



内部编号:2024060312

湖南九典制药股份有限公司

创业板向不特定对象发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

分析师: 陈婷婷 张婷婷 ctt@shxsj.com
 黄梦敏 任多敏 hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024) 100185】

评级对象：湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券

九典转 02

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：A+/稳定/A+/2024 年 6 月 21 日

前次跟踪：

首次评级：A+/稳定/A+/2023 年 8 月 24 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 医药制造领域具有独家产品优势。九典制药在经皮给药领域自主研发并产业化的洛索洛芬钠凝胶贴膏，为独家医保剂型，在细分领域具备较好的临床价值，跟踪期内该产品经营规模持续扩大，带动公司业绩提升。
- 研发及生产体系较完善。九典制药业务覆盖原料药、药用辅料、植物提取物等药品制剂的上游产业链领域，有助于增强其成本控制及原料保障。此外，公司重视新药研发，长远看有望对现有产品线进行一定补充。
- 财务结构稳健，现阶段债务压力较轻。九典制药目前财务杠杆处于较低水平，且公司现阶段刚性债务规模较小，现金流对债务的覆盖度较高，债务偿付压力较轻。

主要风险：

- 行业政策变动与竞争加剧风险。随着我国医药卫生体制和医疗保险制度改革不断推进，一系列新政先后实施，市场竞争更为激烈。同时，药品价格政策调整、药品招标政策变化及中标情况等，对包括九典制药在内的医药制造企业的产品销售及经营业绩产生影响，并加剧其盈利及市场竞争压力。
- 对单一产品依赖度高。九典制药现阶段产品结构中过亿元产品不多，目前整体收入对单一产品洛索洛芬钠凝胶贴膏依赖度高，随着市场上同类可替代产品增多，或将影响公司现有产品销售表现，进而影响公司整体经营的稳定性。
- 研发投入产出风险。近年来，九典制药持续对药品进行研发投入，但药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长，易受到技术、审批、政策等多方面因素的影响，临床试验进度及结果、未来产品市场竞争形势均存在诸多不确定性。
- 新增产能释放压力。跟踪期内，九典制药高端制剂研发产业园建设项目（一期）、口服固体制剂项目均完工投产，导致片剂、贴膏剂和胶囊剂的产能扩大，目前项目仍处于产能爬坡阶段，产能利用率不高，此外，公司在建项目较多，需关注新增产能消化情况。
- 可转债转股风险。九典制药可转债已进入转股期，若后续转股不成功，则需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

跟踪评级结论

通过对九典制药主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 A+，评级展望稳定，并维持上述债项 A+ 信用等级。

未来展望

本评级机构预计九典制药信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调：

- 主导产品因同类产品竞争、医改政策等影响市场需求减弱，或因同类产品竞争、医改政策等影响未来销售，导致公司净利润大幅下滑；
- 公司新药研发或上市后销售不达预期，给公司造成研发损失，导致市场竞争力明显下降；

③ 公司新建产能释放不足，项目投资风险增大，投资资金回收存在较大不确定性；

④ 公司应收账款规模明显扩大，导致现金流大幅弱化，账款回收及减值风险显著加大。

本评级机构预计九典制药信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

公司新产品上市带动产品结构不断丰富，利润规模持续大幅扩张，经营业绩和现金流状况显著提升。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	3.59	2.93	3.10	4.21
刚性债务（亿元）	2.27	2.40	2.98	2.78
所有者权益（亿元）	11.50	15.97	19.76	20.84
经营性现金净流入量（亿元）	1.52	1.92	3.24	2.23
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	17.45	23.00	28.71	29.58
总负债（亿元）	6.46	7.47	8.98	8.51
刚性债务（亿元）	3.51	3.54	4.14	3.92
所有者权益（亿元）	10.99	15.53	19.73	21.07
营业收入（亿元）	16.28	23.26	26.93	5.91
净利润（亿元）	2.04	2.70	3.68	1.26
经营性现金净流入量（亿元）	1.91	2.69	4.31	2.38
EBITDA（亿元）	2.97	3.69	4.86	—
资产负债率[%]	37.01	32.49	31.27	28.78
权益资本与刚性债务比率[%]	313.12	439.21	476.75	538.02
流动比率[%]	275.47	271.52	344.10	415.20
现金比率[%]	138.32	108.36	143.31	201.37
利息保障倍数[倍]	15.13	14.57	21.68	—
净资产收益率[%]	21.11	20.34	20.89	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	69.24	66.03	100.29	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.22	-23.31	0.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	18.54	17.43	25.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.32	1.05	1.27	—

注：根据九典制药经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	5	
	财务风险	1	
	初始信用级别		a⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	0
		其中：①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
④其他因素	0		
个体信用级别		a⁺	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		A⁺	

调整因素：(0)

无。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型： 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）

评级要素	结果
------	----

支持因素：(0)

无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26764&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《2023年医药制造与流通行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29743&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券（简称“九典转 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据九典制药提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对九典制药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2023]56 号文）同意注册，该公司于 2023 年 9 月 15 日向不特定对象发行 3.60 亿元的可转换公司债券，期限为 6 年。九典转 02 转股期为 2024 年 3 月 21 日至 2029 年 9 月 14 日，2024 年 5 月 24 日因公司实施 2023 年度权益分派，且 2024 年 6 月 7 日因公司向激励对象定向发行 291.30 万股 A 股股票使得总股本增加，转股价格由 21.85 元/股调整为 15.33 元/股，九典转 02 已进入转股期，目前未转股比例为 98.22%。

图表 1. 公司存续债券基本情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
九典转 02	3.60	6 年	第一年 0.30%, 第二年 0.50%, 第三年 1.00%, 第四年 1.50%, 第五年 2.50%, 第六年 3.00%	2023/9/15	正常付息, 尚未还本

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

本次债券募集资金全部用于该公司高端制剂研发产业园口服固体制剂项目建设（简称“口服固体制剂项目”）。该项目计划总投资 3.80 亿元，拟使用募集资金 3.60 亿元，公司先行通过银行借款（3.34 亿元）融资投入项目，后使用本次募集资金予以置换。该项目已于 2023 年 5 月完工并投入使用，新增 2 个车间，共 5 条口服固体制剂生产线（其中新建 3 条生产线，老厂搬迁 2 条生产线），新增口服固体制剂年产能约 15 亿片，主要生产和销售奥硝唑分散片和洛索洛芬钠片产品，目前尚处于产能爬坡阶段；项目建成后主要生产和销售奥硝唑分散片和洛索洛芬钠片产品，2023 年及 2024 年第一季度该项目分别实现销售收入 0.88 亿元和 0.51 亿元；净利润分别为 428.68 万元和 33.29 万元。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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。公司按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。

2023 年及 2024 年第一季度该公司子公司数量未发生变化。截至 2024 年 3 月末公司合并报表范围内共 5 家子公司，分别为湖南普道医药技术有限公司、湖南九典宏阳制药有限公司（简称“九典宏阳”）、湖南典誉康医药有限公司、湖南汇阳信息科技有限公司（简称“汇阳信息”）和湖南九典大药房有限责任公司。

2. 业务

该公司以经皮给药细分领域为核心，对凝胶贴膏基础技术及关键辅料自主研发并形成优势产品，公司消炎镇痛领域的洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家医保剂型，跟踪期内公司持续加大该产品市场开拓力度及布局 OTC 市场，2023 年收入和净利润均保持较快增长。公司现阶段收益来源对单一产品的依赖度较高，产品结构有待完善，后续新产品后续上市及销售表现有待关注。2023 年公司高端制剂研发产业园建设项目（一期）和口服固体制剂项目建成投产，尚处于产能爬坡阶段，且在建项目较多，需关注后续产能消化情况。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增长有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

医药制造行业受公共卫生产品需求减少、产品降价、出口放缓以及行业政策等因素影响，2023 年主要经济指标出现下滑，短期运行压力有所加大。各子行业走势有所分化。2023 年以来带量采购范围持续扩大，药品审评体系不断健全与优化，政策鼓励药企研制新药，国家医保药品目录调整常态化并加快新药商业化进程，推动医药产业向创新驱动转型和高质量发展。“十四五”以来，我国医药行业研发投入保持高强度，医药行业运营效率保持合理水平，财务杠杆水平维持稳健。长期看，医药行业受益于健康消费升级和人口老龄化的时代背景，行业增长基础整体良好。

预计 2024 年，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素将推动我国医药制造行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景保持良好。“控费”仍将是医药行业政策的主线，但药品集采价格政策的边际影响有望减弱。医保基金结余稳步提升，医保基金支付能力可持续性增强。未来创新药物及医疗器械将成为医药企业研发主流，研发投入力度有望进一步加大。预计受医药行业改革政策驱动，并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望进一步提升。行业内企业竞争实力有所分化，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中。预计医药制造行业财务状况和现金流水平总体保持稳定，可为债务偿付提供较好支持。

详见：《2023 年医药制造与流通行业信用回顾与 2024 年展望》

(2) 业务运营

该公司主营业务为医药产品的研发、生产和销售，产品涵盖药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别，其中药品制剂为公司核心收益来源，主导产品有洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、琥珀酸亚铁片、依巴斯汀片、洛索洛芬钠片等，主要涵盖消炎镇痛、消化系统、抗感染等治疗领域。公司生产的原料药、药用辅料、植物提取物一方面用于公司药品制剂生产，另一方面销售给其他国内外医药生产企业等客户，截至 2024 年 3 月末，公司原料药、辅料和植物提取物的自给比例为 17.32%。公司原料药主要产品为磷酸奥司他韦、磷酸二氢钠、盐酸左西替利嗪、左羟丙哌嗪塞克硝唑等，此外，截至 2023 年末，公司已开发药用辅料 86 个，涵盖生物疫苗用注射级辅料、外用制剂用辅料和口服固体制剂用辅料系列。公司原料药和药用辅料业务规模均不大且产品结构分散，现阶段盈利微薄，但对药品制剂形成一定补充和产业链协同。

图表 2. 公司业务收入及毛利率构成及变化情况

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	16.28	23.26	26.93	5.91	5.02
其中：核心业务营业收入（亿元）	15.81	22.83	26.53	5.72	4.97

主导产品或服务	2021年	2022年	2023年	2024年 第一季度	2023年 第一季度
在营业收入中所占比重 (%)	97.18	98.15	98.54	96.77	99.00
其中：(1) 药品制剂 (亿元)	13.59	19.30	22.36	4.62	3.99
在核心业务收入中所占比重 (%)	85.89	84.55	84.29	80.83	80.32
(2) 原料药 (亿元)	0.77	1.29	1.68	0.52	0.32
在核心业务收入中所占比重 (%)	4.86	5.65	6.32	9.12	6.40
(3) 药用辅料 (亿元)	1.11	1.64	1.76	0.40	0.49
在核心业务收入中所占比重 (%)	7.02	7.16	6.63	6.97	9.91
(4) 植物提取物及其他 (亿元)	0.35	0.60	0.73	0.18	0.17
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.23	2.64	2.76	3.09	3.37
毛利率 (%)	78.50	77.78	77.15	72.64	74.91
其中：药品制剂 (%)	85.99	86.25	86.23	81.47	85.05
原料药 (%)	47.28	44.76	44.26	44.38	47.75
药用辅料 (%)	25.41	25.76	27.75	30.79	28.76
植物提取物及其他 (%)	15.64	36.79	26.16	34.69	30.70

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

跟踪期内，该公司持续加大主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏的院内市场推广力度，同时加快布局 OTC 药店零售市场，该产品销售增长较快，带动公司收入保持较快增长。2021-2023 年及 2024 年第一季度公司分别实现营业收入 16.28 亿元、23.26 亿元、26.93 亿元和 5.91 亿元，同比分别增长 66.40%、42.92%、15.75%和 17.74%。其中 2023 年洛索洛芬钠凝胶贴膏实现销售收入 15.47 亿元，同比增长 18.70%，占当年营业收入的 57.46%。同时，泮托拉唑钠肠溶片、洛索洛芬钠片等产品集采中标，也对当年收入增长形成一定贡献。同期公司毛利率分别为 78.50%、77.78%、77.15%和 72.64%，处于很高水平。

① 经营状况

该公司营业收入主要产生自药品制剂业务，2021-2023 年及 2024 年第一季度药品制剂业务分别实现销售收入 13.59 亿元、19.30 亿元、22.36 亿元和 4.62 亿元，近年来持续增长，且在核心业务收入中占比仍保持在 80%以上。公司产品集中度高，洛索洛芬钠凝胶贴膏是公司驱动当前业绩增长的核心产品，近年来销售量持续扩大使得销售收入逐年较快增长，2021-2023 年及 2024 年第一季度，洛索洛芬钠凝胶贴膏产品的销售收入分别为 8.49 亿元、13.03 亿元、15.47 亿元和 2.81 亿元，分别占同期营业收入的 52.15%、56.02%、57.46%和 47.55%。公司其他产品收入规模相对较小且分散。整体看，公司收入对洛索洛芬钠凝胶贴膏单一产品的依赖度仍较高。

此外，2023 年以来该公司持续加强 OTC 渠道扩展，截至 2024 年 3 月末已与 280 家百强连锁战略合作，覆盖门店约 3.80 万家。OTC 合作客户主要包括江西仁和中方医药股份有限公司、江西中进药业有限公司和湖南恒昌医药集团股份有限公司等。2023 年及 2024 年第一季度，OTC 分别实现销售收入 2.64 亿元和 1.00 亿元，占同期销售收入的 9.80%和 16.92%，主要销售产品包括洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、盐酸左西替利嗪片和洛索洛芬钠片，同期上述产品 OTC 销售收入合计占比为 48.70%和 66.92%。

该公司医药制剂产品的生产成本主要涉及原辅材料、包材等。其中，公司医药制剂产品主要原辅材料包括化工原料、原料药、中药材等，公司包材主要包括透气胶贴、纸盒等。公司原辅料除自产外，还主要通过外部采购，2023 年公司前五大供应商采购金额为 1.01 亿元，占当年采购总额比例为 21.65%，较上年基本保持稳定。公司外部采购量较大的原辅料，主要通过签订年度协议方式保持采购价格的稳定性，近年来采购平均价格波动较小。公司原辅材料、包材等采购账期主要为 1-2 个月，不同产品的采购账期略有差异；公司外部采购主要采用现金和票据的结算方式，2023 年占比分别为 57.12%和 42.88%。

产能分布方面，该公司目前拥有两大生产基地，其中药品制剂和植物提取物的生产基地位于长沙浏阳经济技术开发区；原料药和药用辅料生产基地位于望城经济开发区铜官循环经济工业基地，上述生产基地均已通过 GMP

认证。公司药品制剂产能根据产品型号区分为片剂、贴膏剂、胶囊剂、口服液等类型，其中 2023 年片剂、贴膏剂、胶囊的产能利用率较上年均有所下滑主要系当年高端制剂研发产业园建设项目（一期）¹和口服固体制剂项目分别于 2023 年 3 月和 5 月完工逐步投产，导致片剂、贴膏剂和胶囊剂的产能分别较上年增加 14.03 亿片、0.30 亿贴和 2.35 亿粒。其中，口服固体制剂项目主要生产奥硝唑分散片和洛索洛芬钠片等产品，2023 年及 2024 年第一季度产能利用率分别为 53.92%和 47.92%；高端制剂研发产业园建设项目（一期）主要用于生产洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏，同期产能利用率分别为 86.71%和 66.25%。目前上述项目仍处于产能爬坡期，产能利用率有待提升。此外，煎膏剂产能利用率明显不足系因市场需求不足，产量较低所致。

在建项目方面，该公司在建项目为原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目，项目由子公司九典宏阳负责建设，项目计划总投资 1.50 亿元，资金来源于自有资金，截至 2024 年 3 月末已投资 0.82 亿元，预计 2024 年底完工；该项目计划建设两条生产线，用于生产磷酸奥司他韦、洛索洛芬钠、帕拉米韦和利伐沙班等 9 种产品，预计项目达产后年销售收入为 5.16 亿元（含税）。此外，公司拟建湖南九典宏阳制药有限公司原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（二期），项目计划建设年产原料药 1500 吨、注射用药用辅料 850 吨生产线，用于生产麦芽糖、注射用蔗糖、辛酸钠等，计划总投资 1.80 亿元，计划 2024 年 4-12 月和 2025 年分别投入 1.30 亿元和 0.50 亿元，资金来源于自有资金，预计 2025 年 5 月完工。公司在建项目较多，需关注新增产能消化情况。

图表 3. 近年来公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度	
药品制剂	片剂	产能（亿片）	8.92	9.70	23.73	6.31	3.45
		产量（亿片）	8.03	11.61	15.52	4.01	3.68
		产能利用率（%）	89.98	119.64	65.42	63.52	106.80
	贴膏剂	产能（亿贴）	0.51	0.75	1.05	0.26	0.13
		产量（亿贴）	0.41	0.67	0.91	0.21	0.13
		产能利用率（%）	80.28	89.48	86.70	79.50	106.61
	胶囊剂	产能（亿粒）	2.83	2.83	5.18	1.29	1.29
		产量（亿粒）	2.48	2.54	2.73	0.55	0.61
		产能利用率（%）	87.73	89.75	52.76	42.39	62.54
	口服液、口服溶液剂	产能（亿支）	0.32	0.37	0.31	0.06	0.06
		产量（亿支）	0.20	0.16	0.19	0.04	0.03
		产能利用率（%）	62.00	44.27	61.38	71.21	50.77
煎膏剂（膏滋）、糖浆剂	产能（万瓶）	375.00	375.00	204.00	51.09	51.09	
	产量（万瓶）	82.46	79.64	38.00	12.17	9.32	
	产能利用率（%）	21.99	21.24	18.63	23.83	18.24	
原料	原料药	产能（万吨）	0.10	0.12	0.12	0.03	0.03
		产量（万吨）	0.06	0.08	0.09	0.02	0.02
		产能利用率（%）	61.75	64.53	78.80	77.20	75.77
	药用辅料	产能（万吨）	1.00	1.20	1.30	0.33	0.40
		产量（万吨）	0.98	1.18	1.17	0.29	0.39
产能利用率（%）	98.19	98.63	90.00	89.40	96.69		

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

销售方面，该公司药品以处方药为主，主要采用经销商的销售模式，目前已与 2,000 多家医药商业公司建立了合作，其中中国药控股份有限公司、上药思富（上海）医药有限公司（简称“上药思富”）、华润医药商业集团有限公司、华东医药股份有限公司（简称“华东医药”）和九州通医药集团股份有限公司等大型经销商客户。在“两票制”政策影响下，公司逐步提高采用“合作经销”模式²的比重。2023 年前五大客户销售金额为 10.46 亿元，占当年销售总额的比例为 38.86%，较上年保持稳定。公司销售回款账期主要为 1-3 个月，地区间略有差异；销

¹ 高端制剂研发产业园建设项目（一期）项目，系九典转债募投项目（外用制剂车间扩产建设项目）调整募集资金投向而新建的项目，该项目位于长沙浏阳经济技术开发区，计划总投资 1.57 亿元，项目主要建设生产线用于生产洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏，已于 2023 年 3 月逐步投产。

² 合作经销模式即公司从营销能力、销售渠道、信用等多方面遴选优质的医药商业公司（具有 GSP 资格）作为经销商，与其建立长期稳定的合作关系，公司协同医药商业公司合作开发、共同维护医院和零售药店等终端客户的模式。

售货款采用现金和票据结算，2023 年占比分别为 91.56%和 8.44%。

此外，2023 年该公司中标国家级药品集采 2 次、省级药品集采批 10 次，进入集采的产品主要为非洛地平缓释片、乙酰半胱氨酸颗粒、雷贝拉唑钠肠溶片、盐酸左西替利嗪片和泮托拉唑钠肠溶片等，公司主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏未中标国家集采，省级集采规模不大。目前国家及省级集采政策对公司业务的影响有限，但仍需关注后续政策变动带来的影响。

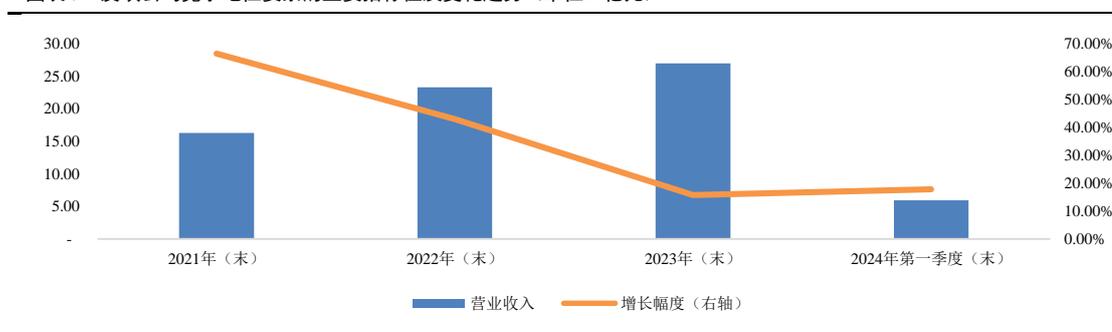
图表 4. 近年来公司主要产品销售情况

产品		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度	
药品制剂	片剂	销量（亿片）	7.96	11.60	14.55	3.92	3.32
		产销率（%）	99.14	99.98	93.73	97.85	90.02
	贴膏剂	销量（亿贴）	0.41	0.65	0.86	0.20	0.13
		产销率（%）	100.32	97.18	94.71	96.02	97.73
	胶囊剂	销量（亿粒）	2.61	2.57	0.27	0.56	0.62
		产销率（%）	105.12	101.30	96.67	102.02	75.44
	口服液、口服溶液剂	销量（亿支）	0.19	0.17	0.21	0.04	0.02
		产销率（%）	93.68	105.32	109.03	91.21	59.27
	煎膏剂（膏滋）、糖浆剂	销量（万瓶）	84.49	74.84	41.00	4.76	2.88
		产销率（%）	102.46	93.97	107.89	23.83	18.24
原料	原料药	销量（万吨）	0.07	0.08	0.09	0.02	0.02
		产销率（%）	114.33	98.28	94.10	98.20	79.66
	药用辅料	销量（万吨）	0.94	1.18	1.19	0.28	0.36
		产销率（%）	95.55	99.36	101.60	95.90	91.91

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

② 竞争地位

图表 5. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元）



注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

该公司属于中小规模医药制造企业，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司净资产分别 19.73 亿元和 21.07 亿元。公司营业收入主要产生自药品制剂业务，2021-2023 年及 2024 年第一季度营业收入分别为 16.28 亿元、23.26 亿元、26.93 亿元和 5.91 亿元，在医药制造行业内规模不大。

该公司将经皮给药作为重点战略发展方向，对凝胶贴膏基础技术及关键辅料自主研发并形成优势产品，公司消炎镇痛领域的洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家医保剂型，酮洛芬凝胶贴膏为独家剂型，在外用制剂凝胶贴膏细分领域具备较好的临床价值。同时，公司主要制剂产品部分使用自产原料药、药用辅料和中药浸膏，能够保障部分原料药供应稳定，增强成本及质量控制。

公司产品集中度高，销售过亿的产品包括洛索洛芬钠凝胶贴膏和泮托拉唑钠肠溶片，2023 年及 2024 年第一季度销售收入合计 17.07 亿元和 3.21 亿元，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏销售收入分别为 15.47 亿元和 2.81 亿元，规模较突出，公司其他产品收入规模相对较小且分散。

图表 6. 近年来公司主要制剂产品的销售情况（单位：亿元）

序号	产品	产品用途（适应症）	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
1	洛索洛芬钠凝胶贴膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。	8.49	13.03	15.47	2.81	2.46
2	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。	1.29	1.67	1.60	0.40	0.37
3	奥硝唑片/分散片	用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病；男女泌尿生殖道毛滴虫、贾第氏鞭毛虫感染引起的疾病（如阴道滴虫病等）；肠、肝阿米巴虫病（包括阿米巴痢疾、阿米巴肝脓肿），肠、肝变形虫感染引起的疾病；用于预防和治疗各科手术后厌氧菌感染。	0.95	0.65	0.13	0.03	0.03
4	盐酸左西替利嗪片/胶囊/口服液	用于治疗季节性过敏性鼻炎、常年性过敏性鼻炎、慢性特发性荨麻疹。	0.44	0.51	0.47	0.11	0.10
5	地红霉素肠溶片	用于治疗感染、如呼吸到感染、皮肤感染等	0.24	0.19	0.20	0.05	0.050
6	肝复乐胶囊	用于治疗肝瘀脾虚、肝癌、肝硬化、肝腹水；化痰软坚，清热解毒等	0.24	0.22	0.21	0.05	0.04
7	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。	0.25	0.41	0.48	0.12	0.089
8	洛索洛芬钠片	用于类风湿关节炎、骨性关节炎、腰痛症、肩关节周围炎、颈肩腕综合征、牙痛的镇痛和消炎及急性上呼吸道炎的解热和镇痛。	0.19	0.39	0.42	0.09	0.17

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

截至 2023 年末，该公司共有 60 个品种个产品品规进入国家级《医保药品目录》，但进入国家医保目录的大部分产品销售规模较小。公司聚焦经皮给药等特色领域，针对凝胶贴膏基础技术进行了深广研究，主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏的关键辅料实现国产替代。截至 2024 年 3 月末，公司已取得 119 个药品注册证书，完成了 84 个原料药品种的备案登记，87 个药用辅料批文的备案登记。其中 2023 年及 2024 年第一季度公司分别获得 7 个和 1 个制剂的药品批准文号，均已生产并上市。

图表 7. 2023 年及 2024 年第一季度公司新增制剂药品批文情况

年份	药品名称	规格	剂型	药品批准文号	批文有效期限	医保情况
2023 年	非洛地平缓释片	5mg	片剂	国药准字 H20233182	2028 年 2 月 13 日	国家医保
	酮洛芬凝胶贴膏	每贴(14×10cm)含膏体 13g, 酮洛芬 30mg	贴膏剂	国药准字 H20233229	2028 年 2 月 27 日	国家医保
	枸橼酸托法替布片	5mg (按 C ₁₆ H ₂₀ N ₆ O 计)	片剂	国药准字 H20233220	2028 年 2 月 27 日	国家医保
	富马酸丙酚替诺福韦片	25mg (以丙酚替诺福韦计)	片剂	国药准字 H20233358	2028 年 3 月 23 日	国家医保
	雷贝拉唑钠肠溶片	10mg	片剂	国药准字 H20233818	2028 年 6 月 26 日	国家医保
	非洛地平片	2.5mg	片剂	国药准字 H20234331	2028 年 10 月 17 日	国家医保
	洛索洛芬钠口服溶液	10ml:60mg (按 C ₁₅ H ₁₇ NaO ₃ 计)	口服溶液剂	国药准字 H20234375	2028 年 10 月 23 日	/
2024 年第一季度	依巴斯汀口服溶液	120ml: 120mg	口服溶液剂	国药准字 H20243051	2029 年 1 月 15 日	/

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

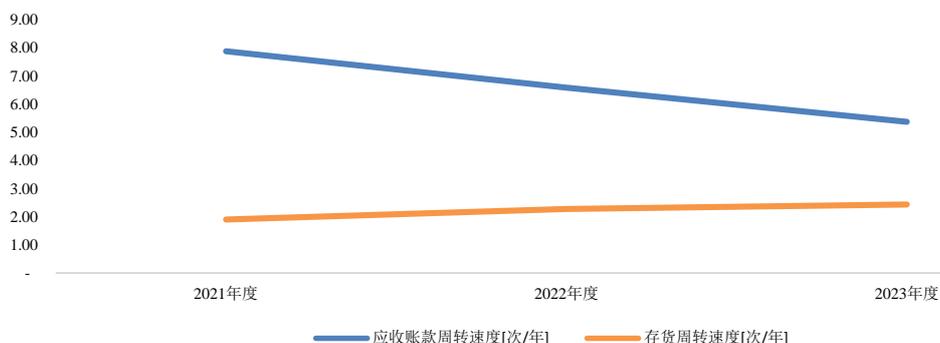
研发方面，截至 2023 年末，该公司已进入注册程序的在研项目共有 24 个制剂产品、24 个原料药产品和药用辅料产品，均处于申报生产阶段，包括铝镁加咀嚼片、酮洛芬凝胶、洛索洛芬钠贴剂和氟比洛芬凝胶贴膏等。2023 年及 2024 年第一季度，公司研发投入分别为 2.69 亿元和 0.42 亿元，分别占当期营业收入的 9.99%和 7.17%。2023 年公司新增发明专利 10 项，新增外观设计专利 6 项，新增商标 11 项，以及新增著作权 49 项。此外，2024 年 2 月 28 日公司与湖南中晟全肽生物科技股份有限公司签署抗菌抗炎多肽专利及技术转让协议，引进其相关技术及专利，本次交易转让费用总金额不超过 5.60 亿元，包括自有资金 0.60 亿元（已支付 0.15 亿元），以及产品商业化后净销售额分成不超过 5 亿元，需待公司获得产品生产批件后按照约定比例支付。该技术专利属于创新

药领域，涉及医药、医美、健康等产品。

总体看，在研产品及专利、技术引进能够对现有产品线进行一定补充，并形成产品系列。但医药产品具有高科技、高风险、高附加值的特点，药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长，易受到技术、审批、政策等多方面因素的影响，临床试验进度及结果、未来产品市场竞争形势均存在诸多不确定性。

③ 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值

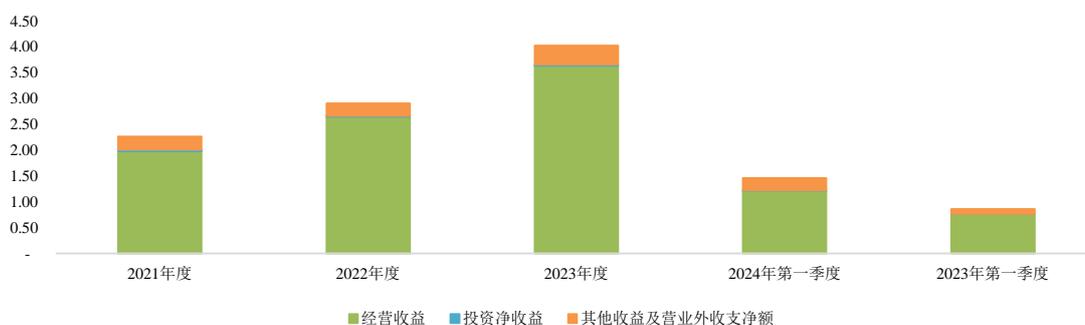


资料来源：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年该公司总资产周转速度分别为 1.13 次/年、1.15 次/年和 1.04 次/年，同比有所下降系应收账款周转速度下降所致。公司主业医药制造模式导致应收账款及存货规模相对较大。同期应收账款周转速度为 7.88 次/年、6.58 次/年和 5.36 次/年，其中 2023 年有所下降主要是公司平均回款周期 68 天，较上年延长约 13 天左右，公司应收账款周转速度在行业内处于正常水平。同期公司存货周转速度为 1.90 次/年、2.27 次/年和 2.43 次/年，近年来存货周转效率提升，主要是公司产品结构调整所致。

④ 盈利能力

图表 9. 公司盈利能力主要构成（单位：亿元）



资料来源：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

该公司盈利主要来源于主业经营，2021-2023 年及 2024 年第一季度公司分别实现经营收益³1.98 亿元、2.64 亿元、3.63 亿元和 1.22 亿元，同比分别增长 169.99%、33.52%、37.47%和 59.66%。同期，公司销售净利率分别为 12.55%、11.59%、13.68%和 21.27%，近年来盈利能力呈增长态势，且处于行业内适中水平。

跟踪期内，随着该公司主业经营规模的扩大，营业毛利实现增长，2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现营业毛利 12.78 亿元、18.09 亿元、20.77 亿元和 4.29 亿元，主要来自药品制剂业务，同期该板块营业毛利占比分别为 91.39%、92.04%、92.83%和 87.88%；原料药和药用辅料在毛利总额中占比较小。

³ 经营收益=营业利润-其他经营收益。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	16.28	23.26	26.93	5.91	5.02
毛利（亿元）	12.78	18.09	20.77	4.29	3.76
其中：药品制剂	11.68	16.65	19.28	3.77	3.39
原料药	0.36	0.58	0.74	0.23	0.15
药用辅料	0.28	0.42	0.49	0.12	0.14
植物提取物及其他	0.06	0.22	0.19	0.06	0.05
期间费用率（%）	63.76	64.48	61.86	51.44	58.47
其中：销售费用率（%）	51.12	52.43	48.56	40.50	46.15
财务费用率（%）	0.82	0.59	0.22	0.68	-0.02
全年利息支出总额（亿元）	0.15	0.21	0.19	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	0.03	0.80	—	—

注：根据九典制药所提供数据整理、计算。

期间费用方面，该公司销售费用支出规模大，2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司期间费用分别为 10.38 亿元、15.00 亿元、16.66 亿元和 3.04 亿元，期间费用率分别为 63.76%、64.48%、61.85%和 51.44%，处于较高水平。具体看，同期公司销售费用分别为 8.32 亿元、12.20 亿元、13.07 亿元和 2.39 亿元，主要是市场开发、学术推广费和广告宣传费等终端销售推广费用；销售费用率分别为 51.12%、52.43%、48.56%和 40.50%，跟踪期内虽有所下降，但在行业中仍处于较高水平；研发费用分别为 1.46 亿元、2.01 亿元、2.54 亿元和 0.41 元，其中 2023 年增长主要是公司委托外部研究开发新产品费用和职工薪酬等增长所致，后续随着新研发项目启动、工艺研究验证项目增加，未来公司研发支出或将维持在一定规模；管理费用分别为 0.46 亿元、0.65 亿元、0.98 亿元和 0.20 亿元，近年来持续增长主要是职工薪酬及服务费增长所致；财务费用分别仅为 0.13 亿元、0.14 亿元、0.06 亿元和 0.04 亿元，规模较小。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
投资净收益（万元）	285.02	184.31	213.26	58.05	32.45
营业外收入（万元）	254.33	101.29	1,040.53	28.53	16.02
其中：与企业日常活动无关的政府补助（万元）	221.51	70.50	28.68	—	—
其他收益（万元）	2,511.63	2,530.71	2,906.57	2,487.20	922.35

注：根据九典制药所提供数据整理、计算。

该公司非经常性损益主要为政府补助，规模较小。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现营业外收入 254.33 万元、101.29 万元、1,040.53 万元和 28.53 万元，其中 2023 年同比大幅增加 934.24 万元主要是太阳升（亳州）生物医药科技有限公司的技术转让赔偿款⁴。同期，公司实现其他收益分别为 2,511.63 万元、2,530.71 万元、2,906.57 万元和 2,487.20 万元，主要是政府补助。公司投资净收益为购买的理财产品收益，2021-2023 年及 2024 年第一季度分别为 285.02 万元、184.31 万元、213.26 万元和 58.05 万元。

随着主业经营业绩的提升，跟踪期内该公司营业利润和净利润呈增长态势。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现营业利润 2.26 亿元、2.91 亿元、3.94 亿元 1.47 亿元；分别实现净利润 2.04 亿元、2.70 亿元、3.68 亿元和 1.26 亿元，同比分别增长 148.29%、32.05%、36.54%和 63.44%。公司净利润主要由洛索洛芬钠凝胶贴膏单一产品拉动，虽然近年来盈利增长较快，但仍需关注后续公司盈利的稳定性。

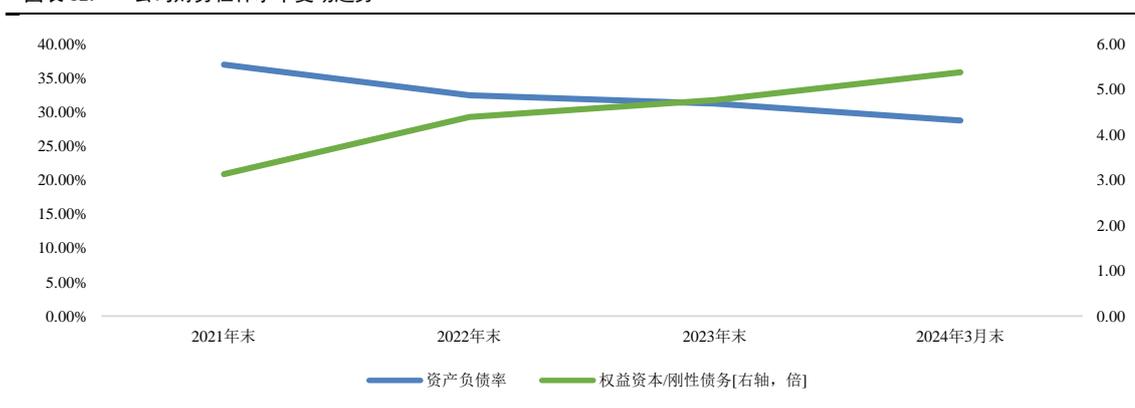
⁴ 公司和子公司湖南普道医药技术有限公司（简称“普道医药”）与太阳升（亳州）生物医药科技有限公司（简称“太阳升”）签订的《利伐沙班片（规格：10mg）项目技术转让合同》，并就合同价格、付款进度等进行约定，2021 年由于旅行过程产生争议，双方向所在地人民法院提起诉讼。2023 年 1 月，根据安徽省高级人民法院送达的《民事判决书》（2022）皖民终 1277 号和《民事判决书》（2022）皖民终 1278 号，太阳升支付普道医药技术转让费 1,170 万元及逾期付款违约金。

3. 财务

跟踪期内该公司资产负债率仍处于较低水平。公司可转债发行成功后，债务期限结构有所改善，短期刚性债务规模较小，但随着公司业务规模扩大及业务发展需要，经营中所需流动资金增加，日常经营中需保有一定货币资金存量，现阶段流动性处于适度平衡状态。此外，公司银行融资渠道畅通，有望提供一定流动性补充。

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据九典制药所提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 8.98 亿元和 8.51 亿元，较上年末分别增长 20.20%和下降 5.18%；其中 2023 年末公司可转债发行成功，导致负债总额增长较快。同期末，公司资产负债率分别为 31.27%和 28.78%，财务杠杆保持在较低水平。跟踪期内，公司权益资本对刚性债务的保障程度好且进一步提升，2023 年末及 2024 年 3 月末权益资本/刚性债务分别为 4.76 倍和 5.38 倍。

① 资产

图表 13. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.20	12.06	14.30	14.84
其中：现金类资产（亿元）	58.46	52.46	49.80	50.15
应收账款（亿元）	5.12	4.81	5.96	7.20
存货（亿元）	2.49	4.58	5.46	4.33
存货（亿元）	2.14	2.41	2.66	3.05
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	7.25	10.93	14.41	14.75
其中：固定资产（亿元）	41.54	47.54	50.20	49.85
在建工程（亿元）	5.89	5.84	10.71	10.79
无形资产（亿元）	0.18	3.08	0.69	0.82
无形资产（亿元）	0.77	0.92	0.89	0.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.44	5.27	6.95	2.60
受限资产账面余额/总资产（%）	14.00	22.91	24.19	8.78

注：根据九典制药所提供数据整理、计算。

跟踪期内，随着投资项目的不断建设和业务规模的扩大，该公司资产规模进一步增长，2023 年末及 2024 年 3 月末总资产分别为 28.71 亿元和 29.58 亿元，同比分别增长 24.85%和 3.03%。

2023 年末，该公司流动资产为 14.30 亿元，主要由现金类资产、应收账款和存货构成。其中，2023 年末公司现金类资产为 5.96 亿元，包含货币资金 4.25 亿元（受限货币资金为 0.10 亿元）、交易性金融资产 0.90 亿元⁵和应收

⁵ 该公司交易性金融资产 0.90 亿元系九典转债募投项目（新药研发项目）尚未使用的部分，需根据新药研发的进展来逐步投入使用，用途仅限于该项目使用，故未使用部分先通过理财产品暂存，计入交易性金融资产科目。

银行承兑汇票 0.80 亿元。年末应收账款为 5.46 亿元，较上年末增长 19.07%，主要是系公司业务规模扩大，以及受发货时点影响，年末发货较多而账款尚未收回所致。2023 年末账龄一年以内的应收账款账面金额占比 95.72%，公司合计计提坏账准备 0.37 亿元，跟踪期内未发生坏账损失，公司应收账款余额前五名客户合计 1.21 亿元，占应收账款的比例为 22.24%，主要应收账款客户包括国药控股股份有限公司、上药思富等，均为国内大型经销商，回款保障程度相对较好。同期末，存货为 2.66 亿元，主要为库存商品和原材料，2023 年末分别为 0.90 亿元和 1.23 亿元，2023 年末公司计提存货跌价损失 0.26 亿元。

2023 年末，该公司非流动资产为 14.41 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中，2023 年末，公司固定资产较上年末大幅增长 83.51%至 10.71 亿元，同时在建工程较上年末减少 77.51%至 0.69 亿元，主要系高端制剂研发产业园建设项目（一期）和募投项目高端制剂研发产业园口服固体制剂项目完工转固所致。同期末，无形资产为 0.89 亿元，主要为土地使用权、专利及专有技术、软件和商标等，较上年末小幅减少 3.10%，主要系摊销所致。此外，年末开发支出为 0.23 亿元，较上年末大幅增长 171.95%，主要系 PDX-02、PDX03 及椒七麝凝胶贴膏肌进入临床试验阶段，资本化开发支出增加所致。

2024 年 3 月末，该公司资产总额为 29.58 亿元，较上年末增长 3.03%。其中，现金类资产较上年末增长 20.82%至 7.20 亿元，应收款项较上年末减少 34.90%至 4.33 亿元，主要系公司加大应收账款催收力度及上年末销售集中回款，收回的现金增加所致；存货较上年末增长 14.76%至 3.05 亿元，主要系公司增加备货，原材料较上年末增加所致；在建工程较上年末增长 18.28%至 0.82 亿元，系原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目持续建设所致。其他科目虽有变动但影响较小。

从资产受限情况来看，截至 2024 年 3 月末，该公司合并口径受限资产账面价值合计 2.60 亿元，受限比例仅为 8.78%。公司受限资产主要由票据保证金、开立银行借款抵押的固定资产和无形资产等构成。

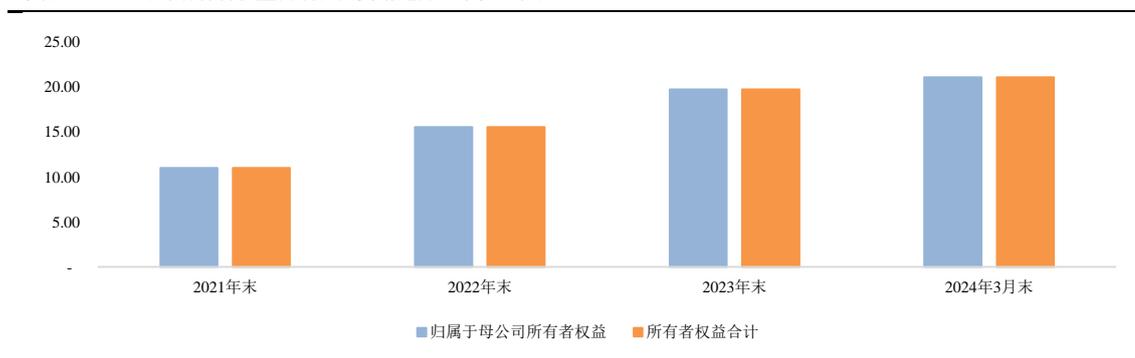
图表 14. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	原因
货币资金	0.004	票据保证金
固定资产	2.30	银行借款抵押
无形资产	0.29	银行借款抵押
合计	2.60	—

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据九典制药所提供的数据整理、绘制。

跟踪期内，受益于自身经营积累，该公司所有者权益持续增长，2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 19.73 亿元和 21.07 亿元，较上年末分别增长 27.09%和 6.77%。其中，同期末实收资本均为 3.45 亿元，其中 2023 年末较上年末增长 0.64%主要系公司完成限制性股票激励计划，总股本由 34,293.62 万股增至 34,514.54 万股所致。同期末资本公积分别为 5.30 亿元和 5.38 亿元，较上年末分别增长 9.29%和 1.51%，其中 2023 年末增长主要系股本溢价增加 0.37 亿元所致。同期末，公司未分配利润分别为 8.88 亿元和 10.13 亿元，随着公司经营积累而有所增加，

较上年末分别增长 40.17%和 14.16%。

③ 负债

图表 16. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	3.51	3.54	4.14	3.92
其中：短期刚性债务	1.27	1.22	0.81	0.47
中长期刚性债务	2.24	2.31	3.32	3.45
应付账款	0.86	1.06	1.36	1.23
其他应付款	0.33	0.63	0.60	0.64

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

该公司负债主要为刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款等。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司刚性债务分别为 4.14 亿元和 3.92 亿元，分别占负债总额比重的 46.09%和 45.99%，其中 2023 年末因公司发行可转债，并对前期银行借款替换，刚性债务规模虽然有所增长，但是增幅不大。同期末公司应付账款分别为 1.36 亿元和 1.23 亿元，其中 2023 年末应付账款较上年末增长 27.43%主要系应付货款和工程款增加所致。同期末，其他应付款分别为 0.60 亿元和 0.64 亿元，主要为代理商保证金和供应商质保金等。

该公司刚性债务以中长期为主，2023 年末中长期刚性债务占比 80.33%，主要由长期借款和应付债券构成，2023 年末分别为 0.59 亿元和 2.74 亿元。其中长期借款较上年末减少 1.73 亿元，同时应付债券较上年末增加 2.74 亿元，主要系公司当年发行本金为 3.60 亿元的“九典转 02”，置换原不动产抵押借款（先行用于募投项目建设）所致。公司长期借款全部为项目借款，以房产和土地提供抵押担保。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的长期借款构成，2023 年末分别为 0.52 亿元、0.24 亿元和 0.06 亿元，2024 年 3 月末短期借款和应付票据较上年末均有所下降，期末短期刚性债务下降至 0.47 亿元。

从融资成本来看，2023 年该公司银行借款融资成本处于 2.85-3.70%区间，处于较低水平。

图表 17. 公司 2024 年 3 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	0.47	0.02	—	3.44	—	3.92
母公司口径	—	—	—	2.78	—	2.78

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 18. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.91	2.69	4.31	2.38	0.98
其中：业务现金收支净额（亿元）	10.76	14.58	17.74	4.57	2.98
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.30	-4.31	-4.25	-1.26	-1.34
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	1.26	4.13	4.27	0.86	1.34
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	2.84	1.21	0.74	-0.03	0.47
其中：现金利息支出（亿元）	0.05	0.08	0.95	0.01	0.04

注：1、根据九典制药所提供数据整理、绘制。

2、业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

跟踪期内，随着该公司业务规模扩大和经营业绩提升，销售药品收到的现金大幅增加，2021-2023 年及 2024 年

第一季度，公司经营活动净现金流分别为 1.91 亿元、2.69 亿元、4.31 亿元和 2.38 亿元，同比分别增长 27.25%、40.93%、60.30%和 142.47%。

该公司投资活动现金流主要产生自在建项目投资和少量购买和赎回理财产品等。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司投资活动现金流呈持续净流出状态，分别为-2.30 亿元、-4.31 亿元、-4.25 亿元和-1.26 亿元，主要系项目持续投资，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致。

该公司筹资活动现金流主要来源于银行借款和发债融资。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.84 亿元、1.21 亿元、0.74 亿元和-0.03 亿元，近年来公司偿还部分银行借款，筹资活动现金流净额规模有所下降。

② 偿债能力

图表 19. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	2.97	3.69	4.86
EBITDA/全部利息支出 (倍)	18.54	17.43	25.50
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.32	1.05	1.27

资料来源：根据九典制药所提供数据整理、计算。

2023 年该公司经营业绩提升，EBITDA 为 4.86 亿元，较上年增长 31.57%。同期 EBITDA 对刚性债务本金和利息的保障度均有提升，当年 EBITDA/刚性债务和 EBITDA/全部利息支出的倍数分别为 1.27 倍和 25.50 倍，EBITDA 对公司利息支出与刚性债务的保障程度高。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	275.47	271.52	344.10	415.20
速动比率 (%)	215.79	212.78	277.08	325.53
现金比率 (%)	138.32	108.36	143.31	201.37

资料来源：根据九典制药所提供数据整理、计算。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 344.10%和 415.20%；现金比率分别为 143.31%和 201.37%，由于公司债务期限结构调整，流动比率和现金比率同比均有所增长且处于较高水平。

近年来公司业务规模不断扩大及业务发展需要，经营中需要铺底流动资金增加，公司保留一定规模货币资金存量，整体流动性处于适度平衡状态。此外，公司与多家银行保持了合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信额度合计人民币 3.49 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币为 2.42 亿元，有望提供一定流动性补充。

(2) ESG 因素

自成立以来，该公司控股股东、实际控制人始终为朱志宏先生。截至 2024 年 3 月末，朱志宏持有公司股份 11,747.40 万股，持股比例为 34.04%，截至评级报告日其所持股权不存在质押现象。

高管人员变动方面，2024 年 1 月 25 日该公司原副董事长段立新，董事、总经理郑霞辉届满离任，同日公司完成第四届董事会和监事会的换届选举，选举杨洋为董事、总经理，范朋云为董事、副总经理，上述核心管理人员调整对公司的正常运营影响不大。

根据该公司及子公司提供的《企业信用报告》（2024 年 5 月 9 日、5 月 21 日和 5 月 27 日）及相关资料，公司及

主要子公司等未发生欠贷欠息事件，公司存续债券付息正常，未发生重大工商、质量、安全事故。

信息披露方面，跟踪期内该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错。社会责任方面，跟踪期内公司未发生重大安全生产事故。环境方面，跟踪期内公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

(3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无对外担保及其他表外事项发生。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了浙江华海药业股份有限公司和浙江海正集团有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以医药制造为主业，具有较高的可比性。

该公司医药制造业务规模在同业企业中相对较小，公司制剂产品毛利率水平很高，但盈利对单一产品依赖程度高。公司资产负债率在医药制造行业内处于较低水平，由于公司经营性现金流仍保持一定规模净流入，并拥有一定的现金类资产，EBITDA 对刚性债务和利息支出保障程度相对高。

债项信用跟踪分析

1. 本次债券特定条款

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，投资者有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2. 偿债保障措施跟踪分析

该公司保有一定货币资金存量，2024 年 3 月末未受限货币资金为 5.24 亿元，且公司银行融资渠道畅通，有望对提供一定流动性补充。2021-2023 年公司 EBITDA/利息支出分别为 18.54 倍、17.43 倍和 25.50 倍，保障程度高。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定九典制药主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定，九典转 02 信用等级为 A⁺。

附录一：

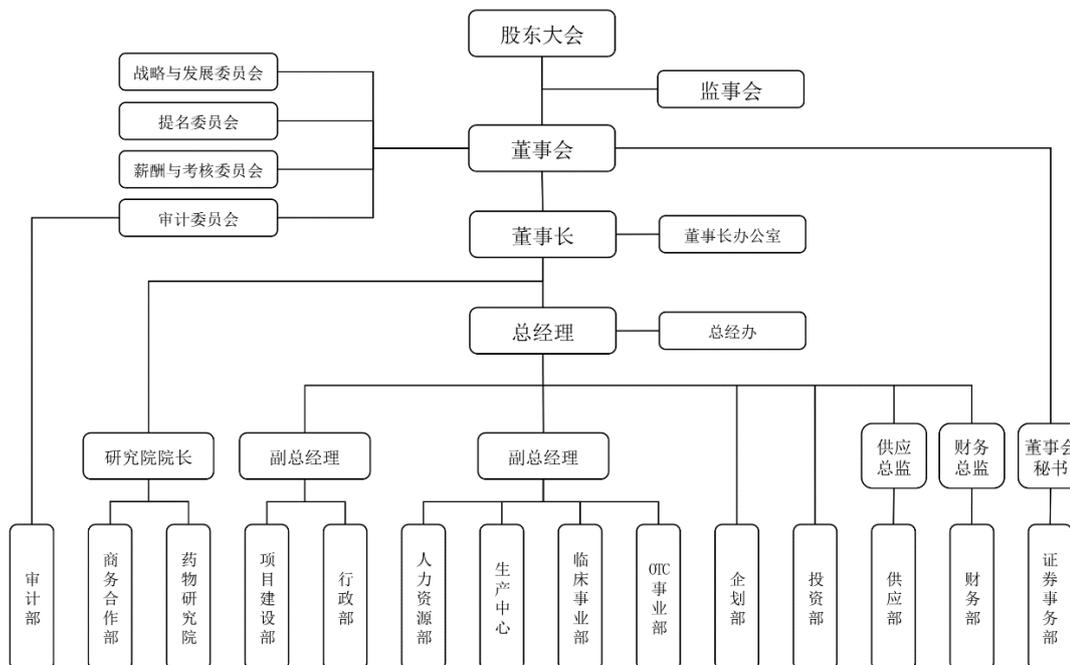
公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据九典制药提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
湖南九典制药股份有限公司	九典制药	本部	—	药品的生产和销售及提供相关服务	2.98	19.76	22.95	3.29	3.24	26.18	母公司口径
湖南普道医药技术有限公司	普道医药	全资子公司	100.00	药品研发	0.08	0.50	0.45	-0.31	-0.01	-0.20	
湖南九典宏阳制药有限公司	九典宏阳	全资子公司	100.00	药品生产销售	1.08	3.50	4.78	0.60	1.15	0.51	
湖南典誉康医药有限公司	典誉康	全资子公司	100.00	药品销售	—	-0.02	0.34	-0.04	-0.03	-0.04	
湖南汇阳信息科技有限公司	汇阳信息	全资子公司	100.00	软件开发、软件技术服务	—	0.01	0.06	-0.02	-0.01	-0.01	

注：根据九典制药2023年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：医药制造 归属行业：医药制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年末财务数据/指标				
		净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	总资产报酬率 （%）	总资产周转速度 （次/年）	权益资本与刚性 债务比率 （×）	资产负债率 （%）	刚性债务 （亿元）	EBITDA/利息支 出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
浙江海正集团有限公司	AA+/稳定	92.99	114.43	1.29	0.54	1.20	57.03	77.34	14.06	0.18
浙江华海药业股份有限公司	AA/稳定	82.51	77.93	6.65	0.45	1.11	55.64	74.52	9.67	0.30
发行人	A+/稳定	19.73	26.93	15.98	1.04	4.77	31.27	4.14	25.50	1.27

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	17.45	23.00	28.71	29.58
货币资金 [亿元]	3.98	3.46	4.25	5.24
刚性债务[亿元]	3.51	3.54	4.14	3.92
所有者权益 [亿元]	10.99	15.53	19.73	21.07
营业收入[亿元]	16.28	23.26	26.93	5.91
净利润 [亿元]	2.04	2.70	3.68	1.26
EBITDA[亿元]	2.97	3.69	4.86	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.91	2.69	4.31	2.38
投资性现金净流入量[亿元]	-2.30	-4.31	-4.25	-1.26
资产负债率[%]	37.01	32.49	31.27	28.78
权益资本与刚性债务比率[%]	313.12	439.21	476.75	538.02
流动比率[%]	275.47	271.52	344.10	415.20
现金比率[%]	138.32	108.36	143.31	201.37
利息保障倍数[倍]	15.13	14.57	21.68	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	238.05	216.27	218.31	—
毛利率[%]	78.50	77.78	77.15	72.64
营业利润率[%]	13.87	12.52	14.65	24.93
总资产报酬率[%]	16.84	15.26	15.98	—
净资产收益率[%]	21.11	20.34	20.89	—
净资产收益率*[%]	21.11	20.34	20.89	—
营业收入现金率[%]	107.97	104.14	106.91	137.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	69.24	66.03	100.29	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.22	-23.31	0.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	18.54	17.43	25.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.32	1.05	1.27	—

注：表中数据依据九典制药经审计的2021~2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2020年6月28日	A ⁺ /稳定	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年8月24日	A ⁺ /稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月21日	A ⁺ /稳定	陈婷婷、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	=
九典转 02	历史首次评级	2023年8月24日	A ⁺	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月21日	A ⁺	陈婷婷、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）	=

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。