

天津市医药集团有限公司

主体长期信用评级报告

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〔2025〕718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的信用状况进行综合分析和评估，确定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

二〇二五年二月六日

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、该评级结果自 2025 年 2 月 6 日至 2026 年 2 月 5 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。

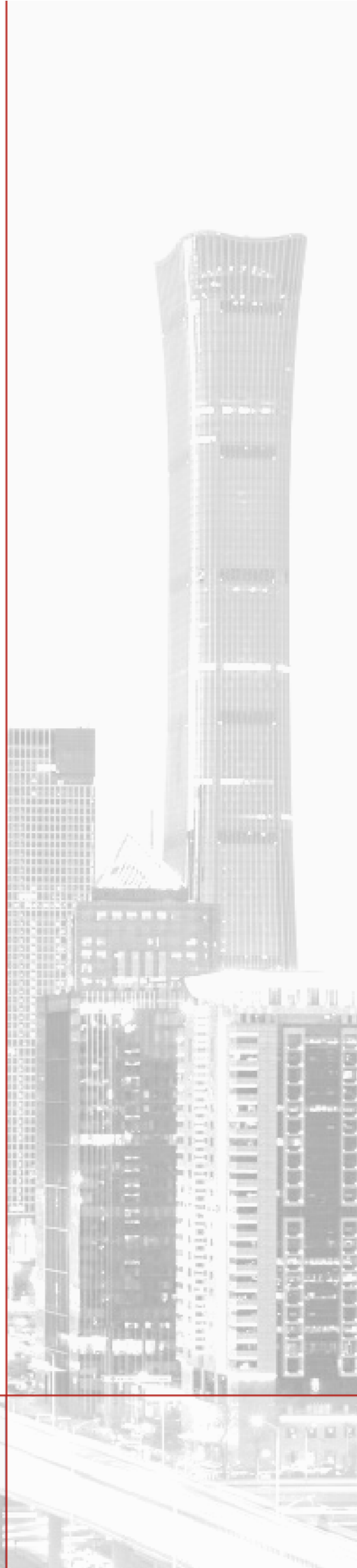
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AA+/稳定	2025/02/06

主体概况

天津市医药集团有限公司（以下简称“公司”或“津药集团”）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 9 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 2024 年 9 月底，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。

评级观点

公司主要从事医药制造和医药流通业务。公司医药制造业务具备一定品牌和规模优势，但化学药品业务面临较大竞争压力；医药流通业务具备较强区域竞争力，但盈利能力较弱；公司主要管理制度连续，管理运作正常。2021—2023 年，公司营业总收入与利润总额持续增长，营业利润率持续上升，投资收益对利润影响很大；公司资产规模持续增长，资产质量较好，债务结构持续优化，债务负担较重。公司收入实现质量尚可，经营活动现金保持净流入。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。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，债务结构有所优化，但债务负担重，偿债能力指标表现较弱，较大空间间接融资能够对公司债务周转提供保障。

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

- **医药制造业务具备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，医药流通业务具备较强区域竞争力。**根据商务部《[2023 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 39 位。
- **子公司对公司本部分红情况较好。**2021—2023 年，公司下属子公司向公司本部分红金额分别为 1.13 亿元、3.11 亿元和 4.52 亿元。2024 年 1—9 月，子公司向公司本部分红 5.07 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。**公司拥有化学药品数量较多，但主要为技术含量和差异化程度不高的普通制剂产品，市场竞争压力较大。2021—2023 年，公司医药流通业务综合毛利率持续下降，分别为 6.10%、5.94%和 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。**2021—2023 年，公司分别实现投资收益 9.17 亿元、9.87 亿元和 11.85 亿元，占利润总额的比重分别为 79.60%、75.39%和 60.63%，对利润总额影响很大，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。**2022—2023 年，公司本部向大股东分红金额分别为 5.00 亿元和 6.43 亿元，分别占公司本部当期利润总额的 67.90%和 84.86%，分红比例很高。2024 年 1—9 月，公司本部向大股东分红 6.00 亿元。

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 ⁺

个体信用状况变动说明：无

外部支持变动说明：不适用

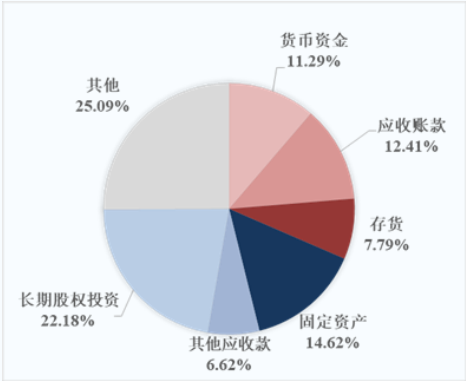
主要财务数据

合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	49.46	67.93	58.56	49.10
资产总额（亿元）	363.95	373.12	373.20	375.55
所有者权益（亿元）	152.56	145.63	147.72	147.65
短期债务（亿元）	136.88	117.10	90.36	87.52
长期债务（亿元）	18.18	50.38	78.26	80.74
全部债务（亿元）	155.06	167.48	168.62	168.26
营业总收入（亿元）	153.50	173.66	179.76	128.73
利润总额（亿元）	11.52	13.09	19.55	17.17
EBITDA（亿元）	22.55	25.12	31.07	--
经营性净现金流（亿元）	29.07	22.59	15.82	10.45
营业利润率（%）	32.55	32.92	34.22	34.23
净资产收益率（%）	6.63	8.07	12.02	--
资产负债率（%）	58.08	60.97	60.42	60.68
全部债务资本化比率（%）	50.41	53.49	53.30	53.26
流动比率（%）	93.14	101.61	113.66	118.95
经营现金流动负债比（%）	15.58	13.16	11.09	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.58	0.65	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	3.73	3.82	5.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.88	6.67	5.43	--

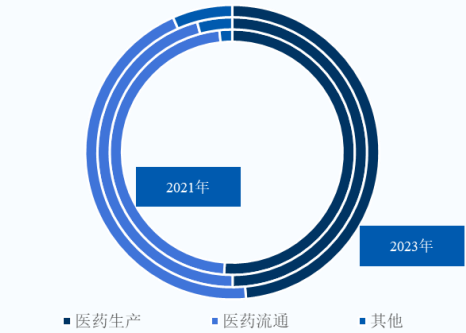
公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	150.78	168.66	181.65	181.84
所有者权益（亿元）	55.71	56.35	58.33	58.89
全部债务（亿元）	92.79	106.32	116.88	115.10
营业总收入（亿元）	1.87	1.16	0.26	0.05
利润总额（亿元）	4.59	7.37	7.58	7.83
资产负债率（%）	63.06	66.59	67.89	67.62
全部债务资本化比率（%）	62.49	65.36	66.71	66.15
流动比率（%）	59.84	61.87	79.65	77.80
经营现金流动负债比（%）	21.33	4.19	-3.14	--

注：1. 公司 2024 年三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. “--”表示指标不适用；
资料来源：联合资信根据财务报告整理

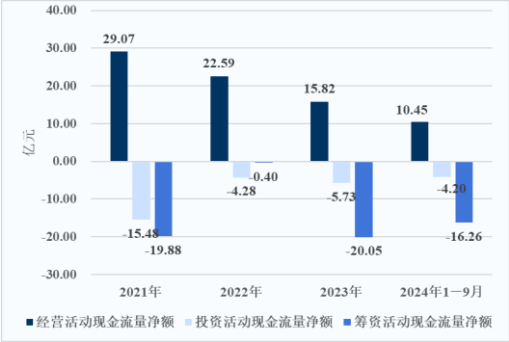
2023 年底公司资产构成



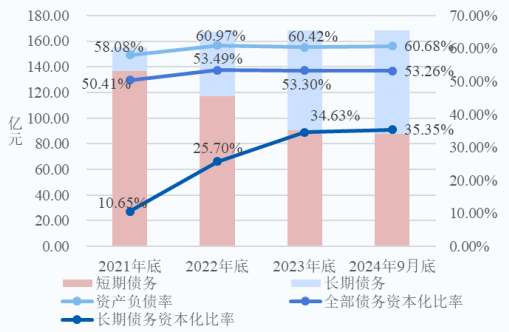
2022—2023 年公司收入构成



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	2024/07/19	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
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：卢 瑞 lurui@lhratings.com

联合资信邮箱：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、主体概况

天津市医药集团有限公司（以下简称“公司”或“津药集团”）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 9 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 2024 年 9 月底，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	50.79%
迈达科技	51.56%
科炬生物	64.06%

注：达仁堂：津药达仁堂集团股份有限公司；津药药业：天津医药集团股份有限公司；迈达科技：天津迈达医学科技股份有限公司；科炬生物：天津中新科炬生物制药股份有限公司
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司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 2024 年 9 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），在职员工合计 9535 人。

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 9 月底，公司合并资产总额 375.55 亿元，所有者权益 147.65 亿元（含少数股东权益 59.70 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 128.73 亿元，利润总额 17.17 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：王磊。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0%增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

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 年三季度报）》](#)。

三、 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，医药制造企业营业总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》](#)。

四、 基础素质分析

1 竞争实力

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

中成药方面，公司控股子公司津药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 2024 年 9 月底，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），114 个独家生产品种；75 个品种、601 个中药饮片列入国家基本药物目录，223 个品种列入国家医保药品目录。

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，占其营业总收入的比重为 4.26%。津药药业有较多化学药品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《[2023 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 39 位，为天津市仅有的两家上榜企业，具有较强区域竞争力。

2 人员素质

公司高级管理人员具备较为丰富的行业经验，员工结构符合当前经营需要。

公司董事长冯煌先生，1971 年 1 月出生，研究生学历，经济师、企业法律顾问；历任上海实业（集团）有限公司预算委员会、薪酬与考核委员会委员，上海实业投资有限公司、南洋酒店（香港）有限公司、上海上实资产经营有限公司等公司董事长等；现任上海琉璃光医药发展有限公司董事长、津沪深公司董事长、上海海外有限公司副董事长、天津市医药集团有限公司党委副书记、董事长，兼任上海上实金融服务控股股份有限公司董事。

公司总裁王磊女士，1971 年出生，工学博士学位；曾任天津中新药业乐仁堂制药厂党委副书记、厂长，天津达仁堂京万红药业有限公司副董事长、总经理、党总支书记，营销管理中心副总经理（兼），达仁堂总经理、党委副书记；现任天津市医药集团有限公司总裁（法定代表人）。

截至 2024 年 9 月底，公司员工学历以本科及以下为主，员工结构符合当前经营特点。

图表 2 • 截至 2024 年 9 月底公司人员结构

专业类别	员工数	教育程度	员工数
博士研究生	18	高级职称	606
硕士研究生	632	中级职称	904

大学本科	4235	初级职称	1998
大学专科	2581	其他	6027
高中及以下	2069	--	--
合计	9535	合计	9535

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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 2025 年 1 月 6 日，公司无未结清的关注/不良/违约类贷款；已结清的账户中，有 12 个关注类账户和 8 个不良类账户，均系 2009 年及以前事项，并均已结清。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

五、 重大事项

公司于2021年完成混改，目前无实际控制人。公司于2022年并购郁美净，于2024年12月完成出售天津史克部分股权。

2020 年 12 月 19 日，公司原控股股东天津渤海国有资本投资有限公司（以下简称“渤海国资”）与津沪深公司签署《产权交易合同》，转让其持有的公司 67%的股权。2021 年 3 月 26 日，公司完成本次股权转让工商变更登记手续。津沪深公司直接持有公司 67%的股权，在公司现有董事会构成中拥有 6 个董事席位，公司控股股东由渤海国资变更为津沪深公司；渤海国资持有公司 33%的股权。公司原实际控制人天津市人民政府国有资产监督管理委员会间接持有公司 33%的股权，在公司现有董事会构成中拥有 3 个董事席位。混改完成后，津沪深公司第一大股东上海琉璃光医药发展有限公司实际控制人为上海市国资委，但上海市国资委未对津沪深公司形成实际控制，因此，公司无实际控制人。

2023 年 8 月 7 日，渤海国资以所持有的公司 33%股权向其全资子公司天津渤海国鑫科技有限公司（以下简称“渤海国鑫科技”）增资，增资完成后渤海国鑫科技持有公司 33%股权。2023 年 11 月 21 日，渤海国鑫科技将持有公司 33%股权划转至子公司天津国宇企业管理有限公司（以下简称“国宇企业管理”），公司股东未发生实质性变化，对公司无重大影响。股权变更后，国宇企业管理持有公司 33%股权。

天津郁美净集团有限公司（以下简称“郁美净”）主要从事婴童护肤品生产与销售。2022 年 4 月，公司与郁美净原控股股东天津海胜御美投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“海胜御美”）签订股权转让协议，海胜御美以郁美净整体价值 15.00 亿元出让控股权，公司受让海胜御美持有的郁美净 87.77%股权及 1.10%股权收购权。2022 年 5 月 27 日，公司分别与郁美净 8 位自然人股东签署股权转让协议，股权比例合计 5.00%。公司通过自筹资金累计共支付 13.91 亿元股权收购款，最终持有郁美净 93.87%股权。截至 2022 年 6 月 30 日，郁美净已完成工商登记变更，公司已成为郁美净控股股东。本次并购形成了 7.23 亿元商誉，丰富了公司大健康领域的业务条线。未来，公司计划将郁美净作为大健康领域的重要企业，加速在护肤品领域的布局和发展。

公司参股公司中美天津史克制药有限公司（以下简称“天津史克”）是一家中外合资有限责任公司。截至 2024 年 9 月底，公司持有其 20%股份，达仁堂持有其 25%股份、Haleon UK Services Limited（以下简称“赫力昂英国”）持有其 55%股份。天津史克经营期限将于 2025 年 6 月 30 日到期，外方股东赫力昂英国和赫力昂（中国）有限公司（以下简称“赫力昂中国”）积极寻求收购公司持有的天津史克股权。2024 年 9 月，公司公告称决定向赫力昂中国转让持有的天津史克 20%全部股权，交易价格为 27.06 亿元；同时由达仁堂向赫力昂中国转让持有的天津史克 13%部分股权，交易价格为 17.59 亿元。2025 年 1 月，公司公告称此次交易已完成，至此，公司不再直接持有天津史克股权，达仁堂持有天津史克的股权比例由 25%变更为 12%，仍为天津史克的参股东。2024 年 12 月 27 日，公司本部与达仁堂分别收到交易对价 27.06 亿元和 17.59 亿元。本次交易使公司现金更加充裕，或能帮助公司偿还一部分债务。

六、 管理分析

1 法人治理

公司依法建立了较为完善的法人治理结构及运作机制。

公司依照《公司法》等相关法律法规要求，建立了由股东会、董事会、监事会、经营管理层等组成的较为完善的法人治理结构及运作机制。

股东会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等事项。

公司设董事会，董事会对股东会负责。董事会由 9 名董事组成，津沪深公司推荐 6 名董事，国宇企业管理推荐 3 名董事；设董事长 1 名，设副董事长兼执行董事 1 名，由津沪深公司推荐人选经董事会选举产生；设副董事长 1 名，由国宇企业管理推荐人选并经董事会选举产生。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中国宇企业管理提名 1 人，津沪深公司提名 1 人，公司职工代表监事 1 人（由职工代表大会选举产生），监事会主席由国宇企业管理提名人选经监事会选举产生。

公司设总裁 1 人，副总裁及副总级高管 4 人。公司总裁由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，内部控制制度较为健全。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引的规定，结合公司自身具体情况建立了由董事会负责、管理层直接领导，覆盖各项业务活动的内控管理体系，内容涵盖治理结构、组织架构、对外投资、风险评估与应对、财务报告、资产交易、担保业务等多个领域，并根据公司业务发展的需要及外部监管要求，持续完善内部控制管理体系及规范制度建设。

图表 3 • 公司部分管理制度

制度名称			
津药集团董事会议事规则	津药集团财务体系管理试行办法	津药集团资产交易专项管理制度	津药集团客户信用风险专项管理制度
津药集团总经理办公会议事规则	津药集团资金支出管理办法（通过版）	津药集团组织机构设置和岗位编制管理办法	津药集团税务管理制度
津药集团参股企业及外派董事监事管理办法	津药集团资产损失核销、处置管理办法	津药集团战略管理专项制度	津药集团内部借款管理办法
津药集团土地房产专项管理办法	津药集团预算管理制度	津药集团股权投资项目后评价工作管理办法	津药集团担保业务管理办法

资料来源：联合资信根据公司公告整理

七、 经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入与利润总额持续增长，综合毛利率有所提升，中成药业务发展态势良好，化学制剂药业务盈利能力下降，医药流通业务盈利能力弱，其他业务增长较快。

公司为集团型企业，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。2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 9.22%；利润总额分别为 11.52 亿元、13.09 亿元和 19.55 亿元，持续增长，年均复合增长 30.30%。

从收入构成看，2021—2023 年，公司中成药业务、化学原料药和医药流通业务收入持续增长，中成药业务增幅较大；化学制剂药业务收入波动下降，主要系子公司产品结构及价格受集采影响下降所致。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，公司其他收入快速增长，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郁美净。

图表 4 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			三年收入复合变化	2023 年毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
医药生产	76.96	51.07	56.54	85.34	49.96	57.30	87.18	48.50	59.30	6.43	2.00
中成药	35.40	23.49	67.77	46.21	27.05	64.36	47.98	26.69	70.21	16.42	5.85
化学制剂药	25.93	17.21	67.64	23.35	13.67	66.64	23.38	13.00	63.77	-5.04	-2.87
化学原料药	15.63	10.37	12.67	15.78	9.24	22.81	15.82	8.80	19.63	0.61	-3.18
医药流通	71.19	47.24	6.10	78.29	45.83	5.94	80.73	44.91	5.67	6.49	-0.27
其他	2.53	1.68	36.86	7.18	4.20	37.19	11.85	6.59	57.82	116.42	20.63
合计	150.68	100.00	32.38	170.81	100.00	32.91	179.76	100.00	35.12	9.22	2.21

资料来源：联合资信根据公司年报整理

毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率有所上升；其中，中成药业务毛利率波动上升，主要系中药材原料价格波动所致；化学制剂药毛利率持续下降，主要系子公司制剂产品受产品结构及产品集采的影响，毛利率下降所致；化学原料药业务毛利率波动上升，主要系 2022 年高毛利率产品销售占比增加，2023 年市场竞争激烈、部分产品降价所致；医药流通业务毛利率持续下降，盈利能力较弱，主要系公司为维持市场份额，采取薄利多销策略所致。

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 128.73 亿元，同比下降 0.44%；实现利润总额 17.17 亿元，同比增长 6.23%，主要系期间费用有所压降。

2 中成药业务

2021—2023 年，达仁堂营业总收入持续增长，毛利率较为稳定，收入实现质量较好。中药材价格波动使得达仁堂面临一定成本控制压力。

达仁堂为公司中成药业务的经营主体，也从事医药流通、西药业务及其他主营业务。

生产方面，达仁堂具有研发、生产和物流一体的医药产业架构，采取“以销定产”的生产模式，实施 90 天滚动需求审批。

采购方面，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。达仁堂部分关键药材实现自给，非关键药材主要依靠对外采购。2021—2023 年，在突发事件、供需失衡、成本上涨、通胀预期以及游资炒作等多因素的作用下，中药材价格有所波动，达仁堂直接材料占成本的比重波动上升，分别为 59.85%、64.73%和 65.75%，达仁堂面临一定成本控制压力。结算方面，中药材原料一般在货物和发票到厂后先支付当批货款的 60%~80%，余款待药材检测合格后再结清，账期从数周到 2 个月不等。2023 年，达仁堂向前五大供应商采购额占采购总额的 19.01%，不存在对单一供应商严重依赖。

销售方面，得益于部分药品涨价及西药业务和其他主营业务收入增长，2021—2023 年，达仁堂营业总收入波动增长，年均复合增长 9.10%；综合毛利率持续上升，主要系达仁堂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，期间费用对利润存在一定侵蚀；达仁堂投资收益主要为对联营企业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，对利润总额影响较大；总资本收益率与净资产收益率保持在较高水平，盈利能力较强；收入实现质量较好，经营活动现金净流入能够覆盖投资活动现金净流出。2023 年，达仁堂向前五大客户的销售额占年度销售总额的 8.49%，不存在依赖单一客户或经销商的情形。

与所选中成药公司相比，达仁堂销售毛利率较低，净资产收益率一般，期间费用率较低，经营效率指标表现较好。

图表 5 • 达仁堂部分财务指标（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	69.08	82.49	82.22	56.11
营业成本	41.50	49.56	46.04	28.63
费用总额	20.45	24.61	26.77	19.24
投资收益	2.13	2.74	3.08	1.78
利润总额	8.73	9.80	10.95	9.23
综合毛利率	39.91	39.93	44.01	48.97
总资产收益率	10.98	11.79	13.42	--
净资产收益率	12.08	13.33	14.58	--
期间费用率	29.61	29.83	32.56	34.30

资料来源：联合资信根据达仁堂财务报告整理

图表 6 • 2023 年所选中成药公司财务指标（单位：亿元、%）

证券简称	达仁堂	济川药业	天士力	以岭药业
营业总收入	82.22	96.55	86.74	103.18
销售毛利率	44.01	81.52	66.80	57.28
总资产报酬率	11.06	18.27	7.80	10.15
净资产收益率	14.58	21.15	8.01	11.75
净利润	9.69	28.27	10.17	13.44
资产负债率	35.04	26.32	24.08	32.64
期间费用率	32.56	47.50	48.70	40.47
存货周转率	3.07	4.05	1.77	1.97
应收账款周转率	3.81	3.47	10.98	5.00
总资产周转率	0.81	0.58	0.52	0.62

资料来源：Wind

3 化学药业务

津药药业的较多产品差异化程度不高，在同行业竞争中面临较大压力。2021—2023 年，津药药业营业总收入波动增长，毛利率波动下降，期间费用对利润侵蚀严重，收入实现质量一般。

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。化学原料药包括地塞米松系列、泼尼松系列、甲泼尼龙系列、激素类片剂系列和氨基酸系列等；化学制剂药覆盖皮肤科用药类、免疫系统类、营养类及电解质类等多个药物种类。

生产方面，津药药业按照库存结合市场需求安排生产。截至 2023 年底，津药药业甾体激素与氨基酸原料药年产能 4000 吨以上，片剂年产能 50 亿片以上；津药和平小容量注射剂、膏剂和胶囊剂的年产能分别达 5.24 亿支、3 亿支和 1.66 亿粒；津药药业控股子公司湖北津药药业股份有限公司多年来从事注射剂规模化生产，小容量注射剂年产能达 16 亿支，大容量注射剂年产能达 2 亿瓶。

采购方面，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。对外结算方式主要是在货物和发票到厂后先支付当批货款的 60%~80%，余款待药材检测合格后再结清，账期从数周到两个月不等。2021—2023 年，部分产品原材料价格上涨。2023 年，化学制剂药与化学原料药的直接材料占生产成本的比重分别为 71.05% 和 68.21%。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。

销售方面，2021—2023 年，津药药业营业总收入波动增长，年均复合增长 0.45%；综合毛利率波动下降，期间费用对利润侵蚀严重，收入实现质量一般，经营活动现金净流入能够覆盖投资活动现金净流出。2023 年，津药药业向前五大客户的销售额占年度销售总额的 6.57%，不存在依赖单一客户或经销商的情形。2023 年，津药药业利润总额同比大幅增长，主要系 2022 年投资亏损和计提资产减值损失所致。

津药药业有较多化学药品为技术含量和差异化程度不高的普通制剂产品，在与大型制药企业集团的竞争中面临较大压力。与 2023 年所选化学药公司相比，津药药业毛利率尚可，总资产报酬率较低，资产负债率一般，期间费用率较高。

图表 7 • 津药药业部分财务指标（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	37.49	36.89	37.83	25.72
营业成本	19.63	18.79	20.27	14.29
费用总额	15.64	15.66	15.15	8.20
投资收益	0.05	-0.22	-0.01	0.00
利润总额	1.49	0.13	1.68	2.55

图表 8 • 2023 年所选化学药公司财务指标（单位：亿元、%）

证券简称	津药药业	金城医药	东诚药业	京新药业
营业总收入	37.83	35.38	32.76	39.99
销售毛利率	46.43	43.73	44.87	50.57
总资产报酬率	3.34	4.23	4.88	8.96
净资产收益率	4.33	5.11	4.71	11.25
净利润	1.63	1.93	2.54	6.23

综合毛利率	47.63	49.07	46.43	44.43	资产负债率	38.90	36.09	33.24	30.63
总资本收益率	2.92	1.25	4.20	--	期间费用率	40.05	35.79	30.12	33.60
净资产收益率	2.85	0.49	4.33	--	存货周转率	2.15	3.69	1.82	2.77
期间费用率	41.71	42.46	40.05	31.89	应收账款周转率	9.80	5.95	4.02	7.65
资料来源：联合资信根据津药药业财务报告整理					总资产周转率	0.59	0.60	0.40	0.52
					资料来源：Wind				

2024 年 1—9 月，津药药业实现营业总收入 25.72 亿元，同比下降 9.36%；实现利润总额 2.55 亿元，同比增长 20.93%，主要系公司压降期间费用所致。

4 医药流通业务

公司医药流通业务在天津具有较强区域竞争力。2021—2023 年，公司医药流通业务收入持续增长，毛利率持续下降，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。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公司医药流通收入的 70%、25%和 5%。2021—2023 年，公司医药流通业务收入持续增长，年均复合增长 6.49%；毛利率持续下降，2023 年为 5.67%，盈利能力较弱。

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。2023 年，医药流通业务向前五大客户的销售额占年度销售总额的 10.28%，不存在依赖单一客户的情形。

5 经营效率

2021—2023 年，受固定资产投资规模较大影响，公司总资产周转次数有所下降，与同行业公司相比表现尚可。

2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 3.33 次、3.47 次和 3.29 次，波动下降，主要系医药流通业务下游医疗机构客户延长账期所致；存货周转次数持续上升，主要系收入增长的同时存货减少所致；总资产周转次数有所上升，主要系收入规模增加所致。与所选医药公司相比，公司存货周转率尚可，应收账款周转率尚可，总资产周转率较低，经营效率一般。

图表 9 • 2023 年所选公司经营效率对比情况

证券简称	营业总收入（亿元）	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
哈药股份	154.57	6.12	3.63	1.12
天士力	86.74	1.77	10.98	0.52
昆药集团	77.03	2.52	3.09	0.81
津药集团	179.76	3.71	4.06	0.48

资料来源：Wind

6 未来发展

公司在建项目规模一般，资本支出压力不大。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。

公司在建项目主要为各子公司的产能建设与技改项目。截至 2024 年 9 月底，公司在建项目计划总投资 11.36 亿元，已投资 8.56 亿元，2025 年及 2026 年的资本支出压力不大。

图表 10 • 截至 2024 年 9 月底公司主要在建工程

编号	项目名称	计划总投资 (亿元)	截至期末已投资 (亿元)	未来投资计划 (亿元)	
				2025 年	2026 年
1	达仁堂滴丸智能制造基地项目一期工程	3.09	2.11	0.78	0.20
2	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	3.76	0.34	0.20
3	天津金耀生物科技有限公司医药科技新厂房	0.50	0.65	0.03	--
4	津药药业股份有限公司生物发酵法氨基酸工艺技术产业化项目	0.70	0.90	0.07	--
5	天津金耀生物科技有限公司锅炉改燃项目	0.24	0.24	0.01	--
6	津药和平无菌灌装激素安瓿瓶改造项目	0.16	0.12	0.01	--
7	津药药业安全自动化改造项目	0.68	0.52	0.08	--
8	达仁堂集团药材公司青光库北库区改造项目	0.24	0.03	0.16	0.05
9	达仁堂饮片厂搬迁改造项目	0.85	0.03	0.62	0.20
10	津药环科氨冷冻站改造项目	0.15	0.12	0.03	--
11	湖北津药化验室升级改造项目	0.10	0.06	0.03	--
12	湖北津药西林瓶车间建设项目	0.36	0.01	0.21	0.05
	合计	11.36	8.56	2.37	0.70

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理；尾差系四舍五入所致

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，优化集团产业资产结构；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。

八、 财务分析

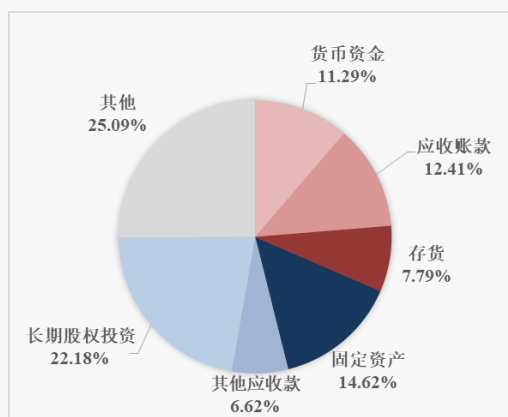
公司提供了 2021—2023 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年三季度财务报表未经审计。截至 2023 年底，公司合并范围内一级子公司共 23 家，较上年底新设 1 家，减少 1 家；截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内子一级公司共 22 家，较 2023 年底因股权架构调整新设 1 家，减少 2 家，原因为股权架构调整和吸收合并。公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

公司资产规模有所增长，流动资产占比有所下降，资产质量较好。

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 1.26%，流动资产占比有所下降。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。

图表 11 • 2023 年底公司资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 2023 年底公司受限资产

受限项目	账面价值 (亿元)	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务报告整理

图表 13 • 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

图表 14 • 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。

截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 375.55 亿元，较上年底增长 0.63%，资产规模和结构较上年底变化不大。

2 资本结构

(1) 所有者权益

受其他综合收益下降影响，公司所有者权益波动下降，权益结构稳定性较弱。

2021—2023 年底，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 1.60%，主要系其他综合收益下降所致。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高，所有权益结构稳定性较弱。

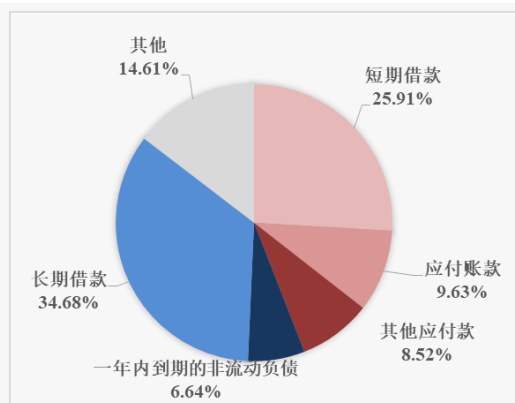
截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益 147.65 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

(2) 负债

公司负债规模波动增长，债务结构持续优化，债务负担较重。公司本部未来三年集中偿付压力不大。

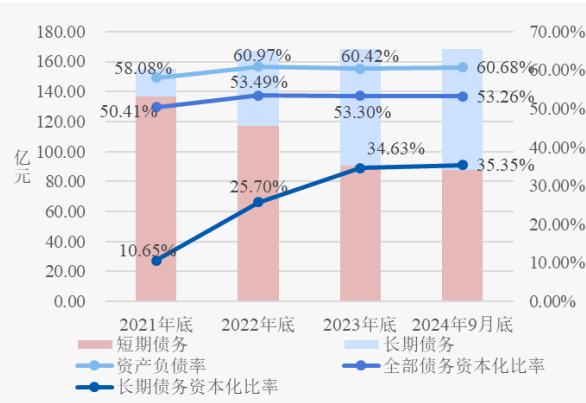
2021—2023 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 3.28%。截至 2023 年底，公司负债总额 225.49 亿元，较上年底下降 0.88%，流动负债占 63.23%，占比较上年底有所下降。其中，短期借款较上年底大幅减少，长期借款较上年底大幅增加，主要系公司综合考虑融资成本和金融机构支持力度，调整债务结构所致。截至 2024 年 9 月底，公司负债总额 227.90 亿元，较上年底增长 1.07%，负债规模与结构较上年底变化不大。

图表 15 • 2023 年底公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 16 • 公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

债务方面，2021—2023 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 4.28%，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。截至 2023 年底，公司全部债务 168.62 亿元，短期债务占 53.59%，债务结构持续优化，债务负担较重。

图表 17 • 截至 2024 年 9 月底公司本部长期债务期限结构（单位：亿元）

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
长期借款	4.93	43.19	4.89	9.33	62.35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 9 月底，公司全部债务 168.26 亿元，较上年底下降 0.21%，债务结构相对均衡。截至 2024 年 9 月底，公司本部未来三年集中偿付压力不大。

3 盈利能力

公司营业总收入持续增长，营业利润率持续上升，期间费用对利润侵蚀较大，投资收益对利润总额影响很大。与所选公司相比，公司整体盈利能力较强。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 8.22%；营业利润率持续上升，期间费用以销售费用为主，对利润侵蚀较大；利润总额快速上升，投资收益对利润影响很大。2021—2023 年，公司分别实现投资收益 9.17 亿元、9.87 亿元和 11.85 亿元，占利润总额的比重分别为 79.60%、75.39%和 60.63%，主要为长期股权投资收益，可持续性存在一定不确定性。2023 年投资收益中，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。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	153.50	173.66	179.76	128.73
营业成本	102.25	115.02	116.63	83.56
费用总额	46.09	52.72	55.61	35.95
投资收益	9.17	9.87	11.85	8.66
利润总额	11.52	13.09	19.55	17.17
营业利润率 (%)	32.55	32.92	34.22	34.23
总资本收益率 (%)	5.25	5.86	7.41	--
净资产收益率 (%)	6.63	8.07	12.02	--
期间费用率 (%)	30.02	30.36	30.94	27.93

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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。

图表 19 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

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

4 现金流

公司收入实现质量尚可，经营活动现金净流入持续下降，但能够覆盖投资活动现金净流出；筹资活动现金持续净流出，主要系向股东分红所致。

2021—2023 年，公司收入实现质量尚可；公司经营活动现金净流入持续减少，主要系医药流通业务下游部分医疗单位延长账期致使回款较同期减少所致；投资活动现金持续净流出，其中 2022 年投资活动流出金额主要用于购买银行理财和收购郁美净，2023 年投资活动净流出金额主要用于购买银行理财；筹资活动现金持续净流出，主要系分配股利所致。

2024 年 1—9 月，公司经营活动现金持续净流入，投资活动现金净流出，主要系购买基金与理财所致；筹资活动现金净流出，主要系分配股利所致。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月	2023 年同比增长率 (%)
经营活动现金流入小计	174.72	191.87	191.95	136.35	0.04
经营活动现金流出小计	145.65	169.28	176.13	125.89	4.05
经营活动现金流量净额	29.07	22.59	15.82	10.45	-30.00
投资活动现金流入小计	21.18	39.07	40.52	13.10	3.72
投资活动现金流出小计	36.65	43.35	46.25	17.30	6.71
投资活动现金流量净额	-15.48	-4.28	-5.73	-4.20	--
筹资活动前现金流量净额	13.59	18.31	10.08	6.25	-44.95
筹资活动现金流入小计	169.78	171.43	170.69	100.35	-0.43
筹资活动现金流出小计	189.65	171.83	190.74	116.61	11.01
筹资活动现金流量净额	-19.88	-0.40	-20.05	-16.26	--
现金收入比 (%)	98.04	100.09	104.44	102.67	4.35
现金流净额	-6.30	17.98	-9.88	-9.86	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

2021—2023 年，公司长、短期偿债指标表现一般，间接融资空间较大。

2021—2023 年，公司偿债指标表现有所提升，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。

2021—2023 年，公司长期偿债指标表现一般，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。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	93.14	101.61	113.66	118.95
	速动比率（%）	75.96	81.91	93.26	97.13
	经营现金/流动负债（%）	15.58	13.16	11.09	7.35
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	0.19	0.18	0.12
	现金类资产/短期债务（倍）	0.36	0.58	0.65	0.56
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	22.55	25.12	31.07	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.88	6.67	5.43	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.19	0.13	0.09	0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	3.73	3.82	5.47	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.81	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务报告整理

截至 2024 年 9 月底，联合资信未发现公司存在未执行完毕的、金额在 1000 万元以上的重大诉讼，未发现公司存在对外担保情况。

截至 2024 年 9 月底，公司共获银行授信 522.67 亿元，已使用 162.37 亿元，间接融资空间较大。

6 公司本部财务分析

公司本部主要行使管理职能，债务负担重，偿债能力较弱。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。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 22 子公司向公司本部分红情况（单位：亿元）

子公司名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
达仁堂	0.98	1.63	3.65	4.17
其他	0.15	1.48	0.87	0.90
合计	1.13	3.11	4.52	5.07

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 23 公司向股东分红情况（单位：亿元）

子公司名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
津沪深公司	--	3.35	4.31	4.02
天津国宇	--	1.65	2.12	1.98
合计	--	5.00	6.43	6.00

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 9 月底，公司本部共获银行授信 207.70 亿元，已使用 112.30 亿元，公司本部授信较充裕，间接融资空间较大，能够为公司本部提供一定流动性支持。

九、ESG 分析

公司 ESG 表现尚可，对持续经营无负面影响。

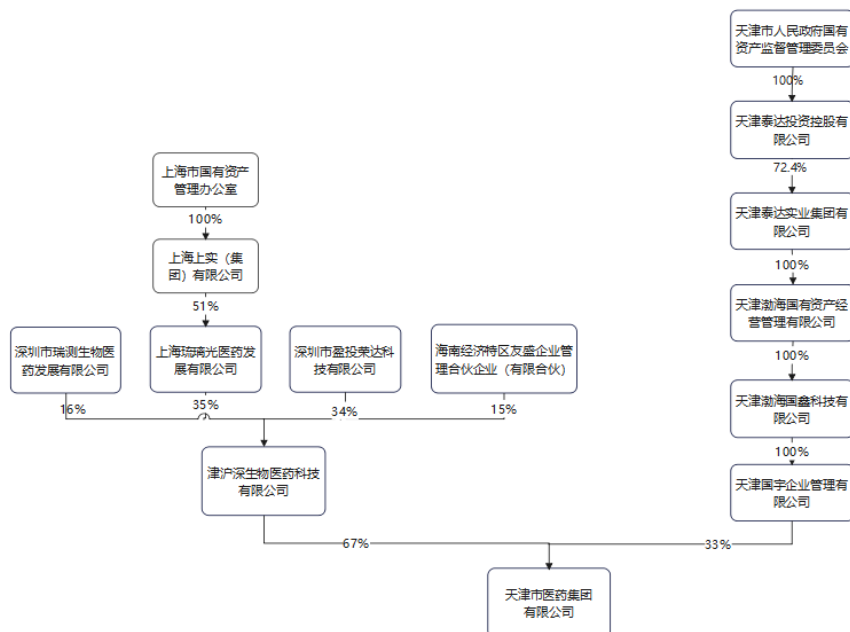
环境方面，公司制定了《天津医药集团环境保护管理暂行规定》以及《天津市医药集团有限公司安全生产管理办法》，且主要下属子公司各自制定有环保管理制度，对三废排放、噪声控制等环保事项作出了明确规定。社会责任方面，公司重要子公司达仁堂、津药药业均单独披露了社会责任报告或可持续发展报告。2023 年，达仁堂向东北暴雨洪灾、甘肃地震等受灾地区捐赠药品，

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。

十、 评级结论

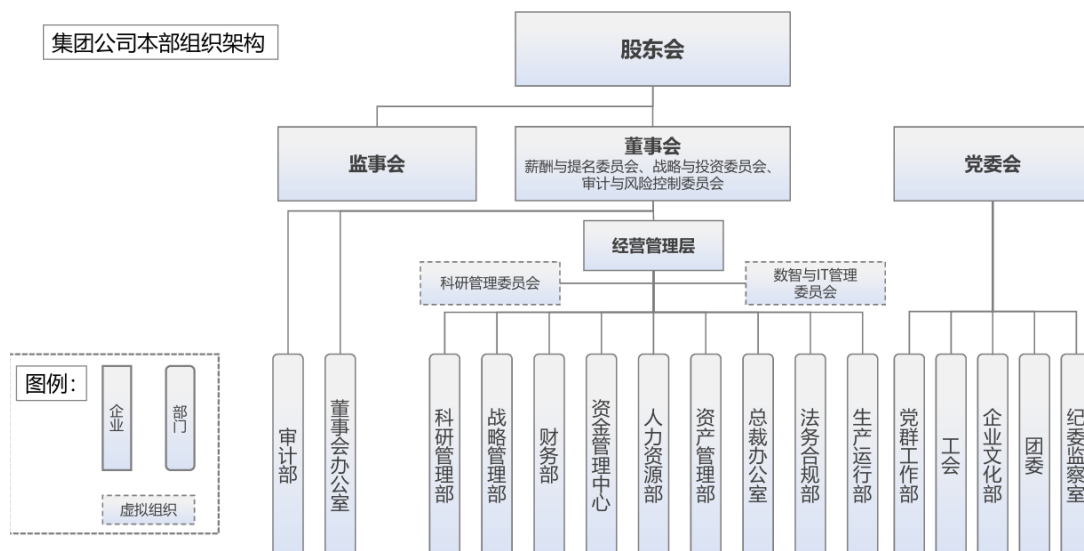
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 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 9 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 2024 年 9 月底）

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	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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	49.46	67.93	58.56	49.10
应收账款（亿元）	37.61	42.27	46.33	49.78
其他应收款（亿元）	28.93	27.11	24.73	28.22
存货（亿元）	32.04	33.82	29.08	31.04
长期股权投资（亿元）	69.69	74.25	82.79	82.99
固定资产（亿元）	52.32	56.29	54.55	51.89
在建工程（亿元）	11.27	6.95	6.82	7.63
资产总额（亿元）	363.95	373.12	373.20	375.55
实收资本（亿元）	54.93	54.93	54.93	54.93
少数股东权益（亿元）	63.88	62.25	61.85	59.70
所有者权益（亿元）	152.56	145.63	147.72	147.65
短期债务（亿元）	136.88	117.10	90.36	87.52
长期债务（亿元）	18.18	50.38	78.26	80.74
全部债务（亿元）	155.06	167.48	168.62	168.26
营业总收入（亿元）	153.50	173.66	179.76	128.73
营业成本（亿元）	102.25	115.02	116.63	83.56
其他收益（亿元）	0.28	0.56	0.89	0.43
利润总额（亿元）	11.52	13.09	19.55	17.17
EBITDA（亿元）	22.55	25.12	31.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	150.49	173.82	187.75	132.16
经营活动现金流入小计（亿元）	174.72	191.87	191.95	136.35
经营活动现金流量净额（亿元）	29.07	22.59	15.82	10.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.48	-4.28	-5.73	-4.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	-19.88	-0.40	-20.05	-16.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.33	3.47	3.29	--
存货周转次数（次）	3.08	3.49	3.71	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.47	0.48	--
现金收入比（%）	98.04	100.09	104.44	102.67
营业利润率（%）	32.55	32.92	34.22	34.23
总资本收益率（%）	5.25	5.86	7.41	--
净资产收益率（%）	6.63	8.07	12.02	--
长期债务资本化比率（%）	10.65	25.70	34.63	35.35
全部债务资本化比率（%）	50.41	53.49	53.30	53.26
资产负债率（%）	58.08	60.97	60.42	60.68
流动比率（%）	93.14	101.61	113.66	118.95
速动比率（%）	75.96	81.91	93.26	97.13
经营现金流动负债比（%）	15.58	13.16	11.09	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.58	0.65	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	3.73	3.82	5.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.88	6.67	5.43	--

注：1. 公司 2024 年三季度财务报表未经审计；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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.27	4.40	8.11	4.25
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.03	0.03
其他应收款（亿元）	30.12	37.31	35.80	36.24
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	94.98	118.82	125.23	128.92
固定资产（亿元）	0.41	0.91	1.17	1.13
在建工程（亿元）	0.08	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	150.78	168.66	181.65	181.84
实收资本（亿元）	54.93	54.93	54.93	54.93
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	55.71	56.35	58.33	58.89
短期债务（亿元）	80.85	65.53	51.51	47.53
长期债务（亿元）	11.94	40.78	65.36	67.57
全部债务（亿元）	92.79	106.32	116.88	115.10
营业总收入（亿元）	1.87	1.16	0.26	0.05
营业成本（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	4.59	7.37	7.58	7.83
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.09	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	21.42	46.17	10.22	0.20
经营活动现金流量净额（亿元）	17.58	2.94	-1.80	-0.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.37	-5.48	3.34	5.94
筹资活动现金流量净额（亿元）	-15.20	5.67	2.17	-9.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	11543.13	16.71	--
存货周转次数（次）	179.00	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	4.63	0.00	0.08	0.00
营业利润率（%）	99.07	96.23	88.04	70.82
总资本收益率（%）	6.02	7.10	6.67	--
净资产收益率（%）	8.24	13.08	13.27	--
长期债务资本化比率（%）	17.65	41.99	52.84	53.43
全部债务资本化比率（%）	62.49	65.36	66.71	66.15
资产负债率（%）	63.06	66.59	67.89	67.62
流动比率（%）	59.84	61.87	79.65	77.80
速动比率（%）	59.84	61.87	79.65	77.80
经营现金流动负债比（%）	21.33	4.19	-3.14	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.07	0.16	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 公司 2024 年三季度财务报表未经审计；2. “--”表示指标不适用；“/”表示数据未获得；“*”表示指标无意义

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（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	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在天津市医药集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。