



内部编号: 2025060581

楚昌投资集团有限公司

及其发行的 25 楚昌 01 与 25 楚昌 03

定期跟踪评级报告

项目负责人: 黄梦姣  hmj@shxsj.com
李雨聪  liyucong@shxsj.com
项目组成员:
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.

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、出售或以其他方式外传。

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(2025) 100473】

评级对象： 楚昌投资集团有限公司及其发行的 25 楚昌 01 与 25 楚昌 03

	25 楚昌 01	25 楚昌 03
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA ⁺ /稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日	AA ⁺ /稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日
前次跟踪：	-	-
首次评级：	AA ⁺ /稳定/AAA/2025 年 3 月 27 日	-



跟踪评级观点

主要优势：

- 行业地位突出。楚昌集团药品流通业务主要经营主体九州通是我国最大的民营药品流通企业，已建立起全国性的销售网络，物流仓储系统及供应链体系完善，规模优势较显著。
- 主业经营情况良好。随着楚昌集团主营医药流通业务经营规模的扩大，跟踪期内，收入稳步增长，净利润有所提升，且经营获现情况良好。
- 湖北省担保集团信用增进。本期债券由湖北省融资担保集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步增强了本期债券偿付保障的安全性。

主要风险：

- 药品流通业务竞争加剧。医改政策的陆续出台对药品流通企业经营形成一定挑战。同时由于政策驱动的行业集中度提升，楚昌集团子公司九州通面临全国性和区域性同业企业在各省招标及渠道扩张中的激烈竞争。
- 营运资金周转压力。因药品流通行业所需商品备货规模大，下游客户结算周期长，楚昌集团存货、应收账款和预付账款整体规模较大，使得公司面临的营运资金周转压力较大。同时需关注应收账款和存货的减值风险。
- 公司本部即期偿债压力较大。楚昌集团本部资产负债率高企，且刚性债务集中于短期，加之本部货币资金较有限，核心资产集中在上市子公司九州通，目前公司及一致行动人已质押九州通的股权比例较高，后续再融资空间受到一定限制，公司本部面临较大的即期偿债压力。
- 资金占用压力及回收风险。楚昌集团其他应收款规模较大，其中包含一定关联方占款，产生一定资金占用压力，关注后续资金占用规模变化及回收风险。

跟踪评级结论

通过对楚昌集团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 AA⁺，评级展望稳定，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计楚昌集团信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司销售渠道及代理核心产品品种大规模缩减，导致收入及盈利快速下滑；
- ② 公司部分重要客户的支付能力显著恶化并给公司造成大额信用减值损失；
- ③ 公司刚性债务规模快速扩大且明显超出自身偿付能力；
- ④ 外部融资环境发生显著变化并导致公司债务滚续压力和流动性风险明显上升。

本评级机构预计楚昌集团信用质量在未来 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：

- ① 公司经营规模持续大幅上升，经营业绩和现金流状况显著提升；
- ② 公司资本实力显著增强，债务规模压降且债务偿付能力明显提升。

主要财务数据及指标				
项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金（亿元）	1.97	5.90	4.20	4.73
刚性债务（亿元）	49.83	46.58	43.42	43.83
所有者权益（亿元）	6.15	5.15	6.87	6.27
经营性现金净流入量（亿元）	-0.62	-0.92	-3.51	-0.39
合并口径数据及指标:				
总资产（亿元）	987.02	995.16	1089.64	1151.73
总负债（亿元）	717.80	715.61	766.29	817.32
刚性债务（亿元）	456.61	450.97	481.75	504.63
所有者权益（亿元）	269.21	279.55	323.35	334.41
营业收入（亿元）	1435.01	1525.97	1541.20	424.79
净利润（亿元）	20.43	19.14	23.81	9.56
经营性现金净流入量（亿元）	37.53	45.36	28.70	-34.75
EBITDA（亿元）	51.47	52.06	59.44	—
资产负债率[%]	72.72	71.91	70.33	70.96
权益资本与刚性债务比率[%]	58.96	61.99	67.12	66.27
流动比率[%]	120.89	121.03	120.70	120.82
现金比率[%]	32.04	34.69	29.35	25.97
利息保障倍数[倍]	2.66	2.57	3.05	—
净资产收益率[%]	7.77	6.98	7.90	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.84	6.84	4.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.31	4.59	2.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.22	3.12	3.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.11	0.13	—
担保人合并口径数据及指标:				
	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	—
所有者权益[亿元]	133.64	155.46	162.87	—
总资产[亿元]	183.19	195.71	215.80	—
营业总收入[亿元]	12.50	14.87	16.88	—
净利润[亿元]	7.82	8.09	8.31	—

注：根据楚昌投资经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算；担保方数据根据湖北省担保经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 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（通用）FM-GS001（2022.12）			
评级要素			结果
个体信用	业务风险		1
	财务风险		3
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
	个体信用级别		aa ⁺
外部支持	支持因素		/
主体信用级别			AA ⁺

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（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素	结果
调整因素：（0）	
无。	
支持因素：（0）	
无。	

担保方本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（融资担保）FM-JR004（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		1
	初始信用级别		aaa
	调整因素	合计调整	0
		其中：①风险分担机制	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		aaa
外部支持	支持因素		0
主体信用级别			AAA

调整因素：无

支持因素：（0）

湖北省担保是省级国有担保机构，由湖北联投间接控制，实际控制人为湖北省国资委。成立以来，湖北省担保在增资扩股以及省内业务开展方面得到股东和省政府的大力支持。

注：经本评级机构 2024 年 9 月 24 日信用评审委员会评定，湖北省担保主体信用等级为 AAA 级，评级展望稳定。

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
《工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《医药制造与流通行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32758&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照楚昌投资集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（高成长产业债）（第一期）（品种一）（简称“25 楚昌 01”，债券代码：242852.SH）和楚昌投资集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（高成长产业债）（第二期）（简称“25 楚昌 03”，债券代码：242940.SH）的信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据楚昌集团提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对楚昌集团的财务状况、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。

“25 楚昌 01”于 2025 年 4 月 22 日完成发行，发行规模为 4.00 亿元，债券期限 5（3+2）年，发行票面利率 2.80%，于 2025 年 4 月 25 日起在上海证券交易所上市。在扣除发行费用后，募集资金全部用于偿还“20 楚昌 01”。“25 楚昌 03”于 2025 年 5 月 6 日完成发行，发行规模为 4.00 亿元，债券期限 5（3+2）年，发行票面利率 2.80%，于 2025 年 5 月 9 日起在上海证券交易所上市。在扣除发行费用后，募集资金全部用于偿还均用于偿还发行人有息债务本息。

截至 2025 年 6 月 13 日，该公司已发行尚未到期债务融资工具主要集中于公司本部和子公司九州通医药集团股份有限公司（简称“九州通”，证券代码：600998.SH），主要是 2022 年至今发行的公司债券、资产支持票据和定向工具等，债务余额较大，公司面临兑付压力较大。

图表 1. 截至 2025 年 6 月 13 日公司已发行尚未到期债务融资工具概况（单位：亿元，%）

债项名称	发行金额	债券余额	期限	发行利率	发行时间	到期日期	本息兑付情况
22 楚 EB01	4.00	1.13	3 年	5.50	2022 年 9 月	2025 年 9 月	正常付息，尚未到期
22 楚 EB02	2.00	0.75	3 年	5.50	2022 年 12 月	2025 年 12 月	正常付息，尚未到期
22 楚 EB03	3.97	1.77	3 年	5.50	2022 年 12 月	2025 年 12 月	正常付息，尚未到期
25 楚昌投资 PPN001	2.00	2.00	3 年	4.50	2025 年 1 月	2028 年 1 月	尚未到还本付息日
25 楚昌投资 PPN002	3.00	3.00	1 年	3.80	2025 年 3 月	2026 年 3 月	尚未到还本付息日
25 楚昌 01	4.00	4.00	5 年	2.80	2025 年 4 月	2030 年 4 月	尚未到还本付息日
25 楚昌 03	4.00	4.00	5 年	2.80	2025 年 5 月	2030 年 5 月	尚未到还本付息日
24 九州通 ABN001 次	0.50	0.50	2 年	—	2024 年 3 月	2026 年 3 月	—
24 九州通 ABN001 优先 A	7.20	7.20	2 年	3.30	2024 年 3 月	2026 年 3 月	正常付息，尚未到期
24 九州通 ABN001 优先 B	2.30	2.30	2 年	3.50	2024 年 3 月	2026 年 3 月	正常付息，尚未到期
24 九州通 ABN002 优先 A	7.50	7.50	2 年	2.72	2024 年 7 月	2026 年 7 月	尚未到还本付息日
24 九州通 ABN002 次	0.50	0.50	2 年	—	2024 年 7 月	2026 年 7 月	—
24 九州通 ABN002 优先 B	2.00	2.00	2 年	3.20	2024 年 7 月	2026 年 7 月	尚未到还本付息日
合计	42.97	36.66	—	—	—	—	—

资料来源：楚昌集团

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 2022~2024 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 2025 年第一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，随着各项业务的持续发展，该公司合并范围不断扩大，主要为新增设立的区域子公司和兼并收购的药品流通企业。

跟踪期内，该公司下属子公司九州通为盘活医药仓储物流资产，加快资产流动性，发行了医药物流仓储设施公募 REITs 和私募 Pre-REITs，募集资金共计 28.03 亿元。九州通将仓储物流资产注入项目公司，并将项目公司股权转让至 REITs 及 Pre-REITs 基金，完成转让后九州通不再控制项目公司。九州通通过认购相关基金份额从而对 REITs 及 Pre-REITs 基金分别持股 34.00% 及 25.79%。会计账务处理方面：募集资金计入银行存款；九州通持有的基金份额计入长期股权投资，采用权益法进行核算；项目公司股权交割金额和长期股权投资账面价值的差额计入投资收益，并计提所得税费用；九州通承租 REITs 和 Pre-REITs 的底层资产，按构成销售的售后租回处理，结合原资产账面价值与公允价值的比例和租赁付款额的现值，计量售后租回所形成的使用权资产，按未来租赁要付的租金折现确认租赁负债，租赁负债与使用权资产的差额计入资产处置损益，使用权资产和租赁负债账面价值与计税基础形成暂时性差异分别确认递延所得税资产及递延所得税负债。

2. 业务

该公司主要通过下属子公司开展各类经营性业务。跟踪期内，上市子公司九州通保持了在药品流通领域的竞争优势，医药业务收入整体实现了平稳增长，但毛利率因集采、门诊统筹政策以及药品结构变化等因素影响有所波动。公司非医药业务受市场环境等影响盈利水平下降，但其在整体营收总额中占比较低，对公司整体盈利影响较有限。跟踪期内，九州通为盘活仓储物流资产，发行 REITs 并完成 Pre-REITs 的募集，募集资金总额 28.03 亿元，在此过程中转让了作为底层资产的部分仓储物流设施，形成较大规模净收益，净利润明显增长。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》

行业因素

2024 年以来，受地方财政资金紧张，医保支付压力加大等因素影响，医药流通行业回款周期拉长，但未来随着医保预付金制度的推行，预计资金周转压力有望缓解。“互联网+医疗健康”、比价平台等政策及措施持续推行，也将助推线上线下融合发展。行业特点和自身商业模式决定了医药流通行业经营环节占款规模大且债务

依赖度高。近年来行业内企业财务杠杆持续偏高，刚性债务有所增长且债务集中于短期，即期偿付压力相对较大，此外，资产聚集于存货及应收账款，下游客户主要为医疗机构等，回款周期较长但风险相对可控。预计 2025 年医药流通市场规模增速将有所放缓，市场份额将向头部企业集聚，此外，数字化将推动行业加快转型升级，行业内企业将不断向新业态发展。

详见：《医药制造与流通行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》

(2) 业务运营

该公司本部业务规模占比很小，主要通过下属子公司开展各类经营性业务，主营业务涵盖药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等。

① 经营状况

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计	1,435.01	1,525.97	1,541.20	424.79	409.60
其中：医药业务收入	1,402.82	1,499.81	1,516.94	419.82	404.00
在营业收入中所占比重（%）	97.76	98.29	98.43	98.83	98.63
其中：（1）医药批发及相关业务	1,352.32	1,444.74	1,454.90	403.52	390.07
在医药业务收入中所占比重（%）	96.40	96.33	95.91	96.12	96.55
（2）医药零售	25.37	28.15	29.66	8.34	6.76
在医药业务收入中所占比重（%）	1.81	1.88	1.96	1.99	1.67
（3）医药工业及 OEM 业务	24.01	24.76	30.07	7.26	7.17
在医药业务收入中所占比重（%）	1.71	1.65	1.98	1.73	1.77
毛利率（%）	8.05	8.22	7.84	7.46	7.20
其中：医药批发及相关业务（%）	7.28	7.54	7.32	6.92	6.76
医药零售（%）	18.49	17.16	13.57	11.95	13.90
医药工业及 OEM 业务（%）	23.20	23.83	21.73	20.08	21.73

资料来源：楚昌集团

2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现营业收入 1,541.20 亿元和 424.79 亿元，同比分别增长 1.00%和 3.71%。跟踪期内，公司国家及地方带量采购中标品种配送规模提升，带动收入增长；同期，毛利率分别为 7.84%和 7.46%，同比分别下降 0.38 个百分点和增加 0.26 个百分点，其中 2024 年毛利率同比下滑主要系上年同期受流感、外部因素等季节性疾病等特定因素影响，可威、感康，感冒灵颗粒等高毛利品种收入基数较高，而当期相关高毛利品种销售同比下滑所致，此外，医药零售业务毛利率同比下滑主要系由于门诊统筹政策实施，医保统筹基金支付比例提高，消费者更倾向购买医保统筹基金所覆盖的药品，而此类药品受集采等政策影响，毛利相对较低。2025 年第一季度，公司毛利率同比提升，主要系当期规模化采购增加从而降低采购单价，毛利率同比有所提升。

医药业务

该公司核心业务系通过子公司九州通开展的医药批发、医药零售和医药工业及 OEM 等业务。近年来，医药业务占公司营收总额的比重维持在 97%以上，占公司毛利总额的比重维持在 90%以上。

跟踪期内，医药批发及相关业务占该公司医药业务收入比例稳定在 95%以上，是公司收入的主要来源，2024 年及 2025 年第一季度收入分别实现 1,454.90 亿元和 403.52 亿元，同比分别增加 0.70%和 3.45%，毛利率分别为 7.32%和 6.92%，同比分别下降 0.22 个百分点和 0.16 个百分点。公司医药批发及相关业务分为分销业务和总代品牌推广业务两方面，2024 年及 2025 年第一季度，公司分销业务实现收入 1,251.59 亿元和 347.84 亿元，毛利

率分别为 6.60%和 5.79%。分销业务主要提供物流配送、药品信息服务等增值服务，上游客户主要是药械生产企业和代理商，下游客户主要包括市及县级公立医院、连锁及单体药店、基层和民营医疗机构及 B2B 电商平台等，2024 年，下游终端分别实现收入 413.79 亿元、247.39 亿元、163.83 亿元和 176.84 亿元，同比增长 6.78%、-5.62%、6.47%和 2.06%。跟踪期内，公司积极参与国家及地方带量采购品种配送招标，截至 2024 年末，累计获得国家带量采购 2,990 个配送权（较上年末增加 277 个），其中独家配送权 342 个，含省独家配送权 154 个（分别较上年末增加 49 个和 39 个），集采品种中标配送规模增加带动分销业务收入规模增长。

总代品牌推广业务主要聚焦于高毛利、临床需求明确或消费属性强的品种，该公司直接与上游药品生产厂家和医疗器械厂家签订代理/经销协议，获得产品在指定区域内的独家分销及推广权，通过产品购销差价、产品推广费用盈利。2024 年和 2025 年第一季度，公司总代品牌推广业务（包括药品和医疗器械）实现收入 192.67 亿元和 52.85 亿元，实现毛利率 11.21%和 13.60%。截至 2024 年末，公司已代理可威、倍平、康王等知名品牌药品品规达 960 个（全年销售收入过亿品规 32 个）。器械总代品牌推广业务重点发展大外科、心脑血管介入、IVD 全国性平台业务，已代理强生、雅培及麦默通等品牌厂家的品规共计 1,287 个（全年销量收入过亿品规 20 个）。

医药零售业务是该公司开拓药店终端市场的业务板块，从 2003 年开始利用配送能力、营销网络和品种资源，在条件成熟的省、市、自治区开办和发展零售连锁业务。2024 年及 2025 年第一季度，公司零售业务实现收入 29.66 亿元和 8.34 亿元，同比分别增加 5.36%和 23.37%，毛利率分别为 13.57%和 11.95%，同比下滑 3.59 个百分点和 1.95 个百分点，跟踪期内随业务规模扩大收入持续上升，而毛利率由于纳入医保统筹范围药品持续增加，此类药品受集采等政策影响，毛利率相对较低，因而该业务导致毛利率下滑。公司零售业务以“好药师”品牌为载体，依托公司医药供应链资源，为客户提供线上线下一体化医药服务，截至 2025 年 3 月末，公司已实现直营及加盟药店达到 29,331 家，门店遍布全国 31 个省市自治区，覆盖 293 个地级城市，共 1,621 个区县；同时，公司重点开发好药师旗下的专业药房，包括双通道药房、院边店、DTP 特效药药房¹和慢病重症药房等，承接院外市场的处方药订单和 OTC 订单。

此外，该公司开展医药工业及 OEM 业务²。2024 年及 2025 年第一季度，该业务实现收入 30.07 亿元和 7.26 亿元，同比增长 21.45%和 1.26%；毛利率分别为 21.73%和 20.08%，同比分别下降 2.10 个百分点和 1.65 个百分点。医药工业中西药板块经营主体为北京京丰制药有限公司（简称“京丰制药”）；中药板块经营主体为九信中药集团有限公司（简称“九信中药”）。京丰制药产品以糖尿病、外用药、感染呼吸、心血管、神经系统等系列产品为主，2024 年实现收入 5.92 亿元，同比增长 26.92%。九信中药主要立足于中药大健康领域产品的生产，旗下共有九信、金贵德济堂、九州天润、臻养等产品品牌，2024 年实现收入 22.86 亿元，同比增长 21.45%，主要新当期粉剂类新产品成功开发并上市带动收入上升。在医疗器械 OEM 产品方面，公司聚焦于家用医疗器械、康复、耗材、IVD 产品，截至 2024 年末注册有美体康、弗乐士品牌，取得 MAH 二类产品注册证 11 张、一类产品备案证 28 张，拥有 OEM 器械品规达 205 个，2024 年实现收入 1.30 亿元，整体规模较小。

精细化工、水产品加工、农牧和房地产投资业务

图表 3. 公司其他主要业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
精细化工业务销售收入	11.88	11.52	11.16	2.00	2.63
水产品加工业务销售收入	3.99	2.66	1.81	0.31	0.37
农牧业务销售收入	9.06	8.20	7.59	1.82	1.68
房地产投资业务销售收入	6.00	1.80	2.62	0.40	0.21
精细化工业务毛利率	15.82	23.16	17.13	26.32	10.79
水产品加工业务毛利率	11.80	9.10	1.43	6.95	8.40
农牧业务毛利率	17.36	8.33	5.58	4.74	1.19
房地产投资毛利率	32.15	21.71	14.36	20.03	27.76

¹ DTP 药房是指高值新特药直送平台，患者在医院开取处方后，药房根据处方以患者或家属指定的时间和地点送药上门，并且关心和追踪患者的用药进展，提供用药咨询等专业服务。

² OEM 系指公司通过合同订购的方式委托厂家生产产品，并直接贴上自己的品牌商标。这种委托他人生产的合作方式简称 OEM，承接加工任务的制造商被称为 OEM 厂商，其生产的产品被称为 OEM 产品。

资料来源：楚昌集团

除子公司九州通经营的医药业务外，该公司还通过兼并收购或投资设立的方式，开展精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资业务。2024 年及 2025 年第一季度，公司上述业务合计实现收入分别为 23.18 亿元和 4.53 亿元，跟踪期内收入同比略有下滑，主要系水产品加工和农牧业务产品售价的降幅较大，营业收入同比下滑，但整体业务收入在营收总额中占比仍较低，影响较为有限。

该公司精细化工业务由子公司内蒙古佳瑞米精细化工有限公司（简称“佳瑞米化工”）与大连九信精细化工有限公司（简称“大连九信”）负责运营，其中佳瑞米化工是大连九信的上游供应商³，主要从事农药及医药中间体的生产、销售，主要为跨国公司德国拜耳、美国科迪华、巴斯夫等做定制加工。2024 年及 2025 年第一季度，公司精细化工业务实现收入分别为 11.16 亿元和 2.00 亿元，同比均有所下滑；毛利率分别为 17.13%和 26.32%，同比分别下降 6.03 个百分点和上升 15.53 个百分点。2024 年毛利率同比下滑主要系国内市场处于去库存周期，而国外部分农产品生产国因战争、自然灾害等原因导致需求下降，市场供大于求导致价格下降，2025 年第一季度毛利率同比上升主要系国内去库存接近尾声，以及当期产品结构调整高毛利产品提升所致。

该公司水产品加工业务由洪湖市万农水产食品有限公司（简称“万农水产”）负责运营，2024 年及 2025 年第一季度，公司水产品加工业务实现收入 1.81 亿元和 0.31 亿元，同比分别下降 31.95%和 16.22%，毛利率分别为 1.43%和 6.95%，同比分别下降 7.67 个百分点和 1.45 个百分点。跟踪期内受市场需求低迷影响，该业务总体销量下滑导致业绩下降。

该公司农牧业务由甘肃楚昌农牧有限责任公司（简称“楚昌农牧”）负责运营，分为国内与国外两大基地。国内基地位于甘肃省，以“公司+基地+合作社+农户”模式生产、运行及管理，利用肉牛产业链优势发展循环农业；国外基地位于阿根廷，主营肉牛屠宰、牛肉加工和生产、冷藏运输、牲畜的育肥、肉类销售及国际贸易等。2024 年及 2025 年第一季度，公司农牧业务实现收入 7.59 亿元和 1.82 亿元，同比分别下降 7.44%和增长 8.33%，毛利率分别为 5.58%和 4.74%，同比分别下降 2.75 个百分点和增长 3.55 个百分点。跟踪期内，产品销售价格随市场行情波动带动业绩有所变化。

该公司房地产投资业务由子公司湖北九州通置业发展有限公司⁴（简称“九州通置业”）及其下属子公司利川香连投资发展有限公司、罗田福苓置业发展有限公司负责运营。其中，九州通置业本部的项目即麦迪森广场（原九州通大厦），已于 2014 年完工使用，大部分出租，小部分自用，2024 年获得租金收入 0.19 亿元。已开盘销售的项目为利川香连康健城和罗田健康生态居住园，销售已接近尾声。利川香连康健城位于湖北恩施利川经济开发区，项目规划为四期，总投资 14.00 亿元（不含第四期），截至 2025 年 3 月末已累计投资 13.60 亿元，该项目一、二期已建成；三期目前已基本建成，剩余待支付款项为项目尾款；四期暂无建设计划。该项目截至 2025 年 3 月末累计已销售回笼资金 13.07 亿元。罗田健康生态居住园项目总投资 1.90 亿元，已全部投资完成，截至 2025 年 3 月末已累计回笼资金 1.76 亿元。

此外，该公司持有位于武汉市东西湖区三店农场青草湖、石家坡两块土地使用权，均处于东西湖新城区核心位置，面积分别为 264.18 亩和 247.73 亩。相关部门已对上述地块规划为商住用地，公司计划待相关地块完成变性后进行处置，目前土地变性还未完成，由于目前土地出让市场行情较差，短期变现存在一定困难，等待后续合适时机出售。

该公司计划不再增加新的房地产项目开发。2024 年及 2025 年第一季度，房地产投资业务收入分别为 2.62 亿元和 0.40 亿元，同比分别增加 45.56%和 90.48%，毛利率分别为 14.36%和 20.03%，同比分别下降 7.35 个百分点和 7.73 个百分点。跟踪期内随着利川地产项目销售推进收入同比上升，但由于销售价格下滑，毛利率同比下滑。

图表 4. 截至 2025 年 3 月末公司主要持有商业物业情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	建设期间	总投资	可租面积 (万平米)	期末账面 价值	核算科目	2024 年租金收入	2025 年第一季度 租金收入
麦迪森广场	武汉	2010-2014	2.50	1.91	1.14	投资性房地产、 固定资产	0.19	0.05
合计	—	—	2.50	1.91	1.14	—	0.19	0.05

³ 佳瑞米化工是大连九信的上游供应商，按合并口径统计，两家公司的内部交易需合并抵消。

⁴ 九州通置业为该公司子公司上海弘康实业投资有限公司（简称“弘康实业”）下属公司，与上市公司九州通医药集团股份有限公司无直接股权关系。

资料来源：楚昌集团

图表 5. 截至 2025 年 3 月末公司在售房产项目情况（单位：亿元，万元/平方米，万平方米）

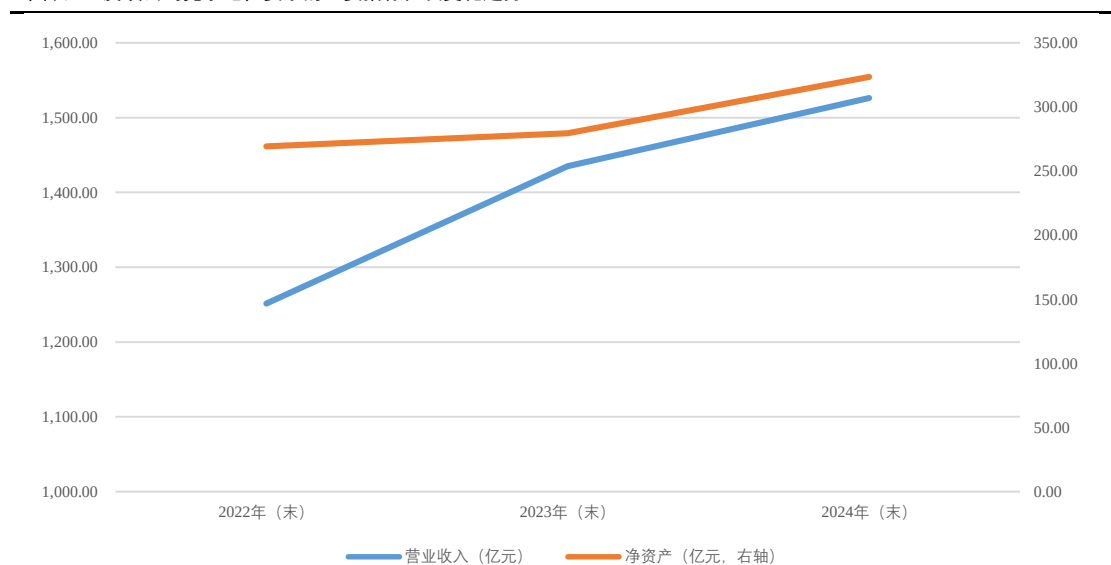
项目名称	总投资	已投资	总建筑面积	剩余可售面积	已售/预售面积	销售均价	累计合同销售金额	累计回笼资金	销售收入		回笼资金	
									2024 年	2025 年第一季度	2024 年	2025 年第一季度
利川地产项目	14.00	13.60	33.29	6.52	26.77	0.49	13.11	13.07	2.06	0.28	0.80	0.23
罗田地产项目	1.90	1.90	7.16	1.41	5.75	0.31	1.76	1.76	0.04	—	0.04	—
合计	15.90	15.50	40.45	7.93	32.52	—	14.87	14.83	2.10	0.28	0.84	0.23

资料来源：楚昌集团

该公司后续资本性支出主要为九州通的支出，2025 年九州通对医药物流相关产业的投资预计约为 11.90 亿元，2025 年九州通对医药物流相关公司的收购预计约为 0.06 亿元。此外，精细化工业务新建产能还有一定支出，2025~2026 年预计合计支出 2.00 亿元用于化工业务佳瑞米新建 FTF 产线和啉氧菌酯项目建设。

② 竞争地位

图表 6. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



注：根据楚昌集团所提供数据整理、绘制。

该公司下属子公司九州通作为我国最大的民营药品流通企业，已建立起全国性的销售网络，物流仓储系统及供应链体系完善，上下游客户合作关系稳定，规模优势较显著。在 2023 年中国药品流通行业批发企业主营业务收入排名中九州通位列第四位，排名稳定。

药品销售方面，九州通长期积累的客户资源、品种资源，为其实现全品类、全渠道分销与代理服务奠定了基础。截至 2024 年末，九州通全渠道 B 端客户规模约 55.53 万家，其中城市及县级公立医院客户 1.36 万家，连锁及单体药店客户 23.24 万家（合计覆盖零售药店数量约 40 万家），基层及民营医疗机构客户 28.63 万家，互联网流量平台及下游医药分销商 1.2 万余家，其他客户约 1.1 万家，有助于各类 OTC 品种、医院临床品种等顺利进入各渠道终端。公司建立了全渠道分销网络，覆盖中国 90% 以上的行政区域，包括城市及县级公立医院（第一终端）、连锁及单体药店（第二终端）、基层及民营医疗机构（第三终端）、互联网流量平台（第四终端）及下游医药分销商（准终端）客户。

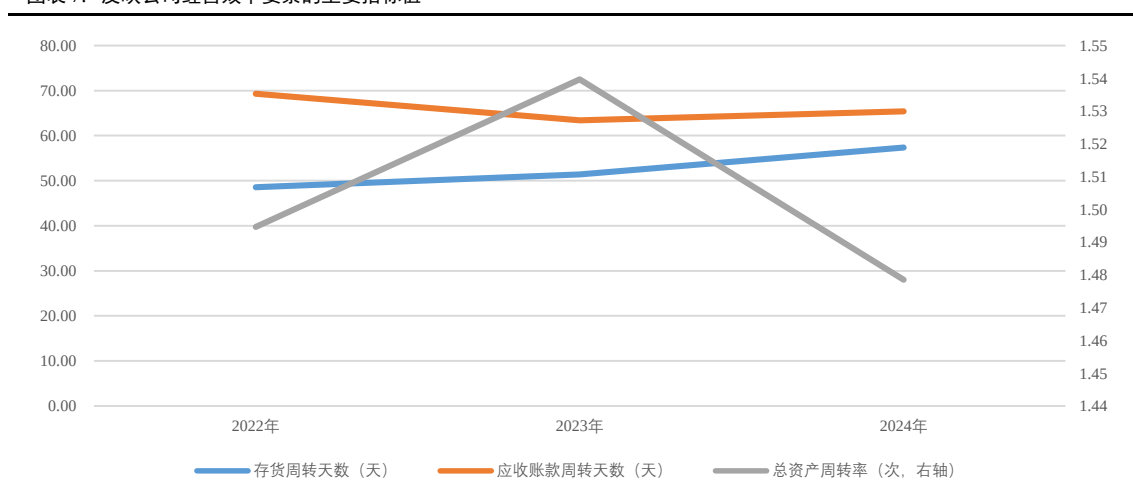
药品采购方面，九州通与华润三九（感冒灵颗粒）、扬子江药业（蓝芩口服液等）、东阿阿胶（阿胶块）、葵花药业（儿科药品）、云南白药（云南白药气雾剂等）国内医药行业龙头企业以及科赴中国（美林）、诺和诺德（胰岛素类药品）、欧加隆（避孕类药品）、润美康（妈咪爱等）等外资医药领军企业，正大天晴（高血压、冠心病类药品）、中美史克（百多邦）等中外合资知名企业，迈瑞医疗（设备、IVD）、微创集团（体外循环、骨科设备等）、

通用电气（设备）、上海联影（设备）等国内外医药器械知名企业建立了长期合作关系，经营品规数 79.97 万个，其中中西成药品规数 8.88 万个，器械品规数 41.86 万个，中药品规数达到 18.63 万个，保健品和化妆品等其他品规数 10.60 万个，药械品种丰富齐全。

截至 2024 年末，九州通已在全国完成了 31 家省级医药物流中心及 110 家地市级投资建设了现代医药物流中心和药械分销网点，拥有 141 个规模不等的高标准符合国家 GSP 要求的医药物流仓储设施及配套设施。目前九州通在全国各地拥有建筑总面积超过 395 万平方米的经营设施，其中，符合国家 GSP 标准的医药仓储设施近 255 万平方米（不含 REITs 及 Pre-REITs 相关仓储物流资产）、冷库容量 11.55 万立方米，具备 1,532 万箱储存能力、1.66 亿箱吞吐能力，并拥有全国联网的运输资源，物流网络资源覆盖全国 96% 以上区域，为其提供高效的医药分销与供应链服务提供了强大物流基础支撑。跟踪期内，公司通过发行 REITs 及 Pre-REITs 盘活仓储物流资产，向 REITs 及 Pre-REITs 出售 4 处仓储物流资产，总面积约 41.20 万平方米，再租回上述资产使用。

③ 经营效率

图表 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值



资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理、绘制。

作为医药流通企业，九州通上游主要为强生（上海）医疗器材有限公司、宜昌东阳光长江药业股份有限公司、赛诺菲（杭州）制药有限公司和阿斯利康（无锡）贸易有限公司等大型药械生产及贸易企业。九州通大部分药品先发货，公司采取货到付款或压批次付款方式（即药品到货后支付上一批药品款项）进行结算。此外，2024 年以来规模化采购增加，预付款规模整体上升。结算方式方面，现金结算（支票或汇兑方式）约占 35%，3 个月承兑汇票结算约占 30%，6 个月承兑汇票结算约占 35%。

九州通下游分为城市及县级公立医院（第一终端）、连锁及单体药店（第二终端）、基层及民营医疗机构（第三终端）、互联网流量平台（第四终端）及下游医药分销商（准终端）客户，2024 年收入占比分别为 27.28%、16.31%、10.80% 和 11.66%。九州通对下游客户实行信用等级的差别管理，第一终端医疗机构回款账期一般为 30-360 天，不同地区、不同医院等级的回款账期差别较大，一般为 150 天、180 天或 270 天。第二终端连锁客户的回款账期较短，一般在 60 天左右，单体药店一般是现款现货，在 7 天左右。第三终端公立基层医疗一般在 180 天以内，民营医疗一般在 60 天左右。第四终端第一类为公司向阿里健康、京东健康等互联网平台提供的医药健康产品供应链服务，账期分别为 60 天或者 90 天；第二类为公司向医院、药店、诊所等终端客户提供的医药健康产品的电商供应链业务，一般为现款客户。下游商业分销客户，一般不超过 45 天，对于毛利空间不大的客户，九州通尤为注重风险的管控和资金成本的控制，因此实际周转控制在 30 天以内。2022~2024 年，该公司应收账款周转天数分别为 69.27 天、63.40 天和 65.37 天。2024 年应收账款周转速度有所放缓，主要系九州通对城市及县级公立医院、基层及民营医疗机构等终端开拓力度不断加大，而该等医疗机构在药品流通链条上的优势地位，其应收账款账期相应较长，且 2024 年以来医院端客户账期平均延长 1 个月左右，导致应收账款周转速度有所变慢，但此类客户信用相对较好，实际坏账风险可控。

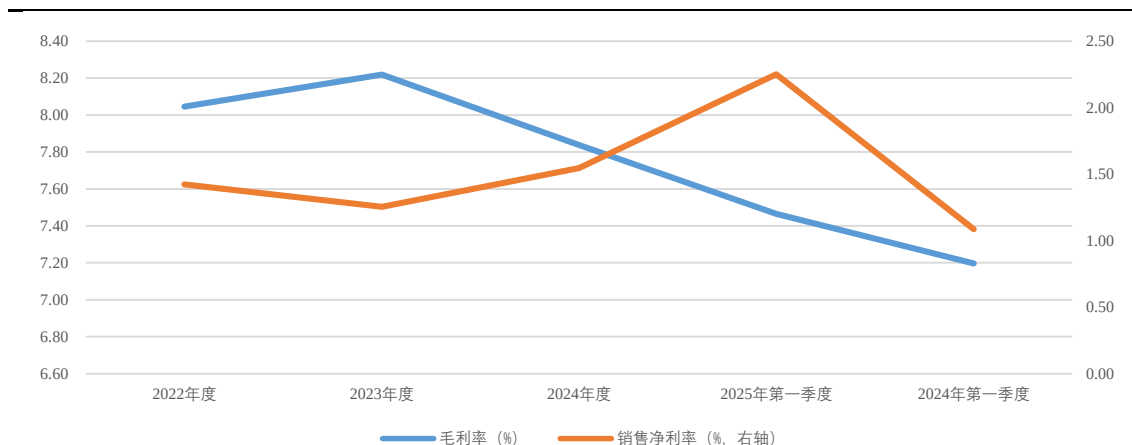
该公司对普通库存商品采用定期适量采购的政策，在采购时，充分考虑近期销量、现有存货可销售天数、价格变动等因素，避免造成存货积压。2022~2024 年，公司存货周转天数分别为 48.54 天、51.37 天和 57.36 天，2024 年

同比增加主要系 2024 年为主要系当期规模化采购增加，导致年末存货大幅增长所致。

此外，2022~2024 年度，该公司总资产周转率分别为 1.49 次/年、1.54 次/年和 1.48 次/年，在医药流通企业中处于高水平⁵。

④ 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理、绘制。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司毛利分别为 120.79 亿元和 31.71 亿元，同比分别下降 3.68%和增长 7.56%；同期，毛利率分别为 7.84%和 7.46%，同比分别下降 0.38 个百分点和上升 0.26 个百分点。2024 年，随着流感等季节性疾病因素影响消退，相关高毛利品种销量下降影响，毛利同比有所回落，2025 年第一季度，主要系规模化采购增加，毛利同比有所提升。公司药品流通业务主要是通过遍布全国的经营网络为药品生产企业及其他供货商提供分销、物流配送与药品信息服务以及其他增值服务，其商业模式决定了毛利水平相对较低。

从费用支出情况来看，该公司期间费用控制较好，近年来保持在较合理水平。2024 年及 2025 年第一季度，公司期间费用合计分别为 91.08 亿元和 22.89 亿元，同比分别下降 3.43%和增长 6.77%，期间费用率分别为 5.91%和 5.39%，同比分别下降 0.27 个百分点和上升 0.15 个百分点，其中财务费用率分别为 0.91%和 0.68%，同比分别下降 0.18 个百分点和 0.14 个百分点。其中，销售费用主要由职工薪酬及社保统筹、办公费和物流成本构成，同期销售费用分别为 44.27 亿元和 11.84 亿元，同比分别下降 0.88%和增长 13.34%；管理费用主要包括职工薪酬及社保统筹、折旧摊销等，同期分别为 30.83 亿元和 7.66 亿元，同比分别增加 1.33%和 8.72%，主要系业务规模扩大，职工薪酬及社保统筹等增长所致；同期财务费用分别为 13.95 亿元和 2.87 亿元，同比分别下降 15.90%和 14.49%，主要系融资成本下降利息支出下滑所致。

图表 9. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
投资净收益	4.71	3.00	13.87	8.76	0.41
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2.13	0.55	1.17	0.42	0.19
处置长期股权投资取得的投资收益	1.07	-0.52	11.87	8.24	—
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.86	2.76	0.72	0.06	0.19
营业外收入及其他收益	3.35	3.83	3.32	0.56	0.39
其中：政府补助	2.69	3.08	2.34	0.37	0.29
核销无法支付的款项	0.22	0.43	0.47	0.10	0.05
资产处置收益	0.51	0.04	-4.26	-2.36	0.01
资产减值损失（含信用减值损失）	4.20	5.48	4.41	2.17	1.83

⁵ 选取申万行业（2021）分类中医药商业上市 33 家企业中，2024 年平均应收账款周转天数为 109.16 天，平均存货周转天数为 63.79 天。

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司因 REITs 和 Pre-REITs 设立需要而进行资产转让，形成了投资收益及资产处置损失，其净收益对公司利润贡献较大，同时其他收益也持续对该公司盈利形成了一定补充。2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现投资收益 13.87 亿元和 8.76 亿元，同比均大幅增加，主要系子公司九州通因医药仓储物流基础设施公募 REITs 和 Pre-REITs 发行的需要，将下属持有医药仓储物流资产的子公司股权转让所致，其中 2024 年主要系处置所持杭州卓英堂瑞施供应链管理有限公司、上海九州通达医药有限公司和重庆九州首瑞供应链服务有限公司股权分别获得投资收益 2.59 亿元、6.28 亿元和 2.91 亿元；2025 年第一季度主要系处置所持武汉九州首瑞供应链服务有限公司股权获得投资收益 8.24 亿元。同期，公司资产处置收益分别为-4.26 亿元和-2.36 亿元，主要系公司承租医药仓储物流基础设施公募 REITs 和 Pre-REITs 资产及配套设施形成的租赁负债与使用权资产差额所致。同期，公司分别实现营业外收入及其他收益合计 3.32 亿元和 0.56 亿元，主要是政府补助、核销无法支付的款项等，近年来较为稳定。同期，公司确认资产减值损失（含信用减值损失）分别为 4.41 亿元和 2.17 亿元，主要为其他应收款减值损失、存货跌价损失及合同履约成本减值损失和债权投资减值损失。其中 2024 年其他应收款减值损失 2.36 亿元，主要系下属子公司洪湖市浪打浪水产食品有限公司对德炎水产食品股份公司往来款按照账龄计提坏账损失 0.55 亿元，以及九州通由于长账龄客户账龄跳档，导致按账龄计提的坏账准备相应增加 0.86 亿元；存货跌价损失及合同履约成本减值损失 0.81 亿元，主要系九州通对近效期及过效期的存货计提跌价损失所致。2025 年第一季度，包括对应收账款计提坏账 1.67 亿元、其他应收款计提坏账 0.15 亿元，主要系应收账款余额增加同时部分客户账龄跳档增加坏账计提所致；同期，对存货计提跌价损失 0.36 亿元，主要系九州通对过期、滞销等存货计提存货跌价准备所致。

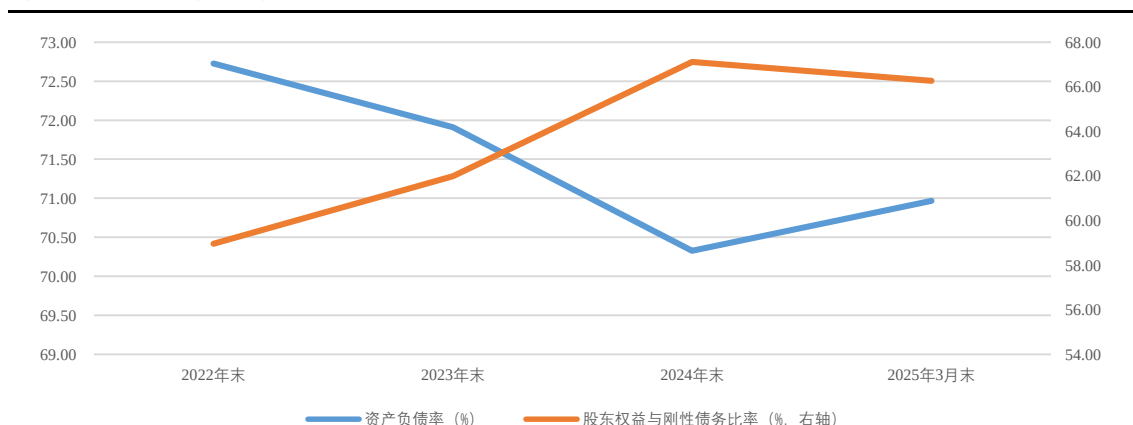
跟踪期内，该公司盈利主要来源于主业经营，但受益于投资收益同比大幅增长，营业利润和净利润同比均大幅提升。2024 年营业利润和净利润同比分别增长 22.36%和 24.38%，至 32.56 亿元和 23.81 亿元；2025 年第一季度营业利润和净利润同比分别增长 114.87%和 114.93%至 12.25 亿元和 9.56 亿元。2024 年及 2025 年第一季度公司销售净利率分别 1.54%和 2.25%，分别较上年同期增长 0.29 个百分点和 1.16 个百分点。

3. 财务

跟踪期内，该公司因预付款增加，经营性现金净流入有所下降，但整体经营获现情况仍较好。公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长，且随着近年来城市及县级公立医院客户增长，部分医院账期有所延长，应收账款周转速度有所下滑，需持续关注公司款项回收情况。跟踪期内，公司财务杠杆仍较高，其中本部负债率高企，且债务集中于短期，面临较大的即期偿付压力。此外，公司本部货币资金较有限，且核心资产集中在上市子公司九州通，跟踪期内公司及一致行动人已质押九州通的股权比例较高，后续再融资空间受到一定限制。

(1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据楚昌集团所提供的数据整理、绘制。

跟踪期内，该公司负债总额随业务规模扩大有所提升。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司负债总额分别为 766.29 亿元和 817.32 亿元，分别较上年末增长 7.08%和 6.66%。但由于资产总额增长速度快于负债总额增长，跟踪期内公司资产负债率整体略有下滑，同期末分别为 70.33%和 70.96%，分别较上年末下降 1.58 个百分点和增长 0.63 个百分点。受益于公司不断的经营积累，股东权益对刚性债务的覆盖比例整体有所提升，同期末，股东权益与刚性债务比率分别为 67.12%和 66.27%，同比分别增加 5.13 个百分点和下降 0.85 个百分点。

① 资产

图表 11. 公司核心资产状况及其变动（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	800.37	803.79	886.82	943.35
	81.09	80.77	81.39	81.91
其中：现金类资产 ⁶	212.13	230.35	215.61	202.76
应收账款	278.87	251.28	300.76	385.56
其他应收款 ⁷	59.81	64.27	72.53	62.23
存货	183.65	210.60	235.79	235.53
预付款项	59.67	41.39	54.33	50.47
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	186.64	191.37	202.82	208.38
	18.91	19.23	18.61	18.09
其中：固定资产	84.02	89.56	90.88	87.27
在建工程	9.22	6.93	4.12	4.56
无形资产	20.81	21.12	23.24	24.89
其他权益工具投资	9.19	11.85	12.17	12.30
长期股权投资	17.42	19.43	24.19	28.52
投资性房地产	13.52	12.80	13.17	13.02
期末全部受限资产账面金额	125.22	115.89	127.59	118.63
受限资产账面余额/总资产（%）	12.69	11.65	14.20	10.30

注：根据楚昌集团所提供数据整理、计算。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产总额分别为 1,089.64 亿元和 1,151.73 亿元，分别较上年末增长 9.49%和 5.70%，资产规模持续增长。从资产构成来看，主要以流动资产为主，同期末分别为 886.82 亿元和 943.35 亿元，在总资产中占比均在 80%以上。

该公司流动资产以现金类资产、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。2024 年末，公司现金类资产余额为 215.61 亿元，包括货币资金 184.81 亿元（受限 96.26 亿元；其中九州通货币资金 173.90 亿元，受限 95.90 亿元）、应收银行承兑汇票 17.43 亿元（受限 1.85 亿元；其中九州通 19.07 亿元，受限 1.85 亿元）和交易性金融资产 13.37 亿元⁸（其中九州通交易性金融资产 9.72 亿元），其中应收银行承兑汇票较上年末下降 61.31%，主要系当期公司通过票据背书支付供应商货款增加所致，交易性金融资产较上年末增长 105.71%，主要系当期购买理财产品较多所致。同期末，公司应收账款账面价值为 300.76 亿元，较上年末增长 19.69%，主要系公司城市及县级公立医院客户增长，部分医院账期延长，2024 年平均欠款天数在 6 个月左右，此外年末核心连锁零售药店销售额增长较多所致，账龄为一年的应收账款占比超过 88%。公司对县级以下医疗机构、民营医疗机构、药店和医药公司的货款实行风险控制⁹以把控坏账风险，2024 年末应收账款主要按照账龄累计计提了 8.00 亿元减值准备，当期转销或核销坏账损失 0.67 亿元。同期末，公司预付款项为 54.33 亿元，主要是预付上游供应商的货款，一年内占比在 99%以上，该科目较上年末增长 31.25%，主要系对供应商预付款支出增加所致。同期末，其

⁶ 现金类资产包括货币资金、应收银行承兑汇票和交易性金融资产。

⁷ 不含应收利息。

⁸ 截至 2024 年末公司交易性金融资产主要包括浙江凯乐士、爱美客、武汉众宇、中泰证券、九源基因等股票 4.28 亿元及结构性存款 9.00 亿元。

⁹ 该公司对县级以下医疗机构、民营医疗机构、药店和医药公司的货款实行风险控制手段包括：1）业务财务风控联动：完成下游客户分级管控，建立管控模块的开发。公司根据客户类型、客户等级给予差异化回款账期；2）年末清收与客户授信结合：公司一般在每年 12 月中旬完成对下游客户的清收，如果逾期的降低甚至取消下一年度的账期授信额度。同时，公司制定了长账龄清收方案，对于重点客户开展点对点沟通及过程跟进，重大疑难案件移交公司法务部门催收。

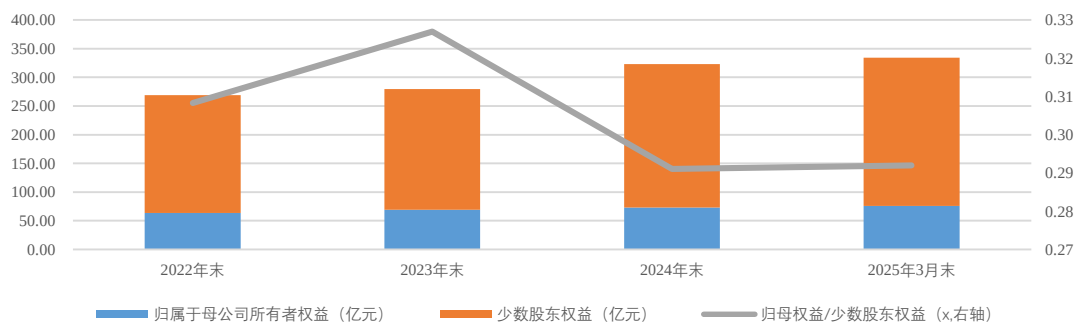
他应收款为 72.60 亿元，主要包括对非关联方应收款项 15.48 亿元、对关联方应收款项 21.85 亿元、供应商折让 17.29 亿元和医院客户支付的经营保证金 14.09 亿元，其中九州通其他应收款合计 57.39 亿元，主要包括医院客户保证金 14.09 亿元、供应商折让 17.29 亿元、非关联公司应收款¹⁰16.21 亿元等，非上市体系其他应收款以关联方和非关联方应收款项为主；公司其他应收款较上年末增加 12.95%，主要系九州通因医药仓储物流 Pre-REITs 项目的需要对关联公司芜湖通高壹号股权投资合伙企业（有限合伙）及其子公司（即 Pre-REITs 不动产私募投资基金）新增 9.34 亿元的资金往来款，至 2025 年 4 月末已回款 9.32 亿元。同期末，存货为 235.79 亿元，较上年末增长 11.96%，主要系经营规模持续增长，公司相应增加了存货储备所致。2025 年 3 月末，公司交易性金融资产较上年末下降 70.55%至 3.94 亿元，主要系当期赎回理财产品所致；应收账款较上年末增至 28.20%至 385.56 亿元，主要系受应收回款周期和结算时点影响所致（公司与下游客户通常在每年第二季度末和年末进行应收账款清收）；其他应收款较上年末下降 14.19%，主要系收回芜湖通高壹号股权投资合伙企业（有限合伙）及其子公司股权转让款 5.85 亿元以及供应商折让 6.16 亿元；流动资产中其他科目较上年末变化较小。

该公司非流动资产以固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资、其他权益工具投资、投资性房地产和其他非流动金融资产为主。2024 年末，公司固定资产为 90.88 亿元，较上年末略增长，主要系公司在全国范围布局建设物流中心及机器设备等；在建工程为 4.12 亿元，主要是分布各省的在建办公楼、物流中心、药品生产车间等，后续仍有一定资本支出规模，较上年末减少 40.55%，主要系所建设的药品生产车间陆续完工转入固定资产所致；无形资产为 23.24 亿元，主要是土地使用权和软件等，较上年末增长 10.03%，主要系当年购置和内部研发的软件增加所致；长期股权投资为 24.19 亿元，主要包括子公司九州通对湖北金融租赁股份有限公司投资 11.42 亿元、对湖北通赢二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资 2.46 亿元和芜湖通高壹号股权投资合伙企业（有限合伙）投资 2.27 亿元等，该科目较上年末增长 24.49%，主要系当期追加对湖北通赢二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资 1.50 亿元和新增对芜湖通高壹号股权投资合伙企业（有限合伙）投资 2.27 亿元；其他权益工具投资为 12.17 亿元，主要包括子公司九州通持有对 YANGTUO TECHNOLOGY INC.的股权投资 4.22 亿元、对成都华福医院管理有限公司的股权投资 1.33 亿元、对宜昌东阳光生化制药有限公司 1.16 亿元，北京同仁堂健康药业股份有限公司的股权投资 1.40 亿元，较上年末变化较小；投资性房地产为 13.17 亿元，主要为房屋、建筑物和土地使用权，主要系对外出租的办公楼和立体仓库等，较上年末略有增长；其他非流动金融资产为 9.54 亿元，较上年末增长 32.61%，主要系新增对九州通资产证券票据、勤浩医药（苏州）有限公司、四川睿健医疗科技股份有限公司和湖北九州鲲鹏大健康产业投资基金合伙企业（有限合伙）等公司的投资所致；递延所得税资产为 9.58 亿元较上年末增长 30.76%，使用权资产为 4.31 亿元，较上年末增加 70.66%，均系公司承租医药仓储物流 Pre-REITs 资产及配套设施所致。2025 年 3 月末，长期股权投资为 28.52 亿元，较上年末增长 17.88%，主要系新增对汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金投资所致，其余科目较上年末变化较小。

截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 118.63 亿元，占资产总额的比例为 10.30%，主要包括银行承兑汇票保证金、监管账户的货币资金 87.57 亿元，因保理业务受限的应收账款和取得银行借款质押担保而受限的固定资产、存货、无形资产和投资性房地产等 19.70 亿元。

② 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据楚昌集团所提供的数据整理、绘制。

¹⁰ 九州通非关联公司应收款主要为工程款、往来款和租赁费等。

从权益资本看，随着经营积累的增加，该公司所有者权益持续增长，2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 323.35 亿元和 334.41 亿元，分别较上年末增长 15.67%和 3.42%。其中，实收资本保持稳定，均为 1.11 亿元；资本公积分别为 21.68 亿元和 21.74 亿元，较上年末均略有增长；此外，跟踪期内由于公司经营积累，未分配利润持续增加，分别为 51.04 亿元和 53.79 亿元，分别较上年末增长 8.76%和 5.39%。同期末，归属于母公司所有者权益合计为 72.89 亿元和 75.58 亿元，较上年末增长 5.81%和 3.69%。

③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	456.61	450.97	481.75	504.63
其中：短期刚性债务	409.45	407.51	463.19	484.50
中长期刚性债务	47.16	43.45	18.56	20.13
应付账款	147.45	164.41	174.06	214.24
合同负债	25.36	17.50	17.32	13.10
其他应付款 ¹¹	65.54	65.46	66.46	60.12
综合融资成本（年化，%）	3.51	3.68	3.43	—

资料来源：楚昌集团

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]。

跟踪期内，该公司债务仍集中于短期，2024 年末及 2025 年 3 月末长短期债务比分别为 4.30%和 4.68%。从债务构成看，该公司的负债以刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 62.87%和 61.74%，占比变化较小。同期末，应付账款余额分别为 174.06 亿元和 214.24 亿元，分别较上年末增长 5.87%和 23.09%，主要是经营规模的扩大而有所增长，该科目主要是应付药品、医疗器械的采购款，公司与上游客户合作关系较为紧密，应付款账期相对稳定，2024 年末，1 年以内的应付账款占比为 92.52%。同期末，合同负债余额分别为 17.32 亿元和 13.10 亿元，分别较上年末下降 1.02%和 24.33%，其中 2025 年 3 月末下降主要系上期末预收产品款在当期实现销售所致。同期末，其他应付款余额分别为 66.54 亿元和 60.22 亿元，其中 2024 年末主要包括保证金及押金 13.13 亿元、非关联方应付款项 25.34 亿元和代收代付项目 12.80 亿元等，其中保证金及押金由九州通主业形成；非关联方应付款项中九州通持有 11.39 亿元（未经合并抵消），非上市体系中主要包括东营科创生物化工有限公司借款 2.59 亿元和其他借入的资金 5.96 亿元；代收代付项目主要由资产证券化和应收账款无追保理等出表交易事项所形成。同期末，租赁负债分别为 7.02 亿元和 9.45 亿元，分别较上年末增加 5.29 亿元和 2.42 亿元，主要系主要系九州通承租医药仓储物流 Pre-REITs 资产及配套设施所致。整体看，公司业务运营对资金需求很大，主要依靠短期债务满足，公司面临较大的即期债务偿付压力。

图表 14. 公司 2025 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	484.50	9.35	7.54	0.67	1.73	503.79
母公司口径	36.81	5.02	2.00	—	—	43.83

资料来源：楚昌集团（不含其他中长期刚性债务）。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 481.75 亿元和 504.63 亿元，且以短期刚性债务为主。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、交易性金融负债、一年内到期的长期借款和其他流动负债构成。同期末，公司短期借款分别为 133.07 亿元和 158.96 亿元，分别较上年末增长 5.38%和 19.46%，主要系随着业务规模扩大，公司所需营运资金较多，短期借款规模增长；同期末，应付票据为 293.44 亿元和 291.04 亿元，较上年末增长 22.24%和下降 0.82%；交易性金融负债分别为 5.64 亿元和 5.71 亿元，主要为公司发行的可交换债券，截至 2025 年 3 月末主要为“22 楚 EB01”、“22 楚 EB02”和“22 楚 EB03”，余额总计 4.44 亿元，票面利率均为 5.50%；同期末，一年内到期的长期借款分别为 20.81 亿元和 18.34 亿元，均较上年末有所下滑；同期末，其他

¹¹ 其他应付款不包括应付利息、应付股利，包括了同计入刚性债务的其他借入资金部分，主要系下属子公司上海弘康实业投资有限公司于 2020 年起向兴业证券股份有限公司融入的资金 2024 年末及 2025 年 3 月末相关金额分别为 5.96 亿元和 5.93 亿元，利率为 5.10%-5.50%。

短期刚性债务分别为 10.23 亿元和 10.45 亿元，截至 2025 年 3 月末，主要构成为一年内到期的应付债券 4.00 亿元（20 楚昌 01）和其他应付款中其他借入的资金 5.93 亿元。

该公司中长期刚性债务由长期借款和其他非流动负债构成。截至 2024 年末和 2025 年 3 月末，公司长期借款分别为 17.54 亿元和 19.29 亿元，较上年末分别下降 54.26%和增长 10.00%，2024 年末下降主要系当期到期偿付的长期借款较多所致；其他非流动负债为 1.03 亿元和 0.84 亿元，截至 2025 年 3 月末分别为对国开行国家发展基金 0.42 亿元，金寨县农业发展投资有限公司 0.10 亿元，安徽金寨经济开发区管理委员会 0.32 亿元。

从借款方式看，2025 年 3 月末该公司银行借款主要包括质押借款 43.97 亿元，抵押借款 14.21 亿元，保证借款 117.63 亿元，信用借款 28.50 亿元等。公司银行借款利率区间为 1.10%-8.60%。2022~2024 年，公司综合融资成本分别为 3.51%、3.68%和 3.43%，2024 年同比有所下滑。

财务管理方面，该公司根据《会计法》、《企业会计制度》、《企业会计准则》和《公司章程》等有关规定，结合自身生产经营特点和管理要求，制定了《财务管理制度》。该制度涉及公司资产经营管理，使其努力降低成本、费用，确保财产完整和安全，提高资产使用效益，确保所有者权益不受侵犯，并积极参与公司经营预测和经营决策，规范公司财务活动的计划、核算、分析、控制和考核工作。

对外投资方面，该公司根据《公司法》、《证券法》和《公司章程》等规定，制定了《对外投资管理制度》，对公司在组织资源、资产、投资等经营运作过程中进行风险控制，保障资金运营的安全性和收益性，提高公司抗风险能力。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	37.53	45.36	28.70	-34.75	-37.79
其中：业务现金收支净额（亿元）	70.13	74.71	60.83	-18.89	-20.75
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	20.42	-12.45	-12.04	18.23	-2.38
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）	13.11	10.80	9.91	4.34	2.18
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-53.57	-18.02	-24.21	20.48	20.67

资料来源：楚昌集团。

注：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。

该公司所处药品流通行业，横向比较其经营获现情况在同业中尚属稳定。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 101.42%和 84.91%。同期，公司业务现金收支净额分别为 60.83 亿元和-18.89 亿元；其他因素现金收支净额分别为-32.13 亿元和-15.86 亿元，其中现金流入主要包括政府补助、往来款项和利息收入等，现金流出主要包括支付的保证金、代付款项、往来款项、销售费用、管理费用及研发费用等；经营活动产生的现金流量净额分别为 28.70 亿元和-34.75 亿元，其中 2024 年同比下滑 36.72%，主要系当期由于加大与上游供应商的合作，增加付款，导致业务现金收支净额有所下滑。2025 年第一季度，公司经营性现金流量净额为-34.75 亿元，净流出规模较大，主要是因为公司下游客户多于年中和年末阶段性地清算前期货款，而该时段内尚未回笼的货款金额较大，同时公司上游主要为医药制造企业，采购结算具有承付时限且 2025 年一季度因采购较多，预付货款比例上升导致当期经营性现金流呈现较大金额净流出。

在投资活动方面，该公司新建、扩建物流中心，以及为新建的物流中心购买土地，使得跟踪期内投资活动现金流呈净流出状态。2024 年及 2025 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12.04 亿元和 18.23 亿元。同期，公司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出额分别为 9.91 亿元和 4.34 亿元，该类现金流预计将在较长一段时间内持续呈现净流出状态。同期，回收投资与支付净流入额分别为-7.64 亿元和-4.13 亿元，其中，主要系对外投资和处置持有其他公司股票收回的投资款；同期公司其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-6.94 亿元和 9.11 亿元，主要为九州通申购理财产品和赎回理财产品导致其波动较大；同期公司

处置子公司及其他营业单位收到的现金净额分别为 7.44 亿元和 17.00 亿元，主要为子公司九州通因医药仓储物流基础设施公募 REITs 和 Pre-REITs 发行的需要，将下属持有医药仓储物流资产的子公司股权转让所收取的现金。

在筹资活动方面，2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-24.21 亿元和 20.48 亿元，其中 2024 年由于偿还到期债务规模较大，导致当年筹资性现金流呈现净流出，2025 年第一季度，公司增加银行借款收到的现金 86.65 亿元，因而筹资活动现金流呈大额净流入状态。日常经营中上游供应商承付时限和下游客户赊销要求使得公司购、销环节的收、付款在结算时间、收支结构上不匹配，经营对资金配置需求量大，形成阶段性的资金紧张。公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行债券等方式满足。

② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	51.47	52.06	59.44
EBITDA/利息支出（倍）	3.22	3.12	3.72
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.11	0.13

资料来源：根据从楚昌集团所提供数据整理、计算。

2024 年，该公司 EBITDA 为 59.44 亿元，同比有所增长，主要来源于同期利润总额和列入财务费用的利息支出。同期，公司 EBITDA 对刚性债务、利息支出的覆盖倍数均有所上升，分别为为 0.13 倍和 3.72 倍。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率（%）	120.89	121.03	120.70	120.82
速动比率（%）	84.14	83.09	81.22	84.19
现金比率（%）	32.04	34.69	29.35	25.97

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理、计算。

该公司药品流通业务的运营模式存在垫资行为，日常运营对资金需求规模偏大，因而流动负债总额随经营规模的扩大而持续增长，公司持续面临一定的资金流动性风险。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司流动比率均为 120.70% 和 120.82%；现金比率分别为 29.35%和 25.97%。

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径取得的银行贷款授信总金额为 713.99 亿元，尚未使用的授信额度为 229.36 亿元。同期末，公司非上市体系取得银行贷款授信总金额为 63.61 亿元，尚未使用的授信额度为 14.68 亿元。

（2）ESG 因素

跟踪期内，该公司的股权结构未发生改变。公司为民营企业，股东为刘宝林、刘树林和刘兆年，三人为兄弟关系，系一致行动人。截至 2025 年 3 月末，刘宝林持有公司 51.34%的股权，刘树林持有公司 25.85%的股权，刘兆年持有公司 22.81%的股权。公司实际控制人为刘宝林（公司产权状况详见附录一）。

跟踪期内，该公司董事和监事无人员变动。

近三年来，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；未受到监管处罚。社会责任和环境方面，近年来公司未发生重大安全生产事故，未出现因环境问题受到重大行政处罚的情况。

根据该公司提供的 2025 年 5 月 9 日和 2025 年 4 月 24 日的《企业信用报告》，跟踪期内，公司本部及核心子公司九州通无债务违约记录。

(3) 表外事项

截至 2025 年 3 月末，该公司无对外担保事项。同期末，子公司九州通作为原告的单项金额较大的未决诉讼案件标的金额共计 5.28 亿元，该公司已经对有关未决诉讼案件可能遭受的损失进行预计并计提了 4.64 亿元坏账准备。

(4) 其他因素

跟踪期内，因经营及管理需要，该公司与股东及其他关联方之间存在一定关联交易，主要为公司与关联企业的较大金额资金往来¹²。截至 2024 年末，公司应收关联方款项合计 23.08 亿元，主要为其他应收款 21.84 亿元，包括对芜湖通高壹号股权投资合伙企业（有限合伙）及其子公司 9.34 亿元，中山广银 9.05 亿元，资金占用规模较大；此外应付关联方款项合计 2.67 亿元，主要为对武汉鑫众锦湖实业有限公司的其他应付款 1.85 亿元。

该公司为投资控股型企业，业务经营主要通过子公司开展，本部业务规模占比很小。截至 2024 年末，公司本部资产总额为 60.10 亿元，其中货币资金 4.20 亿元（全部为非受限货币资金），存量余额较小；其他应收款 12.71 亿元，较上年末增加 6.74 亿元，主要系关联方款项增加所致，其中账龄在 3 年以上的款项占比为 15.90%；长期股权投资 37.04 亿元，主要是子公司九州通、上海弘康实业投资有限公司和北京点金投资有限公司的股权，期末账面余额分别为 15.41 亿元、8.47 亿元和 4.07 亿元。同期末，公司本部负债规模为 53.23 亿元，其中刚性债务和其他应付款分别为 43.42 亿元和 9.66 亿元，其中其他应付款主要为对大连九信往来款 1.29 亿元和上海弘康往来款 4.75 亿元。截至 2024 年末，公司本部资产负债率为 88.57%，公司本部整体债务负担重，且集中在银行借款等刚性债务。

图表 18. 2024 年末公司本部其他应收款主要明细（单位：万元）

欠款方	金额	形成原因
子公司	—	—
湖北九州通置业发展有限公司	13,929.34	子公司往来款
亳州九州通中药物流产业投资有限公司	12,563.02	子公司往来款
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	11,263.13	子公司往来款
洪湖市万农水产食品有限公司	13,756.03	子公司往来款
甘肃楚昌农牧有限责任公司	7,900.00	子公司往来款
利川香连投资发展有限公司	4,200.00	子公司往来款
合并范围外	—	—
武汉鑫众锦湖实业有限公司	32,614.34	该笔款项为东西湖地块项目相关的资金投入
武汉长江带钢有限责任公司	4,524.63	该笔款项为东西湖地块项目相关的资金投入
合计	100,750.49	—

资料来源：楚昌集团

截至 2024 年末，该公司本部刚性债务规模为 43.42 亿元，较上年末下降 6.78%，其中短期刚性债务为 38.41 亿元，主要包括短期借款 24.76 亿元、交易性金融负债 4.38 亿元（“22 楚 EB01”、“22 楚 EB02”和“22 楚 EB03”）、一年内到期非流动负债 9.27 亿元（一年内到期的长期借款和“20 楚昌 01”），银行短期借款方面主要通过续贷和流贷置换，交易性金融负债主要通过直接换股或各业务板块营业收入及经营性现金流、九州通的利润分配及股票质押或变现；长期刚性债务为 5.01 亿元，为长期借款 5.01 亿元。2024 年，公司本部分别实现营业收入和净利润 0.44 亿元和 1.72 亿元，利润主要来自于子公司的投资收益，当期净利润亏损主要系当期投资收益同比有所下滑所致。同期，公司本部经营性现金流净额为-3.51 亿元。

该公司本部银行借款主要通过质押九州通股权融资，而公司核心资产集中在上市子公司九州通，公司对相关资

¹² 该公司关联交易约定以净额结算的，应收应付关联方款项以抵销后金额核算。

源的调配亦受到一定限制。截至 2025 年 6 月 18 日，公司及其一致行动人合计持有九州通股份 23.16 亿股（占九州通总股本的 45.94%），其所持九州通股份中已质押的股份总额累计为 11.52 亿股（占其所持九州通股份总数的 49.71%；占九州通股份总数的 22.84%），未质押的股份市值约 59.06 亿元（按照九州通 2025 年 6 月 18 日前 30 个交易日收盘价均价 5.07 元/股计算）。截至评级报告出具日，公司及其一致行动人所持九州通股权仍有较大规模处于质押状态，需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了南京医药股份有限公司和重庆医药（集团）股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以医药流通为主业，具有较高的可比性。

该公司下属子公司九州通作为我国最大的民营药品流通企业，已建立起全国性的销售网络，物流仓储系统及供应链体系完善，上下游客户合作关系稳定，规模优势较显著。与上述两家同业企业相比，公司医药流通业务经营规模和营业收入高，销售毛利率和销售净利率较高，盈利能力较强，资产负债率略低于对比企业，且 EBITDA 对刚性债务本息的保障程度处于上述两家同业企业之间，但仍面临短期债务压力。

担保人信用质量跟踪分析

25 楚昌 01 由湖北省融资担保集团有限责任公司（原名湖北省担保集团有限责任公司、湖北中企投资担保有限公司，以下简称“湖北省担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖北省担保成立于 2005 年 2 月，初始注册资本 7100 万元，是由湖北联投资本投资发展有限公司（以下简称“湖北联投资本”）和湖北融汇投资担保集团有限公司（以下简称“融汇担保”）共同设立的国有省级担保机构，其出资比例分别为 98.59% 和 1.41%。后经多次增资及股权变更，2016 年末湖北省担保注册资本增至 50 亿元，湖北联投资本和融汇担保的持股比例分别为 99.98% 和 0.02%。2019 年，湖北省担保引入战略投资者中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”），注册资本增至 75 亿元，同时融汇担保将其所持湖北省担保 0.02% 股份转让给湖北联投资本，湖北联投资本和农发基金分别持股 66.67% 和 33.33%。截至 2024 年末，湖北省担保的注册资本及股权结构未再变更，其最终控制方仍为湖北联投集团有限公司，实际控制人为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2024 年末，湖北省担保经审计的合并口径总资产为 215.80 亿元，所有者权益为 162.87 亿元；当年实现营业收入 16.88 亿元，净利润 8.31 亿元。

湖北省担保主要从事债券担保、贷款担保等融资担保业务，履约担保等非融资担保业务，委托贷款和信托计划等债权投资以及融资租赁业务等。其中服务中小微企业的政策性担保业务目前主要由子公司湖北省中小微企业融资担保有限公司（以下简称“中小微担保”）负责，债权投资和融资租赁业务分别由子公司湖北省中经贸易有限公司（以下简称“中经贸易”）和湖北省融资租赁有限责任公司开展。近年来，湖北省担保作为国有省级担保机构逐步调整经营思路，本部以债券担保业务为核心，并开发非融保函业务；由子公司中小微担保负责新型“政银担”、国担基金合作机制下的中小微企业担保；资金运用方面本部持续加大债券投资，子公司中经贸易则逐步压缩委托贷款、信托计划等非标债权投资。具体来看，湖北省担保债券担保客户主要为城投平台，近两年业务增速较快。子公司中小微担保设立后业务发展较快，受小微企业经营持续承压影响，代偿规模略有上升。湖北省担保非融担保主要为工程类保函业务，自展业以来业务规模稳步扩大。湖北省担保本部债券投资规模持续上升，子公司中经贸易的非标类债权投资业务近两年不再新增且存量规模持续压降。湖北省担保投资资产规模较大，部分投资资产面临一定的信用风险管控压力。

整体来看，湖北省担保提供的担保进一步增强了 25 楚昌 01 的安全性。

债项信用跟踪分析

1. 25 楚昌 01：票面利率选择权、投资者回售选择权

发行人有权决定在债券存续期的第 3 年末调整债券后续计息期间的票面利率。发行人决定行使票面利率调整选

择权的，自票面利率调整生效日起债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。发行人承诺于债券回售登记期起始日前披露关于是否调整债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。发行人决定不行使票面利率调整选择权的，则债券的票面利率在发行人行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。

债券持有人有权在债券存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。

2. 25 楚昌 03：票面利率选择权、投资者回售选择权及债券提前偿还条款

发行人有权决定在债券存续期的第 3 年末调整债券后续计息期间的票面利率。发行人决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。发行人承诺于债券回售登记期起始日前披露关于是否调整债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。发行人决定不行使票面利率调整选择权的，则债券的票面利率在发行人行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。

债券持有人有权在债券存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。

若本期债券存续的第 3 个计息年度末，本期债券本金余额加 25 楚昌 01 本金余额之和大于 7 亿元，本期债券将提前偿还部分本金，使本期债券本金余额加 25 楚昌 01 本金余额之和下降至 7 亿元；若本期债券存续的第 3 个计息年度末，本期债券本金余额加 25 楚昌 01 本金余额之和小于或等于 7 亿元，本期债券第三年末将不提前偿还本金。

3. 偿债保障措施跟踪分析

2022~2024 年，该公司的利息保障倍数分别为 2.66 倍、2.57 倍和 3.05 倍，公司利润总额对利息支出的保障程度较高。2024 年末，该公司本部货币资金 4.20 亿元（全部为非受限货币资金），截至 2025 年 6 月 18 日，公司及其一致行动人合计持有九州通股份 23.16 亿股，其中未质押的股份市值约 59.06 亿元（按照九州通 2025 年 6 月 18 日前 30 个交易日收盘价均价 5.07 元/股计算）。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定楚昌集团主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，25 楚昌 01 及 25 楚昌 03 的信用等级均为 AAA。

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	2024 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					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	
楚昌投资集团有限公司	楚昌集团	本级	—	投资管理	43.42	6.87	0.44	1.72	-3.51	母公司口径
九州通医药集团股份有限公司	九州通	二级子公司	34.29	药品、医疗器械等产品的批发、零售连锁及药品生产和研发以及增值服务业务	419.14	335.93	1,518.10	27.86	30.83	
上海弘康实业投资有限公司	上海弘康	二级子公司	90.23	实业投资	1.37	48.55	2.62	1.60	-0.08	
北京点金投资有限公司	北京点金	二级子公司	90.00	实业投资	—	16.33	-	0.52	-0.38	
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	洪湖浪打浪	二级子公司	100.00	水产品研发、生产、销售	—	0.15	-	-0.60	-	
洪湖市万农水产食品有限公司	万农水产	二级子公司	93.75	水产品及其副产品加工、销售、研发	1.35	-0.94	1.81	-0.58	0.51	
甘肃楚昌农牧有限责任公司	楚昌农牧	二级子公司	61.92	畜禽的饲养、批发、销售	0.10	1.96	7.59	0.68	-1.04	
湖北九州通置业发展有限公司	九州通置业	三级子公司	90.23	房地产开发与经营	1.37	0.37	2.62	-0.17	0.40	
内蒙古佳瑞米精细化工有限公司	佳瑞米化工	三级子公司	80.62	农药、农药中间体及精细化工品的生产、研发及贸易	2.94	2.68	6.86	0.66	0.74	
大连九信精细化工有限公司	大连九信	二级子公司	80.62	农药、医药中间体等精细化工品的研发与生产	7.54	4.82	11.16	0.42	1.71	

注：根据楚昌集团 2024 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：医药商业 归属行业：医药流通

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展 望	2024 年度经营数据						2024 年末财务数据/指标			
		净资产 （亿元）	EBITDA （亿元）	销售净利率 （%）	营业收入 （亿元）	销售毛利率 （%）	总资产周转率 （次/年）	权益资本与刚性债务比 率 （×）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
南京医药股份有限公司	AA+/稳定	77.88	16.31	1.38	536.96	6.28	1.82	0.82	74.61	5.58	0.19
重庆医药(集团)股份有限公司	AA+/稳定	150.96	16.94	0.51	770.48	7.19	1.25	0.66	76.02	1.54	0.07
九州通医药集团股份有限公司	AA+/稳定	335.93	48.93	1.84	1,518.10	7.54	1.56	2.68	67.19	3.81	0.39
发行人	AA+/稳定	323.35	59.44	1.54	1,541.20	7.84	1.48	0.67	70.33	3.72	0.13

注：南京医药股份有限公司、重庆医药(集团)股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

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]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	987.02	995.16	1,089.64	1,151.73
货币资金 [亿元]	177.45	178.81	184.81	180.01
刚性债务[亿元]	456.61	450.97	481.75	504.63
所有者权益 [亿元]	269.21	279.55	323.35	334.41
营业收入[亿元]	1,435.01	1,525.97	1,541.20	424.79
净利润 [亿元]	20.43	19.14	23.81	9.56
EBITDA[亿元]	51.47	52.06	59.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	37.53	45.36	28.70	-34.75
投资性现金净流入量[亿元]	20.42	-12.45	-12.04	18.23
资产负债率[%]	72.72	71.91	70.33	70.96
权益资本与刚性债务比率[%]	58.96	61.99	67.12	66.27
流动比率[%]	120.89	121.03	120.70	120.82
现金比率[%]	32.04	34.69	29.35	25.97
利息保障倍数[倍]	2.66	2.57	3.05	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	117.81	114.78	122.72	—
毛利率[%]	8.05	8.22	7.84	7.46
营业利润率[%]	1.89	1.74	2.11	2.88
总资产报酬率[%]	4.42	4.32	4.67	—
净资产收益率[%]	7.77	6.98	7.90	—
净资产收益率*[%]	6.82	5.56	6.04	—
营业收入现金率[%]	99.39	100.70	101.42	84.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.84	6.84	4.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.31	4.59	2.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.22	3.12	3.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.11	0.13	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 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：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
资产总额[亿元]	183.19	195.71	215.80
货币资金[亿元]	35.91	45.80	62.04
所有者权益[亿元]	133.64	155.46	162.87
实收资本[亿元]	75.00	75.00	75.00
刚性债务[亿元]	39.25	38.59	39.61
营业总收入[亿元]	12.50	14.87	16.88
担保业务收入[亿元]	9.10	10.31	9.77
净利润[亿元]	7.82	8.09	8.31
担保发生额[亿元]	303.80	343.47	348.86
担保责任余额[亿元]	542.51	694.87	763.63
融资性担保责任余额[亿元]	519.79	663.58	724.38
I 级资产[亿元]	73.91	90.56	97.70
当期担保代偿额[亿元]	0.96	1.31	0.85
风险准备金[亿元]	13.43	16.32	17.29
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.64	4.91	5.37
净资产收益率[%]	6.17	5.60	5.22
风险准备金/应收代偿款[倍]	2.57	3.37	3.62
累计担保代偿率[%]	0.48	0.73	0.60
当期担保代偿率[%]	0.78	0.87	0.34
累计代偿回收率[%]	43.45	52.23	91.33
I 级资产比例[%]	60.57	62.16	64.42
III 级资产比例[%]	27.05	28.53	26.24

注 1：表中数据依据湖北省担保经审计的 2022-2024 年度财务数据整理、计算。

注 2：2023 年湖北省担保调整利润表披露格式，将债券投资收益及银行利息收入等计入营业总收入，表中 2023 年及 2024 年营业总收入与 2022 年营业总收入计算口径存在差异。

注 3：上表中担保业务收入已扣除未到期责任准备金。

注 4：表中融资性担保责任放大倍数及 I-III 级资产相关数据为母公司口径数据，融资性担保责任余额及融资性担保责任放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，I-III 级资产及比例根据《融资担保公司资产比例管理办法》统计取得，由湖北省担保提供。

指标计算公式

前十大客户集中度=期末前十大客户融资担保余额/期末融资担保余额×100%
单一客户集中度=期末第一大客户融资担保余额/期末融资担保余额×100%
当期担保代偿率=当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×100%
累计担保代偿率=近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
应收代偿款净额/调整后净资产=期末应收代偿款净额/期末调整后净资产×100%
累计代偿回收率=近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
净资产收益率=净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2]×100%
调整后净资产=所有者权益-应收代偿款-其他权益工具-持有其他未并表担保公司股权
担保放大倍数=期末担保余额/期末净资产
融资性担保放大倍数=期末融资性担保余额/期末净资产（未考虑风险系数）

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。

附录七：

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。

附录八：

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	2019 年 10 月 22 日	AA+/稳定	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 28 日	AA+/稳定	黄梦蛟、熊桦	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AA+/稳定	黄梦蛟、李雨聪	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	—
债项评级 (25 楚昌 01)	历史首次评级	2025 年 3 月 27 日	AAA	黄梦蛟、熊桦	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AAA	黄梦蛟、李雨聪	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	—
债项评级 (25 楚昌 03)	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AAA	黄梦蛟、李雨聪	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（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。