





内部编号: 2023080194

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

# 信用评级报告

分析师: 翁斯喆  wsz@shxsj.com  
黄梦姣  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

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 评级声明

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，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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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，本评级报告、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。

## 概述

编号：【新世纪债评（2023）010499】

**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

**主体信用等级：** A<sup>+</sup>

**评级展望：** 稳定

**债项信用等级：** A<sup>+</sup>

**注册额度：** 不超过 3.60 亿元（含）

**本次发行：** 不超过 3.60 亿元（含）

**存续期限：** 6 年

**增级安排：** 无

**评级时间：** 2023 年 8 月 24 日

**发行目的：** 项目建设

**偿还方式：** 每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息

### 评级观点

#### 主要优势：

- 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，近年来该产品经营规模快速扩大，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。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，均会对九典制药产品销售及经营业绩产生影响。
- 对单一产品依赖度高。九典制药目前整体收入对单一产品依赖度高，如单一产品经营波动将对公司整体经营稳定性造成影响。
- 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。

### 未来展望

通过对九典制药及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 A<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性较强，并给予本次债券 A<sup>+</sup>信用等级。

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 上半年度
<b>母公司口径数据：</b>				
货币资金（亿元）	1.21	3.59	2.93	2.61
刚性债务（亿元）	0.05	2.27	2.40	2.90
所有者权益（亿元）	8.72	11.50	15.97	17.08
经营性现金净流入量（亿元）	1.28	1.52	1.92	1.85
<b>合并口径数据及指标：</b>				

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 上半年度
总资产 (亿元)	11.31	17.45	23.00	24.73
总负债 (亿元)	2.95	6.46	7.47	7.73
刚性债务 (亿元)	0.98	3.51	3.54	3.74
所有者权益 (亿元)	8.36	10.99	15.53	17.00
营业收入 (亿元)	9.78	16.28	23.26	12.18
净利润 (亿元)	0.82	2.04	2.70	1.98
经营性现金净流入量 (亿元)	1.50	1.91	2.69	1.97
EBITDA (亿元)	1.45	2.97	3.69	—
资产负债率[%]	26.09	37.01	32.49	31.24
权益资本与刚性债务比率[%]	853.53	313.12	439.21	454.69
流动比率[%]	278.30	275.47	271.52	306.08
现金比率[%]	82.70	138.32	108.36	107.43
利息保障倍数[倍]	18.31	15.13	14.57	—
净资产收益率[%]	10.30	21.11	20.34	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	78.63	69.24	66.03	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	23.69	-8.22	-23.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	27.66	18.54	17.43	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.20	1.32	1.05	—

注：根据九典制药经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年上半年度财务数据整理、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		风险程度	
个体信用	业务风险	5	
	财务风险	1	
	初始信用级别		a <sup>+</sup>
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无。			
个体信用级别		a <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由： 无。		
主体信用级别		A <sup>+</sup>	

### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)	EBITDA/利息支出 (倍)
复星医药	1,071.64	439.52	7.70	49.51	7.91
海正集团	216.40	130.03	6.63	57.44	5.84
华海药业	181.52	82.66	16.20	57.33	9.60
九典制药	23.00	23.26	20.34	32.49	17.43

注：复星医药全称为上海复星医药(集团)股份有限公司，海正集团全称为浙江海正集团有限公司，华海药业全称为浙江华海药业股份有限公司。

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

湖南九典制药股份有限公司（简称“九典制药”、“该公司”或“公司”）的前身为湖南维康制药有限公司（简称“维康制药”），最初由自然人朱志宏先生于 2001 年 1 月 19 日出资设立，初始注册资本为 200.00 万元。2003 年 7 月 28 日，维康制药更名为湖南九典制药有限公司（简称“九典有限”）。2014 年 12 月 15 日，公司全体股东以发起设立方式将九典有限整体变更为股份有限公司，并更名为九典制药；上述事项于 2015 年 1 月 26 日在长沙市工商行政管理局办理了工商变更登记手续，以九典有限经审计的账面净资产值按比例折股后，股份总数为 8,058 万股，2016 年公司发行 742 万股新股，发行后注册资本为 8,800 万元。公司于 2017 年 10 月在深圳证券交易所创业板挂牌上市交易，股票代码 300705.SZ，首次公开发行 2,934.00 万股，发行后总股本增至 1,1734.00 万股，后经资本公积转增股本以及可转债转股<sup>1</sup>，截至 2023 年 6 月末，公司总股本扩大至 34,445.24 万股（每股面值 1 元），其中朱志宏先生持有公司 34.10% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。

该公司主营业务为医药产品的研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原材料、药用辅料及植物提取物四大类别。公司在消炎镇痛、抗感染药、消化系统药等领域形成产品储备，主导产品为洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、奥硝唑分散片、洛索洛芬钠片等。公司以经皮给药制剂为核心，在外用制剂凝胶贴膏细分领域形成独家产品优势。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司拟向不特定对象发行规模不超过 3.60 亿元（含 3.60 亿元）的可转换公司债券议案已于 2022 年 6 月获公司董事会审议、股东大会决议通过。本次可转换公司债券期限为 6 年，附到期赎回条款和最后两个计息年度投资者回售选择权。公司拟将本次募集资金全部用于项目投资。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	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
总发行规模:	不超过人民币 36,000 万元（含）
本次发行规模:	不超过人民币 36,000 万元（含）
本次债券期限:	6 年
债券利率:	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
定价方式:	面值 100 元/张
偿还方式:	每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息
增级安排:	无

资料来源：九典制药

<sup>1</sup> 该公司于 2021 年 4 月发行 2.7 亿元九典转债，2021 年 10 月九典转债开始转股，期间累计转股 1,438.12 万股，并已于 2022 年 11 月赎回。

## (2) 募集资金用途

该公司拟将本次债券募集资金全部用于高端制剂研发产业园口服固体制剂项目。该项目的实施主体为公司本部，主要拟对现有口服固体制剂产品线进行扩建，进一步提升口服制剂产品产能，产品主要为口服片剂（化药）。项目预计总投资为 3.80 亿元，其中募集资金投入 3.60 亿元，其余为公司自筹。项目建设周期为 18 个月，预计完工时间为 2023 年 7 月末，根据《湖南九典制药股份有限公司高端制剂研发产业园口服固体制剂项目可行性研究报告》，本项目达产后预计可实现销售收入共计 8.17 亿元，预计内部收益率（税后）为 20.29%，静态投资回收期（税后）为 6.41 年。

## (3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观因素

2023 年上半年，我国经济增长压力加大，稳增长政策发力；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年上半年，全球经济景气度呈服务业强制造业弱的格局，商品贸易与投资增长放缓，主要经济体的通胀压力依然很大，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。欧洲央行也放缓加息步长，持续的高利率环境下美欧金融领域的潜在风险仍值得关注；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。

结构性问题和周期性矛盾交织叠加下我国经济增长压力加大。就业形势需进一步改善，消费者物价指数涨幅处于低位。工业中采矿业的生产增长明显放缓且盈利下降；除烟草制品、运输设备制造及新能源汽车带动下的电气机械、仪器仪表、橡胶塑料制品、汽车制造等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续显著承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力、燃气及供水行业盈利状况继续好转。服务消费带动消费较快增长，商品零售中家电、通讯器材、文化办公用品、建筑及装潢材料消费偏弱，居民的消费意愿和消费能力有待提升；基建和制造业投资增速有所回落，房地产开发投资降幅在政策扶持下收窄；剔除汇率因素后的出口疲弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，内外利差较大促使人民币面临阶段性贬值压力，境外机构对人民币证券资产的持有规模保持稳定，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策加大逆周期调控力度为稳增长、稳就业和防风险提供更有有力支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债发行再度发力，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在扩大内需、有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、调低政策利率、再贷款再贴现等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持普惠金融、科技创新、绿色发展和基础设施建设。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着稳增长政策力度加大和稳地产政策延续后逐步显效，我国经济完成年度目标的信心充足。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持

不变。

## (2) 行业因素

近年来，我国医疗体系改革持续推进，多项重磅举措相继出台和实施，进一步深化医疗、医保和医药联动改革，国家支持新药研发、鼓励创新的导向鲜明。同时，国家医药集采药品降价、原料药生产成本上升、以及原辅料等价格上涨的影响，医药制造行业整体承压，医疗改革的不断深入，将持续改变医药制造企业的竞争方式和竞争格局。

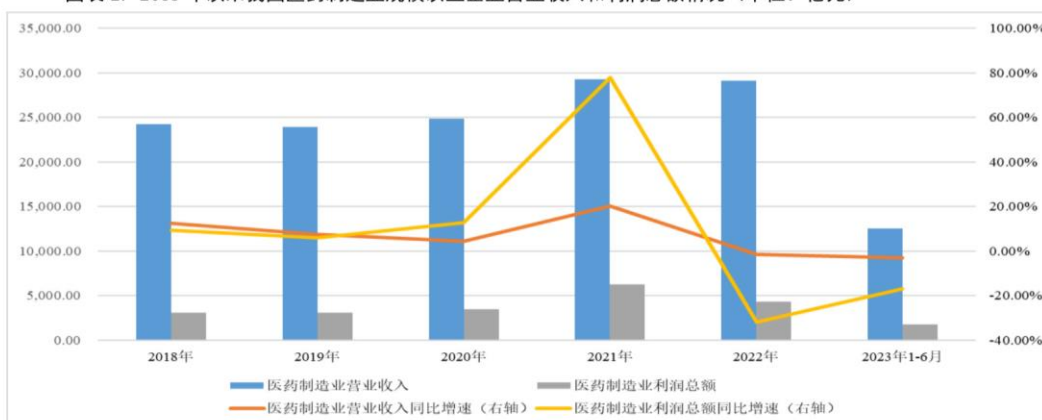
### A. 行业概况

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

2020 年受外部因素影响，医药制造企业经营情况短期承压，随着“六稳”、“六保”任务不断落实落细，企业复工复产水平稳步提升，经营情况逐季环比改善，企业盈利实现了快速企稳、持续向好，全年收入和利润实现正增长。2021 年我国国民经济持续稳定恢复，当年我国经济同比增长 8.1%。在此背景下，2021 年我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 29,288.50 亿元，同比增长 20.10%，增速较上年同期上升 15.60 个百分点；实现利润总额 6,271.40 亿元，同比增长 77.90%，增速较上年同期上升 65.10 个百分点。医药行业经营业绩得到快速恢复，受需求大幅增长拉动，包括疫苗、诊断试剂、医用耗材等用品需求量大，相关企业产销两旺，行业利润增幅显著提升。2022 年以来，受外部因素影响，居民正常的消费、就医需求受到影响，亦对我国经济发展造成较大影响，2022 年我国经济同比增长 3.0%。除外部因素的影响之外，行业还受到集采药品降价、疫苗价格和收入下降、原料药生产成本上升、以及原辅料、燃料动力等价格上涨的影响，当年医药制造行业规模以上企业实现营业收入 29,111.40 亿元，同比下降 1.60%；实现利润总额 4,288.70 亿元，同比下降 31.80%，医药制造业经营业绩明显承压。此外，由于国内医疗资源分布不均衡，部分地区短期或将出现医疗资源紧张状况。上述因素的作用下，预计政府将持续加大医疗资源的供给和医疗基建的投资力度，预计对医疗器械、医疗服务、疫苗等细分行业带来较积极的影响。

2023 年 1~6 月，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 12,496.00 亿元，同比下降 2.90%；实现利润总额 1,794.50 亿元，同比下降 17.10%，主要与 2022 年上半年度高基数及集采影响有关。

图表 2. 2018 年以来我国医药制造业规模以上企业营业收入和利润总额情况（单位：亿元）<sup>2</sup>



资料来源：Wind

<sup>2</sup> 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增长所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致。

根据国家统计局于 2023 年 2 月公布的《2022 年国民经济和社会发展统计公报》（简称“公报”），截至 2022 年末，大陆地区 60 岁及以上的老年人口总量为 2.80 亿人，已占到总人口的 19.8%。从人口结构看，近十年间已跨过了第一个快速人口老龄化期，很快还需应对一个更快速的人口老龄化期。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。根据公报的数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.46 亿人，参保人数主要由于清理重复参保等原因比上年同期减少 1727 万人，同比下降 1.3%，其中参加职工基本医疗保险人数 3.62 亿人，同比增长 2.3%。截至 2022 年末，全国共有医疗卫生机构 103.3 万个，其中医院 3.7 万个；基层医疗卫生机构 98.0 万个。目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 3. 2017 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
我国人口数（亿人）	13.90	13.95	14.00	14.12	14.13	14.12
60 岁以上人口占比（%）	17.30	17.90	18.13	18.70	18.90	19.80
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	11.77	13.45	13.54	13.61	13.64	13.46
城镇基本医疗保险支出（万亿元）	1.44	1.78	2.09	2.09	2.40	2.44
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.64	3.93	4.24	4.38	4.74	4.93
医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	81.80	84.20	87.40	—	—	—
卫生费用（万亿元）	5.26	5.91	6.58	—	—	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

## B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。涉及药品生产、流通、使用等方面的相关政策陆续实施；优先评审药品注册政策落实，加快了药品的研发上市进程；仿制药一致性评价政策持续推进，相关配套政策如带量采购政策与各地挂网政策连续出台，有利于仿制药质量整体提升和产业集中度提高；国家医保局正式挂牌成立，集中采购、医保谈判、医保统筹等多项医保政策的实施，将统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”改革；“两票制”在全国范围内全面推开，促进医药流通行业整合加速；分级诊疗、新版国家基药目录、临床路径的逐步推广也正在推动行业变革。

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2022 年 2 月，工信部、国家卫健委、国家医保局、国家药监局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，提出“十四五”期间医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8% 以上，增加值占全部工业的比重提高到 5% 左右，行业龙头企业集中度进一步提高。随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，预计相关医疗卫生支出将保持持续增长，我国医药市场规模将以 10%-12% 速度增长，预计到 2025 年，行业规模将超过 3 万亿元。“十四五”期间将有一大批医药创新成果完成临床研究和申报上市，医药工业也将持续加大创新投入、加快创新驱动转型。2022 年 3 月 29 日，国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》，对“十四五”时期中医药工作进行了全面部署。规划明确到 2025 年中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。此外，规划还提出了到 2025 年，中医医疗机构数量达 9.5 万个，比 2020 年增加超 2 万个；中医医院达 6,300 个，在 2020 年的基础上增加超 800 个；每千人口公立中医医院床位数达 0.85 张；力争到 2022 年，社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例达到 100% 等有关中医医疗机构数、医院数等十五项主要指标。近期众多政策惠及中医药产业，十四五中医药产业发展迎来良好的政策机遇期。

医保药品目录方面，国家医保局每年一次动态调整医保药品目录，通过目录调整实现了用药保障范围不断扩大和结构优化。2021 年 6 月，国家医保局发布《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》，并于 2021 年 12 月正式出台 2021 版国家医保药品目录，本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判



成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，预计可为患者减负超 300 亿元；目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量。2022 年 6 月，国家医保局发布《2022 年国家基本医疗保险工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》，并于 2023 年 1 月正式出台 2022 版国家医保药品目录，此次国家医保目录补充带量采购中重大疾病和罕见病，将专利期内的药品或独家药品纳入医保范围的准入谈判，本次调整中共计对 147 个药品进行谈判，谈判成功 121 个，其中 108 个目录外新增药品的价格降幅达 60.1%，目录外新增药品包括 56 个慢性病用药（高血压、糖尿病、精神疾病等）、23 个肿瘤用药、17 个抗感染用药、7 个罕见病用药等，其中 22 个儿童用药、2 个国家基本药物等药物，重点领域药品保障水平进一步提升。

药品集中采购方面，2019 年以来全国执行集中采购，有利于保证城镇职工基本医疗保险制度的实施，规范医疗机构药品购销工作以及减轻社会医药费用负担。2021 年 2 月、6 月和 11 月，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室分别发布《第四批国家组织药品集中采购》、《第五批国家组织药品集中采购》和《第六批国家组织药品集中采购》，中选药品平均降价分别为 52%、56%和 48%，采购金额分别为 254 亿元、550 亿元和 170 亿元，集采范围持续扩大。2022 年 6 月，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室发布《全国药品集中采购文件（GYVD2022-1）》，采购共纳入 61 种药品，327 个拟中选产品平均降价 48%，涉及包括常见病、慢性病用药，以及重大疾病用药，将进一步降低群众用药负担。2023 年 4 月，根据《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》，国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果，此次共有 39 种药品采购成功，拟中选药品平均降价 56%，按约定采购量测算，预计每年可节省 167 亿元。此外，2022 年 8 月，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药联盟采购公告》，正式启动第二轮中成药联盟集采，首次中成药集采涉及心脑血管疾病以及复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素等 16 种中成药，累计共有 157 家企业的 182 个产品参与报价，采购规模近 100 亿元，中选率达 62%，中选价格平均降幅 42.27%，根据 19 省份联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元。

此外，2021 年 11 月，国家医疗保障局公布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，主要是加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点。医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量。2022 年 4 月，国家医保局发布《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》，明确国家医保局依托全国统一的医保信息平台开发了 DRG/DIP 功能模块基础版，将推进 DRG/DIP 支付方式改革向纵深发展。DRG/DIP 功能模块的推广与应用是为 DRG/DIP 支付改革做准备，同时将进一步倒逼医院精细化管理，合理使用医保资金。随着 DRG/DIP 付费方式改革推向全国，预计将影响全国各级医疗机构，推动医疗机构从粗放式、规模扩张式发展转型为更加注重内部成本控制和效率提升。2023 年 3 月，国家医保局发布《2022 年医疗保障事业发展统计快报》，2022 年 206 个统筹地区实现 DRG/DIP 支付方式改革实际付费，实际付费地区中，俺 DRG/DIP 付费的顶点医疗机构达到 52%，病种覆盖范围达到 78%，按 DRG/DIP 付费的医保基金支出占统筹地区内医保基金住院支出比例达 77%。

图表 4. 2020 年以来我国医药行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.10	人民代表大会	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间，对在中国获得上市许可的新药相关发明专利，国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿	利好新药研发，鼓励创新
2020.10	国家医保局	《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革，提高医疗服务透明度，提升医保基金使用效率	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置
2021.2	国家组织药品集中采购和使用联	《第四批国家组织药品集中采购》	采购共有 152 家企业参加，产生拟中选企业 118 家，共纳入 45 种药品，拟	中选药品平均降价 52%，采购金额 254 亿元，集采

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
	合采购办公室		中选产品 158 个	范围持续扩大
2021.6	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革；促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系；持续预防为主，加强公共卫生体系建设；统筹推进相关重点改革，形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施	以降价为突破口，同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革；推动公立医院高质量发展；加快推进分级诊疗体系建设；推动中医药振兴发展；
2021.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第五批国家组织药品集中采购》	第五轮集采共涉及 60 个品种 207 个品种，其中注射剂 30 个品种，本次集采是规模最大、产品数量最多的一次	中选药品平均降价 56%，采购金额 550 亿元，集采范围持续扩大
2021.6-12	国家医保局	《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》	2021 版目录共收录西药 1486 种，中成药 1374 种，中药饮片 892 种；本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，	本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量
2021.9	国务院办公厅	《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》	到 2025 年，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革任务	“十四五”期间基本医疗保险参保率保持在 95% 以上，到 2025 年国家和省级药品集采品种达 500 个以上，高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上，保证刚需医疗产品的供应量，并降低患者经济负担
2021.11	国家医保局	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点	医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量
2021.11	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第六批国家组织药品集中采购》	第六轮集采为胰岛素专项，纳入二代、三代胰岛素，整体报量为 2.14 亿支，涉及金额约 170 亿元	中选药品平均降价 48%，采购金额 170 亿元，集采范围持续扩大
2021.12	国家医保局、人力资源社会保障部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021 年)》	将涉及慢性病、肿瘤、抗感染用药等纳入申报范围；将临床价值不高、可替代且采购量较小的药品调出目录	实现临床合理用药需求，弥补基本用药保障短板；引导同治疗领域用药适度竞争和目录内药品再降价；推动实现基本用药保障升级换代
2021.12	国家药监局等八部门	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	明确“十四五”期间药品安全及促进高质量发展的指导思想，并制定了实施药品安全全过程监管、完善药品安全治理体系、严格疫苗监管等 10 个方面主要任务	保障药品安全；推进药品监管体系和监管能力现代化；保护和促进公众健康
2022.4	国家医保局	《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工	明确国家医保局依托全国统一的医保信息平台开发 DRG/DIP 功能模块基础版，将推进 DRG/DIP 支付方式改革向	为 DRG/DIP 支付改革做准备，同时将进一步倒逼医院精细化管理，合

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
		作的通知》	纵深发展	理使用医保资金
2022.5	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	从加快构建有序的就医和诊疗新格局、深入推广三明医改经验、推进医药卫生高质量发展提出 4 个方面 21 项重点任务	促进优质医疗资源扩容和均衡布局，深化医疗、医保、医药联动改革，持续推动从以治病为中心转变为以人民健康为中心，持续推进解决看病难、看病贵的问题
2022.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件（GYVD2022-1）》	本次采购纳入 61 种药品，涉及包括高血压、糖尿病、抗感染、消化道疾病等常见病、慢性病用药，以及肺癌、肝癌、肾癌、肠癌等重大疾病用药	拟中选产品平均降价 48%，涉及包括常见病、慢性病用药，以及重大疾病用药，将进一步降低群众用药负担
2022.8	全国中成药联合采购办公室	《全国中成药联盟采购公告》	主要涉及心脑血管疾病用药复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素、接骨七厘、乐脉、脉管复康、脑安、藤黄健骨、香丹、心可舒、醒脑静、鸦胆子油、银杏达莫、银杏叶提取物、振源等 16 种中成药	累计 157 家企业的 182 个产品参与报价，采购规模近 100 亿元，中选率 62%，中选价格平均降幅 42.27%，根据 19 省份联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元
2023.2	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案方案》	明确到 2025 年，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。	基于《“十四五”中医药发展规划》的工程项目进一步明确建设目标、任务、配套措施及部门分工，保障有效落地实施。
2023.4	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》	本次集采共纳入 39 种药品，涵盖抗感染、心脑血管疾病、抗过敏、精神疾病等常见病、慢性病用药。	本次拟中选药品平均降价 56%，按约定采购量测算，预计每年可节省 167 亿元。

资料来源：新世纪评级整理

### C. 竞争格局

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散，存在低水平竞争。根据国家统计局数据显示，截至 2022 年末，我国医药制造规模以上企业共计 8,814 家，总产值 31,505.6 亿元，销售收入合计 29,111.4 亿元，利润总额 6,290.5 亿元。随着我国政府对环境保护的重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度有望不断提高。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。同时，近年来医药行业政策改革，尤其是国家医药集采政策带来行业竞争格局和竞争方式的变化。

### D. 风险关注

医药制造业务发展面临的风险主要表现在：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投入回报的不确定性较大。

## 2. 业务运营

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，在外用制剂凝胶贴膏细分领域具备较好的临床价值。近年来公司不断加大该产品市场开拓力度，经营规模不断扩大，此外，公司具备原料药和药用辅料自产能力。但是公司产品集中度高，对单一品种洛索洛芬钠凝胶贴膏存在依赖风险。公司重视研发并储备新产品，长远看有望对现有产品线进行一定补充。

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，形成“制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展，公司在消炎镇痛、消化系统、抗感染等治疗领域具有产品储备，主导产品有洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、奥硝唑分散片等。

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，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。

近年来，该公司持续加大主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏的市场推广力度，该产品销售增速较快，拉动公司收入实现较快增长，2020-2022年及2023年上半年度公司分别实现营业收入9.78亿元、16.28亿元、23.26亿元和12.18亿元。其中2022年洛索洛芬钠凝胶贴膏实现销售收入13.03亿元，同比增长53.54%，占当年营业收入的56.03%。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。公司同期毛利率分别为74.85%、78.50%、77.78%和77.74%，处于很高水平。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	2022年上半年度
营业收入合计（亿元）	9.78	16.28	23.26	12.18	10.31
其中：核心业务营业收入（亿元）	9.76	15.81	22.83	11.98	10.09
在营业收入中所占比重（%）	99.75	97.18	98.15	98.37	97.89
其中：（1）药品制剂（亿元）	7.95	13.59	19.30	10.10	8.48
在核心业务收入中所占比重（%）	81.46	85.89	84.55	84.29	82.21
（2）原料药（亿元）	0.75	0.77	1.29	0.61	0.60
在核心业务收入中所占比重（%）	7.65	4.86	5.65	5.11	5.79
（3）药用辅料（亿元）	0.67	1.11	1.64	0.93	0.74
在核心业务收入中所占比重（%）	6.85	7.02	7.16	7.77	7.16
（4）植物提取物及其他（亿元）	0.40	0.35	0.60	0.34	0.28
在核心业务收入中所占比重（%）	4.05	2.23	2.64	2.83	2.72
毛利率（%）	74.85	78.50	77.78	77.74	78.05
其中：药品制剂（%）	84.74	85.99	86.25	85.98	86.65
原料药（%）	50.56	47.28	44.76	56.67	44.65
药用辅料（%）	26.93	25.41	25.76	29.36	26.48
植物提取物及其他（%）	7.62	15.64	36.79	33.20	43.04

资料来源：九典制药

该公司营业收入主要产生自药品制剂业务，2020-2022 年及 2023 年上半年度该业务实现销售收入分别为 7.95 亿元、13.59 亿元、19.30 亿元和 10.10 亿元，在核心业务收入中占比保持在 80%以上。公司产品集中度高，洛索洛芬钠凝胶贴膏是公司当前业绩增长的主要驱动力，近年来销售量持续扩大使得销售收入逐年较快增长，2020-2022 年及 2023 年上半年度，洛索洛芬钠凝胶贴膏产品的销售收入分别为 4.16 亿元、8.49 亿元、13.03 亿元和 6.99 亿元，分别占同期营业收入的 42.51%、52.16%、56.03% 和 57.37%。公司其他产品收入规模相对较小且较分散，2021 年 12 月公司将奥硝唑片（0.5g）和奥硝唑片（0.25g）的药品注册证书转让，2022 年以来奥硝唑片/分散片销售收入有所下降。整体看，目前公司收入对洛索洛芬钠凝胶贴膏的依赖度持续提升，关注公司经营情况对单一品种依赖的风险。

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）	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上半年度	2022 年上半年度
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。	4.16	8.49	13.03	6.99	5.76
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。	0.89	1.29	1.67	0.79	0.79
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。	0.82	0.95	0.65	0.05	0.32
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。	0.40	0.44	0.51	0.22	0.20
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	0.24	0.19	0.94	0.09
6	肝复乐胶囊	用于治疗肝瘀脾虚、肝癌、肝硬化、肝腹水；化瘀软坚，清热解毒等	0.23	0.24	0.22	0.09	0.11
7	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。	0.07	0.25	0.41	0.21	0.16
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	0.24	0.14

资料来源：九典制药

该公司生产的原料药、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 2023 年 6 月末，公司原料药、辅料和植物提取物的自给比例为 22.73%。公司原料药主要产品为奥硝唑、塞克硝唑、盐酸左西替利嗪等，此外，截至 2023 年 6 月末，公司已开发药用辅料 81 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。

2020-2022 年及 2023 年上半年度，该公司原料药业务实现销售收入分别为 0.75 亿元、0.77 亿元、1.29 亿元和 0.61 亿元；同期毛利率分别为 50.56%、47.28%、44.76%和 56.67%，近年来毛利率有所波动主要系原料药产品竞争加剧，公司对产品结构不断调整所致。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司药用辅料分别实现销售收入 0.67 亿元、1.11 亿元、1.64 亿元和 0.93 亿元，同期毛利率分别为 26.93%、25.41%、25.76%和 29.36%。公司原料药和药用辅料业务规模均不大且产品种类较多，现阶段盈利微薄。

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，2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司前五大采购供应商合计采购金额分别为 0.65 亿元、0.64 亿元、0.88 亿元和 0.48 亿元，占当年采购总额比例分别为 36.41%、21.08%、20.66%和 20.60%。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，2022 年占比分别为 57.39%和 42.61%。

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，其中片剂、贴膏剂、胶囊剂的产能利用率较高，原料药产品由于竞争加剧，成熟原料药销售规模下降且新品种原料药尚未形成规模效应，目前产能利用率处于 60-70%。

图表 7. 近年来公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上半年度	2022 年上半年度	
药品制剂	片剂	产能（亿片）	8.70	8.92	9.70	7.93	4.85
		产量（亿片）	5.54	8.03	11.61	7.10	4.64
		产能利用率（%）	63.72	89.98	119.64	89.54	95.65
	贴膏剂	产能（亿贴）	0.22	0.51	0.75	0.53	0.38
		产量（亿贴）	0.21	0.41	0.67	0.39	0.29
		产能利用率（%）	95.41	80.28	89.48	73.88	76.55
	胶囊剂	产能（亿粒）	2.61	2.83	2.83	1.41	1.41
		产量（亿粒）	2.47	2.48	2.54	1.52	1.10
		产能利用率（%）	94.59	87.73	89.75	107.45	77.84
	口服液、口服溶液剂	产能（亿支）	0.25	0.32	0.37	0.19	0.19
		产量（亿支）	0.13	0.20	0.16	0.10	0.07
		产能利用率（%）	50.60	62.00	44.27	55.79	39.52
煎膏剂（膏滋）、糖浆剂	产能（万瓶）	347.50	375.00	375.00	375.00	187.50	
	产量（万瓶）	67.15	82.46	79.64	17.22	47.40	
	产能利用率（%）	19.32	21.99	21.24	4.59	25.28	
原料	原料药	产能（万吨）	0.10	0.10	0.12	0.07	0.06
		产量（万吨）	0.07	0.06	0.08	0.05	0.04
		产能利用率（%）	68.73	61.75	64.53	71.40	58.66
	药用辅料	产能（万吨）	1.00	1.00	1.20	0.65	0.60
		产量（万吨）	0.66	0.98	1.18	0.63	0.56
		产能利用率（%）	65.54	98.19	98.63	97.05	94.04

资料来源：九典制药

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，其中国药控股股份有限公司、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销售占比合计为 40.96%。在“两票制”政策影响下，公司逐步提高采用“合作经销”模式<sup>3</sup>的比重。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司前五大客户合计销售金额分别为 2.52 亿元、5.19 亿元、9.06 亿元及 4.99 亿元，占当年销售总额的比例分别为 25.71%、31.91%、38.96%和 40.94%。公司销售回款账期主要为 1-3 个月，地区间略有差异；销售货款采用现金和票据结算，2022 年占比分别为 92.39%和 7.61%。

截至 2022 年末，该公司产品中标国家级药品集采 1 次、省级药品集采批 9 次，进入集采的产品主要为依巴斯汀片、铝碳酸镁咀嚼片、西尼地平胶囊等，公司主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏中标集采的规模很小，目前国家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 8. 近年来公司主要产品销售情况

产品		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上半年度	2022 年上半年度	
药品制剂	片剂	销量（亿片）	5.01	7.96	11.60	6.74	4.67
		产销率（%）	90.41	99.14	99.98	94.97	100.58
	贴膏剂	销量（亿贴）	0.21	0.41	0.65	0.38	0.26

<sup>3</sup> 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。

产品		2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	2022年上半年度	
	胶囊剂	产销率(%)	101.92	100.32	97.18	98.20	91.47
		销量(亿粒)	2.28	2.61	2.57	1.35	1.01
	口服液、口服溶液剂	产销率(%)	92.52	105.12	101.30	88.98	92.19
		销量(亿支)	0.13	0.19	0.17	0.11	0.08
	煎膏剂(膏滋)、糖浆剂	产销率(%)	106.11	93.68	105.32	102.99	105.31
		销量(万瓶)	88.31	84.49	74.84	19.62	37.95
原料药	原料药	产销率(%)	131.52	102.46	93.97	113.99	80.08
		销量(万吨)	0.05	0.07	0.08	0.04	0.03
	药用辅料	产销率(%)	77.50	114.33	98.28	86.31	92.87
		销量(万吨)	0.64	0.94	1.18	0.63	0.52
		产销率(%)	97.98	95.55	99.36	100.11	91.78

资料来源：九典制药

研发方面，该公司重视产品研发及技术储备工作，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入研究，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2023年6月末，公司已取得116个药品注册证书，完成了78个原料药品种的备案登记，81个药用辅料批文的备案登记。其中2020-2022年公司分别有4个、5个和4个制剂药品获得药品批准文号，除厄贝沙坦氢氯噻嗪片已转让、以及盐酸普拉克索缓释片(0.375mg和0.75mg)未投入生产外，其他药品均已生产并上市。此外，截至2023年6月末，公司已完成4个药品注册证书转让，合计转让合同金额为0.79亿元。

图表9. 近年来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
2020年	枸橼酸氢钾钠颗粒	2.5g; 2.4275g	颗粒剂	国药准字 H20203503	2025年9月29日	国家医保
	洛索洛芬钠片	60mg (以C <sub>15</sub> H <sub>17</sub> NaO <sub>3</sub> 计)	片剂	国药准字 H20203538	2025年10月26日	国家医保
	厄贝沙坦片	0.15g	片剂	国药准字 H20203592	2025年11月23日	国家医保
	铝碳酸镁咀嚼片	0.5g	片剂	国药准字 H20203745	2025年12月28日	国家医保
2021年	盐酸咪达普利片	5mg	片剂	国药准字 H20213283	2026年4月12日	国家医保
	利伐沙班片	10mg	片剂	国药准字 H20213386	2026年5月18日	国家医保
	依巴斯汀片	10mg	片剂	国药准字 H20213555	2026年6月28日	国家医保
	瑞舒伐他汀钙片	10mg	片剂	国药准字 H20213588	2026年7月19日	国家医保
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	每片含厄贝沙坦150mg, 氢氯噻嗪12.5mg	片剂	国药准字 H20213738	2026年9月23日	国家医保
2022年	盐酸普拉克索缓释片	0.375mg (C <sub>10</sub> H <sub>17</sub> N <sub>3</sub> S • 2HCL • H <sub>2</sub> O 计)	片剂	国药准字 H20223638	2027年8月9日	国家医保
	盐酸普拉克索缓释片	0.75mg (C <sub>10</sub> H <sub>17</sub> N <sub>3</sub> S • 2HCL • H <sub>2</sub> O 计)	片剂	国药准字 H20223639	2027年8月29日	国家医保
	乙酰半胱氨酸颗粒	0.1g	颗粒剂	国药准字 H20223727	2027年10月10日	国家医保
	非洛地平片	5mg	片剂	国药准字 H20223961	2027年12月29日	国家医保

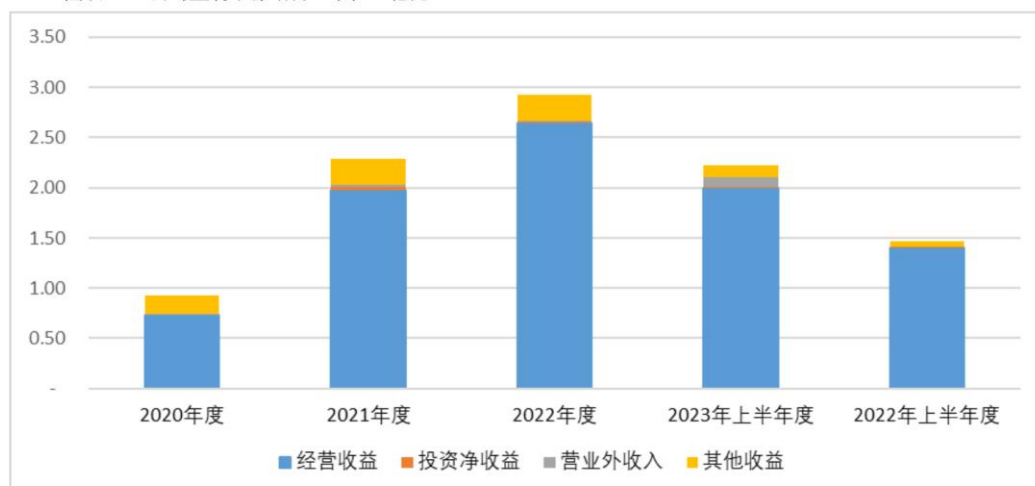
资料来源：九典制药

该公司每年保持一定仿制药研发量，2020-2022年公司分别有3个、3个和1个药品通过一致性评价。研发项目储备方面，截至2023年6月末，公司主要在研项目共有48个制剂品种，分别处于临床前研究、临床研究以及申报生产等各个阶段。目前，公司制剂产品PDX-02、PDX-03和椒七麝凝胶贴膏已进入临床试验阶段；酮洛芬凝胶、铝镁加咀嚼片等18个制剂产品已申报生产，铝镁加、盐酸阿考

替胺等 22 个化学原料药产品已申报备案登记，肉豆蔻酸异丙酯等 8 个辅料产品已申报备案登记。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司研发投入分别为 0.82 亿元、1.46 亿元、2.10 亿元和 0.95 亿元，分别占当期营业收入的 8.35%、8.99%、9.02%和 7.80%。总体看，在研产品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。

## (2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据九典制药所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来，该公司盈利主要来源于主业经营，2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司实现经营收益分别为 0.73 亿元、1.98 亿元、2.64 亿元和 1.99 亿元，同比分别增长 49.63%、170.00%、33.52%和 42.42%。

近年来，随着该公司主业经营规模的扩大，营业毛利实现增长，2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司分别实现营业毛利 7.32 亿元、12.78 亿元、18.09 亿元和 9.47 亿元。公司营业毛利主要来自药品制剂业务，同期该板块营业毛利占比分别为 91.99%、91.43%、92.02%和 91.71%；原料药和药用辅料的毛利增速低于药品制剂，且在毛利总额中占比较小。

期间费用方面，该公司销售费用支出规模大，2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司期间费用分别为 6.34 亿元、10.38 亿元、15.00 亿元和 7.28 亿元，期间费用率分别为 64.82%、63.76%、64.48%和 59.80%，整体处于较高水平。具体看，同期公司销售费用分别为 5.09 亿元、8.32 亿元、12.20 亿元和 5.93 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，同期销售费用率分别为 52.06%、51.12%、52.43%和 48.72%，在行业中处于较高水平；研发费用分别为 0.82 亿元、1.46 亿元、2.01 亿元和 0.91 亿元，近年来持续增长主要系公司委托外部研究开发新产品费用及和产品一致性评价投入增加所致，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 0.38 亿元、0.46 亿元、0.65 亿元和 0.44 亿元，主要是职工薪酬、办公费、折旧费及无形资产摊销等费用；财务费用分别仅为 487.83 万元、1,329.35 万元、1,383.43 万元和 1.66 万元，规模较小。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上半年度	2022 年上半年度
营业收入合计（亿元）	9.78	16.28	23.26	12.18	10.31
毛利（亿元）	7.32	12.78	18.09	9.47	8.05
其中：药品制剂	6.74	11.68	16.65	8.68	7.34



公司营业利润结构	2020年	2021年	2022年	2023年 上半年度	2022年 上半年度
原料药	0.38	0.36	0.58	0.35	0.27
药用辅料	0.18	0.28	0.42	0.27	0.20
植物提取物及其他	0.03	0.06	0.22	0.11	0.12
期间费用率(%)	64.82	63.76	64.48	59.80	62.54
其中：销售费用率(%)	52.06	51.12	52.43	48.72	51.18
财务费用率(%)	0.50	0.82	0.59	0.001	0.74
<b>全年利息支出总额(万元)</b>	<b>524.91</b>	<b>1,600.98</b>	<b>2,118.95</b>	—	—
<b>其中：资本化利息数额(万元)</b>	—	—	<b>276.67</b>	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

该公司非经常性损益主要为政府补助，2020-2022年及2023年上半年度，公司实现营业外收入分别为78.91万元、254.33万元、101.29万元和979.19万元，随着稳岗津贴和以工代训等政府补助变化而有所波动。同期，公司实现其他收益分别为1,844.00万元、2,511.63万元、2,530.71万元和1,234.14万元，主要是与日常活动相关的政府补助。公司投资净收益为购买的理财产品收益，2021-2022年及2023年上半年度分别为285.02万元、184.31万元和109.83万元。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020年	2021年	2022年	2023年 上半年度	2022年上 半年度
投资净收益(万元)	—	285.02	184.31	109.83	100.23
其中：理财产品(万元)	—	285.02	184.31	109.83	100.23
营业外收入(万元)	78.91	254.33	101.29	979.19	50.70
其中：与企业日常活动无关的政府补助(万元)	35.63	221.51	70.50	3.60	48.72
其他收益(万元)	1,844.00	2,511.63	2,530.71	1,234.14	529.06

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

近年来，随着主业经营业绩的提升，该公司营业利润和净利润呈增长态势。2020-2022年及2023年上半年度，公司实现营业利润分别为0.92亿元、2.26亿元、2.91亿元和2.13亿元；实现净利润分别为0.82亿元、2.04亿元、2.70亿元和1.98亿元。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司发展战略及经营目标为：以“九转中西、典诺健康”为核心理念，抓住医药行业发展机遇，充分利用在外用贴膏剂产品上已取得的研发和销售成果，发挥在原辅料及系列制剂产品领域的资源优势，全面提升核心竞争力，实现可持续发展，力争在三年内成为国内局部经皮给药的龙头企业，并逐步成长为中国医药行业领跑者之一。

截至2023年6月末，公司在建项目主要是新药研发项目、外用制剂车间扩产建设项目以及高端制剂研发产业园口服固体制剂项目。其中，新药研发项目的生产产品为公司改良型新药，主要包括PDX-02、PDX-03和PDX-04等，项目建设周期为2021年4月至2026年4月，预计总投资1.31亿元，资金来源为九典转债<sup>4</sup>募集资金和自有资金，截至2023年6月末已投资0.11亿元，研发的PDX-02和PDX-03进入临床试验阶段。

外用制剂车间扩产建设项目原计划总投资1.06亿元，拟使用九典转债募集资金0.81亿元，根据《湖南九典制药股份有限公司关于调整部分募集资金投资项目的公告》，公司新增了外用制剂车间扩

<sup>4</sup> 公司于2021年4月发行2.7亿元九典转债，2021年10月九典转债开始转股，期间累计转股1,438.12万股，并已于2022年11月赎回。

产建设项目的实施地点，新增地点为公司新投资建设的高端制剂研发产业园建设项目（一期）所在地，项目更名为高端制剂研发产业园建设项目（一期），建设周期由 12 个月变更为 32 个月，计划总投资变更为 1.57 亿元，新增投资额资金来源为自有资金，截至 2023 年 6 月末，已累计投资 0.83 亿元，工程进度为 99.73%，剩余需投入的资金主要用于购置设备。项目建成后用于生产洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏，根据可行性研究报告<sup>5</sup>，该项目完全达产后预计可实现年均销售收入 7.10 亿元。

高端制剂研发产业园口服固体制剂项目位于浏阳经济技术开发区健康大道，计划总投资 3.80 亿元，拟使用募集资金 3.60 亿元，截至 2023 年 6 月末该公司已投资 3.23 亿元（银行借款和自有资金），工程进度为 99.39%。项目建成后用于生产琥珀酸亚铁片、盐酸普拉克索缓释片（0.375g 和 0.75g）和枸橼酸托法替布片等产品，根据可行性研究报告<sup>6</sup>，该项目完全达产后预计可实现年均销售收入 8.17 亿元。

图表 13. 截至 2023 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	拟使用募集资金	已投资额	建设周期	资金来源
新药研发项目	1.31	--	0.11	5 年	九典转债募集资金、自有资金
高端制剂研发产业园建设项目（一期）	1.57	--	0.83	32 个月	九典转债募集资金、自有资金
高端制剂研发产业园口服固体制剂项目	3.80	3.60	3.23	18 个月	银行借款、自有资金
合计	6.68	3.60	4.17	--	--

资料来源：九典制药

## 管理

### 1. 公司治理

该公司为民营上市公司，实际控制人为朱志宏先生。近年来公司关联交易金额较小，且未发生重大的药品生产安全事件及其他重大违规、违约及诉讼事项。

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 2023 年 6 月末，朱志宏持有公司股份 11,747.40 万股，持股比例为 34.10%，截至评级报告日其所持股权不存在质押现象。

该公司关联交易包括关联租赁、购买关联方资产和关键管理人员报酬。2020-2022 年及 2023 年上半年度公司关联交易金额分别为 810.66 万元、1,649.39 万元、911.45 万元和 394.01 万元。关联租赁为公司租赁湖南汇阳信息科技有限公司（为公司副董事长段立新控股的控股公司，简称“汇阳信息”）持有的金瑞麓谷 A1 栋第 2-4 层办公楼，2020-2021 年确认租赁费用分别合计 133.36 万元和 91.41 万元，交易价格以市场定价。总体看，公司关联交易金额较小。

该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和其他有关法律法规、规范性文件的要求进行公司治理，建立公司内部控制制度，近年来不存在重大违规事项和信息披露违规事项。

该公司建立了股东大会、董事会、监事会和管理层“三会一层”法人治理结构。股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司的决策机构，向股东大会负责，依法行使公司的经营决策权。公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，均具有履行职务所必须的知识、技能和素质。董事会下设战略与发展委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会，专门委员会成员全部由董事组成，为董事会的决策提供了科学和专业的意见和参考。监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，检查公司财务以及行使其他由《公司章程》赋予的权利。公司监事

<sup>5</sup> 数据来源于深圳大象投资顾问有限公司于 2022 年 1 月出具的《湖南九典制药股份有限公司九典制药高端制剂研发产业园建设项目（一期）可行性研究报告》。

<sup>6</sup> 数据来源于深圳大象投资顾问有限公司于 2022 年 5 月出具的《湖南九典制药股份有限公司高端制剂研发产业园口服固体制剂项目可行性研究报告》。

会由 3 名监事组成，其中职工监事 1 名。管理层对董事会负责，负责实施股东大会、董事会决议事项，主持公司的日常生产经营管理工作。

2021 年 1 月，该公司董事会换届选举，其中独立董事樊行健、汤胜河和李树民届满离任，聘任阳秋林、周从山和向静为独立董事；同期副总经理范朋云、副总经理兼董事会秘书李敏届满离任，聘任曾蕾任副总经理兼董事会秘书。除此之外，近三年公司高管人员未发生变动。

## 2. 运营管理

该公司明确了高级管理人员的职责，建立与经营模式相适合的组织机构，划分了各职能部门的权责。总经理全面主持公司日常生产经营和管理工作，督导各智能部门的工作，评估各部门工作成效。同时，公司在采购、生产和销售方面均制定了一系列的管理制度。近年来，公司本部及子公司湖南普道医药技术有限公司（简称“普道医药”）和湖南九典宏阳制药有限公司（简称“九典宏阳”）因消防安全产生行政处罚，但涉及金额很小。除上述处罚外，公司本部及重要子公司不存在重大的药品安全生产事件及环保处罚事项。

对外担保方面，该公司在《公司章程》、《对外担保管理办法》中规定了对外担保的审批权限。截至 2023 年 6 月末，公司不存在对外部企业的担保事项。

## 3. 严重不良行为记录

根据该公司 2020-2022 年审计报告、公开披露信息以及提供的 2023 年 8 月 2 日《企业信息报告》所载，近三年公司不存在未结清违约记录及重大诉讼。

# 财务

近年来该公司资产负债率处于较低水平。目前公司刚性债务主要为项目建设产生的项目贷款，以中长期为主，公司近年来应收账款规模持续较快扩大，但是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，有望对即期债务偿付提供一定保障。

## 1. 数据与调整

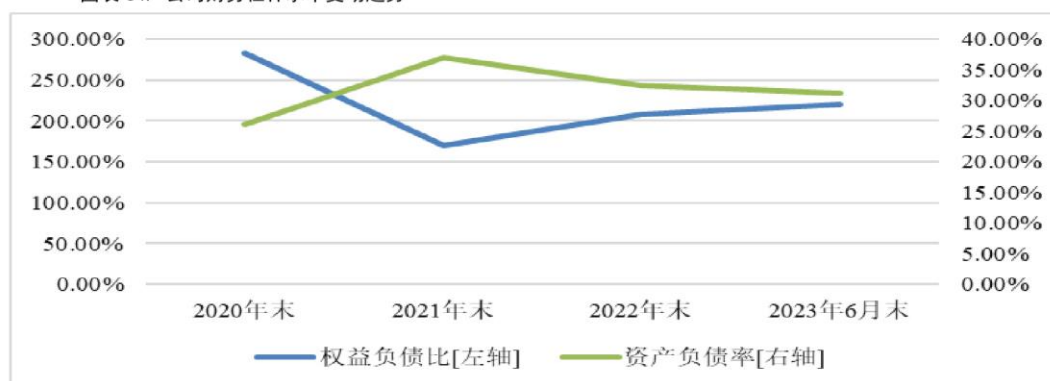
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年至 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2023 年上半年度财务报表未经审计。

2020 年该公司子公司数量未发生变化，截至 2020 年末公司合并报表范围内子公司共 3 家，分别为普道医药、九典宏阳和湖南典誉康医药有限公司。2021 年公司新增 1 家全资子公司汇阳信息。2022 年公司新设立 1 家子公司湖南九典大药房有限责任公司。2023 年 1-6 月公司子公司数量未发生变化，截至 2023 年 6 月末，公司合并报表范围内子公司共 5 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



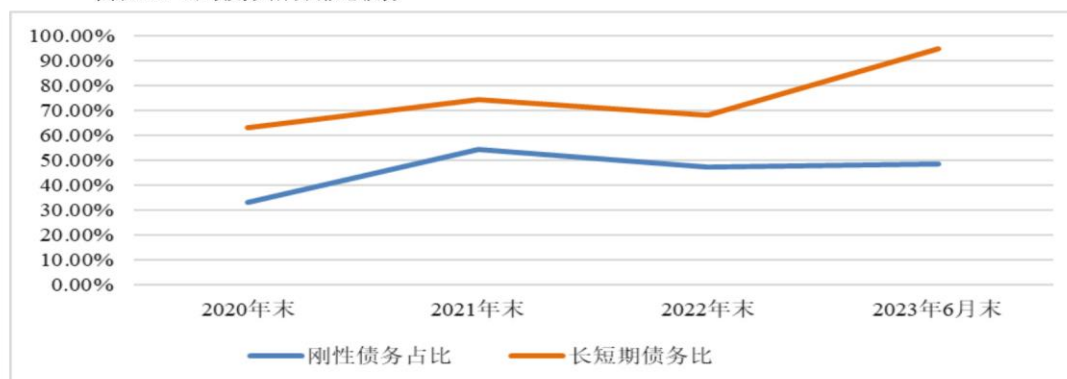
资料来源：根据九典制药所提供数据绘制。

近年来主要受益于自身经营积累，该公司所有者权益持续增长，2020-2022 年末及 2023 年 6 月末分别为 8.36 亿元、10.99 亿元、15.53 亿元和 17.00 亿元。其中，同期末实收资本分别为 2.35 亿元、2.35 亿元、3.43 亿元和 3.44 亿元，资本公积分别为 2.79 亿元、2.79 亿元、4.85 亿元和 5.13 亿元，其中 2022 年因九典转债转股 1,437.39 万股使得实收资本和资本公积较上年末有所增长。同期末，公司未分配利润分别为 2.79 亿元、4.51 亿元、6.33 亿元和 7.50 亿元，随着公司经营积累而逐年增加。

近年来，该公司持续推进建设生产项目建设，加之业务规模扩大，推动债务规模呈增长趋势。2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，公司负债总额分别为 2.95 亿元、6.46 亿元、7.47 亿元和 7.73 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 26.09%、37.01%、32.49%和 31.24%，财务杠杆保持在较低水平。

### (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务<sup>7</sup>



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	<b>0.98</b>	<b>33.19</b>	<b>3.51</b>	<b>54.36</b>	<b>3.54</b>	<b>47.32</b>	<b>3.74</b>	<b>48.41</b>
应付账款	0.51	17.14	0.86	13.37	1.06	14.25	1.24	16.06
预收账款/合同 负债	0.42	14.29	0.57	8.89	0.72	9.67	0.43	5.58
其他应付款	0.13	4.29	0.33	5.13	0.63	8.41	0.52	6.68

资料来源：根据九典制药所提供数据绘制。

<sup>7</sup> 为保证数据可比性，将 2020-2022 年及 2023 年 6 月末合同负债余额于预收账款科目列示。

该公司负债主要为刚性债务，2020-2022 年末及 2023 年 6 月末占比分别为 33.19%、54.36%、47.32% 和 48.41%，其他主要是应付账款、合同负债和其他应付款等。公司应付账款主要为应付货款、工程款和设备款，同期末应付账款分别为 0.51 亿元、0.86 亿元、1.06 亿元和 1.24 亿元，随着公司销售规模扩大而逐年增加；同期末公司预收账款/合同负债分别为 0.42 亿元、0.57 亿元、0.72 亿元和 0.43 亿元，其中技术开发与转让分别为 0.29 亿元、0.33 亿元、0.37 亿元和 0.20 亿元，主要是公司转让药品技术及与之相关的全部知识产权和其他权利；同期末，公司其他应付款分别为 0.13 亿元、0.33 亿元、0.63 亿元和 0.52 亿元，主要为代理商保证金和供应商质保金等。

图表 16. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 6 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>0.27</b>	<b>1.27</b>	<b>1.22</b>	<b>0.99</b>
其中：短期借款	0.10	0.54	0.72	0.73
应付票据	0.09	0.23	0.37	0.17
一年内到期的长期借款	0.08	0.50	0.13	0.09
其他短期刚性债务	0.00	0.01	--	--
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>0.71</b>	<b>2.24</b>	<b>2.31</b>	<b>2.75</b>
其中：长期借款	0.71	0.21	2.31	2.75
应付债券	--	2.03	--	--

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，该公司刚性债务分别为 0.98 亿元、3.51 亿元、3.54 亿元和 3.74 亿元。公司刚性债务主要集中于中长期，同期末中长期刚性债务占比分别为 72.11%、63.88%、65.48% 和 73.60%。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成。其中 2020-2022 年末及 2023 年 6 月末长期借款分别为 0.71 亿元、0.21 亿元、2.31 亿元和 2.75 亿元，主要为不动产抵押借款（项目建设使用），借款利率区间为 4.40%-5.15%，借款期限集中在五年。2021 年应付债券为公司发行的本金为 2.70 亿元的“九典转债”，已于 2022 年 11 月提前赎回。

从借款方式和融资成本来看，截至 2023 年 6 月末，该公司银行借款合计 3.57 亿元，其中抵押借款和保证借款占比分别为 78.63%和 17.87%，抵押物是公司的房产和土地，公司银行借款融资成本处于 3.70-5.15%的区间内，主要集中于 4-5%的利率水平。

图表 17. 公司 2023 年 6 月末刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	1 年以内 (含 1 年)	1~2 年 (含 2 年)	2~3 年 (含 3 年)	3~5 年 (含 5 年)	5 年及以上	合计
合并口径	0.99	0.22	0.72	1.82	--	3.74
母公司口径	0.21	0.17	0.71	1.82	--	2.90

资料来源：九典制药。

### 3. 现金流量

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上 半年度	2022 年上 半年度
营业周期（天）	269.81	238.05	216.27	--	--
营业收入现金率（%）	112.35	107.97	104.14	109.64	101.85
业务现金收支净额（亿元）	8.58	14.49	19.30	10.43	8.32
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.08	-12.58	-16.61	-8.45	-7.93
<b>经营环节产生的现金流量净额（亿元）</b>	<b>1.50</b>	<b>1.91</b>	<b>2.69</b>	<b>1.97</b>	<b>0.39</b>

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	2022年上半年度
EBITDA (亿元)	1.45	2.97	3.69	--	--
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.20	1.32	1.05	--	--
EBITDA/全部利息支出 (倍)	27.66	18.54	17.43	--	--

资料来源：根据九典制药所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020-2022年，该公司营业周期分别为269.81天、238.05天和216.27天。同期，公司应收账款周转次数分别为6.63次、7.88次和6.58次，在行业内处于正常水平。2020-2022年及2023年上半年度，公司营业收入现金率分别为112.35%、107.97%、104.14%和109.64%，处于行业正常水平。同期公司实现经营性现金流净额分别为1.50亿元、1.91亿元、2.69亿元和1.97亿元，近年来呈增长趋势主要系销售产品收到的现金持续增加所致。

2020-2022年，该公司EBITDA分别为1.45亿元、2.97亿元和3.69亿元，主要来源于同期的利润总额及固定资产折旧费用。同期公司EBITDA对利息支出的保障程度分别为27.66倍、18.54倍和17.43倍。同期公司EBITDA对刚性债务的覆盖程度分别为1.20倍、1.32倍和1.05倍，总体对公司利息支出与刚性债务的保障程度较好。

图表 19. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	2022年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	--	-1.04	-0.18	0.01	0.91
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.78	-1.26	-4.13	-2.04	-1.04
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-0.78</b>	<b>-2.30</b>	<b>-4.31</b>	<b>-2.03</b>	<b>-0.13</b>

资料来源：根据九典制药所提供数据整理。

2020-2022年及2023年上半年度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-0.78亿元、-2.30亿元、-4.31亿元和-2.03亿元，呈持续净流出状态。其中随着项目持续建设，同期购建固定资产、无形资产和其他长期资产净流出额分别为0.78亿元、2.30亿元、4.13亿元和2.04亿元。此外，2021-2022年，公司投资支付的现金和收回投资收到的现金主要是理财产品的投资及赎回，同期回收投资与投资支付净流入额分别为-1.04亿元和-0.18亿元，也对投资性现金流净额造成较大影响。

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	2022年上半年度
权益类净融资额	-0.14	2.53	2.53	-0.66	-0.61
债务类净融资额	-0.52	0.31	-1.32	0.33	-0.06
其中：现金利息支出	0.05	0.05	0.08	0.08	0.04
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-0.66</b>	<b>2.84</b>	<b>1.21</b>	<b>-0.33</b>	<b>-0.67</b>

资料来源：根据九典制药所提供数据整理。

2020-2022年及2023年上半年度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.66亿元、2.84亿元、1.21亿元和-0.33亿元，其中2021年和2022年波动较大主要系与发行和赎回九典转债有关。近年来，公司在长期资产方面持续投入，除募集资金外尚有部分需要自筹，经营活动产生的现金流入未能满足项目建设和研发投入的需求，公司主要通过银行借款、发行债券融资实现补充。

## 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	5.04	10.20	12.06	12.14
	44.54%	58.46%	52.46%	49.10%
其中：现金类资产（亿元）	1.50	5.12	4.81	4.26
应收账款（亿元）	1.64	2.49	4.58	4.85
存货（亿元）	1.53	2.14	2.41	2.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	6.27	7.25	10.93	12.59
	55.46%	41.54%	47.54%	50.90%
其中：固定资产（亿元）	5.08	5.89	5.84	7.14
在建工程（亿元）	0.25	0.18	3.08	2.99
无形资产（亿元）	0.51	0.77	0.92	0.89
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>2.25</b>	<b>2.44</b>	<b>5.27</b>	<b>6.58</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>19.87</b>	<b>14.00</b>	<b>22.91</b>	<b>26.62</b>

资料来源：根据九典制药所提供数据整理。

近年来，随着投资项目的不断建设和业务规模的扩大，该公司资产规模增速较快，2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，公司资产总额分别为 11.31 亿元、17.45 亿元、23.00 亿元和 24.73 亿元。

2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，该公司流动资产分别为 5.04 亿元、10.20 亿元、12.06 亿元和 12.14 亿元，主要由现金类资产、应收账款和存货构成。其中，2020-2022 年末公司现金类资产余额分别为 1.50 亿元、5.12 亿元和 4.81 亿元，其中 2022 年末包括货币资金余额 3.46 亿元（受限货币资金为 0.11 亿元）、交易性金融资产 0.90 亿元和应收银行承兑汇票 0.45 亿元。同期末公司应收账款分别为 1.64 亿元、2.49 亿元和 4.58 亿元，其中 2022 年末应收账款较上年末增长 84.12%，主要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。2022 年末账龄一年以内的应收账款占比 97.26%，公司合计计提坏账准备 0.31 亿元，公司应收账款余额前五名客户合计 0.79 亿元，占应收账款的比例为 16.25%，应收账款客户较分散，历史上曾出现过少量坏账，需关注后续应收账款回款风险。同期末，公司存货分别为 1.53 亿元、2.14 亿元和 2.41 亿元，主要为库存商品和原材料，2022 年末分别为 0.80 亿元和 0.95 亿元。

2020-2022 年末，该公司非流动资产余额分别为 6.27 亿元、7.25 亿元和 10.93 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中，同期末公司固定资产分别为 5.08 亿元、5.89 亿元和 5.84 亿元，主要为房屋、建筑物和机械设备。同期末，公司在建工程分别为 0.25 亿元、0.18 亿元和 3.08 亿元，其中 2022 年末较上年末大幅增加 2.90 亿元，主要系高端制剂研发产业园口服固体制剂项目持续建设所致。同期末，公司无形资产分别为 0.51 亿元、0.77 亿元和 0.92 亿元，主要为土地使用权、专利及专有技术、软件和商标等，近年来持续增长主要系专利及专利技术增加所致。此外，2022 年末公司开发支出为 0.09 亿元，系 PDX-02、PDX03 及椒七麝凝胶贴膏肌进入临床试验阶段，确认为资本化开发支出所致。

2023 年 6 月末，该公司资产总额为 24.73 亿元，较上年末增长 7.54%。其中货币资金较上年末下降 12.35%至 3.03 亿元；应收账款较上年末增长 5.81%至 4.85 亿元，随公司业务规模扩大而增加；存货较上年末增长 18.52%至 2.41 亿元，主要系公司增加备货，原材料较上年末增加所致；固定资产较上年末增长 22.32%至 7.14 亿元，在建工程较上年末减少 3.02%至 2.99 亿元，主要系部分在建工程转固所致。其他科目虽有变动但影响较小。

从资产受限情况来看，截至 2023 年 6 月末，该公司合并口径受限资产账面价值合计 6.58 亿元，受限比例为 26.62%。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。

其中，公司以房产、土地和在建工程为抵押物，分别向长沙银行股份有限公司浏阳支行和高新支行签订了借款合同，2023年6月末合计借款金额为2.81亿元。

图表 22. 截至 2023 年 6 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	原因
货币资金	0.07	票据保证金
固定资产	3.20	银行借款抵押
无形资产	0.36	银行借款抵押
在建工程	2.95	银行借款抵押
合计	6.58	—

资料来源：九典制药

## 5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年上半 年度末
流动比率 (%)	278.30	275.47	271.52	306.08
速动比率 (%)	190.36	215.79	212.78	231.31
现金比率 (%)	82.70	138.32	108.36	107.43

资料来源：根据九典制药所提供数据整理。

2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，该公司流动比率分别为 278.30%、275.47%、271.52%和 306.08%，其中 2023 年 6 月末较上年末增加 34.56 个百分点，主要系应收账款和存货增加，带动流动资产增加所致；现金比率分别为 82.70%、138.32%、108.36%和 107.43%，处于行业较高水平。

## 6. 表外事项

截至 2023 年 6 月末，该公司无对外担保及其他表外事项发生。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司资产和业务经营主要集中在本部，本部对子公司控制力度强。2020-2022 年，公司本部分别实现营业收入 8.40 亿元、14.21 亿元和 19.92 亿元，分别实现净利润 0.87 亿元、2.19 亿元和 2.64 亿元。同期公司实现经营性现金流净额分别为 1.28 亿元、1.52 亿元和 1.92 亿元。

截至 2022 年末，该公司本部资产总额为 20.95 亿元，其中流动资产 11.35 亿元，以货币资金、应收账款和存货为主，期末分别为 2.93 亿元、4.56 亿元和 1.38 亿元。非流动资产以长期股权投资和固定资产为主，其中长期股权投资主要系对 5 家全资子公司的投资，期末余额为 2.96 亿元；固定资产 2.41 亿元，主要是房屋、建筑物和机械设备。

截至 2022 年末，该公司本部负债总额为 4.98 亿元，其中刚性债务 2.90 亿元，主要为银行借款；应付账款为 0.67 亿元，主要是应付货款；其他应付款为 0.58 亿元，主要是供应商质保金、代理商保证金。



## 外部支持

### 金融机构支持

截至 2023 年 6 月末，该公司合并口径获得银行授信 10.10 亿元，主要授信行为长沙银行浏阳经开区支行、兴业银行长沙分行和华融湘江银行万家丽路支行等，其中尚未使用授信规模 6.57 亿元。

## 债项信用分析

### 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. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

### 3. 其他偿付保障措施

#### （1）核心业务盈利保障

近年来，该公司业务规模持续扩张，营业收入和利润实现较快增长。2020-2022 年，公司营业收入分别为 9.78 亿元、16.28 亿元和 23.26 亿元，净利润分别为 0.82 亿元、2.04 亿元和 2.70 亿元，公司利息保障倍数分别为 18.31 倍、15.13 倍和 14.57 倍。公司盈利可为到期债务的偿付提供基本保障。

#### （2）偿债资金来源保障分析

近年来该公司经营性现金流呈持续净流入状态，并拥有一定货币资金存量。此外，公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2023 年 6 月末，公司合并口径获得银行授信额度合计人民币 10.10 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币为 6.57 亿元。此外，公司货币资金存量较为充裕，经营性现金流呈持续净流入状态，可为债券的按期偿付提供一定支撑。

## 评级结论

该公司为民营上市公司，实际控制人为朱志宏先生。近年来公司关联交易金额较小，且未发生重大药品生产安全事件及其他重大违规、违约及诉讼事项。

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，在外用制剂凝胶贴膏细分领域具备较好的临床价值。近年来公司不断加大该产品市场开拓力度，经营规模不断扩大，此外，公司具备原料药和药

用辅料自产能力。但是公司产品集中度高，对单一品种洛索洛芬钠凝胶贴膏存在依赖风险。公司重视研发并储备新产品，长远看有望对现有产品线进行一定补充。

近年来该公司资产负债率处于较低水平。目前公司刚性债务主要为项目建设产生的项目贷款，以中长期为主，公司近年来应收账款规模持续较快扩大，但是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，有望对即期债务偿付提供一定保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范,在本次债券存续期(本次债券发行日至到期兑付日止)内,本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次,跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具,且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时,本评级机构将启动不定期跟踪评级程序,发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

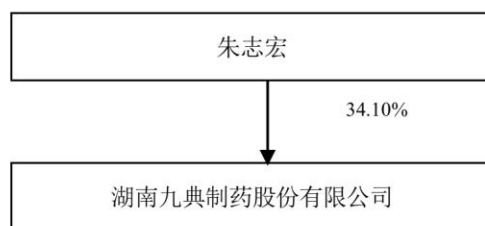
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内,本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人,并同时发送至交易所网站公告,且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料,本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范,采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

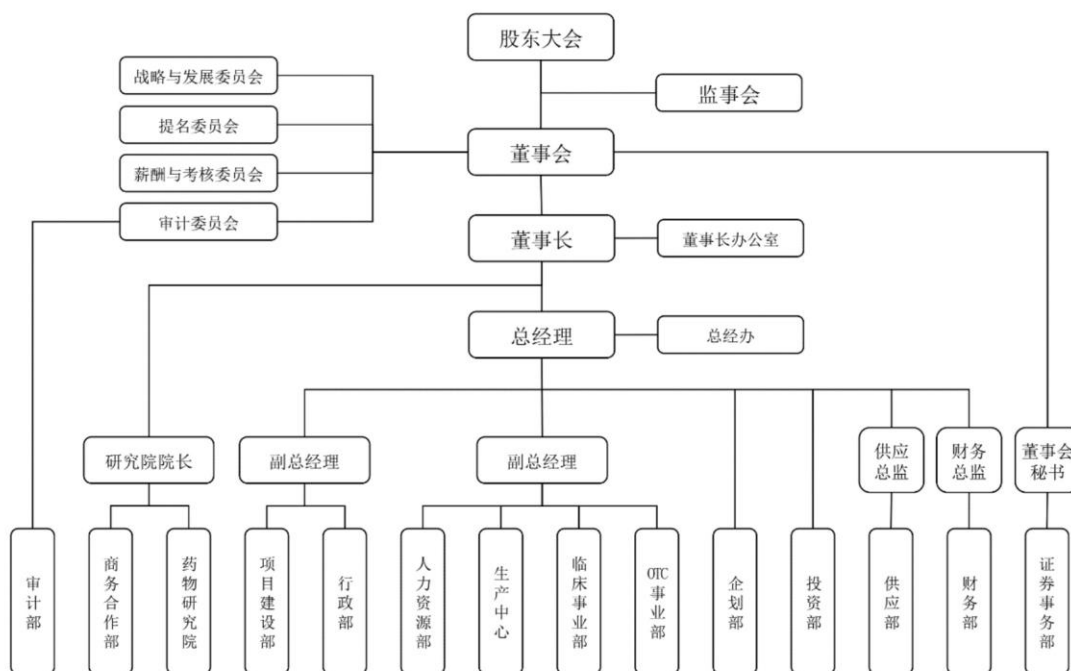
### 公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2023 年 6 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2023 年 6 月末）。

附录三：

### 相关实体主要数据概览

基本情况					2022年(末)主要财务数据(亿元)					
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(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流量(亿元)	备注
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	2.40	15.97	19.92	2.64	1.92	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	0.13	0.12	0.47	0.05	0.03	
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	1.00	2.86	4.15	0.37	0.71	
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	0.00	0.01	0.34	-0.01	0.05	
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	0.00	0.02	0.06	-0.02	0.07	

注：根据九典制药2022年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 上半年度
资产总额 [亿元]	11.31	17.45	23.00	24.73
货币资金 [亿元]	1.35	3.98	3.46	3.03
刚性债务[亿元]	0.98	3.51	3.54	3.74
所有者权益 [亿元]	8.36	10.99	15.53	17.00
营业收入[亿元]	9.78	16.28	23.26	12.18
净利润 [亿元]	0.82	2.04	2.70	1.98
EBITDA[亿元]	1.45	2.97	3.69	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.50	1.91	2.69	1.97
投资性现金净流入量[亿元]	-0.78	-2.30	-4.31	-2.03
资产负债率[%]	26.09	37.01	32.49	31.24
权益资本与刚性债务比率[%]	853.53	313.12	439.21	454.69
流动比率[%]	278.30	275.47	271.52	306.08
现金比率[%]	82.70	138.32	108.36	107.43
利息保障倍数[倍]	18.31	15.13	14.57	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	269.81	238.05	216.27	—
毛利率[%]	74.85	78.50	77.78	77.74
营业利润率[%]	9.38	13.87	12.52	17.47
总资产报酬率[%]	8.72	16.84	15.26	—
净资产收益率[%]	10.30	21.11	20.34	—
净资产收益率*[%]	10.30	21.11	20.34	—
营业收入现金率[%]	112.35	107.97	104.14	109.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	78.63	69.24	66.03	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	23.69	-8.22	-23.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	27.66	18.54	17.43	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.20	1.32	1.05	—

注：表中数据依据九典制药经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年上半年度财务数据整理、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]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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

注3. 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

附录五：

### 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、CCC 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、CCC 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。

附录六：

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） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年9月6日	A+/稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	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（医药制造业）FM-GS002（2022.12）	=
债项评级	本次评级	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（医药制造业）FM-GS002（2022.12）	=

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。