务维持了一定品牌和规模优势，但化学药品业务面临较大竞争压力；医药流通业务维持了较强区域竞争力，但盈利能力较弱；公司主要管理制度连续，管理运作正常；公司资产规模与结构变化不大，资产质量较好，债务结构有所优化，盈利水平有所提升，投资收益对利润影响很大。未来，若被投资单位分红规模或盈利水平下降，则可能对公司盈利水平产生较大影响。公司本部主要承担管理职能，债务结构较上年底有所优化，但债务负担仍重，偿债能力仍较弱，但间接融资空间较大。公司子公司对公司本部分红情况良好，公司向股东分红规模较大。2023 年，公司经营活动现金净流入有所下降，主要系受医药流通业务回款影响；筹资活动现金净流出规模大幅增长。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，若公司优化资产、强化考核、适应行业发展、强化科研和再融资等计划能够顺利实施，公司竞争力有望维持。

可能引致评级上调的敏感性因素：重要子公司盈利水平大幅提升带动公司盈利水平提升；子公司对公司分红大幅增加；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：化学药行业竞争激烈使得公司化学药业务盈利水平大幅下降；长期股权投资的标的企业盈利水平大幅下降，致使公司盈利水平大幅下降；重要投资出现大幅亏损；控股股东变更使得公司经营管理受到重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **医药制造业务维持了一定品牌和规模优势。**公司中成药业务拥有“达仁堂”“乐仁堂”“隆顺榕”在内的多个老字号，具有速效救心丸等多个优势药品；化学药业务在皮质激素类原料药等产品领域具备较强技术优势和规模优势。
- **公司是天津市最大的医药销售企业，医药流通业务维持了较强区域竞争力。**根据商务部《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，公司下属企业津药太平医药有限公司和天津中新医药有限公司在全国药品流通行业百强排名中分别位列第 33 位和 34 位。
- **子公司对公司本部分红情况较好。**2023 年，公司下属子公司向公司本部分红 4.52 亿元。

关注

- **化学药业务竞争压力较大，医药流通业务盈利能力较弱。**公司有较多化学药品仍为技术含量和差异化程度不高的普通制剂产品，在与哈药集团股份有限公司、石药控股集团有限公司等大型制药企业集团的竞争中面临较大压力。2023 年，公司医药流通业务综合毛利率同比小幅下降至 5.67%，主要系公司为维持市场份额，采取薄利多销策略所致。
- **投资收益对公司利润影响很大。**2023 年，公司实现投资收益 11.85 亿元，同比增长 20.16%，占营业利润比重为 61.22%，对营业利润影响很大，主要为长期股权投资收益，未来可持续性存在一定不确定性。若被投资单位分红规模或盈利水平下降，则可能对公司盈利水平产生较大影响。
- **公司本部偿债能力较弱。**截至 2023 年底，公司本部全部债务 116.88 亿元，短期债务占 44.08%，全部债务资本化比率 66.71%；公司本部流动比率和现金短期债务比分别 79.65%和 0.16 倍，公司本部债务负担重，偿债能力较弱。
- **公司本部对股东分红规模较大。**2023 年，公司本部向大股东分红 6.43 亿元，占公司本部当期利润总额的 84.86%，分红比例很高。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 [V4.0.202208](#)

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） [V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

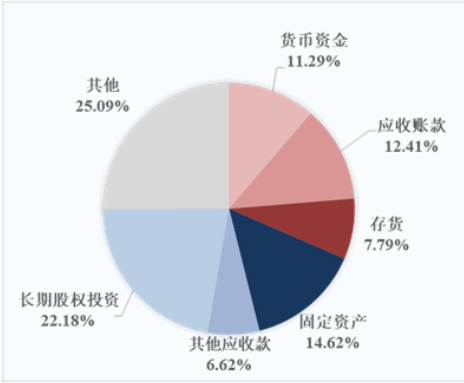
主要财务数据

合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	67.93	58.56	57.25
资产总额（亿元）	373.12	373.20	376.01
所有者权益（亿元）	145.63	147.72	152.02
短期债务（亿元）	117.10	90.36	78.79
长期债务（亿元）	50.38	78.26	88.41
全部债务（亿元）	167.48	168.62	167.20
营业总收入（亿元）	173.66	179.76	44.41
利润总额（亿元）	13.09	19.55	7.12
EBITDA（亿元）	25.12	31.07	--
经营性净现金流（亿元）	22.59	15.82	-4.25
营业利润率（%）	32.92	34.22	35.47
净资产收益率（%）	8.07	12.02	--
资产负债率（%）	60.97	60.42	59.57
全部债务资本化比率（%）	53.49	53.30	52.38
流动比率（%）	101.61	113.66	128.34
经营现金流动负债比（%）	13.16	11.09	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.65	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	5.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.67	5.43	--
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	168.66	181.65	181.78
所有者权益（亿元）	56.35	58.33	59.36
全部债务（亿元）	106.32	116.88	116.00
营业总收入（亿元）	1.16	0.26	0.02
利润总额（亿元）	7.37	7.58	1.10
资产负债率（%）	66.59	67.89	67.34
全部债务资本化比率（%）	65.36	66.71	66.15
流动比率（%）	61.87	79.65	98.52
经营现金流动负债比（%）	4.19	-3.14	--

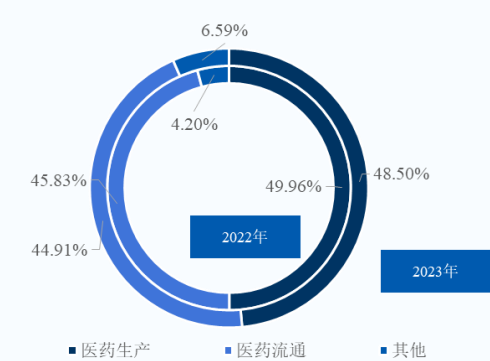
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “/”表示指标未获取；

资料来源：联合资信根据财务报告整理

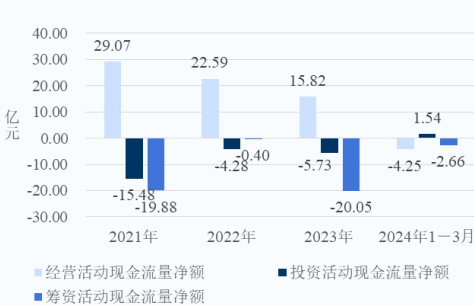
2023 年底公司资产构成



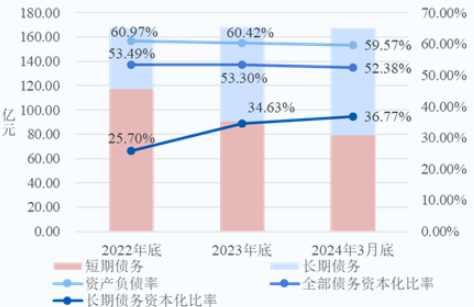
2022—2023 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2024/02/02	孙长征、王佳晨子	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：孙长征 suncz@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com
 电话：010-85679696 传真：010-85679228
 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津市医药集团有限公司（以下简称“公司”或“津药集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为天津市医药管理局，1996 年改组为天津市医药总公司，1997 年改组并变更为现名称，注册资本为 5.12 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 54.93 亿元，第一大股东为津沪深生物医药科技有限公司（以下简称“津沪深公司”），持有公司 67.00% 股权，其所持股权全部质押用于担保贷款，质权人为上海浦东发展银行股份有限公司深圳分行；公司第二大股东为天津国宇企业管理有限公司（以下简称“天津国宇”），持有公司 33.00% 股权，其所持股权全部质押给公司孙公司天津药业集团有限公司（以下简称“天津药业”），为天津药业享有的 22.09 亿元主债权提供担保。公司无实际控制人。

截至 2023 年底，公司直接或通过子公司间接持有 4 家上市公司的股权。公司持有的上市子公司股权并无质押情况。

图表 1 公司对下属上市公司持股情况

证券简称	直接或间接持股比例
达仁堂	42.99%
津药药业	50.69%
迈达科技	51.56%
科炬生物	64.06%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

跟踪期内，公司仍主要从事医药制造和医药流通业务，为集团型企业，按照联合资信行业分类标准划分为制造业（适用一般工商企业信用评级方法）。

截至 2023 年底，公司在职员工合计 10435 人。截至 2024 年 3 月底，公司内设科研管理部、战略管理部、资金管理中心等部门（详见附件 1-2）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 373.20 亿元，所有者权益 147.72 亿元（含少数股东权益 61.85 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 179.76 亿元，利润总额 19.55 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 376.01 亿元，所有者权益 152.02 亿元（含少数股东权益 64.05 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 44.41 亿元，利润总额 7.12 亿元。

公司注册地址：天津市河西区友谊北路 29 号；法定代表人：张铭芮。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

四、行业分析

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023 年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。完整版行业分析详见[《医药制造行业 2024 年度行业分析》](#)。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司中成药业务维持了一定品牌优势，化学药业务具备一定规模优势但面临较大竞争压力，医药流通业务维持了较强区域竞争力。

跟踪期内，公司控股股东无变化，公司无实际控制人。

中成药方面，公司控股子公司达仁堂集团股份有限公司（以下简称“达仁堂”）拥有包括“达仁堂”“乐仁堂”“隆顺榕”在内的多个老字号，拥有包括速效救心丸、清肺消炎丸、安宫牛黄丸等多个优势药品。截至 2023 年底，达仁堂拥有 22 种剂型，共 599 个药品批准文号，其中 1 个国家机密品种（速效救心丸），1 个国家秘密品种（京万红软膏），5 个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），122 个独家生产品种，75 个品种及 601 种中药饮片收载于《国家基本药物目录》，国家医保品种 223 个。

化学药方面，公司控股子公司津药药业股份有限公司（以下简称“津药药业”）在皮质激素类原料药等产品领域具备较强技术优势和规模优势，部分品种的工艺技术和产品质量达到国际先进水平。2023 年，津药药业研发费用为 1.61 亿元，占其营业收入的比重为 4.26%。津药药业有较多化学药品仍为技术含量和差异化程度不高的普通制剂产品，在与哈药集团股份有限公司、石药控股集团有限公司等大型制药企业集团的竞争中面临较大压力。

公司是天津市最大的医药销售企业。医药流通业务的销售区域以天津、河北为主，涵盖了医院、零售、社区、农村和批发等多个渠道。根据商务部《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，公司下属企业津药太平医药有限公司（以下简称“津药太平”）和天津中新医药有限公司在全国药品流通行业百强排名中分别位列第 33 位和 34 位，为天津市仅有的两家上榜企业，具有较强区域竞争力。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91120000103069684N），截至 2024 年 6 月 11 日，公司无未结清或已结清的关注类和不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无变化，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入小幅增长，收入结构变化不大，综合毛利率有所上升。

跟踪期内，公司主营业务和经营模式无重大变化，仍主要从事医药生产和医药流通业务。其中，医药生产包括中成药、化学制剂药和化学原料药业务等；公司其他业务包括医药器械和大健康板块等。公司为集团型企业，公司本部不从事经营活动，业务经营的主体为控股子公司。截至 2023 年底，公司共有一级控股子公司 23 家。2023 年，公司营业总收入变化不大，各主营业务规模变化不大。公司其他业务包含医药器械、医药其他、大健康板块等，对公司的主营业务收入与利润形成一定补充，2023 年，其他收入有所增长，主要系大健康板块业务收入增加所致。大健康板块的子公司主要为天津郁美净集团有限公司（以下简称“郁美净”），从事婴童护肤品的生产与销售。2023 年，公司综合毛利率同比有所上升，主要系中成药业务和其他业务毛利率上升所致；化学原料药毛利率同比有所下降，主要系市场竞争激烈、部分产品降价所致；化学制剂药毛利率同比有所下降，主要系子公司制剂产品受产品结构及产品集采的影响，毛利率同比下降所致；医药流通业务毛利较低，主要系公司为维持市场份额，采取薄利多销策略所致，盈利能力较弱。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 44.41 亿元，同比增长 0.16%；营业利润率为 35.47%，同比下降 2.90 个百分点；实现利润总额 7.12 亿元，同比增长 21.48%，主要系期间费用率下降、投资收益同比增加所致所致。

图表 2 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2023 年收入变化（%）	2023 年毛利率变化（百分点）
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）		
医药生产	85.34	49.96	57.30	87.18	48.50	59.30	2.15	2.00
中成药	46.21	27.05	64.36	47.98	26.69	70.21	3.83	5.85
化学制剂药	23.35	13.67	66.64	23.38	13.00	63.77	0.11	-2.87
化学原料药	15.78	9.24	22.81	15.82	8.80	19.63	0.26	-3.18
医药流通	78.29	45.83	5.94	80.73	44.91	5.67	3.11	-0.27
其他	7.18	4.20	37.19	11.85	6.59	57.82	65.04	20.63
合计	170.81	100.00	32.91	179.76	100.00	35.12	3.96	2.21

资料来源：联合资信根据公司年报整理

跟踪期内，达仁堂营业收入与结构变化不大，盈利指标保持在较高水平，盈利能力较强。

达仁堂为公司中成药业务的经营主体，也从事一定医药流通、西药业务及其他主营业务。跟踪期内，达仁堂经营模式不变，仍采取“以销定产”的生产模式，实施 90 天滚动需求审批，对上下游的结算方式和账期无重大变化。达仁堂所需的中药材共计 300 多种，主要依托下属药材分公司进行统一采购。2023 年，达仁堂向前五大供应商采购额占采购总额的 19.01%，向前五大客户的销售额占销售总额的 8.49%，采购与销售集中度均较低。2023 年，达仁堂营业总收入同比变化不大；其中，中成药收入小幅增长，西药收入小幅下降，收入结构变化不大；达仁堂综合毛利率同比上升 4.10 个百分点至 44.01%，主要系采用了改进采购策略、开展不同工艺路线药效筛选研究、减少中成药中间体浪费等降本措施所致；营业利润率保持在较高水平，期间费用对利润存在一定侵蚀，投资收益对利润总额影响较大，主要为对联营企业中美天津史克制药有限公司（以下简称“天津史克”）和天津宏仁堂药业有限公司确认的长期股权投资收益；总资本收益率与净资产收益率仍保持在较高水平，盈利能力较强。

图表 3 • 达仁堂部分财务指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	82.49	82.22	20.86
营业成本	49.56	46.04	10.11
费用总额	24.61	26.77	6.90
投资收益	2.74	3.08	0.78
利润总额	9.80	10.95	4.41
营业利润率	39.00	43.04	50.46
总资本收益率	11.79	13.42	--
净资产收益率	13.33	14.58	--
期间费用率	29.83	32.56	33.10

资料来源：联合资信根据达仁堂财务报告整理

图表 4 • 津药药业部分财务指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	36.89	37.83	8.64
营业成本	18.79	20.27	4.76
费用总额	15.66	15.15	2.73
投资收益	-0.22	-0.01	0.01
利润总额	0.13	1.68	0.80
营业利润率	47.96	45.14	43.79
总资本收益率	1.25	4.20	--
净资产收益率	0.49	4.33	--
期间费用率	42.46	40.05	31.66

资料来源：联合资信根据津药药业财务报告整理

跟踪期内，津药药业营业总收入同比小幅增长，利润总额同比大幅增长，但期间费用对利润侵蚀严重，盈利能力一般。

津药药业及其子公司津药和平（天津）制药有限公司（以下简称“津药和平”）为公司的化学药经营主体，产品包括化学原料药与化学制剂药。截至 2023 年底，津药药业持有津药和平 62.00% 的股权。跟踪期内，津药药业经营模式不变，仍采用库存结合市场需求的方式安排生产，对上下游的结算方式和账期无重大变化。津药药业的制药原料主要为通用化学原料与基础药品原料，上游厂家众多、供应充足，采购有内部自行调剂，也有对外采购。2023 年，津药药业向前五大供应商采购额占采购总额的 24.27%，采购集中度一般；向前五大客户的销售额占销售总额的 6.57%，销售集中度低。2023 年，津药药业营业总收入同比小幅增长，营业利润同比小幅下降；期间费用以销售费用为主，对利润侵蚀严重；投资收益对利润总额影响不大；得益于期间费用率下降及投资损失减少，津药药业利润总额同比大幅增长，总资产收益率与净资产收益率仍不高，盈利能力一般。

跟踪期内，医药流通业务收入规模变化不大，对营运资金占用较大，盈利能力较弱。

公司是天津市最大的医药流通企业，业务包括商业批发和医药零售。其中，商业批发业务的经营主体为津药太平等，医药零售业务的经营主体为天津医药集团津一堂连锁股份有限公司（以下简称“津一堂”）等；主要经销的药品包括拜糖平、诺和龙、拜新酮、硝苯地平、盐酸莫西沙星等。2023 年，公司医药流通业务收入规模变化不大，毛利率仍低，盈利能力较弱。从收入构成看，来自医院、药品批发商和药店等其它客户的收入分别约占医药流通收入的 70%、25% 和 5%。医药流通业务上游供应商主要为国内外大中型制药公司，结算方式主要为电汇、银承、买方付息，账期平均为 90 天；下游主要为天津市的医院、药店等销售终端，主要使用银行电汇、现金、商业承兑汇票以及建信融通结算，结算账期平均为 9 个月。医药流通业务对上、下游的结算存在一定账期差异，对业务经营主体产生较大规模的资金占用。截至 2023 年底，公司应收账款 46.33 亿元，同比有所增长，主要系医药流通业务下游医疗机构客户延长账期所致。

在建项目主要为产能建设，未来资金支出压力不大。

截至 2023 年底，公司在建工程主要为产能建设项目，预计还需投入 3.97 亿元，资金来源为公司自有资金，待投资规模较小，公司资金支出压力不大。

图表 5 • 截至 2023 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总额	已投资金额	还需投资
达仁堂滴丸智能制造基地项目一期工程	3.09	2.03	1.06
天津药业集团有限公司年产软雾吸入药品 500 万支项目	4.30	3.60	0.70
其他	3.97	2.19	2.21
合计	11.36	7.81	3.97

资料来源：联合资信根据公司提供材料整理

2 未来发展

公司设立了明确的财务目标，并制定了一系列措施以实现目标。

公司设立的财务目标为 2025 年实现营业总收入 270 亿元。公司计划采取以下措施达成目标：继续发展主业，优化集团产业结构；进一步推进市场化选聘职业经理人工作，强化职业经理人绩效考核；把握行业发展趋势，快速适应环境、政策变化；发挥上市公司融资平台作用，实施再融资；强化科研能力建设，推进创新药物研发；加快产品走向国际化。

未来，若公司优化资产、强化考核、适应行业发展、强化科研和再融资等计划能够顺利实施，公司竞争力有望维持。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司共 23 家，较上年底新设 1 家，减少 1 家；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

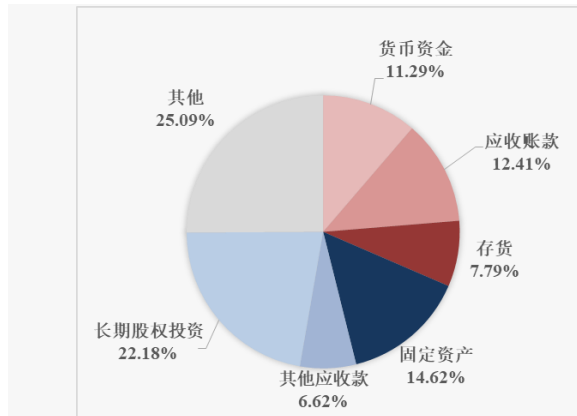
跟踪期内，公司资产规模与结构较上年变化不大，资产质量较好；债务规模变化不大，债务结构有所优化。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 373.20 亿元，同比增长 0.02%，流动资产占 43.42%，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底有所下降，主要系公司现金分红净额增加所致，公司本部对下属上市公司资金不进行归集；受限货币资金 6.93 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、现金及存放中央银行款项、定期存款等，受限比例一般；应收账款较上年底有所增长，主要系

医药流通板块的医疗机构客户普遍延长付款周期所致，公司对此采取了减少赊销、未收款逐笔监控等风险管理措施；长期股权投资较上年底有所增长，主要系公司本部按照权益法核算确认了对天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）和天津农村商业银行股份有限公司（以下简称“天津农商行”）的长期股权投资收益所致。

截至 2023 年底，公司受限资产 7.72 亿元，占资产总额的 2.07%，受限程度很低，资产质量较好。

图 6 • 2023 年底公司资产结构



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图 7 • 2023 年底公司受限资产情况

受限项目	账面价值	受限情况
货币资金	6.93	银行承兑汇票保证金、现金及存放中央银行款项、定期存款等
应收票据	0.65	质押
无形资产	0.12	抵押
固定资产	0.03	抵押
合计	7.72	--

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图 8 • 公司其他权益工具投资前五名被投资单位账面余额

（单位：亿元）

被投资单位	2022 年底	2023 年底
利尔化学股份有限公司	12.70	8.46
天津滨海农村商业银行股份有限公司	4.52	4.70
北方国际信托股份有限公司	3.05	1.85
渤海证券股份有限公司	1.60	1.62
中国大冢制药有限公司	1.43	1.43
合计	23.30	18.06

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图 9 • 2023 年底公司长期股权投资前五名被投资单位账面余额

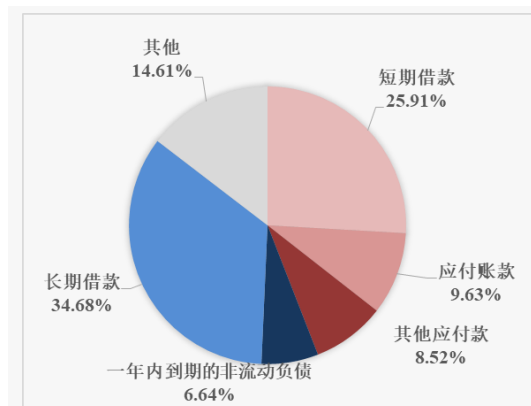
（单位：亿元）

被投资单位	2022 年底	2023 年底
天津农村商业银行股份有限公司	28.05	29.98
天津银行股份有限公司	23.25	26.80
隆腾有限公司	11.41	12.70
中美天津史克制药有限公司	4.92	6.15
五联众合科技发展有限公司	2.62	2.62
合计	70.25	78.25

资料来源：联合资信根据公司财报整理

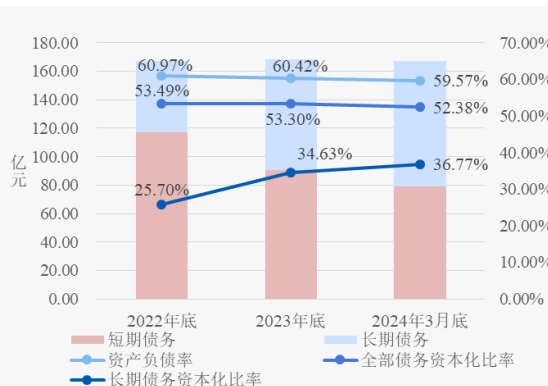
截至 2023 年底，公司负债总额 225.49 亿元，较上年底下降 0.88%，流动负债占 63.23%，占比较上年底有所下降。其中，短期借款较上年底大幅减少，长期借款较上年底大幅增加，主要系公司综合考虑融资成本和金融机构支持力度，调整债务结构所致。截至 2023 年底，公司全部债务 168.62 亿元，短期债务占 53.59%，债务结构有所优化；公司资产负债率和全部债务资本化比率有所下降，长期债务资本化比率有所上升，债务负担较重。

图 10 • 2023 年底公司负债结构



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图 11 • 公司债务指标变化



资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至 2023 年底，公司所有者权益 147.72 亿元，较上年底增长 1.43%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.13%，少数股东权益占比为 41.87%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、盈余公积、其他综合收益和未分配利润分别占 63.97%、2.20%、3.92%和 28.85%；其中，盈余公积较上年底大幅下降，主要系公司本部以盈余公积弥补亏损所致；其他综合收益较上年底大幅下降，

主要系按照其他权益工具投资核算的被投资企业期末公允价值降幅较大；未分配利润较上年底大幅增长，主要系公司利润积累所致；公司少数股东权益占比较高，所有权益结构稳定性较弱。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 149.08 亿元，资产、负债和所有者权益的规模与结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司盈利水平有所提升，投资收益对利润影响很大，未来可持续性存在一定不确定性；与所选同行业公司相比净资产收益率高。

2023 年，公司实现营业总收入 179.76 亿元，同比增长 3.52%；营业成本 116.63 亿元，同比增长 1.41%；营业利润率为 34.22%，同比提高 1.30 个百分点；公司费用总额为 55.61 亿元，同比增长 5.49%；利润总额 19.55 亿元，同比增长 49.41%，主要系营业利润增长的同时投资收益增加所致。2023 年，公司实现投资净收益 11.85 亿元，同比增长 20.16%，占营业利润比重为 61.22%，对营业利润影响很大，主要为长期股权投资收益；其中，成本法核算的长期股权投资收益 4.52 亿元，主要来自达仁堂、郁美净等子公司；权益法核算的长期股权投资收益为 7.44 亿元，来源较为分散；未来，若被投资单位分红规模或盈利水平下降，则可能对公司盈利水平产生较大影响。与所选同行业公司相比，2023 年，公司毛利率尚可，经营效率指标表现较弱，资产负债率较高，净资产收益率高。

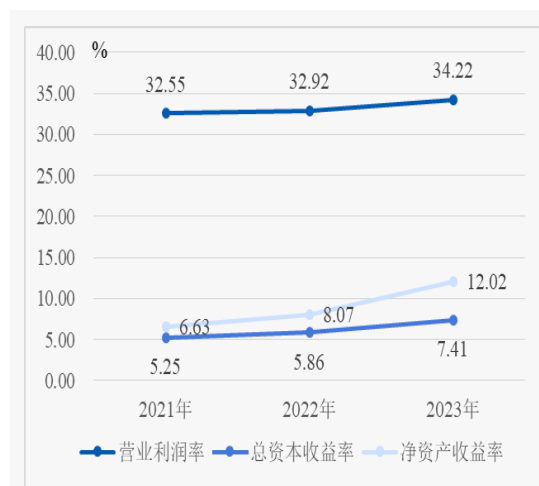
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 44.41 亿元，同比增长 0.16%；实现利润总额 7.12 亿元，同比增长 21.48%，详见章节“（三）经营方面”分析。

图表 12 • 2023 年同行业公司财务指标对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	净利润(亿 元)	综合毛利率 (%)	净资产收益 率(%)	存货周转率 (次)	应收账款周 转率(次)	总资产周转率 (次)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)
津药集团	179.76	17.75	35.12	12.02	3.71	4.06	0.48	60.42	11.85
哈药股份	154.57	4.74	26.21	8.74	6.12	3.63	1.12	61.57	0.04
天士力	86.74	10.17	66.80	8.01	1.77	10.98	0.52	24.08	-1.11
昆药集团	77.03	4.54	44.82	8.29	2.52	3.09	0.81	42.75	0.17

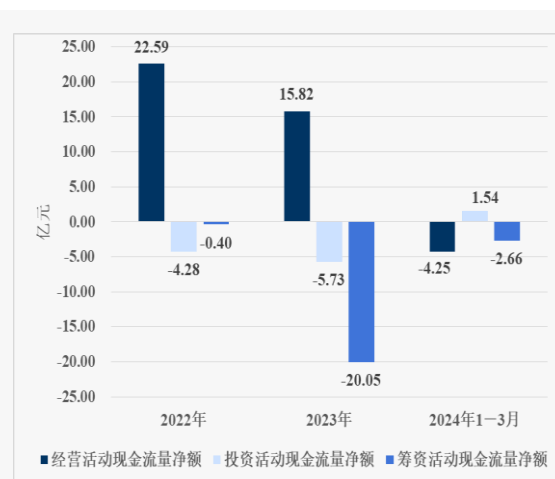
资料来源：Wind

图表 13 • 公司盈利指标变化情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 14 • 公司现金流变化情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2023 年，公司经营活动现金净流入同比有所下降，投资活动现金净流出规模同比有所上升，筹资活动现金净流出规模大幅上升。

2023 年，公司经营活动现金净流入同比有所下降，主要系医药流通业务下游部分医疗单位延长账期使致使回款较同期减少所致；经营活动现金净流出同比有所上升，主要系在建工程持续投入所致；筹资活动现金净流出大幅增长，主要系公司分红增加所致。

2 偿债指标变化

公司长、短期偿债指标表现一般，间接融资空间较大。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	101.61	113.66
	速动比率（%）	81.91	93.26
	经营现金/流动负债（%）	13.16	11.09
	经营现金/短期债务（倍）	0.19	0.18
	现金类资产/短期债务（倍）	0.58	0.65
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.12	31.07
	全部债务/EBITDA（倍）	6.67	5.43
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.09
	EBITDA/利息支出（倍）	3.82	5.47
	经营现金/利息支出（倍）	3.43	2.78

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财报整理

公司短期偿债指标表现一般。2023 年，公司流动比率与速动比率表现一般，经营现金对短期债务保障程度较低，现金类资产对短期债务保障程度尚可。

公司长期偿债指标表现一般。2023 年，公司 EBITDA 与经营活动现金对全部债务覆盖程度低，对利息支出覆盖程度一般。

截至 2024 年 3 月底，公司未执行完毕的、金额在 1000 万元以上的重大诉讼、仲裁共 1 起。其中作为被告的未决诉讼 1 起，作为被告的涉诉金额 0.12 亿元，涉诉金额很小。

截至 2024 年 3 月底，公司共获银行授信 520.47 亿元，已使用 162.52 亿元，间接融资空间较大。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要行使管理职能，债务负担重，偿债能力弱，债务结构较上年底有所优化。子公司对公司本部分红情况良好，公司本部向股东分红规模较大。

公司本部主要行使管理职能，不从事生产经营活动，利润主要来源于投资收益。其中，达仁堂 2022 年归母净利润为 9.87 亿元，现金分红总额为 9.86 亿元；2023 年归母净利润为 8.62 亿元，现金分红总额为 8.63 亿元，分红比例很高。2023 年，公司子公司对公司本部分红情况良好；公司本部向大股东分红 6.43 亿元，占公司本部当期利润总额的 84.86%，分红比例很高。

图表 16 子公司向公司本部分红情况（单位：亿元）

子公司名称	2022 年	2023 年
达仁堂	1.63	3.65
其他	1.48	0.87
合计	3.11	4.52

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 17 公司向股东分红情况（单位：亿元）

股东名称	2022 年	2023 年
津沪深公司	3.35	4.31
天津国宇	1.65	2.12
合计	5.00	6.43

资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至 2023 年底，公司本部资产总额 181.65 亿元，较上年底增长 7.70%；负债总额 123.32 亿元，较上年底增长 9.81%；公司本部所有者权益为 58.33 亿元，较上年底增长 3.51%。2023 年，公司本部营业总收入为 0.26 亿元，利润总额为 7.58 亿元，其中投资收益为 12.24 亿元；公司本部经营活动现金流净额为-1.80 亿元，投资活动现金流净额为 3.34 亿元，筹资活动现金流净额为 2.17 亿元。截至 2023 年底，公司本部全部债务 116.88 亿元，短期债务占 44.08%，较上年同比大幅下降，公司本部债务结构有所优化；公司全部债务资本化比率 66.71%，流动比率、经营现金流动负债比和现金短期债务比分别 79.65%、-3.14%和 0.16 倍，公司本部债务负担重，偿债能力较弱。公司在天津地区综合实力较强，与当地金融机构建立了良好合作关系。截至 2024 年 3 月底，公司本部共获银行授信 222.60 亿元，已使用 114.00 亿元，间接融资空间较大，能够为公司本部提供一定流动性支持。

(五) ESG 分析

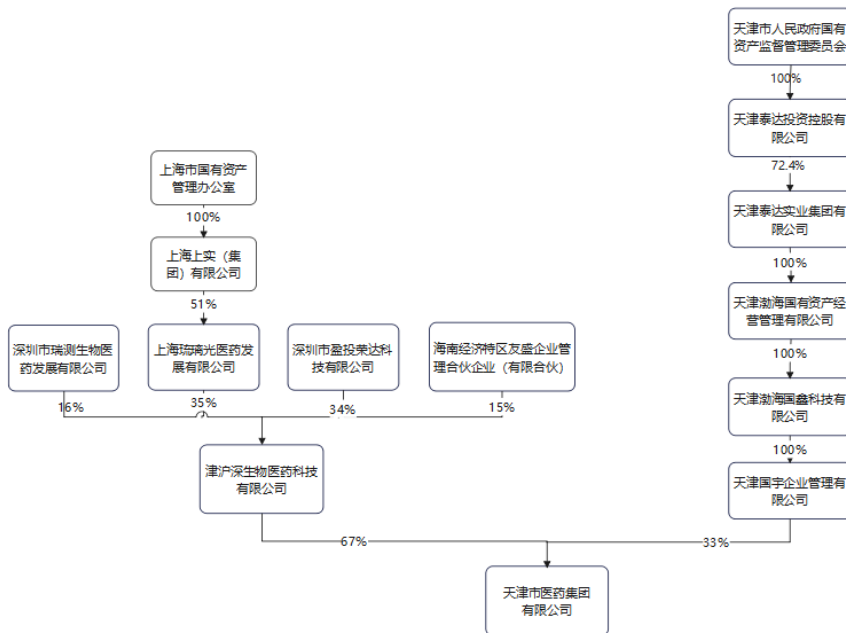
公司 ESG 表现尚可，对持续经营无负面影响。

环境方面，公司制定了《天津医药集团环境保护管理暂行规定》以及《天津市医药集团有限公司安全生产管理办法》，且主要下属子公司各自制定有环保管理制度，对三废排放、噪声控制等环保事项作出了明确规定。社会责任方面，公司重要子公司达仁堂、津药药业均单独披露了社会责任报告或可持续发展报告。2023 年，达仁堂向东北暴雨洪灾、甘肃地震等受灾地区捐赠药品，折款 253 万元。公司治理方面，公司控股股东津沪深公司持有公司 67.00% 股权；津沪深公司在公司治理层面无实际控制人。公司无实际控制人，可能出现战略方向不明确、决策效率低的风险。

六、跟踪评级结论

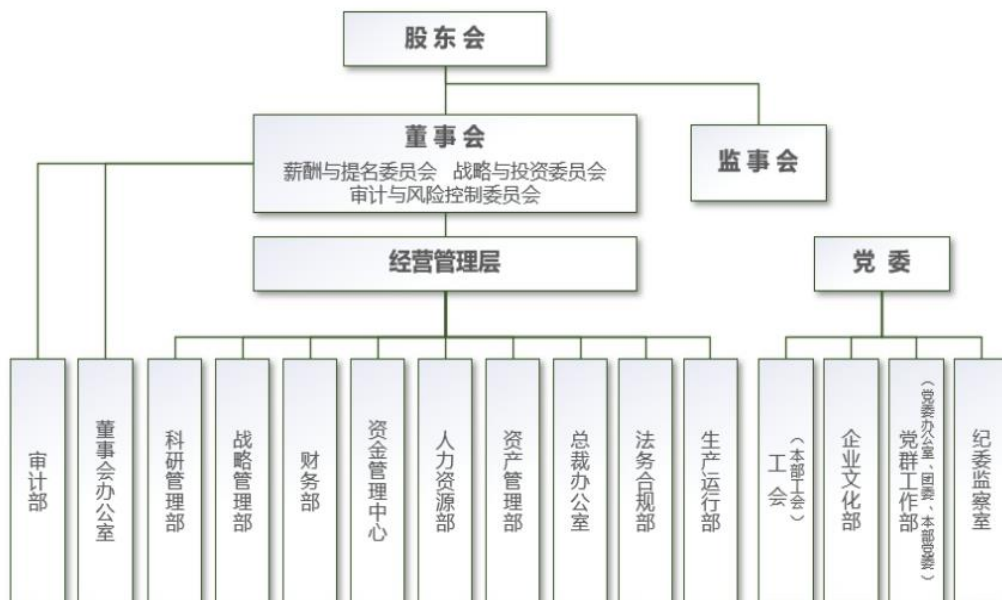
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	子公司名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有表决权（%）	取得方式
1	达仁堂集团股份有限公司	77,015.83	42.99	42.99	投资设立
2	天津市谊耀药业有限公司	10,489.78	100.00	100.00	投资设立
3	津药资产管理有限公司	84,191.99	100.00	100.00	同一控制下的企业合并
4	天津医药集团津一堂连锁股份有限公司	11,918.26	100.00	100.00	投资设立
5	天津医药集团（新加坡）国际投资有限公司	3,302.42	100.00	100.00	投资设立
6	天津市医药设计院有限公司	1,341.75	100.00	100.00	投资设立
7	天津市金谊房地产开发有限公司	7,500.00	100.00	100.00	投资设立
8	天津迈达医学科技股份有限公司	5,300.00	51.56	51.56	非同一控制下的企业合并
9	天津精耐特基因生物技术有限公司	7,387.14	55.60	55.60	投资设立
10	天津金益投资有限公司	10,000.00	100.00	100.00	投资设立
11	天津百奥制药有限公司	9,284.42	92.00	92.00	投资设立
12	天津市医疗器械厂有限公司	856.89	100.00	100.00	投资设立
13	天津医药集团营销有限公司	500.00	100.00	100.00	投资设立
14	津药普光医用材料（天津）有限公司	12,767.36	51.00	51.00	非同一控制下的企业合并
15	天津医药集团国际控股有限公司	307.52	100.00	100.00	投资设立
16	天津医药集团财务有限公司	50,000.00	76.45	76.45	投资设立
17	津药太平医药有限公司	88,144.59	100.00	100.00	投资设立
18	天津市医药集团销售有限公司	20,000.00	100.00	100.00	投资设立
19	津药瑞达（许昌）生物科技有限公司	23,526.60	90.00	90.00	非同一控制下的企业合并
20	天津医药集团人力资源服务有限公司	525.05	100.00	100.00	投资设立
21	天津医药集团营销管理有限公司	500.00	73.59	73.59	投资设立
22	津药生物科技（天津）有限公司	8,500.00	100.00	100.00	投资设立
23	天津郁美净集团有限公司	4,102.15	93.87	93.87	股权收购

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	67.93	58.56	57.25
应收账款（亿元）	42.27	46.33	53.06
其他应收款（亿元）	27.11	24.73	25.28
存货（亿元）	33.82	29.08	28.74
长期股权投资（亿元）	74.25	82.79	82.77
固定资产（亿元）	56.29	54.55	53.71
在建工程（亿元）	6.95	6.82	7.55
资产总额（亿元）	373.12	373.20	376.01
实收资本（亿元）	54.93	54.93	54.93
少数股东权益（亿元）	62.25	61.85	64.05
所有者权益（亿元）	145.63	147.72	152.02
短期债务（亿元）	117.10	90.36	78.79
长期债务（亿元）	50.38	78.26	88.41
全部债务（亿元）	167.48	168.62	167.20
营业总收入（亿元）	173.66	179.76	44.41
营业成本（亿元）	115.02	116.63	28.29
其他收益（亿元）	0.56	0.89	0.16
利润总额（亿元）	13.09	19.55	7.12
EBITDA（亿元）	25.12	31.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	173.82	187.75	38.25
经营活动现金流入小计（亿元）	191.87	191.95	39.75
经营活动现金流量净额（亿元）	22.59	15.82	-4.25
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.28	-5.73	1.54
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.40	-20.05	-2.66
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.47	3.29	--
存货周转次数（次）	3.49	3.71	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.48	--
现金收入比（%）	100.09	104.44	86.12
营业利润率（%）	32.92	34.22	35.47
总资本收益率（%）	5.86	7.41	--
净资产收益率（%）	8.07	12.02	--
长期债务资本化比率（%）	25.70	34.63	36.77
全部债务资本化比率（%）	53.49	53.30	52.38
资产负债率（%）	60.97	60.42	59.57
流动比率（%）	101.61	113.66	128.34
速动比率（%）	81.91	93.26	106.35
经营现金流动负债比（%）	13.16	11.09	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.65	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	5.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.67	5.43	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报告未经审计；2. “--” 表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.40	8.11	7.42
应收账款（亿元）	0.00	0.03	0.03
其他应收款（亿元）	37.31	35.80	35.70
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	118.82	125.23	126.20
固定资产（亿元）	0.91	1.17	1.16
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	168.66	181.65	181.78
实收资本（亿元）	54.93	54.93	54.93
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	56.35	58.33	59.36
短期债务（亿元）	65.53	51.51	39.82
长期债务（亿元）	40.78	65.36	76.19
全部债务（亿元）	106.32	116.88	116.00
营业总收入（亿元）	1.16	0.26	0.02
营业成本（亿元）	0.01	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	7.37	7.58	1.10
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	46.17	10.22	0.14
经营活动现金流量净额（亿元）	2.94	-1.80	-0.10
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.48	3.34	1.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.67	2.17	-1.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	11543.13	16.71	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.08	0.00
营业利润率（%）	96.23	88.04	95.99
总资本收益率（%）	7.10	6.67	--
净资产收益率（%）	13.08	13.27	--
长期债务资本化比率（%）	41.99	52.84	56.21
全部债务资本化比率（%）	65.36	66.71	66.15
资产负债率（%）	66.59	67.89	67.34
流动比率（%）	61.87	79.65	98.52
速动比率（%）	61.87	79.65	98.52
经营现金流动负债比（%）	4.19	-3.14	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.16	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部未披露 2024 年一季度财务报表；2. “/”表示指标未获取，“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持