



内部编号: 2025060199

## 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

项目负责人: 陈婷婷  ctt@shxsj.com  
项目组成员: 柳红悦  xihongyue@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.

## 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(2025) 100151】

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 /2025年6月23日

前次跟踪： A+/稳定/A /2024年6月21日

首次评级： A+/稳定/A /2023年8月24日



## 跟踪评级观点

### 主要优势：

- 主导产品具备较强优势。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，在细分领域具备较好的临床价值，跟踪期内该药品保持较大的销售额，加之新上市独家剂型酮洛芬凝胶贴膏，公司业绩保持增长。
- 财务结构稳健，即期偿债压力较小。九典制药目前财务杠杆处于较低水平，跟踪期内公司刚性债务规模下降，现金流对债务的覆盖度较高，即期债务偿付压力较小。

### 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，市场竞争更为激烈。同时，药品价格政策调整、药品招标采购变化及中标情况等，对包括九典制药在内的医药制造企业的产品销售及盈利空间等产生影响。
- 对单一产品依赖度高。九典制药现阶段产品结构中销售过亿元产品不多，目前收入对单一产品洛索洛芬钠凝胶贴膏依赖度高，且该产品因上市时间不长近年来销售增长较快对公司收入拉动贡献较大，但随着竞争加剧及国家集采的推进，药品价格呈现下降趋势，公司产品结构有待逐步丰富和完善。
- 新增产能释放压力。跟踪期内，九典制药已投产的原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（一期）处于产能爬坡阶段，产能利用率不高，此外，原料药及药用辅料绿色智能生产基地（二期）项目在建，并拟建设新的（五期）项目，合计计划投资额 5.00 亿元。而市场需求存在不确定性，需关注新增产能消化情况。

## 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<sup>+</sup>，评级展望稳定，并维持上述债项 A<sup>+</sup>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或/及其评级展望被下调：

- ① 外部市场环境变化导致公司主导产品市场需求减弱，公司净利润出现持续大幅下滑；
- ② 公司出现负面事件影响其经营稳定性和偿债能力。

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 公司产品结构不断丰富，业务规模持续明显扩大，整体市场竞争力显著提升。

### 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
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金 (亿元)	2.93	3.10	3.56	4.94
刚性债务 (亿元)	2.40	2.98	1.90	1.95
所有者权益 (亿元)	15.97	19.76	24.33	25.38
经营性现金净流入量 (亿元)	1.92	3.24	6.13	1.35
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产 (亿元)	23.00	28.71	33.73	34.89
总负债 (亿元)	7.47	8.98	8.46	8.40
刚性债务 (亿元)	3.54	4.14	3.27	3.62
所有者权益 (亿元)	15.53	19.73	25.27	26.49
营业收入 (亿元)	23.26	26.93	29.31	6.96
净利润 (亿元)	2.70	3.68	5.12	1.26
经营性现金净流入量 (亿元)	2.69	4.31	7.46	1.47
EBITDA (亿元)	3.69	4.86	6.87	—
资产负债率[%]	32.49	31.27	25.09	24.06
权益资本与刚性债务比率[%]	439.21	476.75	772.72	731.80
流动比率[%]	271.52	344.10	408.76	568.40
现金比率[%]	108.36	143.31	209.98	317.38
利息保障倍数[倍]	14.57	21.68	29.51	—
净资产收益率[%]	20.34	20.89	22.77	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	66.03	100.29	184.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.31	0.80	10.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.43	25.50	34.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.05	1.27	1.86	—

注：根据九典制药经审计的 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（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 <sup>+</sup>
	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 <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		A <sup>+</sup>	

调整因素：(0)

无。

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）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26764&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26764&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《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》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=33274&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=33274&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《医药制造与流通过行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=32758&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=32758&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 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 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，转股价格已由 21.85 元/股调整为 14.95 元/股，九典转 02 已进入转股期，目前未转股比例为 57.03%。

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	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，截至 2025 年 3 月末，已使用募集资金 3.53 亿元。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，2024 年及 2025 年第一季度产能利用率分别为 69.41%和 47.27%；该项目主要生产和销售奥硝唑分散片和洛索洛芬钠片产品，2024 年及 2025 年第一季度分别实现销售收入 2.86 亿元和 0.80 亿元；净利润分别为 0.32 亿元和 0.19 亿元，由于生产药品因集采降价，目前收入未达到预期。

## 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 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。

2024 年该公司新设立 1 家全资子公司香港典尚科技发展有限公司（简称“香港典尚”，主营药品零售，注册资本 0.92 万元），2025 年第一季度公司子公司数量未发生变化。截至 2025 年 3 月末公司合并报表范围内共 6 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”）、湖南九典大药房有限责任公司和香港典尚。

### 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进行自主研发并形成优势产品，公司主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏具备较强优势，下游以医院机构客户为主。跟踪期内公司不断完善院外 OTC 和线上市场，同时酮洛芬凝胶贴膏进入国谈目录有所放量，以及全年中标地方带量采购多个项目，加之原料药产品结构调整销售规模扩大，公司收入和净利润仍保持较快增长。但是 2024 年受市场竞争及集采政策影响，公司药品制剂售价下调导致毛利率呈现下降趋势。

## (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，我国医药行业整体收入小幅回升，但受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价以及行业控费政策等因素影响，利润同比仍小幅下滑，业绩短期承压但降幅同比显著收窄。近年来，医药行业研发投入保持高强度，创新药、高端医疗器械等领域创新成果不断涌现。政府支持行业创新驱动，产业发展内生动力不断增强；但受资本市场融资环境影响，医药行业投融资热度持续下滑。从长期看，医药行业受益于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 2025 年，随着人口老龄化、慢性病发病率上升以及人们健康意识提高，我国医药行业的刚性需求不断扩大，行业总体发展前景仍保持良好。政府支持行业创新驱动，医药行业研发投入持续保持高强度，创新成果仍将不断涌现。“控费”仍将是医药行业政策主线，行业同质化竞争仍较严重，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，行业并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望不断提升。随着医保政策改革及集采政策的持续深化，驱动相关企业加快拓展海外市场的步伐，美国等海外市场对中国生物药企出海的政策壁垒将逐步显现。预计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：《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类，其中药品制剂为公司核心收益来源，且在核心业务收入中占比保持在 80%以上，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。原料药、药用辅料、植物提取物业务规模均不大且产品结构分散，现阶段盈利微薄，部分用于公司药品制剂生产，截至 2025 年 3 月末，公司原料药、辅料和植物提取物的自给比例为 17.63%。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 2024 年末，公司已开发药用辅料 103 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。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	23.26	26.93	29.31	6.96	5.91
其中：核心业务营业收入（亿元）	22.83	26.53	28.92	6.91	5.72
在营业收入中所占比重（%）	98.15	98.54	98.67	99.35	96.77
其中：（1）药品制剂（亿元）	19.30	22.36	23.57	5.65	4.62

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
在核心业务收入中所占比重 (%)	84.55	84.29	81.52	81.78	80.83
(2) 原料药 (亿元)	1.29	1.68	2.29	0.59	0.52
在核心业务收入中所占比重 (%)	5.65	6.32	7.92	8.60	9.12
(3) 药用辅料 (亿元)	1.64	1.76	1.96	0.41	0.40
在核心业务收入中所占比重 (%)	7.16	6.63	6.78	5.99	6.97
(4) 植物提取物及其他 (亿元)	0.60	0.73	1.09	0.25	0.18
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.64	2.76	3.78	3.63	3.09
毛利率 (%)	77.78	77.15	73.23	73.57	72.64
其中: 药品制剂 (%)	86.25	86.23	83.15	82.76	81.47
原料药 (%)	44.76	44.26	40.72	36.89	44.38
药用辅料 (%)	25.76	27.75	25.88	33.08	30.79
植物提取物及其他 (%)	36.79	26.16	23.04	28.10	34.69

注: 根据九典制药所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年及 2025 年第一季度该公司分别实现营业收入 23.26 亿元、26.93 亿元、29.31 亿元和 6.96 亿元, 同比分别增长 42.92%、15.75%、8.85%和 17.79%。跟踪期内, 公司不断完善院外 OTC 和线上市场, 同时酮洛芬凝胶贴膏进入国谈目录有所放量, 以及全年公司中标地方带量采购多个项目, 加之原料药产品结构调整销售规模扩大, 公司整体收入保持增长。同期公司毛利率分别为 77.78%、77.15%、73.23%和 73.57%, 处于很高水平, 但是 2024 年受市场竞争及集采影响, 公司药品制剂售价下调导致毛利率小幅下降。

### ① 经营状况

该公司营业收入主要产生自药品制剂业务, 2022-2024 年及 2025 年第一季度药品制剂业务分别实现销售收入 19.30 亿元、22.36 亿元、23.57 亿元和 5.65 亿元, 近年来持续增长。公司产品集中度高, 洛索洛芬钠凝胶贴膏是公司核心产品, 且以院内销售为主, 公司其他产品收入规模相对较小且分散。其中 2024 年收入下滑主要系地方集采导致医院销售降价所致, 当年药品制剂业务增长主要得益于酮洛芬凝胶贴膏、琥珀酸亚铁片等产品销售增长。

近年来该公司持续加强 OTC 渠道扩展, 已与较多百强连锁药店战略合作, 2024 年公司 OTC 销售增幅较大, 销售占比有所提升, 其中洛索洛芬钠凝胶贴膏十大连锁销售占比超过三分之一。此外, 公司积极拓展院外线上销售, 上市久悦佳、典小暖、博斯莱等品牌, 对院内销售提供一定补充。

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。其中原辅材料包括化工原料、原料药、中药材等; 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, 2024 年公司前五大供应商采购金额为 1.30 亿元, 占当年采购总额比例为 19.38%。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, 同时由于自产原辅料, 对原材料价格波动具有一定控制, 跟踪期公司采购平均价格波动较小。公司采购账期主要为 1-2 个月, 主要采用现金和票据的结算方式, 2024 年占比分别为 55.68%和 44.32%。

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。其中长沙浏阳经济技术开发区基地除旧厂区外, 还包括高端制剂研发产业园建设项目(一期)<sup>1</sup>和本期债券募投项目口服固体制剂项目新建厂区, 其中高端制剂研发产业园建设项目(一期)于 2023 年 3 月完工逐步投产, 主要用于生产洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏, 2024 年及 2025 年第一季度产能利用率分别为 91.60%和 88.73%。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, 产能利用率相对较低, 同期分别为 69.41%和 47.27%。

<sup>1</sup> 高端制剂研发产业园建设项目(一期)项目系原九典转债募投项目(该债券已于 2022 年 11 月到期兑付), 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。

该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，其中贴膏剂由于主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏市场需求大，加之酮洛芬凝胶贴膏销售增加，产能利用率较高。胶囊、口服液、煎膏剂因市场需求不足，产量较低，存在一定过剩产能。

在建项目方面，该公司投资建设原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目，由子公司九典宏阳负责建设，项目计划总投资 4.10 亿元，分两期建设，资金均来源于自有资金。其中一期项目总投资 1.50 亿元，累计投资 1.24 亿元，已于 2024 年底完成两条生产线建设并试产，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，2025 年第一季度产能利用率为 21.50%，尚处于产能爬坡期，预计项目达产后年销售收入为 5.16 亿元（含税）；二期项目总投资 2.60 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 1.35 亿元，计划建设年产原料药 1500 吨、注射药用辅料 850 吨生产线，用于生产麦芽糖、注射用蔗糖、辛酸钠等，预计 2025 年 5 月完工。此外，公司拟建原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（五期）<sup>2</sup>，计划总投资 2.40 亿元，计划建设 2 栋楼并改造 4 个车间，用于建设微晶纤维素、乳糖和琥珀酸等 8 种原料药，预计完工时间 2026 年 10 月，完全达产后预计可实现销售收入 5.73 亿元。公司在建和拟建项目较多，主要用于新增原料药等方面产能，而相关产品现有产能尚未全部消化，未来市场需求存在不确定性，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		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度	
药品制剂	片剂	产能（亿片）	9.70	23.73	26.61	7.30	6.31
		产量（亿片）	11.61	15.52	20.09	4.21	4.01
		产能利用率（%）	119.64	65.42	75.50	57.67	63.52
	贴膏剂	产能（亿贴）	0.75	1.05	1.56	0.36	0.26
		产量（亿贴）	0.67	0.91	1.42	0.42	0.21
		产能利用率（%）	89.48	86.70	91.02	116.67	79.50
	胶囊剂	产能（亿粒）	2.83	5.18	4.88	1.94	1.29
		产量（亿粒）	2.54	2.73	2.52	0.47	0.55
		产能利用率（%）	89.75	52.76	51.64	24.23	42.39
	颗粒剂（干混悬剂）	产能（亿袋）	0.39	0.90	2.04	0.51	0.51
		产量（亿袋）	0.30	0.57	1.59	0.16	0.48
		产能利用率（%）	76.92	63.33	77.94	31.00	94.12
	口服液、口服溶液剂	产能（亿支）	0.37	0.31	0.31	0.06	0.06
		产量（亿支）	0.16	0.19	0.15	0.03	0.04
		产能利用率（%）	44.27	61.38	48.38	50.00	71.21
煎膏剂（膏滋）、糖浆剂	产能（万瓶）	375.00	204.00	204.00	51.09	51.09	
	产量（万瓶）	79.64	38.00	29.82	4.49	12.17	
	产能利用率（%）	21.24	18.63	14.62	8.79	23.83	
原料	原料药	产能（万吨）	0.12	0.12	0.12	0.03	0.03
		产量（万吨）	0.08	0.09	0.11	0.03	0.02
		产能利用率（%）	64.53	78.80	87.10	88.64	77.20
	药用辅料	产能（万吨）	1.20	1.30	1.30	0.33	0.33
		产量（万吨）	1.18	1.17	1.16	0.28	0.29
		产能利用率（%）	98.63	90.00	89.49	84.88	89.40

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，销售终端为医院、基层卫生院等医疗机构，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。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。2024 年前五大客户销售金额为 9.21 亿元，占当年销售总额的比例为 31.42%。公司销售回款账期主要为 1-3 个月，并采用现金和票据结算，2024 年占比分别为 87.66%和 11.39%。

<sup>2</sup> 由于九典宏阳项目备案办理施工许可证时已占用三期和四期的名称，此处拟建项目名称定为五期项目。

<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。

此外，2024 年该公司中选省级药品集中带量采购项目 10 次，当年进入集采的产品主要为洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪片、泮托拉唑钠肠溶片和瑞舒伐他汀钙片等，其中公司主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏中标京津冀、昆明地区集采，且因中标集采量的扩大，公司该产品销售量同比增长 25.65%，但是销售价格同比下降约 29%。

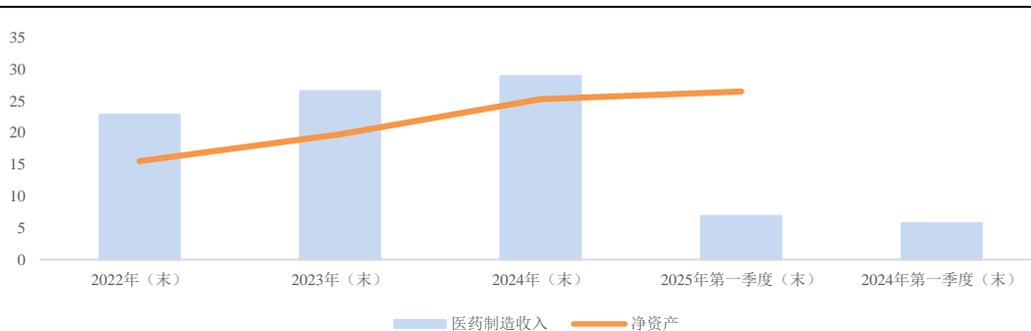
图表 4. 近年来公司主要产品销售情况

产品		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度	
药品制剂	片剂	销量（亿片）	11.60	14.55	18.89	4.74	3.92
		产销率（%）	99.98	93.73	94.03	112.58	97.76
	贴膏剂	销量（亿贴）	0.65	0.86	1.30	0.35	0.20
		产销率（%）	97.18	94.71	91.55	83.33	96.02
	胶囊剂	销量（亿粒）	2.57	2.67	2.46	0.45	0.56
		产销率（%）	101.30	97.80	97.62	95.74	102.02
	颗粒剂（干混悬剂）	销量（亿袋）	0.31	0.53	1.37	0.33	0.38
		产销率（%）	100.00	92.98	86.16	206.25	79.17
	口服液、口服溶液剂	销量（亿支）	0.17	0.21	0.14	0.03	0.04
		产销率（%）	105.32	109.03	93.33	100.00	100.00
煎膏剂（膏滋）、糖浆剂	销量（万瓶）	74.84	41.00	17.59	1.67	4.76	
	产销率（%）	93.97	107.89	58.99	37.19	39.11	
原料	原料药	销量（万吨）	0.08	0.09	0.11	0.02	0.02
		产销率（%）	98.28	94.10	97.26	77.03	98.20
	药用辅料	销量（万吨）	1.18	1.19	1.16	0.27	0.28
		产销率（%）	99.36	101.60	99.60	97.79	95.90

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，2024 年末及 2025 年 3 月末，公司净资产分别 25.27 亿元和 26.49 亿元；2024 年及 2025 年第一季度营业收入分别为 29.31 亿元和 6.96 亿元。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细分领域优势产品，公司消炎镇痛领域的主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏具备较强优势，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。2024 年 1-6 月，公司主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、洛索洛芬钠片等产品在中国城市公立、县级公立医院销售额市占率较高，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏市占率均为 100%。公司产品集中度高，销售过亿的产品仅包括洛索洛芬钠凝胶贴膏和泮托拉唑钠肠溶片，其他产品收入规模相对较小且分散。

截至 2024 年末，该公司共有 69 个品种 84 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，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 年末，公司已取得 132 个药品注册证书，完成了 87 个原料药品种的备案登记，103 个药用辅料批文的备案登记。

图表 6. 2024 年及 2025 年第一季度公司新增制剂药品批文情况

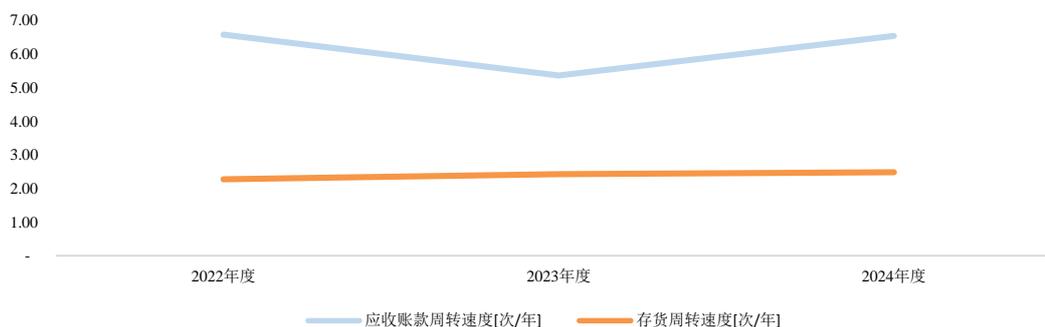
年份	药品名称	规格	剂型	药品批准文号	批文有效期限	医保情况
2024 年	依巴斯汀口服溶液	120ml:120mg	口服溶液剂	国药准字 H20243051	2029.1.15	/
	西甲硅油乳剂	40mg/ml (聚二甲基硅氧烷:38.38mg/ml; 二氧化硅:1.62mg/ml)	口服乳剂	国药准字 H20243534	2029.4.16	国家医保
	磷酸西格列汀片	100mg (按 C <sub>16</sub> H <sub>15</sub> F <sub>6</sub> N <sub>5</sub> O 计)	片剂	国药准字 H20243497	2029.4.16	国家医保
	酮洛芬凝胶	2.5% (20g:0.5g)	凝胶剂	国药准字 H20244124	2029.6.24	/
	恩格列净片	10mg	片剂	国药准字 H20244173	2029.6.27	国家医保
	兰索拉唑肠溶胶囊	15mg	胶囊剂	国药准字 H20244348	2029.6.27	国家医保
	兰索拉唑肠溶胶囊	30mg	胶囊剂	国药准字 H20244347	2029.6.27	国家医保
	盐酸氨溴索口服溶液	100 毫升:0.3	口服溶液剂	国药准字 H20244619	2029.8.4	国家医保
	消炎解痛巴布膏	每片 8cm×12cm	贴膏剂	国药准字 Z20027174	2030.2.26	/
	咪唑布芬片	0.2g	片剂	国药准字 H20244768	2029.8.26	国家医保
	维格列汀片	50mg	片剂	国药准字 H20244828	2029.9.2	国家医保
	利丙双卡因乳膏	1g:利多卡因 25mg, 丙胺卡因 25mg	乳膏型	国药准字 H20249104	2029.10.21	/
	酒石酸托特罗定缓释胶囊	4mg	胶囊剂	国药准字 H20249375	2029.11.14	国家医保
	达格列净片	10mg (以 C <sub>21</sub> H <sub>25</sub> ClO <sub>6</sub> 计)	片剂	国药准字 H20249826	2029.12.4	国家医保
2025 年第一季度	盐酸齐拉西酮胶囊	20mg	胶囊剂	国药准字 H20253410	2030.02.19	国家医保
	洛索洛芬钠凝胶贴膏 (普通)	每贴 (14cm×10cm) 含膏体 10g, 含洛索洛芬钠 100mg)	贴膏剂	国药准字 H20253493	2030.03.03	/
	奥硝唑注射液	3ml: 0.5g	注射剂	国药准字 H20253597	2030.03.10	国家医保

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

研发方面，截至 2024 年末，该公司已进入注册程序的在研项目共有 19 个制剂产品、21 个原料药产品、28 个药用辅料，均处于申报生产阶段，包括铝镁加咀嚼片、洛索洛芬钠贴剂和氟比洛芬凝胶贴膏等。2024 年及 2025 年第一季度，公司研发费用分别为 2.61 亿元和 0.63 亿元，分别占当期营业收入的 8.91%和 9.07%，其中 2024 年主要投向抗炎镇痛、抗感染、消化系统和心脑血管等领域。截至 2024 年末，公司拥有专利 144 项，其中发明专利 56 项，注册商标 472 项，以及著作权 117 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，目前处于前期研发阶段，后续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，由于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 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值

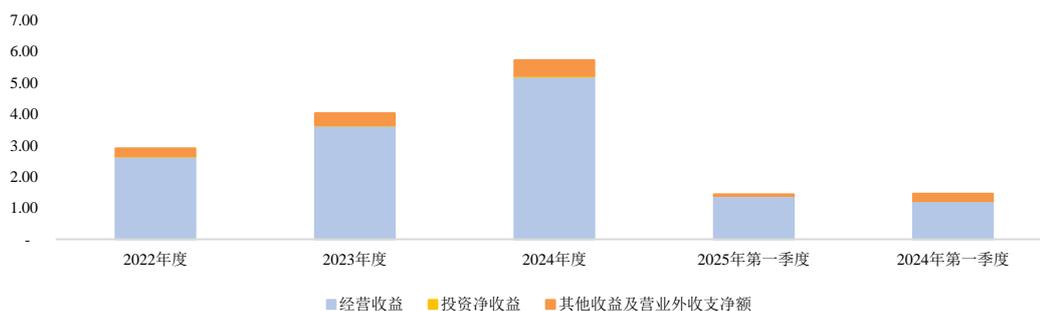


资料来源：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年该公司总资产周转速度分别为 1.15 次/年、1.04 次/年和 0.94 次/年，运营效率在行业内处于高水平。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 6.58 次/年、5.36 次/年和 6.54 次/年；存货周转速度为 2.27 次/年、2.43 次/年和 2.48 次/年，均处于行业较高水平。

### ④ 盈利能力

图表 8. 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，2022-2024 年及 2025 年第一季度公司分别实现经营收益<sup>4</sup>2.64 亿元、3.63 亿元、5.20 亿元和 1.38 亿元，同比分别增长 33.52%、37.47%、43.06%和 13.34%。2022-2024 年，公司总资产报酬率分别为 15.26%、15.98%和 18.92%，近年来经营收益不断增长，且盈利能力处于行业内高水平，主要系公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年刚上市，具备较强优势，且盈利能力很强，但随着集采销售的增加，预计未来盈利能力将有一定下滑。

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，2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现营业毛利 18.09 亿元、20.77 亿元、21.46 亿元和 5.12 亿元，主要来自药品制剂业务，近年来该板块营业毛利占比均超过 90%；原料药和药用辅料在毛利总额中占比较小。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	23.26	26.93	29.31	6.96	5.91
毛利（亿元）	18.09	20.77	21.46	5.12	4.29
其中：药品制剂（亿元）	16.65	19.28	19.60	4.68	3.77
原料药（亿元）	0.58	0.74	0.93	0.22	0.23

<sup>4</sup> 经营收益=营业利润-其他经营收益。

公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
药用辅料（亿元）	0.42	0.49	0.51	0.14	0.12
植物提取物及其他（亿元）	0.22	0.19	0.25	0.07	0.06
期间费用率（%）	64.48	61.86	54.27	52.47	51.44
其中：销售费用率（%）	52.43	48.56	42.27	38.95	40.50
财务费用率（%）	0.59	0.22	0.46	0.35	0.68
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.21</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	—	—
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.03</b>	<b>0.80</b>	<b>0.01</b>	—	—

注：根据九典制药所提供数据整理、计算。

期间费用方面，2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司期间费用分别为 15.00 亿元、16.66 亿元、15.91 亿元和 3.65 亿元，期间费用率分别为 64.48%、61.85%、54.27%和 52.47%，因公司主要面向医院客户，销售费用开支大，同期分别为 12.20 亿元、13.07 亿元、12.39 亿元和 2.71 亿元，主要是学术推广费、广告宣传费和销售人员薪酬等终端销售推广费用；销售费用率分别为 52.43%、48.56%、42.27%和 38.95%，符合同类医药制造企业特征；研发费用分别为 2.01 亿元、2.54 亿元、2.46 亿元和 0.63 元，近年来公司研发费用支出规模较大，主要用于洛索洛芬钠贴剂、氟比洛芬凝胶贴膏和铝镁加等新产品研发及工艺研究验证项目等；管理费用分别为 0.65 亿元、0.98 亿元、0.92 亿元和 0.29 亿元，主要包括职工薪酬及服务费等；财务费用分别仅为 0.14 亿元、0.06 亿元、0.14 亿元和 0.02 亿元，规模较小。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析

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（万元）	184.31	213.26	311.14	17.07	58.05
营业外收入（万元）	101.29	1,040.53	163.65	10.02	28.53
其中：与企业日常活动无关的政府补助（万元）	70.50	28.68	55.84	0.75	—
其他收益（万元）	2,530.71	2,906.57	5,236.86	690.79	2,487.20

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。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现营业外收入 101.29 万元、1,040.53 万元、163.65 万元和 10.02 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<sup>5</sup>。同期，公司实现其他收益分别为 2,530.71 万元、2,906.57 万元、5,236.86 万元和 690.79 万元，主要是政府补助。

近年来该公司主业经营业绩不断提升，跟踪期营业利润和净利润呈现较快增长。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现营业利润 2.91 亿元、3.94 亿元、5.75 亿元和 1.45 亿元；分别实现净利润 2.70 亿元、3.68 亿元、5.12 亿元和 1.26 亿元，同比分别增长 32.05%、36.54%、39.13%和 0.08%。

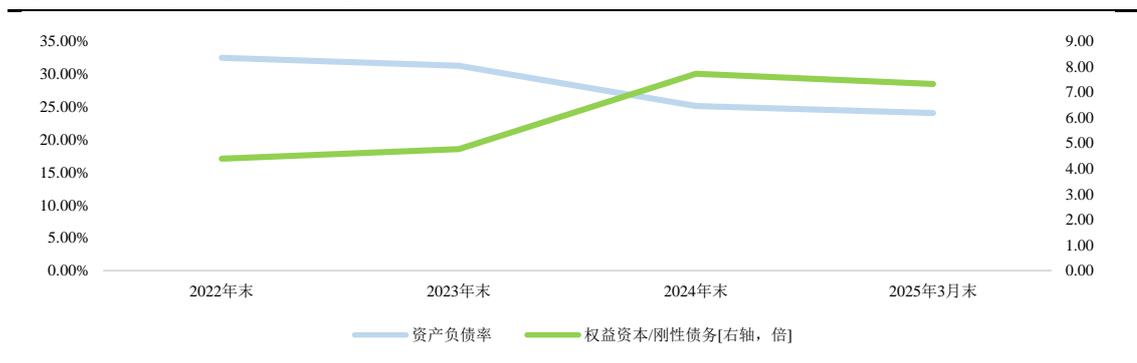
### 3. 财务

跟踪期内该公司可转债部分实现转股，资产负债率处于较低水平并有所下降。公司债务期限结构持续改善，短期刚性债务规模较小，同时公司经营业绩持续增长及经营性现金净流入规模扩大，现金流对债务的覆盖度较高，短期债务偿付压力较小，并具备一定财务弹性。

<sup>5</sup> 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 年由于履行过程产生争议，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。

## (1) 财务杠杆

图表 11. 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。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 8.46 亿元和 8.40 亿元，较上年末分别减少 5.74%和 0.80%，其中 2024 年末下降主要是九典转 02 债转股导致应付债券较上年末减少 1.08 亿元所致。同期末，公司资产负债率分别为 25.09%和 24.06%，财务杠杆处于较低水平并有所下降。跟踪期内，权益资本对刚性债务的保障程度高且有所提升，2024 年末及 2025 年 3 月末权益资本/刚性债务分别为 7.73 倍和 7.32 倍。

### ① 资产

图表 12. 公司核心资产状况及其变动

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%)	12.06	14.30	16.02	16.77
其中: 现金类资产 (亿元)	52.46	49.80	47.49	48.05
(含货币资金、交易性金融资产、应收银行承兑票据)	4.81	5.96	8.23	9.36
应收账款 (亿元)	4.58	5.46	3.51	3.32
存货 (亿元)	2.41	2.66	3.68	3.67
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	10.93	14.41	17.71	18.12
其中: 固定资产 (亿元)	47.54	50.20	52.51	51.95
在建工程 (亿元)	5.84	10.71	12.74	13.06
无形资产 (亿元)	3.08	0.69	0.81	0.74
其他权益工具投资 (亿元)	0.92	0.89	1.12	1.10
其他非流动资产 (亿元)	0.30	0.30	0.89	0.99
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	0.21	0.84	0.87	0.82
受限资产账面余额/总资产 (%)	5.27	6.95	2.44	2.33
	22.91	24.19	7.23	6.68

注：根据九典制药所提供数据整理、计算。

该公司资产规模不断扩大，2024 年末及 2025 年 3 月末总资产分别为 33.73 亿元和 34.89 亿元，分别较上年末增长 17.48%和 3.43%。2024 年末，公司流动资产为 16.02 亿元，占总资产 47.49%，主要由现金类资产、应收账款和存货构成。其中，现金类资产为 8.23 亿元，包含货币资金 4.43 亿元（其中受限货币资金 0.10 亿元）、交易性金融资产 2.61 亿元（含 0.80 亿元九典转债未使用完资金）<sup>6</sup>和应收银行承兑汇票 1.19 亿元，公司现金类资产较充足。年末应收账款为 3.51 亿元，较上年末减少 35.75%，主要系公司通过回款制度考核等措施加强应收账款管理，应收账款回款周期缩短所致；2024 年末账龄一年以内的应收账款账面余额占比 93.54%，公司合计计提坏账准备 0.25 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 0.96 亿元，占应收账款的比例为 25.53%。年末存货为 3.68 亿元，较上年末增长 38.48%，主要是销售规模扩大，公司备货增加。公司存货主要为库存商品和原材料，2024 年末合计占比 82.43%，公司根据订单采购生产，2024 年末公司计提存货跌价损失 0.24

<sup>6</sup> 该公司交易性金融资产中包含九典转债募投项目（新药研发项目）尚未使用的部分（0.80 亿元），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。

亿元。

2024 年末，该公司非流动资产为 17.71 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中，2024 年末，固定资产较上年末大幅增长 18.87%至 12.74 亿元，主要是原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（一期）完工转固（1.24 亿元）。同期末，在建工程较上年末增长 16.81%至 0.81 亿元，主要是原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（二期）持续建设（年末为 0.78 亿元），另外公司预付设备款 0.73 亿元，计入其他非流动资产。公司无形资产主要为土地使用权、专利及专有技术、软件和商标等，2024 年末为 1.12 亿元，较上年末增长 25.62%主要是公司专利增加所致。2024 年末，公司其他权益工具投资较上年末增加 0.59 亿元至 0.89 亿元，增量主要是公司追加对深圳宏典盛世医药投资合伙企业（有限合伙）的投资，加之已投资的德默制药（浙江）有限公司公允价值上升。2024 年末，公司开发支出为 0.39 亿元，较上年末增长 64.57%，主要系 PDX-02、PDX03 及椒七麝凝胶贴膏剂等 5 个项目进入临床试验阶段，资本化开发支出增加所致。

2025 年 3 月末，该公司资产总额为 34.89 亿元，较上年末增长 3.43%。其中，现金类资产较上年末增长 13.77%至 9.36 亿元，应收款项较上年末继续减少 5.20%至 3.32 亿元，公司持续加大应收账款催收力度，收回的现金增加；存货较上年末小幅减少 0.32%至 3.67 亿元；同期末，固定资产较上年增长 2.50%至 13.06 亿元，在建工程较上年末减少 9.03%至 0.74 亿元，系原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（二期）部分完工转固所致。其他科目虽有变动但影响较小。

从资产受限情况来看，截至 2025 年 3 月末，该公司合并口径受限资产账面价值合计 2.33 亿元，受限比例仅为 6.68%。公司受限资产主要由票据保证金、用于银行借款抵质押的固定资产和无形资产等构成。

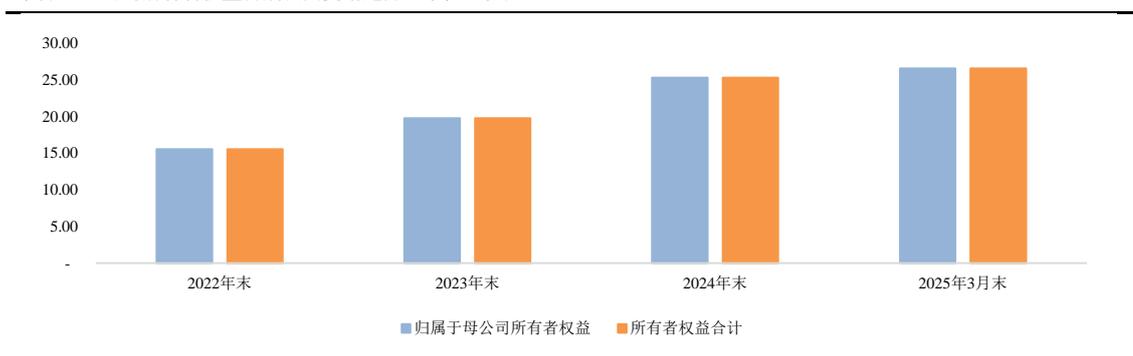
图表 13. 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	原因
货币资金	0.02	票据保证金
固定资产	1.80	银行借款抵押
无形资产	0.12	银行借款抵押
在建工程	0.39	银行借款抵押
合计	2.33	—

注：根据九典制药所提供数据整理、绘制。

## ② 所有者权益

图表 14. 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，2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 25.27 亿元和 26.49 亿元，较上年末分别增长 28.05%和 4.85%。其中，同期末实收资本均为 4.96 亿元，其中 2024 年末较上年末增长 43.76%主要系公司九典转 02 转股增加股本所致。同期末资本公积分别为 5.64 亿元和 5.65 亿元，较上年末分别增长 6.35%和 0.28%，其中 2024 年末小幅增长主要受九典转 02 转股和员工股权激励计划行权等影响。同期末，公司未分配利润分别为 12.48 亿元和 13.74 亿元，随着公司经营积累而有所增加，较上年末分别增长 40.56%和 10.08%，是所有者权益增长的主要来源。

### ③ 负债

图表 15. 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	3.54	4.14	3.27	3.62
其中：短期刚性债务	1.22	0.81	0.33	0.10
中长期刚性债务	2.31	3.32	2.94	3.52
应付账款	1.06	1.36	1.26	1.04
其他应付款	0.63	0.60	0.81	0.69

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、应付账款和其他应付款等。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司刚性债务分别为 3.27 亿元和 3.62 亿元，分别占负债总额比重的 38.63%和 43.12%。同期末应付账款分别为 1.26 亿元和 1.04 亿元，主要包括应付货款和工程款。公司其他应付款主要为代理商保证金和供应商质保金等，同期末分别为 0.81 亿元和 0.69 亿元，2024 年末较上年末增加 0.21 亿元主要是公司收取的服务、货款、工程和设备质保金增加所致。

该公司刚性债务以中长期为主，2024 年末中长期刚性债务占比 89.84%，主要由长期借款和应付债券构成，2024 年末分别为 1.28 亿元和 1.66 亿元。其中长期借款较上年末增长 117.43%，2025 年 3 月末进一步增至 1.84 亿元，均主要用于子公司九典宏阳原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（二期）建设而申请的项目贷款；应付债券较上年末减少 39.39%，主要系当年九典转 02 转股所致。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应付票据和一年内到期的长期借款构成，2024 年末分别仅为 0.24 亿元和 0.09 亿元，2024 年以来公司销售回款增加归还部分短期借款，公司经营中流动性借款需求较小，仅系因支付供应商货款开具的银票。2025 年 3 月末，公司刚性债务较上年末小幅增长，主要是长期借款（九典宏阳项目贷款）增加所致。

从融资成本来看，2024 年该公司银行借款融资成本处于 1.95%-2.85%区间，已发行的九典转 02 债票面利率 0.50%，均处于较低水平。

图表 16. 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	0.10	—	0.27	3.25	—	3.62
母公司口径	—	—	0.27	1.68	—	1.95

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 17. 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）	2.69	4.31	7.46	1.47	2.38
其中：业务现金收支净额（亿元）	14.58	17.74	20.12	4.15	4.57
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-4.31	-4.25	-6.52	-0.45	-1.26
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）	4.13	4.27	3.98	0.66	0.86
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	1.21	0.74	-0.76	0.51	-0.03
其中：现金利息支出（亿元）	0.08	0.95	0.05	0.01	0.01

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。

近年来，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呈增长趋势，2022-2024 年及 2025 年

第一季度，公司经营活动净现金流分别为 2.69 亿元、4.31 亿元、7.46 亿元和 1.47 亿元，其中 2024 年公司加大对应收账款催收力度，当年销售商品收到的现金同比增长 20.21%，因此当年经营性现金净流入规模同比扩大。

该公司投资活动现金流主要产生自项目投资和少量购买和赎回理财产品等。2022-2024 年及 2025 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-4.31 亿元、-4.25 亿元、-6.52 亿元和-0.45 亿元，主要系项目和股权投资，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产持续产生现金支出所致。

该公司筹资活动现金流主要来源于银行借款和发债融资。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.21 亿元、0.74 亿元、-0.76 亿元和 0.51 亿元，近年来公司现金较充沛融资需求降低，导致筹资活动现金流净额规模整体下降，2025 年一季度融资主要用于九典宏阳原料药及药用辅料绿色智能生产基地项目（二期）建设。

## ② 偿债能力

图表 18. 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）	3.69	4.86	6.87
EBITDA/利息支出（倍）	17.43	25.50	34.34
EBITDA/刚性债务（倍）	1.05	1.27	1.86

资料来源：根据九典制药所提供数据整理、计算。

2024 年该公司经营业绩提升，EBITDA 为 6.87 亿元，较上年增长 41.46%。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 1.86 倍和 34.34 倍，分别较上年提升 0.59 倍和 8.84 倍，EBITDA 对公司利息支出与刚性债务偿付较有保障。

## 4. 调整因素

### （1）流动性/短期因素

图表 19. 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（%）	271.52	344.10	408.76	568.40
现金比率（%）	108.36	143.31	209.98	317.38

资料来源：根据九典制药所提供数据整理、计算。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 408.76%和 568.40%；现金比率分别为 209.98%和 317.38%，公司资产流动性较强，流动比率和现金比率同比均有所增长且处于高水平。

此外，该公司与多家银行保持了合作关系，截至 2025 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信额度合计人民币 5.13 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币为 3.47 亿元，具备一定财务弹性。

### （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 2025 年 3 月末，朱志宏持有公司股份 16,566.36 万股，持股比例为 33.39%，其中质押 844.87 万股，质押占比 5.10%，属于个人用途。

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》（2025 年 5 月 12 日和 5 月 15 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 2025 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处于较低水平，且盈利对单一产品依赖程度较高。但是公司核心产品增长较好，且盈利能力强，业绩增速较快，公司销售回款较及时，债务规模小，EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度相对高。

## 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。目前本次债券尚未进入回售期。

### 2. 偿债保障措施跟踪分析

该公司存量货币资金较充足，2025 年 3 月末未受限货币资金为 5.86 亿元，而同期末刚性债务 3.62 亿元，货币资金能够对刚性债务予以很好覆盖。2022-2024 年公司 EBITDA/利息支出分别为 17.43 倍、25.50 倍和 34.34 倍，覆盖程度高。

## 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<sup>+</sup>，评级展望为稳定，九典转 02 信用等级为 A<sup>+</sup>。

附录一：

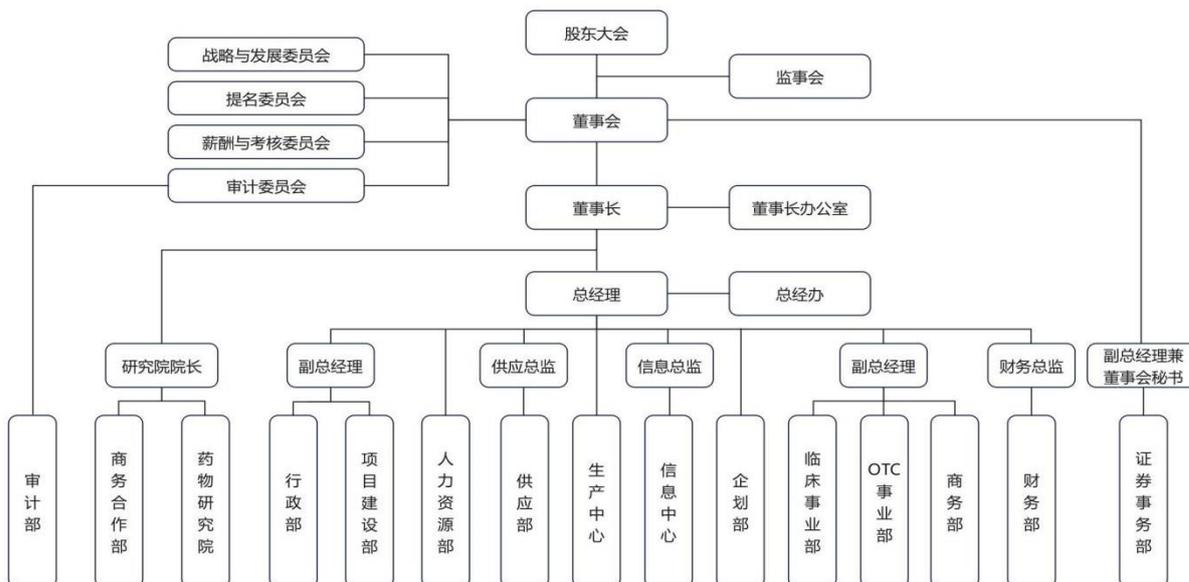
### 公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料整理绘制（截至 2025 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 2025 年 3 月末）。

## 相关实体主要数据概览

基本情况					2024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	1.90	24.33	23.88	4.14	6.13	1.90	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	0.00	0.26	0.49	-0.05	0.02	0.00	
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	1.37	4.42	5.81	0.92	1.31	1.37	
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	0.08	0.40	0.01	0.02	0.00	
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	-0.03	0.00	0.00	

注：根据九典制药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	2024 年度经营数据				2024 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	94.45	109.05	5.40	0.55	1.63	49.55	58.03	10.49	0.34
浙江华海药业股份有限公司	AA/稳定	90.20	95.47	8.05	0.49	1.12	55.48	80.56	11.90	0.32
发行人	A+/稳定	25.27	29.31	18.92	0.94	7.73	25.09	3.27	34.34	1.86

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]	23.00	28.71	33.73	34.89
货币资金 [亿元]	3.46	4.25	4.43	5.88
刚性债务[亿元]	3.54	4.14	3.27	3.62
所有者权益 [亿元]	15.53	19.73	25.27	26.49
营业收入[亿元]	23.26	26.93	29.31	6.96
净利润 [亿元]	2.70	3.68	5.12	1.26
EBITDA[亿元]	3.69	4.86	6.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.69	4.31	7.46	1.47
投资性现金净流入量[亿元]	-4.31	-4.25	-6.52	-0.45
资产负债率[%]	32.49	31.27	25.09	24.06
权益资本与刚性债务比率[%]	439.21	476.75	772.72	731.85
流动比率[%]	271.52	344.10	408.76	568.40
现金比率[%]	108.36	143.31	209.98	317.38
利息保障倍数[倍]	14.57	21.68	29.51	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	216.27	218.31	203.13	—
毛利率[%]	77.78	77.15	73.23	73.57
营业利润率[%]	12.52	14.65	19.62	20.86
总资产报酬率[%]	15.26	15.98	18.92	—
净资产收益率[%]	20.34	20.89	22.77	—
净资产收益率*[%]	20.34	20.89	22.77	—
营业收入现金率[%]	104.14	106.91	118.07	116.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	66.03	100.29	184.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.31	0.80	10.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.43	25.50	34.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.05	1.27	1.86	—

注：表中数据依据九典制药经审计的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：

## 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 <sup>+</sup> /稳定	贾飞宇、李一	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">医药制造行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2024年6月21日	A <sup>+</sup> /稳定	陈婷婷、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月23日	A <sup>+</sup> /稳定	陈婷婷、郗红悦	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）</a>	=
九典转 02	历史首次评级	2023年8月24日	A <sup>+</sup>	翁斯喆、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2024年6月21日	A <sup>+</sup>	陈婷婷、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月23日	A <sup>+</sup>	陈婷婷、郗红悦	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（医药制造行业）FM-GS002（2022.12）</a>	=

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。