

2021 年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
跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100660】

评级对象: 2021年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

九典转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: A+/稳定/A+/2022年6月24日

前次跟踪: A+/稳定/A+/2021年6月11日

首次评级: A+/稳定/A+/2020年6月28日

主要财务数据及指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.16	1.21	3.59	4.49
刚性债务	0.65	0.05	2.27	2.19
所有者权益	7.93	8.72	11.50	12.02
经营性现金净流入量	0.72	1.28	1.52	0.04
合并口径数据及指标:				
总资产	10.72	11.31	17.45	17.69
总负债	3.10	2.95	6.46	6.14
刚性债务	1.45	0.98	3.51	3.42
所有者权益	7.62	8.36	10.99	11.56
营业收入	9.24	9.78	16.28	4.49
净利润	0.55	0.82	2.04	0.56
经营性现金净流入量	0.91	1.50	1.91	-0.02
EBITDA	1.01	1.45	2.97	—
资产负债率[%]	28.94	26.09	37.01	34.69
权益资本与刚性债务 比率[%]	526.47	853.53	313.12	337.81
流动比率[%]	226.47	278.30	275.47	303.98
现金比率[%]	74.21	82.70	138.32	141.26
利息保障倍数[倍]	13.60	18.31	15.13	—
净资产收益率[%]	7.44	10.30	21.11	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	50.74	78.63	69.24	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-32.95	23.69	-8.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	21.69	27.66	18.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.90	1.20	1.32	—

注:根据九典制药经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com

黄梦蛟 hmj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对湖南九典制药股份有限公司(简称九典制药、发行人、该公司或公司)及其发行的九典转债的跟踪评级反映了跟踪期内九典制药在外部环境、产业链及技术储备等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、研发风险及安全环保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业前景持续向好。**随着我国人口老龄化加剧、人均寿命增加与医疗改革相关措施的出台,药品市场需求将继续增长,良好的外部环境有利于九典制药主营业务的平稳发展。
- **完整产业链优势。**九典制药拥有从原料药、药用辅料、植物提取物到药品制剂的完整产业链。跟踪期内,公司原料药和药用辅料的供应及质量保障程度高,保持了一定的成本优势。
- **研发实力较强。**九典制药研发实力较强,且拥有较为丰富的研发项目储备。公司自主研发并产业化的洛索洛芬钠凝胶贴膏于2017年上市,跟踪期内经营规模快速扩大,成为公司业务增长的重要驱动力。

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、国家基药目录及医保目录调整、药品招标政策变化,均会对九典制药业务开展产生影响。
- **研发投入产出风险。**跟踪期内,九典制药继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。

- **安全环保生产与质量控制风险。**九典制药在生产过程中会产生三废及其他污染物，且医药产品关系到社会公众健康，公司持续面临一定的安全环保生产和产品质量控制压力。

➤ **未来展望**

通过对九典制药及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 A⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性较高，并维持本期债券 A⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2021 年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（以下简称“九典转债”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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（2021）62 号文同意注册，该公司于 2021 年 4 月 1 日向不特定对象发行了 270 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 2.70 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为 2.63 亿元。本次可转债期限为 6 年，转股期为 2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 31 日，目前转股价格 18.70 元/股。截至 2022 年 3 月末，累计 7495 股“九典转债”已转换成公司股份，占可转债发行股份总额的 0.0074%，期末尚未转股的“九典转债”金额为 2.698 亿元，占可转债发行总量的 99.926%。公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
九典转债	2.70	6	0.60 ¹	2021 年 4 月	正常付息

资料来源：九典制药

该公司本次发行的募集资金用于“新药研发项目”、“外用制剂车间扩产建设项目”和补充流动资金。其中，新药研发项目的产品为公司自主研发的改良型新药，主要包括 PDX-02、PDX-03、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，其中募集资金投入 1.08 亿元，截至 2022 年 3 月末，已使用募集资金 383.38 万元，项目进度为 3.54%；外用制剂扩产项目为扩大凝胶贴膏等外用制剂产品产能，公司生产线设备主要来源于日本进口，受到疫情影响，项目建设周期由 12 个月延长至 32 个月，为 2021 年 4 月至 2023 年 12 月，预计总投资 1.06 亿元，其中募集资金投入 0.81 亿元，截至 2022 年 3 月末，已使用募集资金 0.13 亿元，项目进度为 16.32%；此外，

¹ 九典转债的票面利率设定为：第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.40%、第六年 3.00%。

为满足自身业务发展对流动资金的需求，预计使用 0.73 亿元用于补充流动资金，截至 2022 年 3 月末，已使用募集资金 0.73 亿元。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（万元，%）

项目名称	总投资	拟募集资金使用额	截至 2022 年 3 月末已使用金额	募投项目建设进度
新药研发	13,115.00	10,834.00	383.38	3.54
外用制剂车间扩产建设项目	10,611.54	8,113.06	1,324.21	16.32
补充流动资金	8,052.94	7,315.04	7,342.03	—
合计	31,779.48	26,262.10	9,049.62	—

资料来源：九典制药

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；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。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成

本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

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；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。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

医药制造行业是国家重要产业之一，与国计民生息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。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。2021年以来我国经济复苏趋势良好，受防疫常态化催生的防疫需求大幅增长拉动，疫苗、防疫耗材、检测试剂等细分行业景气度高，助推医药制造行业利润增幅显著提升。与此同时，我国医疗体系改革持续深化，医保控费仍是当前政策主基调，2021年以来带量采购范围进一步扩大，政策

倒逼医药制造行业创新转型升级。从发展趋势来看，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素保证了我国医药制造行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景保持良好。

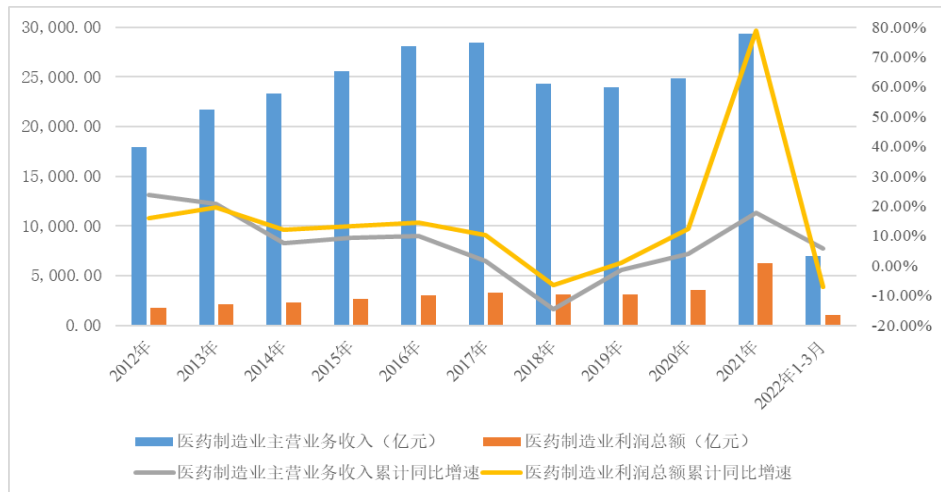
A. 行业概况

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。

2018~2019 年，受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进，以及商誉减值等因素的影响，我国医药制造行业营业收入增速维持低位，利润增速有所放缓。2020 年受疫情影响，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 年是“十四五”开局之年，尽管变异新冠病毒不断出现，但在国内完备的疫情防控措施下，我国疫情防控逐步迈入“精准防控，动态清零”的新阶段，疫情因素未对我国经济形成重大影响，国民经济持续稳定恢复，复苏趋势良好。2021 年我国经济同比增长 8.1%，占全球经济比重预计超过 18%。根据国家统计局数据显示，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，受社会防疫需求大幅增长拉动，包括疫苗、诊断试剂、防疫耗材等在内的防疫用品需求量大，相关企业产销两旺，行业利润增幅显著提升。2022 年 1-3 月，医药制造行业规模以上企业营业收入为 6,936.60 亿元，同比增长 5.82%；实现利润总额 1,065.60 亿元，同比下降 7.15%，主要系医药制造行业的核心利润增长点疫苗等价格有所下降，利润总额小幅下滑。

图表 3. 2012 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况²



资料来源: Wind、国家统计局

根据国家统计局统计,截至 2021 年末,大陆地区 60 岁及以上的老年人口总量为 2.67 亿人,已占到总人口的 18.90%。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。同时,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。

根据《2021 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示,全年参加基本医疗保险人数 13.64 亿人,同比增加 293 万人,其中参加职工基本医疗保险人数 3.54 亿人,同比增长 967 万人。截至 2021 年末,全国共有医疗卫生机构 103.1 万个,其中医院 3.7 万个;基层医疗卫生机构 97.7 万个,专业公共卫生机构 1.3 万个。

图表 4. 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
我国人口数 (亿人)	13.90	13.95	14.00	14.12	14.13
60 岁以上人口占比 (%)	17.30	17.90	18.13	18.70	18.90
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	11.77	13.45	13.54	13.61	13.64
城镇基本医疗保险支出 (万亿元)	1.44	1.78	2.09	2.10	2.40
城镇居民人均可支配收入 (万元)	3.64	3.93	4.24	4.38	4.74
医疗卫生机构总诊疗人次数 (亿人次)	81.80	84.20	87.40	78.20	85.30
卫生费用 (万亿元)	5.26	5.91	6.58	7.23	—

数据来源: Wind、新世纪评级整理

由于专利药价格高昂,政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出,大力支持和鼓励发展非专利药,从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利

² 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速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致。

药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

疫情短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂、疫苗等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好。国务院、财政部等部门陆续发布了针对支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策，在税收、资金、人力和社保等方面为企业提供帮助。对医药企业等防控重点企业的资金支持力度较强，所发放贷款资金利率较低，对企业财务成本产生正向影响。同时，本次疫情也反映出我国公共卫生体系治理、传染病防治工作等有待完善，中央全面深改委第十二次会议提出，将增加政府向医疗卫生领域的投入。长期来看，医药制造企业在日常运营中仍将持续面临诸多压力。政策方面，政府主导的药品降价、国家基本药物目录或医保药物目录调整、药品集中带量采购、药品招标政策变化均会对公司业务开展产生深远影响。受本次疫情影响，部分企业加大了对防疫或治疗药品相关的研发投入，但投资回报存在较大不确定性，新药开发的前期研发以及产品从研制、临床实验报批到投产的周期长、环节多，易受到一些不可预测因素的影响。

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。2021年1月28日，国务院办公厅发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，明确带量采购的药品、企业与医疗机构范围，合理确定采购数量，完善竞争规则并优化中选规则；同时加强质量保障，加快推进药品生产流通使用全过程追溯体系建设，推动药品集中带量采购工作常态化、制度化开展。2021年6月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知》，在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。通知明确，以降药价为突破口，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；加强新冠肺炎疫情防控工作；推进全民健康信息化建设；增强药品供应保障能力。

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》，正式启动国家医保药品目录调整工作。此次目录调整工作分为准备、申报、专家评审、谈判、公布结果 5 个阶段，历经半年多时间。2021 年 12 月 3 日，2021 版国家医保药品目录正式出台，医保药品目录调整落地。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%，降幅与前期相比基本保持一致，整体降幅保持平稳。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。国家医保局成立至今，每年一次动态调整医保药品目录，累计将 507 种新药、好药纳入目录，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 9 月，国务院办公厅公布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》，发展目标是到 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每年保持在 95% 以上，到 2025 年国家及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 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。

图表 5. 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
2020.3.5	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	共八个部分 28 条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率	健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续
2020.3.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	对药品注册的基本制度、基本原则、基本程序和各方主要责任	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
			务等作出规定	保障药品安全、有效和质量可控
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》	加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等6方面提出26条具体措施	加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制
2020.8.17	国家医保局	《2020年国家医保药品目录调整工作方案》	将与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药、第二批国家组织药品集中采购中选药品，及临床急需的创新药等纳入申报范围；将风险大于收益的药品、国际上普遍撤市的药品、可以被替代的价格高且谈判未成功的独家药品等将被调出目录	有利于新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药，促进药品集中采购，进一步鼓励药创新；将被专家评估认为风险大于收益的药品，还有目录内的一些“僵尸药”，国际上普遍撤市的药品，以及可以被替代、且价格比较贵但谈判失败的独家产品将被调出目录
2020.10.17	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
2020.10.19	国家医保局	《关于印发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合采购办公室	《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，拟中选产品158个	中选药品平均降价52%，采购金额254亿元，集采范围持续扩大
2021.6	国务院办公厅	《关于印发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	以降药价为突破口，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；加强新冠肺炎疫情防控；推进全民健康信息化建设；增强药品供应保障能力
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个品规，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	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

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
			61.71%，	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、抗感染用药及新冠肺炎治疗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》	明确了“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

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

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 2021 年末，我国医药制造企业共计 8,337 家，较上年末增加 167 家。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，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。

该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，已形成一定的品牌知名度和市场认可度。公司为奥硝唑、盐酸左西替利嗪和磷酸盐等原料药国内外主要规模生产的 GMP 企业，国内市场占有率较高；药品制剂方面，公司主要产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家品种，近年来市场拓展情况良好，

在细分领域市场具有较强的竞争优势。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务	流动比率	经营活动产生的现金流量净额
京新药业	33.36	55.85	64.15	24.59	29.75	2.33	3.65
力生制药	10.92	58.38	51.91	15.03	154.54	4.27	1.96
特一药业	7.58	53.03	20.66	38.94	1.90	1.43	2.57
亚宝药业	27.64	61.03	40.77	27.30	5.52	1.79	4.38
方盛制药	15.67	64.05	27.04	51.80	2.41	0.69	1.86
千红制药	18.75	44.46	25.08	15.56	23.78	5.30	1.04
九典制药	16.28	78.50	17.45	37.01	3.35	2.75	1.91

资料来源：各公司定期报告，新世纪评级整理

D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等政策影响较大；（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）药品研发投资回报的不确定性较大。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司洛索洛芬钠凝胶贴膏等集中采购中标产品销售规模大幅增加，带动收入和盈利能力大幅提升。公司盈利主要来源于药品制剂等主业，非经常性损益对其盈利的影响较小。跟踪期内，公司多个产品取得批文，并有多项产品在研发中，长远来看预计能够对现有产品线进行一定补充，有利于增强自身竞争力。

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、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。公司以研发为驱动，致力于实现“制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展。公司主要产品有洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、奥硝唑片及分散片等原料药及口服制剂。

跟踪期内，该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，保持了较高的品牌知名度和市场认可度。公司为奥硝唑、盐酸左西替利嗪和磷酸盐等原料药国内外主要规模生产的 GMP 企业，国内市场占有率较高；药品制剂方面，公司主要产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家品种，近年来市场拓展情况良好，在细分领域市场具有较强的竞争优势。2021 年，公司实现营业收入 16.28 亿元，同比大幅增长 66.40%，主要是公司药品制剂销售规模大幅增加；毛利率为 78.50%，较上年同期上升 3.65 个百分点，主要是高毛利的制剂品种销售占比增加以及植物提取物及其他业务结构持续调整所致。2022 年第一季度，公司实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 61.47%，主要是上年同期

受疫情影响基数较低，且公司药品制剂销售规模持续扩大所致，当期毛利率进一步增至 79.10%。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造业	销售地区以国内为主，部分原料药、药用辅料、植物提取物等出口	纵向一体化	产品/采购/生产/销售/研发等

资料来源：九典制药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	9.24	9.78	16.28	4.49	2.78
其中：核心业务营业收入（亿元）	9.21	9.76	15.81	4.49	2.66
在营业收入中所占比重（%）	99.65	99.75	97.18	99.92	95.67
其中：（1）药品制剂	6.55	7.95	13.59	3.81	2.25
在核心业务收入中所占比重（%）	71.16	81.46	85.89	85.01	84.41
（2）原料药	0.73	0.75	0.77	0.23	0.12
在核心业务收入中所占比重（%）	7.94	7.65	4.86	5.07	4.53
（3）药用辅料	1.58	0.67	1.11	0.32	0.22
在核心业务收入中所占比重（%）	17.16	6.85	7.02	7.16	8.27
（4）植物提取物及其他	0.34	0.40	0.35	0.12	0.07
在核心业务收入中所占比重（%）	3.74	4.05	2.23	2.77	2.79
毛利率（%）	67.48	74.85	78.50	79.10	77.42
其中：药品制剂（%）	84.16	84.74	85.99	86.84	85.60
原料药（%）	54.20	50.56	47.28	44.11	39.28
药用辅料（%）	15.40	26.93	25.41	25.54	29.22
植物提取物及其他（%）	17.69	7.62	15.64	45.28	7.62

资料来源：九典制药

该公司产品品种较为丰富、结构合理。截至 2022 年 3 月末，公司洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪片和泮托拉唑钠肠溶片等 53 个品种共 65 个产品品规进入国家医保目录，其中 2021 年以来盐酸咪达普利片、利伐沙班片、依巴斯汀片、瑞舒伐他汀钙片和厄贝沙坦氢氯噻嗪片 5 个产品获得药品注册证书并进入国家医保目录，销售覆盖面广。在销的参苓口服液、复方南五加口服液和开胃理脾口服液等为国内独家品种，洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪胶囊、塞克硝唑分散片等为独家剂型，能够避免市场中的同质化竞争。

2021 年，该公司药品制剂板块实现销售收入 13.59 亿元，同比增长 70.94%。从规模前五大产品来看，洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片

和盐酸左西替利嗪片/胶囊/口服液为公司集中采购中标产品，2021 年销售收入分别为 8.49 亿元、1.29 亿元和 0.44 亿元，同比分别增长 104.15%、45.39% 和 10.45%；同期奥硝唑片/分散片和琥珀酸亚铁片销售收入分别为 0.95 亿元和 0.25 亿元，同比分别增长 15.43%和 282.11%。整体看，洛索洛芬钠凝胶贴膏和泮托拉唑钠肠溶片整体经营状况较好，是公司当前业绩增长的主要驱动力；奥硝唑片/分散片和盐酸左西替利嗪片 2021 年虽然收入同比有所增长，但主要是 2020 年受疫情、药品集中采购降价及市场竞争等因素影响基数较低所致，与 2019 年相比仍有所下降。关注公司经营情况对单一品种依赖度上升的风险。

图表 9. 2021 年公司销售规模前五大制剂品种

序号	产品	产品用途（适应症）	销售规模（亿元）	同比增幅（%）
1	洛索洛芬钠凝胶贴膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。	8.49	104.15
2	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。	1.29	45.39
3	奥硝唑片/分散片	用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病；男女泌尿生殖道毛滴虫、贾第氏鞭毛虫感染引起的疾病（如阴道滴虫病等）；肠、肝阿米巴虫病（包括阿米巴痢疾、阿米巴肝脓肿），肠、肝变形虫感染引起的疾病；用于预防和治疗各科手术后厌氧菌感染。	0.95	15.43
4	盐酸左西替利嗪片/胶囊/口服液	用于治疗季节性过敏性鼻炎、常年性过敏性鼻炎、慢性特发性荨麻疹。	0.44	10.45
5	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。	0.25	282.11

资料来源：九典制药

该公司通过使用高品质的自产原料药、药用辅料和中药浸膏，制成制剂，形成了从原料药到制剂，从中药提取到中成药的完整产业链。跟踪期内，公司奥硝唑、塞克硝唑、盐酸左西替利嗪等原料药覆盖了国内主要市场，截至 2022 年 3 月末，公司已成功开发了药用辅料 63 个，目前形成了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，药用辅料的竞争优势凸显。

2021 年，该公司原料药实现销售收入 0.77 亿元，同比增长 3.13%；毛利率为 47.28%，同比减少 3.28 个百分点，主要系原材料生产的安全环保要求提高使得成本增长所致。同期药用辅料实现销售收入 1.11 亿元，同比增长 66.31%，主要是上年基数较低所致，与 2019 年相比下降 29.70%，2021 年由原材料价格的上涨，药用辅料毛利率同比减少 1.52 个百分点至 25.41%。

随着仿制药一致性评价政策持续推进，国内仿制药市场更为规范，为具有一定研发优势的制药企业提供了较好机遇。跟踪期内，该公司奥硝唑片（0.5g）、奥硝唑分散片（0.25g）、和奥硝唑片（0.25g）及琥珀酸亚铁片（0.10g）已通过仿制药一致性评价。

图表 10. 公司一致性评价进展情况

序号	药品名称	剂型	规格	适应症	一致性评价研究工作所处阶段	注册分类
1	奥硝唑片	片剂	0.5g	抗菌药	通过一致性评价	化药3
2	奥硝唑分散片	片剂	0.25g	抗菌药	通过一致性评价	化药3
3	奥硝唑片	片剂	0.25g	抗菌药	通过一致性评价	化药3
4	琥珀酸亚铁片	片剂	0.10g	缺铁性贫血	通过一致性评价	化药3

资料来源：九典制药

采购方面，该公司采购主要分为原辅材料、包材及其他物资的采购与生产设备、检测仪器设备、公用工程设备等采购。其中，公司主要原辅包材包括化工原料、原料药、中药材、包材等，针对原材料采购，公司根据生产需求制定采购计划。随着宏阳新厂的逐步投产，原料、辅料逐步上线生产、销售，公司产品结构相应进行调整，低毛利辅料品种正逐步被高毛利原辅料的品种替代。2021年，公司前五大供应商合计采购金额为0.64亿元，占当年采购总额比例为21.08%。

生产方面，该公司主要产品总体采用以销定产的方式组织生产。目前，公司药品制剂和植物提取物的生产基地主要位于长沙浏阳经济技术开发区；公司原料药和药用辅料生产基地主要位于望城经济开发区铜官循环经济工业基地。公司投资建设原料药生产基地建设一期项目和药品口服固体制剂生产线扩建项目为公司IPO的募投项目，已建成投产，公司生产能力显著提高。另外，公司目前主要在建项目为“九典转债”募投项目“外用制剂车间扩产建设项目”，项目预计总投资1.06亿元，使用募集资金0.81亿元，截至2021年末累计投入0.13亿元，全部用于购买四车间生产线的设备，2021年全年实现净利润0.45亿元。后续项目实施效果能否达成预期需持续关注。

销售方面，该公司根据各类产品的不同市场特点，以事业部的形式进行产品销售。目前，公司成立了临床事业部、OTC事业部、原辅料事业部和国际拓展部等部门。其中，临床事业部和OTC事业部负责制剂产品包括处方药及非处方药（OTC产品）销售；原辅料事业部负责原料药、药用辅料、植物提取物的销售；国际拓展部负责原辅料等出口业务。在“两票制”政策影响下，公司逐步调整客户结构并提高采用“合作经销”模式³的比重。2021年，公司前五名客户合计销售金额为5.19亿元，占当年销售总额的比例为31.91%，较上年增加6.20个百分点。由于公司发展了更多具有配送能力的大型经销商客户，经销商客户整体质量有所提高，而客户集中度呈现上升趋势。

该公司是一家研发驱动型企业，持续重视产品研发及技术储备工作，其主导产品及主要品种均为自主研发，并成功实现产业化。公司重点围绕已有品种所形成的特色系列，巩固现有优势品种，且对潜力品种系列形成补充，

³ 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。

根据市场需求不断进行新药研发。截至 2021 年末，公司已取得 113 个药品注册证书，完成了 50 个原料药品种的备案登记，61 个药用辅料批文的备案登记。其中，2021 年公司盐酸咪达普利片、利伐沙班片、依巴斯汀片、瑞舒伐他汀钙片和厄贝沙坦氢氯噻嗪片获得药品批准文号，其中利伐沙班片、依巴斯汀片品种是按照新注册分类 4 申报的品种，视同通过一致性评价。完成转让。目前，公司的酮洛芬巴布膏已经申报生产，吡啶美辛凝胶贴膏进入临床研究。此外，截至 2021 年末，公司已完成 3 个药品注册证书转让，1 个药品注册证书正在转让中，其中厄贝沙坦片（0.15g）、奥硝唑片（0.5g）和奥硝唑片（0.25g）已于 2021 年内完成转让，合计转让合同金额为 0.60 亿元。

图表 11. 2021 年公司新增制剂药品批文情况

序号	药品名称	规格	剂型	药品批准文号	批文有效期限	医保情况
1	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
2	利伐沙班片	10mg	片剂	国药准字 H20213386	2026 年 5 月 18 日	国家医保
3	依巴斯汀片	10mg	片剂	国药准字 H20213555	2026 年 6 月 28 日	国家医保
4	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
5	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

资料来源：九典制药

图表 12. 截至 2021 年末，公司转让药品注册证书情况

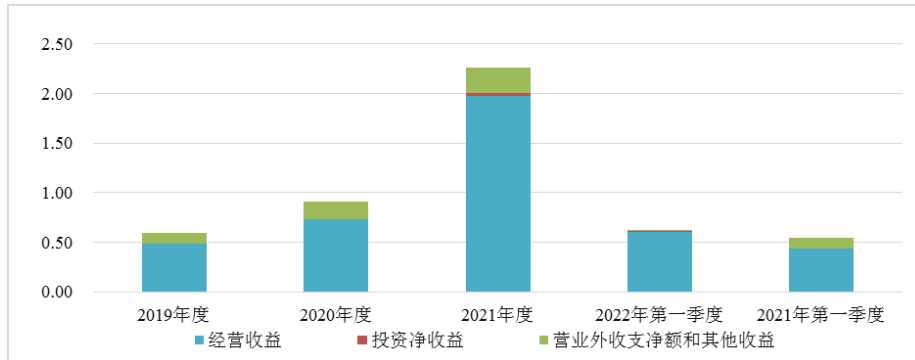
序号	药品名称	规格	受让方	合同签署日期	转让情况
1	厄贝沙坦片	0.15g	山东新华制药股份有限公司	2020 年 4 月 24 日	已完成
2	利伐沙班片	10mg	太阳升（亳州）医药科技有限公司	2021 年 3 月 5 日	转让中
3	奥硝唑片	0.5g	杭州沐源生物医药科技有限公司	2021 年 9 月 30 日	已完成
4	奥硝唑片	0.25g	太阳升（亳州）医药科技有限公司	2021 年 9 月 30 日	已完成

资料来源：九典制药

此外，该公司拥有较为丰富的研发项目储备，截至 2022 年 3 月末，主要在研项目中共有 32 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。2021 年，公司研发投入为 14,626.25 万元，占当期营业收入的 8.99%。在研产品能够对现有产品线进行一定补充，并形成产品系列优势。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 13. 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

跟踪期内, 该公司主要盈利仍来源于主业经营, 2021 年及 2022 年第一季度, 公司实现经营收益分别为 1.98 亿元和 0.61 亿元, 同比分别增长 170.00% 和 39.69%。政府补助仍对盈利有所贡献。

跟踪期内, 该公司营业毛利实现增长, 2021 年及 2022 年第一季度, 公司分别实现营业毛利 12.78 亿元和 3.55 亿元, 同比分别增长 74.53% 和 64.97%。期间费用方面, 随着业务规模的扩大公司期间费用持续上升, 同期分别为 10.38 亿元和 2.87 亿元, 同比分别增长 63.69% 和 71.77%, 期间费用率分别为 63.76% 和 63.82%, 同比分别减少 1.06 个百分点和增加 3.83 个百分点。其中销售费用分别为 8.32 亿元和 2.38 亿元, 同比分别增长 63.40% 和 79.98%, 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增加所致; 研发费用分别为 1.46 亿元和 0.34 亿元, 同比增长 79.07% 和 43.77%, 2021 年主要是公司委托外部研究开发费用大幅增长至 0.48 亿元, 随着新研发项目启动、工艺研究验证项目增加, 以及重点品种一致性评价工作的推进, 未来公司研发支出或将维持在较大规模; 管理费用分别为 0.46 亿元和 0.11 亿元, 整体维持在较小规模; 财务费用分别为 0.13 亿元和 0.04 亿元, 同比分别增长 172.50% 和 297.02%, 主要债务规模上升使得相关利息费用增加。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	9.24	9.78	16.28	4.49	2.78
毛利 (亿元)	6.24	7.32	12.78	3.55	2.15
其中: 药品制剂	5.51	6.74	11.68	3.31	1.92
原料药	0.40	0.38	0.36	0.10	0.05
药用辅料	0.24	0.18	0.28	0.08	0.06
植物提取物及其他	0.06	0.03	0.06	0.06	0.01
期间费用率 (%)	60.42	64.82	63.76	63.82	60.00
其中: 财务费用率 (%)	0.45	0.50	0.82	0.82	0.33

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
全年利息支出总额（万元）	467.63	524.91	1,600.98	—	—
其中：资本化利息数额（万元）	—	—	—	—	—

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，2021年及2022年第一季度，公司实现营业外收入分别为254.33万元和7.21万元，同比分别增长222.30%和下降91.75%，其中2021年主要是稳岗津贴和以工代训等政府补助大幅增加至221.51万元所致。同期，公司实现其他收益分别为2,511.63万元和135.16万元，同比分别增长36.21%和下降86.80%，其中2021年主要是随着公司IPO的募投项目建设完成及一致性评价项目的推进，公司确认的产业振新和技术改造补助、一致性评价研发及产业化补助增加所致。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
投资净收益（万元）	—	—	285.02	50.73	—
其中：理财产品（万元）	—	—	285.02	50.73	—
营业外收入（万元）	82.87	78.91	254.33	7.21	87.34
其中：与企业日常活动无关的政府补助（万元）	7.41	35.63	221.51	5.49	—
其他收益（万元）	1,403.99	1,844.00	2,511.63	135.16	1,023.56

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

跟踪期内，主要受益于主业经营业绩的提升，该公司营业利润和净利润均实现增长。2021年及2022年第一季度，公司实现营业利润分别为2.26亿元和0.62亿元，同比分别增长146.22%和16.48%；实现净利润分别为2.04亿元和0.56亿元，同比分别增长148.29%和20.49%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司将坚持“九转中西、典诺健康”的核心理念，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究和销售成果，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。

管理

跟踪期内，该公司股权关系稳定，进一步建立健全和有效实施内部控制。公司日常关联交易规模有所增加，需关注对经营业绩和财务状况的影响。2021年以来，公司部分高管人员发生变动，但高管团队总体保持稳定。

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 2022 年 3 月末，朱志宏持有公司股份 8,391.00 万股，持股比例为 35.75%，且不存在股权质押情况。

跟踪期内，该公司按照相关法律法规的规定，进一步健全了内部控制管理体系，梳理和完善各项规章制度、业务操作流程，并强化执行有效性，确保内部控制能够涵盖公司层面和业务层面的各个环节。2021 年 1 月，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，跟踪期内公司高管人员未发生变动。

该公司关联交易主要为关联租赁和购买关联方资产。2021 年，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，确认租赁费用合计 91.41 万元，交易价格以市场定价。同期，公司以自有资金购买段立新和段力农合计持有的汇阳信息 100% 股权，合计为 855.95 万元。汇阳信息主要拥有位于长沙的办公楼，不具有独立的生产经营投入和产出功能。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2022 年 5 月 16 日）及相关资料，跟踪期内公司不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。

图表 16. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022/5/16	不涉及	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/24	不涉及	无	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2022/5/24	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2022/5/24	无	无	无	无
安全	公司情况说明	2022/5/24	无	无	无	无

资料来源：根据九典制药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

随着该公司业务规模的扩大以及在建项目持续投入，2021 年末公司债务规模明显增长，财务杠杆有所攀升，但仍保持在较低水平。公司债务仍主要集中于短期，但公司经营创现能力较好，拥有一定的现金类资产，可对即期债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

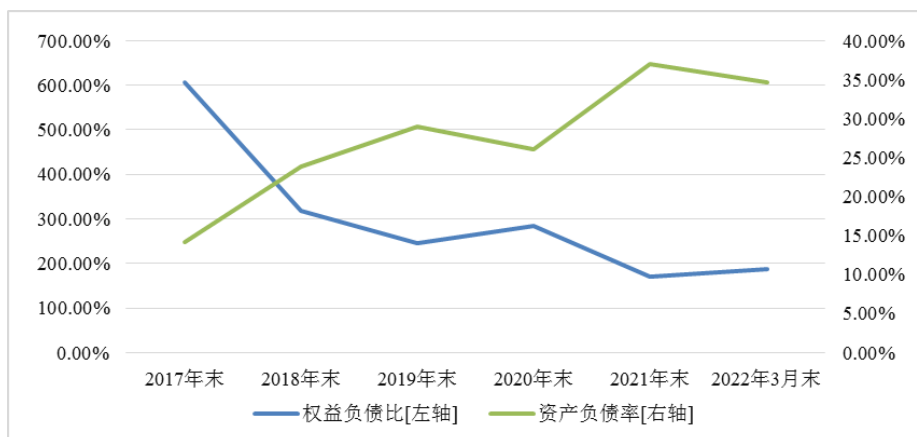
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财务部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2022 年第一季度财务报表未经审计。公司主要子公司及其概况详见附录三。

2021 年，该公司以 855.95 万元收购汇阳信息 100% 股权，公司合并范围子公司增至 4 家。2022 年第一季度，公司并表范围无变化。公司主要子公司及其概况详见附录三。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



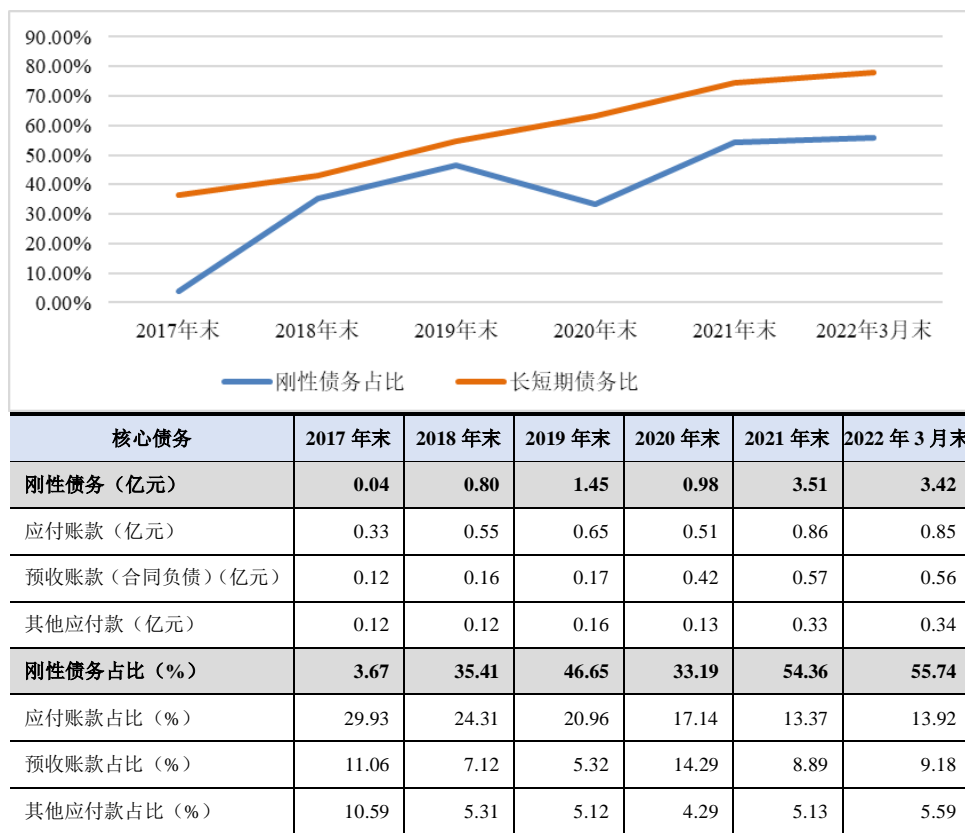
资料来源：根据九典制药所提供数据绘制

权益资本方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 10.99 亿元和 11.56 亿元，较上年末分别增长 31.55% 和 5.12%。其中，实收资本和资本公积稳中略增；受益于业绩增长，未分配利润分别较上年末增长 61.75% 和 12.40% 至 4.51 亿元和 5.07 亿元；另外，2021 年公司发行“九典转债”，增加其他权益工具 0.69 亿元。

跟踪期内，该公司持续推进建设生产项目建设，加上业务规模扩大，推动债务规模有明显增长。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司负债总额分别为 6.46 亿元和 6.14 亿元，上年末分别增长 118.92% 和下降 4.97%，并使得公司资产负债率随之波动，同期末分别为 37.01% 和 34.69%，目前财务杠杆保持在较低水平。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务⁴



资料来源：根据九典制药所提供数据绘制

该公司负债主要为刚性债务，2021 年末占比为 54.36%，其他主要是应付账款、合同负债和其他应付款等。截至 2021 年末，公司应付账款为 0.86 亿元，较上年末增长 70.79%，主要是应付货款较上年末大幅增长 84.76% 至 0.75 亿元所致；合同负债为 0.57 亿元，其中技术开发与转让 0.33 亿元，主要是公司向太阳升（亳州）生物医药科技有限公司转让了利伐沙班片（10mg）的所有技术及与之相关的全部知识产权和其他权利；其他应付款为 0.33 亿元，较上年末增长 158.54%，主要为供应商质保金、代理商保证金等，个人往来款主要系公司员工根据制度报销的未支付费用。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务合计	0.04	0.80	1.45	0.98	3.51	3.42
短期刚性债务合计	0.04	0.50	0.76	0.27	1.27	1.24
其中：短期借款	0.04	0.50	0.65	0.10	0.54	0.54

⁴ 为保证数据可比性，将 2020-2021 年及 2022 年 3 月末合同负债余额于预收账款科目列示。

刚性债务种类	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
应付票据	--	--	0.04	0.09	0.23	0.12
一年内到期长期借款	--	--	0.06	0.08	0.50	0.57
其他短期刚性债务	--	--	0.00	0.00	0.01	0.01
中长期刚性债务合计	--	0.30	0.69	0.71	2.24	2.19
其中：长期借款	--	0.30	0.69	0.71	0.21	0.12
应付债券	--	--	--	--	2.03	2.07

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

跟踪期内，该公司债务期限结构仍以短期为主，2021年末及2022年3月末，公司长短期债务比分别为74.39%和77.96%。

跟踪期内，随着业务规模的扩大、建设项目的推进和研发投入的增加，该公司刚性债务整体呈增长态势，2021年末公司刚性债务为3.51亿元，较上年末增长258.59%，增量主要为发行的“九典转债”。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的长期借款构成，中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成。其中，2021年末短期借款为0.54亿元，较上年末大幅增长416.98%，主要系保证借款和抵押借款大幅增至0.30亿元和0.24亿元所致；应付票据为0.23亿元，全部是银行承兑汇票，较上年末增长141.03%；因长期借款逐步转入一年内，公司一年内到期的长期借款较上年末增长561.18%、长期借款较上年末减少70.12%；应付债券为2021年公司新发行本金为2.70亿元的“九典转债”。2022年3月末公司刚性债务构成较上年末变化较小。

图表 20. 截至2022年3月末公司借款构成（单位：亿元）

银行借款	抵押借款	保证借款	合计
短期借款	0.24	0.30	0.54
一年内到期的长期借款	0.31	0.27	0.57
长期借款	0.12	--	0.12
合计	0.66	0.57	1.23

资料来源：九典制药

2022年3月末，该公司银行借款合计1.23亿元，主要是抵押借款和保证借款，同期末分别占比53.66%和46.34%，其中抵押物是公司的房产和土地。该公司银行借款融资成本在4~6%的区间内。截至2022年3月末，公司1年以内、1~2年、2~3年和3年以上刚性债务占比分别为33.67%、2.84%、0.80%和62.69%，期限结构基本满足了自身经营与长期资产投入需要。

图表 21. 公司2022年3月末刚性债务融资成本/利率区间与期限结构（单位：万元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年（不含2年）	2~3年（不含3年）	3年以上
3%以内	—	—	—	20,656.62
4%~5%（不含5%）	10,643.79	—	—	—

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3年以上
5%~6% (不含6%)	451.00	937.00	263.00	—
合计	11,094.79	937.00	263.00	20,656.62

资料来源：九典制药（含银行借款和应付债券）

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业周期(天)	168.93	159.70	197.03	269.81	238.05	—
营业收入现金率(%)	108.61	111.92	114.21	112.35	107.97	108.55
业务现金收支净额(亿元)	2.73	5.20	7.09	8.58	14.49	3.54
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.92	-4.52	-6.18	-7.08	-12.58	-3.56
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	0.80	0.68	0.91	1.50	1.91	-0.02
EBITDA(亿元)	0.94	1.03	1.01	1.45	2.97	—
EBITDA/刚性债务(倍)	7.80	2.47	0.90	1.20	1.32	—
EBITDA/利息支出(倍)	138.36	79.85	21.69	27.66	18.54	—

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。

该公司经营收现能力整体较好，2021年及2022年第一季度，营业收入现金率分别为107.97%和108.55%。2021年，公司经营性现金流净额同比增长27.25%至1.91亿元，主要是公司业务规模扩大使得销售商品、提供劳务收到的现金同比增长59.91%至17.57亿元所致。2022年第一季度，公司购买商品、接受劳务支付的现金以及推广费等费用（计入支付其他与经营活动有关的现金）大幅增加，使得经营活动净现金流同比减少0.15亿元至-0.02亿元。

2021年，该公司EBITDA为2.97亿元，主要来源于同期的利润总额及固定资产折旧费用。因公司列入财务费用的利息支出较上年大幅增加，2021年EBITDA对利息支出的保障程度有所下滑，为18.54倍；同期EBITDA对刚性债务的覆盖程度同比小幅上升，为1.32倍，总体对公司利息支出与刚性债务的保障程度较好。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	—	0.01	—	—	-1.04	1.01

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
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	-0.98	-2.57	-1.79	-0.78	-1.26	-0.16
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	—	—	—	—	—
投资环节产生的现金流量净额	-0.98	-2.56	-1.79	-0.78	-2.30	0.85

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

该公司持续进行在建项目建设，2021年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长60.72%至1.26亿元，另外因理财产品投资部分尚未收回使得回收投资与投资支付净额-1.04亿元，使得当年公司投资环节产生的现金流量净额为-2.30亿元。2022年第一季度，公司投资环节现金流净额为0.85亿元，同比大幅增加1.08亿元，主要是当期收回较多理财产品及项目投资减少所致。随着经营规模扩大以及产品品种增加，为解决产能瓶颈，提升供货能力，公司在建设生产项目方面持续投入。其中，公司IPO的募投项目原料药生产基地建设一期项目和药品口服固体制剂生产线扩建项目投资规模较大，目前均已建设完成。此外，为满足自身研发驱动的战略发展及业务需要，公司拟投资建设新药研发项目和外用制剂车间扩产项目，预计总投资金额2.37亿元，其中募集资金投入1.89亿元，自筹资金投入0.48亿元，建设周期分别为5年和1年，中短期内公司投资环节产生的现金流量仍将持续净流出。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	2.68	-0.16	-0.15	-0.14	2.53	0.00
债务类净融资额	-0.25	0.76	0.60	-0.52	0.31	-0.04
其中：现金利息支出	0.01	0.01	0.05	0.05	0.05	0.02
筹资环节产生的现金流量净额	2.43	0.60	0.45	-0.66	2.84	-0.04

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2021年，该公司筹资活动产生的现金流量净额为2.84亿元，同比增加3.50亿元，主要是公司发行“九典转债”使得吸收投资收到的现金增加2.70亿元所致。2022年第一季度筹资活动产生的现金流转为净流出状态，为-0.04亿元，主要系偿还债务较多债务所致。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	5.19	4.66	4.54	5.04	10.20	10.48

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
	67.43%	49.40%	42.36%	44.54%	58.46%	59.25%
其中：现金类资产（亿元）	3.36	2.06	1.49	1.50	5.12	4.87
应收账款（亿元）	0.82	1.12	1.31	1.64	2.49	2.86
存货（亿元）	0.96	1.09	1.36	1.53	2.14	2.48
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	2.51	4.77	6.18	6.27	7.25	7.21
	32.57%	50.60%	57.64%	55.46%	41.54%	40.75%
其中：固定资产（亿元）	1.31	3.51	5.34	5.08	5.89	5.99
在建工程（亿元）	0.43	0.54	0.02	0.25	0.18	0.02
无形资产（亿元）	0.52	0.53	0.52	0.51	0.77	0.76
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.24	1.01	2.38	2.25	2.44	2.43
受限资产账面余额/总资产（%）	3.11	10.71	22.17	19.87	14.00	13.72

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司资产规模增速较快，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产总额分别为 17.45 亿元和 17.69 亿元，较上年末分别增长 54.35% 和 1.39%。

跟踪期内，该公司流动的资产增长较快，公司资产结构转为以流动资产为主。2021 年末公司流动资产余额较上年末增长 102.59% 至 10.20 亿元，主要由现金类资产、应收账款和存货构成。其中，2021 年末公司现金类资产余额 5.12 亿元，主要包括货币资金余额 3.98 亿元和交易性金融资产 1.00 亿元，其中受限货币资金为 0.22 亿元，主要是银行承兑汇票保证金及资金冻结；同期末应收账款为 2.49 亿元，较上年末增长 51.48%，主要是经营规模扩大所致，2021 年末账龄一年以内的占比 91.84%，公司合计计提坏账准备 0.18 亿元，同期末公司应收账款余额前五名合计 0.39 亿元，占应收账款的比例为 14.66%，近年来公司发展了更多具有配送能力的大型经销商客户，经销商客户整体质量有所提高，应收账款回笼风险相对可控；2021 年末，公司存货余额为 2.14 亿元，较上年末增长 40.07%，主要是业务规模扩大公司相应增加原材料备货以及技术转让及服务的合同履行成本增加所致，公司存货主要为库存商品和原材料，期末分别为 0.79 亿元和 0.70 亿元。2022 年 3 月末，流动资产为 10.48 亿元，较上年末变化不大，其中货币资金较上年末增长 18.64% 至 4.73 亿元；应收账款较上年末增长 14.80% 至 2.86 亿元；存货较上年末增加 15.51% 至 2.48 亿元，主要原因是公司原材料增长 33.77% 至 1.08 亿元所致。其他科目虽有变动但影响较小。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 7.25 亿元，较上年末增长 15.60%，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。其中，公司固定资产主要为房屋、建筑物和机械设备，2021 年末较上年末增长 15.82% 至 5.89 亿元，而在建工程较上年末下降 27.02% 至 0.18 亿元，主要是公司车间生产线及生产线改造项目完工转固所致。同期末，公司无形资产为 0.77 亿元，较上年末增长

51.49%，主要是土地使用权、软件和商标金额增加所致。2022年3月末，公司非流动资产较上年末基本持平，其中固定资产较上年末增长 1.68%至 5.99 亿元而在建工程较上年末减少 87.56%至 0.02 亿元，主要系完工项目转固所致。其他科目虽有变动，但影响较小。

截至 2022 年 3 月末，该公司合并口径受限资产账面价值合计 2.43 亿元，受限比例为 13.73%。公司受限资产主要由开立保证金受限的货币资金、开立银行借款抵押的固定资产和无形资产等构成。其中，公司以房产和土地为抵押物，分别向长沙银行和兴业银行签订了借款合同，期末合计借款金额为 0.66 亿元。

图表 26. 截至 2022 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	0.18	票据保证金及资金冻结
固定资产	2.16	银行借款抵押
无形资产	0.09	银行借款抵押
合计	2.43	—

资料来源：九典制药

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	648.77	296.51	226.47	278.30	275.47	303.98
速动比率（%）	526.45	222.18	157.07	190.36	215.79	227.87
现金比率（%）	420.19	130.84	74.21	82.70	138.32	141.26

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 275.47% 和 303.98%，速动比率分别为 215.79% 和 227.87%，现金比率分别为 138.32% 和 141.26%。其中 2022 年 3 月末公司货币资金增加，公司流动比率、速动比率和现金比率有所上升。整体而言，公司经营创现能力较好，融资渠道畅通，仍有一定规模尚未使用银行授信，可为债务偿付形成一定保障。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司存在一项重大未决诉讼。公司和湖南普道医药技术有限公司与太阳升（亳州）生物医药科技有限公司（简称“太阳升医药科技”）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 8 月 26 日，太阳升医药科技向安徽省亳州中级人民法院提起诉讼；2021 年 8 月 27 日，公司向湖南省长沙市中级人民法院提起诉讼，经法院裁定，冻结太阳升医药科技存款 1,300 万元，

冻结公司存款 1,300 万元。截至 2022 年 3 月末，本案已进行一次开庭，该诉讼尚未判决。

截至 2022 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

7. 集团本部财务质量

截至 2021 年末，该公司本部资产总额为 15.67 亿元，其中流动资产 9.83 亿元，以货币资金、应收账款和存货为主，期末分别为 3.59 亿元、2.50 亿元和 1.24 亿元。公司本部非流动资产以长期股权投资和固定资产为主，2021 年末本部非流动资产 5.84 亿元，其中长期股权投资主要系对 4 家全资子公司的投资，期末余额为 2.88 亿元；固定资产 2.39 亿元，主要是房屋、建筑物和机械设备为主。

截至 2021 年末，该公司本部负债总额为 4.17 亿元，因“九典转债”发行转为以非流动负债为主。期末，公司本部刚性债务 2.19 亿元，主要为公司应付债券；合同负债 0.40 亿元，主要是当期公司向太阳升（亳州）生物医药科技有限公司转让了利伐沙班片（10mg）的所有技术及与之相关的全部知识产权和其他权利；其他应付款为 0.31 亿元，主要是供应商质保金、代理商保证金。

该公司本部从事医药产品的研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。2021 年，公司本部实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 69.09%；实现净利润 2.19 亿元，同比增长 152.04%。同期公司实现经营性现金流净额 1.52 亿元。

整体看，该公司资产和业务经营主要集中于本部，跟踪期内整体经营状况较好，拥有一定的货币资金，经营性现金回笼情况较好，能够为到期债务偿付提供一定支撑。

外部支持因素

截至 2022 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 3.15 亿元，其中已使用规模 1.80 亿元，尚未使用规模 1.35 亿元。公司作为上市公司，能获得一定金融机构信贷支持，主要是兴业银行、中国光大银行、上海浦东发展银行等。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	尚未使用授信规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	3.15	1.35	4~5.145%	保证、抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	—	—	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

该公司本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。“九典转债”转股期的起止日期为：2021年10月8日至2027年3月31日。

本次发行的可转债的初始转股价格为26.48元/股，该公司于2022年5月17日召开2021年度股东大会，审议通过了《关于公司2021年度利润分配预案的议案》，2021年度权益分派方案为：以公司实施2021年度利润分配及资本公积金转增股本方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币2.61元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增4股，未分配利润结转以后年度。根据本次可转债募集说明书以及证监会关于可转换公司债券发行的有关规定，调整后的“九典转债”的转股价格为18.70元/股，调整后的转股价格自2022年5月27日（除权除息日）起生效。

在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）或配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。

此外，当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。

本次发行可转换公司债券预案中亦制定了转股价格向下修正条款、转股股数的确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法、赎回条款、回售条款和转股后的股利分配等，详见该公司本次发行的上市公告书和募集说明书。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权关系稳定，进一步建立健全和有效实施内部控制。公司日常关联交易规模有所增加，需关注对经营业绩和财务状况的影响。2021年以来，公司部分高管人员发生变动，但高管团队总体保持稳定。

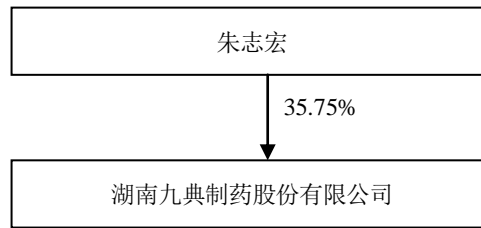
跟踪期内，该公司洛索洛芬钠凝胶贴膏等集中采购中标产品销售规模大幅增加，带动收入和盈利能力有所提升，是公司业绩增长的主要驱动力。公司盈利主要来源于药品制剂等主业，非经常性损益对其盈利的影响较小。跟踪期内，公司多个产品拿到批文，并有多项产品在研发中，长远来看预计能够对现有产品线进行一定补充，有利于增强自身竞争力。

随着公司业务规模的扩大以及在建设项目持续投入，2021年末公司债务

规模明显增长，财务杠杆有所攀升，但仍保持在较低水平。公司债务仍主要集中于短期，但公司经营创现能力较好，拥有一定的现金类资产，可对即期债务偿付提供一定保障。

附录一：

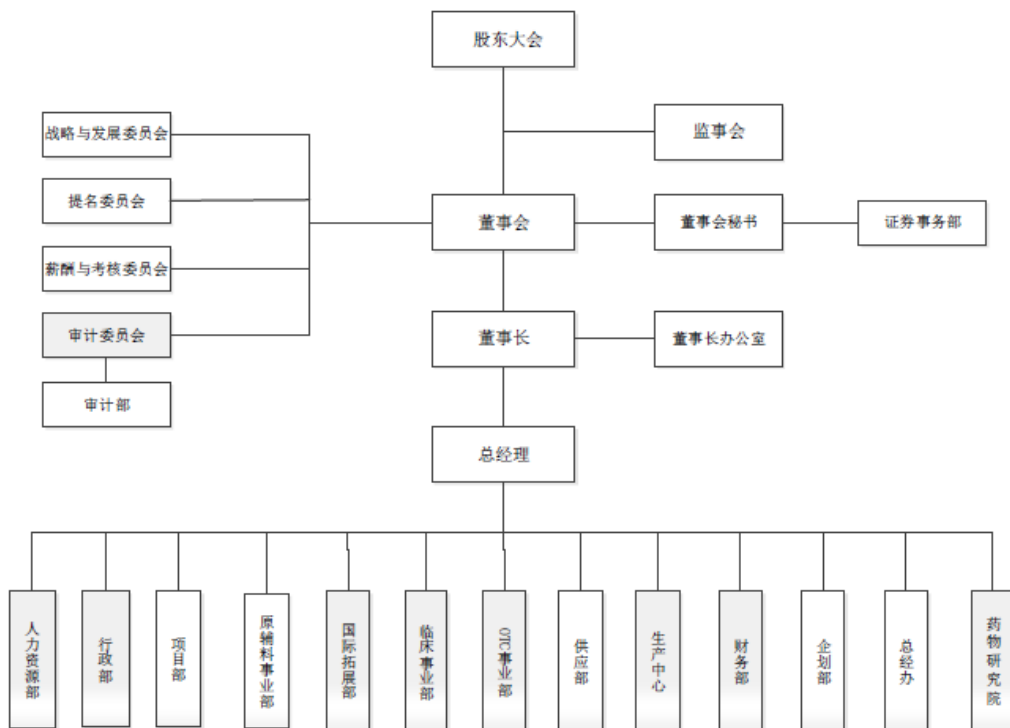
公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2022 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绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

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	2021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	
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	2.27	11.50	14.21	2.19	1.52	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	0.18	0.03	0.11	-0.08	0.11	
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	1.07	2.45	2.52	0.08	0.27	
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	0.02	0.16	-0.01	0.01	
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	0.10	0.02	0.01	-0.01	

注：根据九典制药 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	10.72	11.31	17.45	17.69
货币资金[亿元]	1.32	1.35	3.98	4.73
刚性债务[亿元]	1.45	0.98	3.51	3.42
所有者权益[亿元]	7.62	8.36	10.99	11.56
营业收入[亿元]	9.24	9.78	16.28	4.49
净利润[亿元]	0.55	0.82	2.04	0.56
EBITDA[亿元]	1.01	1.45	2.97	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.91	1.50	1.91	-0.02
投资性现金净流入量[亿元]	-1.79	-0.78	-2.30	0.85
资产负债率[%]	28.94	26.09	37.01	34.69
权益资本与刚性债务比率[%]	526.47	853.53	313.12	337.81
流动比率[%]	226.47	278.30	275.47	303.98
现金比率[%]	74.21	82.70	138.32	141.26
利息保障倍数[倍]	13.60	18.31	15.13	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	197.03	269.81	238.05	—
毛利率[%]	67.48	74.85	78.50	79.10
营业利润率[%]	6.81	9.38	13.87	13.90
总资产报酬率[%]	6.31	8.72	16.84	—
净资产收益率[%]	7.44	10.30	21.11	—
净资产收益率*[%]	7.44	10.30	21.11	—
营业收入现金率[%]	114.21	112.35	107.97	108.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	50.74	78.63	69.24	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-32.95	23.69	-8.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	21.69	27.66	18.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.90	1.20	1.32	—

注：表中数据依据九典制药经审计的2019~2021年度及未经审计的2022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]

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 级，CCC 级以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	9
		盈利能力	4
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	5
		流动性	5
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			A ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2020年6月28日	A ⁺ 稳定	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月11日	A ⁺ 稳定	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	A ⁺ 稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—
债项评级	历史首次评级	2020年6月28日	A ⁺	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月11日	A ⁺	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	A ⁺	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 医药制造行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（医药制造）MX-GS002（2019.8）	—

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。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。