

湖南九典制药股份有限公司

创业板向不特定对象发行可转换公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011005】

评级对象: 湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券

主体信用等级: A

评级展望: 稳定

债项信用等级: A

计划发行: 不超过 2.7 亿元 (含)

本期发行: 不超过 2.7 亿元 (含)

存续期限: 不超过 6 年 (含)

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 6 月 28 日

发行目的: 新药研发、外用制剂扩产项目及补充流动资金
偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	1.25	1.13	1.16	1.04
刚性债务	0.04	0.50	0.65	0.50
所有者权益	6.70	7.40	7.93	7.99
经营性现金净流入量	0.51	0.42	0.72	0.13
合并口径数据及指标:				
总资产	7.69	9.43	10.72	10.52
总负债	1.09	2.25	3.10	2.83
刚性债务	0.04	0.80	1.44	1.35
所有者权益	6.60	7.18	7.62	7.69
营业收入	5.35	8.01	9.24	1.60
净利润	0.69	0.72	0.55	0.07
经营性现金净流入量	0.80	0.68	0.91	0.15
EBITDA	0.94	1.03	1.01	-
资产负债率[%]	14.16	23.86	28.94	26.89
权益资本与刚性债务 比率[%]	16,506.38	901.20	527.25	567.54
流动比率[%]	648.77	296.51	226.47	273.45
现金比率[%]	420.19	130.84	74.21	80.46
利息保障倍数[倍]	114.81	62.36	13.60	-
净资产收益率[%]	13.94	10.44	7.44	-
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	105.70	57.56	50.74	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-19.00	-112.60	-32.95	-
EBITDA/利息支出[倍]	138.36	79.85	21.69	-
EBITDA/刚性债务[倍]	7.80	2.47	0.90	-

注: 根据九典制药经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
李一 liyi@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

评级观点

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。公司原料药和药用辅料的供应及质量保障程度较高, 且具有一定的成本优势。
- 研发实力较强。九典制药重视产品研发及技术储备, 主导产品及主要品种均为自主研发, 并成功实现产业化。公司研发实力较强, 且拥有较为丰富的研发项目储备。

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。九典制药的研发投入逐年增加, 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废水、废气、废渣及其他污染物, 若污染物排放出现不符合国家环保政策规定, 将面临被国家有关部门处罚、责令关闭或停产的可能。此外, 医药产品关系到社会公众健康, 公司面临持续的产品质量控制压力。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



湖南九典制药股份有限公司
创业板向不特定对象发行可转换公司债券
信用评级报告

概况

1. 发行人概况

湖南九典制药股份有限公司（以下简称“九典制药”、“该公司”或“公司”）系由湖南九典制药有限公司整体变更的方式设立的股份有限公司，于2015年1月26日在长沙市工商行政管理局办理了工商变更登记手续。公司于2017年10月在深圳证券交易所创业板挂牌上市交易，股票代码300705。截至2020年3月末，公司注册资本为人民币23,468.00万元，第一大股东朱志宏先生持有其37.16%的股权，为实际控制人。

该公司主营业务为医药产品的研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。公司产品系列较为丰富，涵盖抗感染药、抗过敏药、消化系统药、呼吸系统药、心脑血管药、妇科药、补益类、外用贴膏剂等领域，主导产品为洛索洛芬钠凝胶膏、盐酸左西替利嗪、奥硝唑、地红霉素等原料药及口服制剂。公司生产的原料药、药用辅料、植物提取物一方面用于公司药品制剂生产，另一方面销售给其他国内外医药生产企业等客户。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司于2020年4月17日召开的第二届董事会第十一次会议审议通过，经2020年5月8日召开的2019年度股东大会决议通过，公司拟发行可转换为公司A股股票的可转换公司债券。本次发行可转债的总规模不超过人民币2.70亿元（含），期限为自发行之日起六年，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。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过2.70亿元人民币（含）
本期发行规模:	不超过2.70亿元人民币（含）
本次债券期限:	不超过6年（含）

债券利率:	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	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
交换标的:	九典制药的股票(300705.SZ)
转股期限:	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
转股价格的确定及其调整:	<p>1、本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。同时, 初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值</p> <p>2、在本次发行之后, 当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, 将进行转股价格的调整</p>
转股价格向下修正:	<p>1、在本可转债存续期间, 当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时, 公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决</p> <p>上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时, 持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。同时, 修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值</p> <p>2、若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算, 在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算</p>
转股股数确定方式:	本次发行的可转换公司债券持有人申请转股时, 转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格, 并以去尾法取一股的整数倍。
赎回条款:	<p>1、本次发行的可转债期满后五个交易日内, 公司将赎回全部未转股的可转债, 具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>2、本次可转债发行期间内, 如下描述情况任意一种出现时, 发行人有权按债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或者部分未转股的可转债: (1) 在转股期内, 如果标的股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%); (2) 本次可转换债券未转股余额不足3,000万元时</p>
回售条款:	<p>1、在本次发行的可转债最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。</p> <p>若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、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)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。</p> <p>本次发行的可转债最后两个计息年度内, 可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不能再行使回售权, 可转债持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>2、若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 该次附加回售申报期内不实施回售的, 不能再行使附加回售权。</p>
增级安排:	无

资料来源: 九典制药

该公司尚未发行过债券及债务融资工具。

(2) 募集资金用途

该公司本次发行的募集资金总额（含发行费用）不超过 2.70 亿元（含），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，分别拟使用募集资金 10,834.00 万元、8,113.06 万元和 8,052.94 万元。本次募集资金到位前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
新药研发	13,115.00	10,834.00
外用制剂车间扩产建设项目	10,611.54	8,113.06
补充流动资金	8,052.94	8,052.94
合计	31,779.48	27,000.00

资料来源：九典制药

1、新药研发项目

新药研发项目的产品均为该公司自主研发的改良型新药，主要包括 PDX-02、PDX-03、PDX-04 等，公司拟通过新药研发项目的实施加快改良型新药研发和产业化进程，完善和丰富公司产品功能和品类，为公司未来业务持续发展奠定坚实的基础。该项目实施主体为九典制药，项目建设周期为 5 年，预计总投资 13,115.00 万元，其中募集资金投入 10,834.00 万元。

项目建设的可行性方面，该公司已具有较丰富的研发技术储备、拥有较专业的研发团队、建立了较完善的研发管理体系，且项目主要产品市场前景广阔。疼痛是人类最常见的痛苦之一，也是临床最常见、患者最难忍受的症状之一。数据显示，全球成人慢性疼痛的平均发病率约为 30%，我国至少有八九千万神经病理性慢性疼痛患者，慢性疼痛困扰数亿患者人群，而且呈增长态势。从全球来看，无论是非处方药还是处方药，非甾体抗炎药是临床上使用最广的一类，根据 DecisionResources 公司的数据，2013 年全球 7 大主要医药市场疼痛治疗市场市值约为 365 亿美元，2028 年市场规模约为 380 亿美元。该项目中新研发的改良型新药主要为非甾体抗炎镇痛药，PDX-02 以其高效、低毒、副作用低、耐受性好而成为非甾体消炎镇痛药的优秀品种；PDX-03 理化性质非常适合做凝胶贴膏剂，局部使用后，贴敷部位骨骼肌、关节腔、关节滑液药物浓度高于口服给药；PDX-04 是一种新型非甾体抗炎药，属于 2-芳基丙酸家族的成员，同时也是一种外消旋体药，具有良好的镇痛、抗炎功效。

需要关注的是，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、外用制剂车间扩产项目

本次部分募集资金拟用于外用制剂扩产项目，通过扩大凝胶贴膏等外用制剂产品产能，进一步满足下游快速增长的市场需求，提高公司占有率，同时可有效优化公司产品结构，提高公司综合盈利能力。该项目建设主体为九典制药，项目建设周期为12个月，预计总投资10,611.54万元，其中募集资金投入8,113.06万元。

项目建设的可行性方面，该公司已建立了较完善的质量管理体系、拥有较强的营销网络优势、拥有较优秀的管理团队，且项目产品具有良好的市场前景。随着人民生活水平的提高、保健意识的增强以及新型医疗技术的发展，国民就诊率不断提高，带来了医药市场的繁荣。我国化学药品制剂主要面向国内市场，对象为我国医药产品市场80%以上的医院临床终端需求。近年来，公共医疗投入明显增加，长期压抑的需求正在逐步释放，从而使得医药终端市场的制剂产品直接受益，国家统计局数据显示，2018年我国规模以上化学药品制剂制造企业主营业务收入达到8,715.40亿元，同比增长4.49%。未来，伴随着我国人口基数的不断增加、人口老龄化问题加剧、城市化进程加快、人们对医疗保健的重视程度越来越高以及国家医疗卫生体制改革的不断深化，我国药品消费需求将进一步扩大。下游消费领域的快速增长为该项目外用制剂产品带来了广阔的市场空间。

需要关注的是，投资项目实施效果能否达成预期等都存在着一定的不确定性。该公司产能扩张后，可能由于宏观经济形势、产业政策、销售渠道及市场开拓情况、竞争环境、竞争对手的发展、市场容量、新的替代产品的出现、生产经营、产品价格变动等方面发生重大不利变化，导致产品销售未达预期目标，从而募集资金投资项目不能产生预期的经济效益，投产后新增固定资产折旧将大幅增加，都将对公司经营业绩带来一定的不利影响。

3、补充流动资金

此外，为满足自身业务发展对流动资金的需求，该公司拟使用本次募集资金中的8,052.94万元补充流动资金。其必要性主要是：公司业务拓展需要持续的流动资金，持续的研发投入亦需要充足的流动资金保障，同时补充流动资金有利于优化公司资本结构，改善财务状况。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期

还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。整体而言，我国医药制造行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

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。根据国家统计局数据显示，2011~2017 年度，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05

亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%，总体呈现出良好的运营趋势。

2018 年度，我国医药制造业¹实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速提升 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，增速下降 8.3 个百分点。2019 年度，我国医药制造业²规模以上企业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%；利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%。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的影响，我国医药制造业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

2020 年第一季度，我国医药制造业规模以上企业实现营业收入 5018.70 亿元，同比减少 8.90%；利润总额 614.10 亿元，同比减少 15.70%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。

图表 3. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。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

¹ 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，与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

² 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

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《2018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13.45亿人,同比增加1.68亿人,其中参加城乡居民基本医疗保险人数8.97亿人,同比增加0.24亿人。全年资助4,972万人参加基本医疗保险,医疗救助3,825万人次。当年末全国共有医疗卫生机构100.4万个,其中医院3.2万个,全年总诊疗人次84.2亿人次。

图表 4. 2014年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
我国人口数(亿人)	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60岁以上人口占比(%)	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90	18.13
城镇基本医疗保险参保人数(亿人)	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45	—
城镇基本医疗保险支出(千亿元)	8.13	9.31	10.77	14.42	—	—
城镇居民人均可支配收入(万元)	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
国医疗卫生机构总诊疗人次数(亿人次)	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20	77.45
卫生费用(万亿元)	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91	—

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。

B. 政策环境

近年来,医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。涉及药品生产、流通、使用等方面的相关政策陆续实施:优先评审药品注册政策落实,加快了药品的研发上市进程;仿制药一致性评价政策

持续推进，相关配套政策如带量采购政策与各地挂网政策连续出台，有利于仿制药质量整体提升和产业集中度提高；国家医保局正式挂牌成立，集中采购、医保谈判、医保统筹等多项医保政策的实施，将统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”改革；“两票制”在全国范围内全面推开，促进医药流通行业整合加速；分级诊疗、新版国家基药目录、临床路径的逐步推广也正在推动行业变革。

《中华人民共和国药品管理法》于2019年8月完成修订，2019年12月1日起施行。管理法鲜明地提出药品管理应当以人民健康为中心，坚持风险管理，将风险管理理念贯穿于药品研制、生产、经营、使用、上市后管理等各个环节。鼓励研究和创制新药，全面实施药品上市许可持有人制度，从药物警戒、监督检查、信用管理、应急处置等方面强化了药品全生命周期管理理念的落实，加大了对违法行为的处罚力度。

2019年以来，一致性评价工作稳步推进，注射剂一致性评价工作提速。2019年3月，为规范仿制药审评和一致性评价工作，优化工作程序，保证公平、公正、公开，国家药品监督管理局组织制定了《化学仿制药参比制剂遴选与确定程序》。2019年10月，国家药监局组织起草了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》、《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。

药品采购方面，2019年1月，国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》，按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，在总结评估试点工作的基础上，逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。2019年9月，国家医保局发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》，组织药品集中采购和使用试点中选的25个通用名药品，扩大国家组织药品集中采购和使用试点区域范围。2019年11月，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》，推动试点落地见效，深化三医联动改革，要求12月底前，各省份要全面执行国家组织药品集中采购和使用改革试点5种药品的采购和使用政策。2019年12月，联合采购办公室印发的《全国药品集中采购文件（GY-YD2019-2）》，开展33个药品品种的第二批带量采购工作。

此外，为进一步提高参保人员用药保障水平，规范医保用药管理，国家医保局于2019年4月公布了《2019年国家医保药品目录调整工作方案》。调入的西药和中成药优先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等，中药饮片采用准入法管理。2019年8月，国家医疗保障局、人力资源社会保障部发布《关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录的通知》。同时，严格支付管理，原则上按照通过一致性评价的仿制药价格水平对原研药和通过一致性评价仿制药制定统一的支付标准；明确地方权限，不得自行制定或增补品种，也不

得自行调整目录内药品限定支付范围。2019年11月，国家医保局、人力资源社会保障部发布《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，公布了谈判药品准入结果，共97个药品谈判成功并确定了支付标准。其中，新增药品70个，价格平均下降60.7%；续约成功药品27个，价格平均下降26.4%。经过常规准入和谈判准入后，2019年国家医保药品目录调整全面完成，最终收录药品2,709个。与2017版目录相比，调入药品218个，调出药品154个，净增药品64个。

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。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，行业集中度将进一步提升。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。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标 (产品或业务类别)		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	36.47	65.08	56.25	34.03	10.28	196.87	5.35
力生制药	16.15	72.28	52.73	16.23	164.05	373.11	2.68
特一药业	9.21	59.34	22.57	48.91	1.18	120.95	2.22
亚宝药业	30.42	63.57	43.13	36.83	2.92	140.33	4.25
方盛制药	10.94	72.61	19.95	39.73	3.68	93.59	1.63
千红制药	16.75	47.87	29.34	20.50	6.77	385.49	1.62
九典制药	9.24	67.48	10.72	28.94	5.44	226.47	0.91

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、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

2. 业务运营

该公司系一家集制剂、原料药、药用辅料和植物提取物四大业务类别的研发、生产和销售为一体化的综合性制药企业。公司产品系列较丰富，涵盖的治疗领域广泛，重点产品市场份额位居细分行业前列。公司多数制剂产品使用自产的原料药、药用辅料进行生产，使其具备一定的质量和成本优势。

近年来，该公司不断加大市场开拓力度，经营规模不断扩大，多个新产品拿到批文并实现产业化，成为新的业务增长点。其中，2018 年底两票制已得到全面推广执行，公司合作经销模式下的收入占比增加，当期营收规模增幅较大，但需要承担的市场推广费用亦相应增加，因此收入的快速增长对公司利润的影响较为有限。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，公司研发投入持续加大，短期内对公司盈利产生一定影响。长远而言，公司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，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。公司产品系列丰富，涵盖抗感染药、抗过敏药、消化系统药、呼吸系统药、心脑血管药、妇科药、补益类、外用贴膏剂等领域，主导产品洛索洛芬钠凝胶膏、盐酸左西替利嗪、奥硝唑、地红霉素等原料药及口服制剂市场份额位居细分行业前列。公司生产的原料药、药用辅料、植物提取物一方面用于公司药品制剂生产，保证了公司制剂产品的质量和成本优势，另一方面销售给其他国内外医药生产企业等客户，拓宽了公司主营业务范围，增强了公司行业影响力。

图表 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	5.35	8.01	9.24	1.60
其中：核心业务营业收入（亿元）	5.33	8.01	9.21	1.60
在营业收入中所占比重（%）	99.81	100.00	99.65	99.72
其中：（1）药品制剂	2.90	5.05	6.55	1.15
在核心业务收入中所占比重（%）	54.33	63.01	71.16	72.10
（2）原料药	0.73	0.88	0.73	0.20
在核心业务收入中所占比重（%）	13.72	11.04	7.94	12.69
（3）药用辅料	1.21	1.75	1.58	0.15
在核心业务收入中所占比重（%）	22.63	21.82	17.16	9.61
（4）植物提取物及其他	0.50	0.33	0.34	0.09
在核心业务收入中所占比重（%）	9.31	4.12	3.74	5.60
毛利率（%）	51.93	59.61	67.48	68.62
其中：药品制剂（%）	76.43	81.91	84.16	85.25

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
原料药 (%)	45.16	42.13	54.20	35.59
药用辅料 (%)	13.22	12.33	15.40	24.81
植物提取物及其他 (%)	12.37	15.78	17.69	7.35

资料来源：九典制药

2017~2019 年度，该公司分别实现营业收入 5.35 亿元、8.01 亿元和 9.24 亿元，年复合增长率为 31.48%。其中，2018 年公司营业收入同比增长 49.93%，其中药品制剂销售收入从 2017 年的 2.90 亿元增至 2018 年的 5.05 亿元，主要是当期合作经销模式收入占比增加，低毛利率的招商代理模式收入减少，使得营收规模出现较大增幅；2019 年公司营业收入同比增长 15.31%，主要是公司不断加大市场开拓力度，同时 2018 年上市的新产品洛索洛芬钠凝胶膏销售规模增长所致。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 1.60 亿元，同比减少 10.07%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，公司供应商和客户等均受到不同程度影响，导致公司生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对公司经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，公司业务以国内为主，疫情对其后续经营的负面影响较为有限。

产品因素

从产品结构看，公司产品品种较为丰富、结构合理、对单一产品的依赖程度较低。目前，公司盐酸左西替利嗪片、盐酸左西替利嗪胶囊、泮托拉唑钠肠溶片和肝复乐胶囊等 48 个品种共 61 个产品品规进入国家医保目录，能面向医保报销客户销售，销售覆盖面广。已产在销的开胃理脾口服液、复方南五加口服液、参苓口服液、十八味补肾益气口服液、蓝荷明合剂等为国内独家品种，洛索洛芬钠凝胶膏、盐酸左西替利嗪胶囊和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。2019 年度，公司洛索洛芬钠凝胶膏、奥硝唑制剂、盐酸左西替利嗪制剂、泮托拉唑钠肠溶片和地红霉素制剂等核心产品的单品销售规模均超过 5,000 万元。

图表 8. 2019 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）
1	洛索洛芬钠凝胶膏	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。	1.51
2	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
3	盐酸左西替利嗪片/胶囊/口服液	用于荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等。	1.17
4	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。	0.73

5	地红霉素肠溶片	用于治疗感染。如呼吸道感染、皮肤感染等	0.52
---	---------	---------------------	------

资料来源：九典制药

从业务组合看，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，形成了从高端原料药到制剂，从中药提取到中成药的完整产业链。公司地红霉素及左羟丙哌嗪原料药国内市场占有率高，并在国际市场上具有较强优势；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。目前，公司已成功开发了药用辅料 53 个，如磷酸盐系列（磷酸氢二钾、磷酸二氢钾、磷酸二氢钠及不同结晶水的磷酸氢二钠）、辛酸钠、硫酸铵、麦芽糖等，药用辅料的竞争优势较明显。

该公司的奥硝唑、盐酸左西替利嗪和地红霉素等主要制剂产品均使用自产的原料药、药用辅料进行生产，从源头上确保了制剂品质的高标准和一致性；公司原料药供应稳定，不易受制于上游原料药厂家，更不会形成主导制剂产品原料药被其他企业垄断的局面；同时，自产原料药、药用辅料使得公司制剂产品相比国内同类产品，具有一定的成本优势。

近年来，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，为公司这种具有一定研发优势的制药企业提供了较好机遇。但由于公司仿制药品种较多，政策涉及公司多个产品，完成相应一致性评价工作需要较高成本，公司通过分析各个品种的临床价值、市场价值和社会应用价值、开展一致性评价工作的难易程度及费用支出等因素，并综合考虑各产品品种销售收入对公司未来的影响，划分重点品种和非重点品种。

截至目前，该公司盐酸左西替利嗪片（5mg）已于 2019 年 3 月通过一致性评价，地红霉素肠溶片（250mg）已申请 BE 备案，奥硝唑片（500mg、0.25g）、奥硝唑分散片（250mg）、盐酸左西替利嗪胶囊（5mg）和泮托拉唑钠肠溶片（40mg）已报补充申请。如果公司不能在政策规定时间内及时完成相关药品的一致性评价，将影响公司产品的市场竞争力，甚至导致公司无法继续生产某种药品，进而对公司经营情况产生不利影响。

图表 9. 公司重点品种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	盐酸左西替利嗪片	片剂	5mg	荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等	2019年3月已批准通过一致性评价	化药4
2	地红霉素肠溶片	片剂	250mg	大环内酯类抗生素	已申请BE备案	化药3
3	泮托拉唑钠肠溶片	片剂	40mg	消化性溃疡	已报补充申请	化药4
4	奥硝唑片	片剂	500mg	抗菌药	已报补充申请	化药3
5	盐酸左西替利嗪胶囊	胶囊	5mg	荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等	已报补充申请	化药4
6	奥硝唑分散片	分散片	250mg	抗菌药	已报补充申请	化药3
7	奥硝唑片	片剂	0.25g	抗菌药	2020年3月已报补充申请	化药3
8	泮托拉唑钠肠溶片	片剂	20mg	消化性溃疡	药学研究	化药4

9	洛索洛芬钠凝胶贴膏	凝胶贴膏	100mg	消炎镇痛	药学研究	化药4
10	琥珀酸亚铁片	片剂	100mg	缺铁性贫血	药学研究	化药3

资料来源：九典制药

采购因素

经过多年运营，该公司已形成了较为成熟的运营模式：生产方面，公司工艺较先进，质量保证体系较完善，产品质量较稳定，并通过不断加强生产管理和优化生产工艺，降低生产成本；供应方面，公司与众多合格供应商建立了长期合作关系，保障了原材料质量；销售方面，公司主要采用“合作经销”模式开展，根据销售形势及时调整了产品布局和销售重点；研发方面，公司每年均进行大量研发资金投入，通过持续研发丰富公司产品线，能够对现有产品线进行一定补充，并形成产品系列优势。

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。根据药品生产 GMP 管理的要求和对产品质量稳定可靠性的追求，公司对供应商的选择较为谨慎，经过多年来的比较、筛选、招标等方法选择了一批符合公司质量要求的供应商；建立了完善的合格供应商管理制度，公司原辅包材均从合格供应商采购；新增供应商需要由供应、生产、质量管理部门相关人员对其进行现场审计讨论确定，公司还建立了供应商评价体系，从质量、价格、交货期等方面对供货商进行评价分级。

2017~2019 年，该公司前五大供应商采购金额分别为 1.14 亿元、1.32 亿元和 0.99 亿元，占年度采购总额比例分别为 46.89%、46.17%和 35.73%。其中，公司前五大供应商中有 3 家或以上为白砂糖供应商，2018 年以前由于宏阳新厂处于生产调试及试运行阶段，产能未能充分释放，公司加大了辅料（蔗糖）的推广力度，因此需要大量采购辅料（蔗糖）的原料白砂糖，使得采购集中度相对较高。随着宏阳新厂的逐步投产，原料、辅料逐步上线生产、销售，2019 年公司的产品结构相应进行了调整，辅料（蔗糖）因利润较低而逐步被高毛利原辅料的品种替代，预计未来白砂糖采购份额会进一步下降。

生产因素

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。每年年初根据公司年度销售计划制定年度生产计划，年中公司会根据市场需求的变化适时调整；业务管理部门根据销售预计及市场反馈情况，向生产部门提交月度出货计划，整个生产过程的各个环节严格按照 GMP 标准进行。公司质量管理部门负责整个生产过程的现场监督管理，并对生产所用的原料、辅料、包装材料、试剂、中间体、成品等进行留样及检测，审核成品发放前批生产记录，决定成品发放。

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，该公司投资建设了数个生产和研发项目，其中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募投项目。原料药生产基地建设一期项目建成达产后，公司新增地红霉素原料药产能 35 吨/年，新增奥硝唑原料药产能 150 吨/年，新增甘磷酸胆碱原料药产能 180 吨/年，新增盐酸小檗碱原料药产能 100 吨/年；药品口服固体制剂生产线扩建项目建成达产后，新增盐酸左西替利嗪（片剂）产能 10,000 万片/年，新增奥硝唑（片剂）产能 12,000 万片/年，新增地红霉素（片剂）产能 7,000 万片/年，新增泮托拉唑钠（片剂）产能 7,000 万片/年，新增盐酸左西替利嗪胶囊产能 12,000 万粒/年。

图表 10. 公司重要生产项目建设情况

序号	项目名称	生产基地	预算投资额 (万元)	工程累计投入 占预算比例	项目达到预 定可使用状 态日期	资金来源
1	药品口服固体制剂生 产线扩建项目	湖南浏阳	8,009.07	102.35%	2019 年 12 月	募股资金
2	原料药生产基地建设 一期项目	湖南望城	26,772.95	100.52%	2019 年 6 月	募股资金
3	原料药生产基地建设 二期项目	湖南望城	6,600.00	98.00%	2019 年 12 月	自有资金

资料来源：九典制药

目前，该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，为国家级经济技术开发区。园区位于国家中部地区，地处长株潭一体化经济圈枢纽带、东南沿海地区和中西部地区“过渡带”，系沟通南北方和东西部的交通要道，拥有较发达的高速公路网。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。园区依托接至京广线的华电长沙电厂铁路专用线，建设了园区仓储物流区铁路专用线，并延伸至园区深水码头，紧临湘江深水航道区，具有天然优势。随着公司募集资金投资项目的建设已完成，公司生产能力显著提高，产品质量和市场竞争能力得到增强，但项目实施效果能否达成预期尚存在着一定的不确定性。

销售因素

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³影响下，该公司自 2017 年起调整产品销售策略，逐步调整客户结构并提高采用“合作经销”模式的比重，“招商代理”模式已被基本取代。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。2019 年度，公司临床事业部申报开展国家带量采购、联盟集采及省市招标，开展了 1 轮国家集采，完成了 8 省招标、9 省价格联动工作；洛索洛芬钠凝胶膏完成了 28 省招投标工作，盐酸左西替利嗪口服溶液完成了 17 省增补挂网，其他新品也相继在招标挂网；第三终端先后开发了湖南、湖北等 11 个省份。

该公司原料药和药用辅料一方面直接对国内药品生产企业销售，另一方面还进行出口，由于不同国家或地区的药品注册及认证制度的差异，除直接销往国外客户以外，部分原料药通过国内外贸易经销商进行海外推广及销售；植物提取物主要直接销售给国外药品或保健品生产企业，具体市场推广途径包括网络平台、国内外展会等。2019 年度，公司实现出口业务收入 0.25 亿元，同比增长 16.99%，占当期公司营收总额的 2.74%，占比相对较小。

2017~2019 年度，该公司前五名客户合计销售金额分别为 1.16 亿元、1.38 亿元和 1.65 亿元，分别占年度销售总额的比例为 21.75%、17.27%和 17.83%。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，但客户集中度仍维持在较高水平。

研发因素

该公司是一家研发驱动型企业，自成立之初一直高度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。公司研发中心被认定为湖南省企业技术中心、新型凝胶膏剂湖南省工程研究中心、湖南省呼吸道药物工程技术研究中心、湖南省药品动员中心。2018 年 10 月，公司获准设立博士后科研工作站。

截至目前，该公司已取得 107 个制剂品种的批准文号，19 个原料药品种的批准文号，完成了 12 个原料药品种的备案登记，53 个药用辅料批文，形成了以高端原料药为龙头，原辅料与制剂并举，化药与中药齐飞，新特药与普药相结合的产品布局。近年来，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，根据市场需求不断进行新药研发。2017~2019 年度，公司研发投入分别为 2,856.70 万元、5,749.48 万元

³“两票制”是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。药品生产企业或科工贸一体化的集团型企业设立的仅销售本企业（集团）药品的全资或控股商业公司（全国仅限 1 家商业公司）、境外药品国内总代理（全国仅限 1 家国内总代理）可视同生产企业。药品流通集团型企业内部向全资（控股）子公司或全资（控股）子公司之间调拨药品可不视为一票，但最多允许开一次发票。2017 年 1 月，国务院医改办、国家卫计委等八部门联合发布《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的施行意见（试行）》，要求综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市率先推行药品采购“两票制”。鼓励其他地区执行“两票制”，争取到 2018 年在全国全面推开。

和10,980.02万元，分别占营业收入的5.34%、7.17%和11.88%。近年来，公司研发投入逐年增加，主要是新研发项目启动、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等。

图表 11. 2017~2019 年公司研发投入金额及占营业收入的比例

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
研发人员数量（人）	253	266	353
研发人员数量占比	34.71%	30.86%	31.43%
研发投入金额（万元）	2,856.70	5,749.48	10,980.02
研发投入占营业收入比	5.34%	7.17%	11.88%
研发支出资本化的金额（万元）	—	—	—

资料来源：九典制药

2017年以来，公司已先后获得了洛索洛芬钠凝胶膏、硝呋太尔阴道片、盐酸左西替利嗪口服溶液、克霉唑阴道片、胶体果胶铋干混悬液和琥珀酸亚铁片等6个制剂产品的批准文号。此外，公司拥有较为丰富的研发项目储备，截至2019年末，主要在研项目中共有33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，可详见公司2019年年度报告中“公司主要在研项目进展情况”。其中，酮洛芬巴布膏、洛索洛芬钠片、厄贝沙坦片、枸橼酸氢钾钠颗粒、铝镁加咀嚼片和对乙酰氨基酚干混悬剂等产品已报生产批件申请。公司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。

图表 12. 2017~2019 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	洛索洛芬钠凝胶膏	每贴（14cm*10cm） 含膏体 10g；含洛索洛芬钠 100mg（以 C ₁₅ H ₁₇ NaO ₃ 计）	贴膏剂	国药准字 H20173272	2022 年 7 月 25 日	国家医保
2	硝呋太尔阴道片	0.25g	片剂	国药准字 H20183048	2023 年 3 月 11 日	国家医保
3	盐酸左西替利嗪口服溶液	10ml:50mg	口服溶液剂	国药准字 H20183089	2023 年 4 月 27 日	国家医保
4	克霉唑阴道片	0.5g	片剂	国药准字 H20183316	2023 年 7 月 30 日	国家医保
5	胶体果胶铋干混悬液	150mg（以铋计）	口服混悬剂	国药准字 H20183315	2023 年 7 月 30 日	—
6	琥珀酸亚铁片	0.1g	片剂	国家准字 H20193239	2024 年 8 月 28 日	国家医保

资料来源：九典制药

(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

2017~2019 年度, 该公司分别实现营业毛利 2.78 亿元、4.78 亿元和 6.24 亿元, 呈现逐年增长趋势, 主要是公司销售模式调整、市场开拓力度较大和新品投产上市等所致。公司营业毛利主要来自药品制剂业务, 分别实现营业毛利 2.22 亿元、4.14 亿元和 5.51 亿元, 占比分别为 79.80%、86.59%和 88.45%; 原料药和药用辅料的毛利规模亦持续增长, 但增速低于药品制剂, 因此在毛利总额中的占比有所下降。2020 年第一季度, 公司实现营业毛利 1.10 亿元, 同比减少 2.14%, 主要是受疫情影响, 销售规模下降所致。

近年来, 该公司期间费用持续增长, 主要是公司销售模式中合作经销模式比例逐步加大, 市场推广费用增长较快, 且公司为进一步提升核心竞争力, 持续加大研发投入所致。2017~2019 年及 2020 年第一季度, 公司期间费用率分别为 36.88%、48.78%、60.42%和 63.77%。其中, 销售费用从 2017 年的 1.42 亿元增至 2019 年的 4.09 亿元, 主要是两票制全面推广后, 产品销售价格提升, 同时需更多的承担市场开发及学术推广费等终端销售推广费用, 进一步推动了销售费用的增长; 研发费用从 2017 年的 0.29 亿元增至 2019 年的 1.10 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继续增加; 财务费用从 2017 年的 17.81 万元增至 2019 年的 416.72 万元, 主要是公司项目建设及研发投入使得资金需求增加, 银行借款相应增长所致。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	5.35	8.01	9.24	1.60
毛利 (亿元)	2.78	4.78	6.24	1.10
其中: 药品制剂	2.22	4.14	5.51	0.98
原料药	0.33	0.37	0.40	0.07
药用辅料	0.16	0.22	0.24	0.04

植物提取物及其他	0.06	0.05	0.06	0.01
期间费用率(%)	36.88	48.78	60.42	63.77
其中：财务费用率(%)	0.03	-0.08	0.45	0.91
全年利息支出总额(万元)	67.67	129.42	467.63	160.24
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

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现营业外收入 351.99 万元、62.89 万元、82.87 万元和 20.64 万元，2018 年以来规模较小，主要是由于会计政策变更，自当期起与企业日常活动相关的政府补助由营业外收入转入其他收益科目。2018 年及 2019 年度，公司分别实现其他收益 506.61 万元和 1,403.99 万元，主要是随着公司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。此外，2018 年公司对部分闲置募集资金进行现金管理实现投资收益 85.39 万元。整体而言，公司盈利主要来源于主营业务经营活动，非经常性损益对其盈利的影响很小。

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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益(万元)	—	85.39	—	—
其中：理财产品(万元)	—	85.39	—	—
营业外收入(万元)	351.99	62.89	82.87	20.64
其中：与企业日常活动无关的政府补助(万元)	318.99	11.19	7.41	—
公允价值变动损益(万元)	—	—	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

该公司拟将坚持“九转中西、典诺健康”的核心理念，抓住医药行业发展机遇，以规模化生产为基础，以研发和营销为两翼，形成品种齐全、特色产品突出、结构合理的产品布局；发展和巩固国内市场，进一步拓展国际市场，以产品品牌建设推动公司品牌建设；通过研发创新、营销模式创新、管理创新，以及对人力资本等各类资源的整合，不断加强研发及生产销售的成本费用控制，加快资产周转效率，提高管理效率。公司拟将充分发挥资源优势，全面提升核心竞争力，实现可持续发展，将公司发展成为拥有外用贴膏剂、优势原料药及系列制剂产品等领域领先地位的一流现代化制药企业。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，实际控制人为朱志宏先生。公司治理结构完善、内部控制制度健全，能够满足自身经营管理的需要。公司关联交易规模很小，对财务状况和经营业绩影响有限。

(1) 产权关系

该公司自成立以来控股股东、实际控制人始终为朱志宏先生，未发生变更。截至2020年3月末，朱志宏持有公司股份数为8,721.00万股，持股比例为37.16%。除持有公司股份及通过公司间接持有子公司股权外，无其他经营性资产，未从事其他经营性业务，无控制的其他企业。截至目前，公司实际控制人不存在股权质押情况。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司经常性关联交易主要为租赁关联方资产。2019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）持有的金瑞麓谷A1栋第2~3层办公楼，确认租赁费用129.50万元，交易价格以市场定价。公司向关联方租赁房屋涉及租金金额较小，对公司财务状况、经营业绩以及业务独立性不存在重大影响。

(3) 公司治理

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和其他有关法律法规、规范性文件的要求，不断地完善公司治理结构，建立健全公司内部控制制度，持续深入开展公司治理活动。

该公司建立了股东大会、董事会、监事会和管理层“三会一层”法人治理结构，制定了各机构的议事规则及工作细则，明确了决策、执行、监督的权责权限。股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议公司年度财务决算方案、利润分配方案等重大事项，确保所有股东特别是中小股东享有平等的地位并能充分行使相应的权利。董事会是公司的决策机构，向股东大会负责，依法行使公司的经营决策权。公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，均具有履行职务所必需的知识、技能和素质。董事会下设战略与发展委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会，专门委员会成员全部由董事组成，为董事会的决策提供了科学和专业的意见和参考。监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，检查公司财务以及行使其他由《公司章程》赋予的权利。公司监事会由3名监事组成，其中职工监事1名，对公司重大事项、财务状况以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监

督。管理层对董事会负责，负责实施股东大会、董事会决议事项，主持公司的日常生产经营管理工作。

近五年，该公司不存在被证券监管部门或交易所处罚的情况、不存在被采取监管措施的情况，亦不涉及整改情况（公告编号：2020-020）。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司明确了各高级管理人员的职责，建立了与经营模式相适应的组织机构，划分了各职能部门的权责，形成相互制衡机制。总经理全面主持公司日常生产经营和管理工作，督导各职能部门的工作，评估各部门工作成效。各职能部门各司其职、相互配合、相互制约，在各自的职能范围内履行部门职责。同时，根据上市公司内部控制要求，不断完善制度管理体系，2019年以来先后修订、制立管理制度 20 余项。

(2) 经营决策机制与风险控制

在采购业务方面，为保证采购品质，降低进货成本，该公司制定了一系列控制措施，包括招标比价管理、合同管理、验收管理、对账管理、结算管理等。对市场竞争充分产品或服务的采购，通过招标或比价的方式确定供应商和货物价格；对非充分竞争类物品采购，则通过与供应商建立长期合作共赢的互惠关系，以有效控制采购成本。公司建立了完善的合格供应商管理制度，公司原辅包材均从合格供应商采购；新增供应商需要由供应、生产、质量管理部门相关人员对其进行现场审计讨论确定。采购付款按权限规定经审批后方可办理；建立了严格的预付款审批与跟踪控制，通过绩效考核将预付款项安全责任落实到人。

在生产业务方面，为建立健全对生产管理的相关制度，使生产管理工作有据可依，该公司规范了生产工艺及质量控制的相关程序，同时为加强公司的安全管理工作，制订了较为完备的生产、安全、环保、质量管理等制度，将安全生产作为公司的头等大事，实施安全技术措施，确保安全生产。

在销售业务方面，该公司根据自己的经营特点，建立了严谨的销售与收款控制制度，对销售与收款过程中可能出现的风险制定了一系列控制措施，包括信用管理、合同管理、发货管理、对账管理、应收账款管理、结算管理等，同时明确了各部门、各岗位的权责，确保销售、发货、收款等相关责任人员既相互配合、各不相容岗位又能有效制约和监督。公司建立了销售订单及合同管理机制，对其可行性、合规性、价格和交付期等关键要素进行评审，以确保及时、准确地向客户交付产品及回收货款；同时建立了完善的售后服务平台，有效地提高了客户满意度，提高了产品质量和服务水平。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司制定了《资金管理制度》、《财政专项资金管理制度》、《对外投资管理办法》等多项制度保障资金内部管理的合理配置及资产的安全。明确了资金管理和结算要求，加强资金业务管理和控制，提高资金使用率、降低使用成本，保证资金安全。在对公司资金运营管理方面，有专人负责进行登记、记录、复核、授权管理，程序完善。在融资、筹资管理方面，公司实行稳健财务政策，根据公司业务及投资项目开展情况适时开展相关工作。此外，为规范公司募集资金存放、使用管理，保证募集资金的安全，保障投资者利益，公司还制定了《募集资金管理办法》，明确募集资金专用账户使用、管理、监督程序，对募集资金专户存储、使用、管理监督和责任追究等方面均作了明确规定，维护了全体股东的合法利益。公司严格执行募集资金的相关法规及公司管理制度规定，募集资金使用均严格履行申请及审批手续。

在担保业务方面，为有效控制对外担保风险，该公司在《公司章程》、《对外担保管理办法》中详细规定了对外担保的审批权限。截至 2020 年 3 月末，公司已审批的对子公司担保额度合计 3.05 亿元，实际发生额为 0.70 亿元，期末担保余额为 0.60 亿元。上述事项均通过公司董事会、股东会审议通过，已履行相关程序，此外公司不存在对外部企业的担保事项。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》（2020 年 5 月 8 日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。

2019 年 10 月 4 日，该公司收到浏阳市环境保护局出具的《行政处罚决定书》（浏环罚字[2019]245 号），被告知公司涉嫌以逃避监管的方式将需要进入污水处理设施的废水委托未具备处置能力的浏阳广凌环境事业发展有限公司进行处置。并对公司作出如下行政处罚：1、罚款人民币壹佰万元整；2、责令停产整治。公司已执行该处罚决定，于 2019 年 9 月 30 日制订了整改方案，10 月 3 日将整改方案报浏阳市环境保护局备案；于 2019 年 10 月 6 日完成整改；于 2019 年 10 月 8 日将整改方案和整改完成情况向社会公开；同日将整改任务完成情况和整改信息社会公开情况报浏阳市环境保护局备案；并于同日全额缴纳了上述罚款，公司已于 2019 年 10 月 8 日恢复生产。

图表 16. 公司不良行为记录列表（近三年）

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	2020/5/8	无	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/15	不涉及	不涉及	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	2020/5/15	无	不涉及	无	不涉及

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
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/5/15	无	不涉及	无	不涉及
安全	公司情况说明	2020/5/15	无	有	无	不涉及

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

近年来，随着产品品种增加，为解决产能瓶颈，提升供货能力，该公司在建设生产项目方面持续投入，同时随着经营规模的扩大，流动资金需求也相应增长，从而推动了债务规模不断增大，公司财务杠杆亦呈上升趋势。公司资产以非流动性资产为主，随着建设项目完工转固，公司折旧费用将有所增加，短期内对公司业绩产生不利影响。公司在长期资产方面仍有投资计划，而经营活动产生的现金净流入不能满足项目建设和研发投入需求，使得公司面临一定的融资压力。

1. 数据与调整

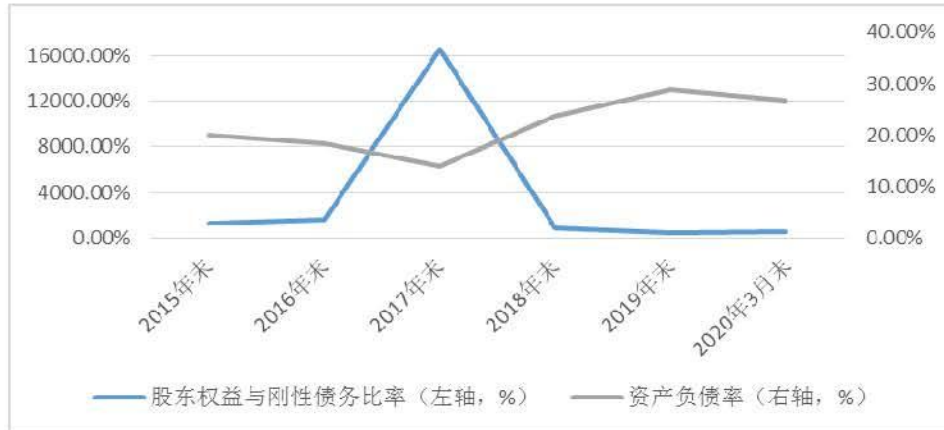
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财务部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表⁴。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司主要子公司及其概况详见附录三。

⁴ 财政部于 2017 年 3 月 31 日分别发布了《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量（2017 年修订）》（财会〔2017〕7 号）、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移（2017 年修订）》（财会〔2017〕8 号）、《企业会计准则第 24 号—套期会计（2017 年修订）》（财会〔2017〕9 号），于 2017 年 5 月 2 日发布了《企业会计准则第 37 号—金融工具列报（2017 年修订）》（财会〔2017〕14 号）（上述准则统称“新金融工具准则”），要求境内上市企业自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则。经该公司第二届董事会第六次会议于 2019 年 4 月 1 日决议通过，于 2019 年 1 月 1 日起开始执行前述新金融工具准则。财政部于 2019 年 4 月、9 月分别发布了《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号），对一般企业财务报表、合并财务报表格式作出了修订，公司已根据其要求按照一般企业财务报表格式（适用于已执行新金融准则、新收入准则和新租赁准则的企业）、合并财务报表格式编制财务报表。此外，公司自 2019 年 6 月 10 日起执行经修订的《企业会计准则第 7 号—非货币性资产交换》，自 2019 年 6 月 17 日起执行经修订的《企业会计准则第 12 号—债务重组》。

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

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末, 该公司资产总额分别为 7.69 亿元、9.43 亿元、10.72 亿元和 10.52 亿元, 负债总额分别为 1.09 亿元、2.25 亿元、3.10 亿元和 2.83 亿元。近年来, 随着产品品种增加, 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, 同时随着经营规模的扩大, 流动资金需求也相应增长, 从而推动了债务规模不断增大。同期末, 公司资产负债率分别为 14.16%、23.86%、28.94%和 26.89%, 财务杠杆总体呈上升趋势。

资本补充方面, 该公司于 2017 年 9 月 21 日完成了人民币普通股 A 股的发行, 社会公众投资者认缴公司公开发行的 2,934.00 万股 A 股股票, 募集资金总额计为 3.04 亿元, 扣除相关费用后, 实际募集资金净额 2.68 亿元。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末, 公司所有者权益分别为 6.60 亿元、7.18 亿元、7.62 亿元和 7.69 亿元, 主要随着经营积累而有所增加。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (万元)	2,000.00	2,000.00	400.00	7,968.94	14,449.90	13,549.35
应付账款 (万元)	2,367.63	3,019.51	3,261.31	5,471.38	6,500.95	5,477.58
预收账款 (万元)	714.10	774.40	1,204.59	1,603.05	1,650.50	2,070.58
其他应付款 (万元)	958.92	947.60	1,154.15	1,194.69	1,608.51	1,499.63
刚性债务占比 (%)	31.34	27.17	3.67	35.41	46.58	47.90
应付账款占比 (%)	37.10	41.02	29.93	24.31	20.96	19.36
预收账款占比 (%)	11.19	10.52	11.06	7.12	5.32	7.32
其他应付款占比 (%)	15.03	12.87	10.59	5.31	5.18	5.30

资料来源：根据九典制药所提供数据绘制

近年来，该公司的核心债务除刚性债务外，主要是应付账款、预收款项和其他应付款等。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司应付账款分别为 3,261.31 万元、5,471.38 万元、6,500.95 万元和 5,477.58 万元，占公司负债总额的比例分别为 29.93%、24.31%、20.96%和 19.36%，主要为应付经营性采购款及应付工程款项等，随着公司经营规模扩大而有所增长，其中账龄 1 年以内的应付账款在 95%以上；预收款项分别为 1,204.59 万元、1,603.05 万元、1,650.50 万元和 2,070.58 万元，主要为预收客户的货款，账期集中在 1 年以内；其他应付款分别为 1,154.15 万元、1,194.69 万元、1,608.51 万元和 1,499.63 万元，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：万元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务合计	2,000.00	2,000.00	400.00	7,968.94	14,449.90	13,549.35
短期刚性债务合计	2,000.00	2,000.00	400.00	5,000.00	7,577.59	5,831.02
其中：短期借款	2,000.00	2,000.00	400.00	5,000.00	6,500.00	5,000.00
应付票据	—	—	—	—	434.18	182.40
一年内到期长期借款	—	—	—	—	643.41	648.62
中长期刚性债务合计	—	—	—	2,968.94	6,872.31	7,718.33
其中：长期借款	—	—	—	2,968.94	6,872.31	7,718.33

资料来源：根据九典制药所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

近年来，该公司刚性债务总额随着业务规模的扩大、建设项目的推进和研发投入的增加而持续增长。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 400.00 万元、7,968.94 万元、14,449.90 万元和 13,549.35 万元，主要由银行借款构成。其中，2017 年末刚性债务规模较小，主要是当期公司公开发行股份募集资金到账，货币资金较充裕，归还了部分银行借款所致；

2018年以来,考虑到自身经营活动的需要以及资本支出和研发投入周期较长的特征,公司适当的增加了长期借款,债务结构得到优化。同期末,公司长短期债务比分别为36.27%、43.22%、54.69%和75.24%。

图表 20. 截至 2019 年末公司银行借款构成 (单位: 万元)

银行借款	质押借款	抵押借款	保证借款	信用借款	合计
短期借款	—	5,500.00	—	1,000.00	6,500.00
一年内到期的长期借款	—	643.41	—	—	643.41
长期借款	—	4,082.31	2,790.00	—	6,872.31
合计	—	10,225.72	2,790.00	1,000.00	1,4015.72

资料来源: 九典制药

该公司银行借款融资成本主要在 4~6%的区间内。截至 2019 年末, 公司 1 年以内、3~5 年 (不含 5 年) 和 5 年及以上银行借款占比分别为 46.38%、35.17%和 18.45%, 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 2019 年末银行借款综合融资成本/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)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
4%以内	—	—	—	—	—
4%~5% (不含 5%)	6,500.00	—	—	4,930.00	—
5%~6% (不含 6%)	—	—	—	—	2,585.72
6%及以上	—	—	—	—	—
合计	6,500.00	—	—	4,930.00	2,585.72

资料来源: 九典制药

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期 (天)	203.37	188.08	168.93	159.70	197.03	—
营业收入现金率 (%)	111.55	113.79	108.61	111.92	114.21	110.43
业务现金收支净额 (亿元)	1.71	2.19	2.73	5.20	7.09	1.52
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.39	-1.64	-1.92	-4.52	-6.18	-1.36
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.32	0.55	0.80	0.68	0.91	0.15
EBITDA (亿元)	0.62	0.77	0.94	1.03	1.01	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	3.10	3.86	7.80	2.47	0.90	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	67.11	58.10	138.36	79.85	21.69	—

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。

2017~2019 年度，该公司营业周期分别约为 169 天、160 天和 197 天，随存货周转变动情况而有所波动。近年来，公司应收账款周转天数基本保持稳定，分别为 46 天、44 天和 48 天，应收账款管理能力较强，其增速与营收增速较为一致，应收账款周转情况较好；公司存货周转天数分别为 123 天、116 天和 149 天，其中 2019 年周转速率先有所下降，主要是公司生产管理采用以销定产方式，在保证保底库存的基础上，收入增长导致存货备货增加。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.81 亿元、8.97 亿元、10.55 亿元和 1.77 亿元，营业收入现金率分别为 108.61%、111.92%、114.21%和 110.43%；由于两票制全面推广，公司销售模式有所调整，承担的广告、推广费用大幅增加，使得相关支出亦大幅上升。同期，公司经营性现金流量净额分别为 0.80 亿元、0.68 亿元、0.91 亿元和 0.15 亿元，经营创现能力总体保持稳定。

2017~2019 年度，该公司 EBITDA 分别为 0.94 亿元、1.03 亿元和 1.01 亿元，随利润总额变化有所波动。2019 年度，公司固定资产折旧和列入财务费用的利息支出在 EBITDA 中占比分别为 58.07%和 32.61%。近年来，随着资本支出和研发投入带来的资金需求增加，公司银行借款持续增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度持续下降。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	—	—	—	0.01	—	—
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	-0.29	-0.31	-0.98	-2.57	-1.79	-0.18
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	—	—	—	—	—
投资环节产生的现金流量净额	-0.30	-0.31	-0.98	-2.56	-1.79	-0.18

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-0.98 亿元、-2.56 亿元、-1.79 亿元和-0.18 亿元，主要是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，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 (亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-0.01	0.13	2.68	-0.16	-0.15	-0.02
债务类净融资额	0.05	0.00	-0.25	0.76	0.60	-0.06
其中：现金利息支出	0.01	0.01	0.01	0.01	0.05	—
筹资环节产生的现金流量净额	0.04	0.13	2.43	0.60	0.45	-0.08

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.43 亿元、0.60 亿元、0.45 亿元和-0.08 亿元。其中，2017 年权益类净融资规模较大，主要是当期完成了公开发行股份事项，募集资金净额 2.68 亿元。近年来，公司在长期资产方面持续投入，除募集资金外尚有部分需要自筹，而经营活动产生的现金净流入未能满足项目建设和研发投入需求，公司主要通过银行借款融资实现补充。

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	1.81	2.35	5.19	4.66	4.54	4.41
	56.84%	59.09%	67.43%	49.40%	42.36%	41.97%
其中：货币资金 (亿元)	0.34	0.71	2.98	1.71	1.32	1.17
应收账款 (亿元)	0.45	0.52	0.82	1.12	1.31	1.33
存货 (亿元)	0.64	0.78	0.96	1.09	1.36	1.40
其他流动资产(亿元)	0.04	0.03	0.02	0.24	0.34	0.25
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	1.37	1.62	2.51	4.77	6.18	6.10
	43.16%	40.91%	32.57%	50.60%	57.64%	58.03%
其中：固定资产 (亿元)	0.91	1.12	1.31	3.51	5.34	5.26
在建工程 (亿元)	0.21	0.26	0.43	0.54	0.02	0.01
无形资产 (亿元)	0.20	0.17	0.52	0.53	0.52	0.51
期末全部受限资产账面金额(亿元)	—	—	0.24	1.01	2.38	—
受限资产账面余额/总资产 (%)	—	—	3.11	10.71	22.17	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

随着投资项目的不断建设和经营规模的扩张，该公司资产规模增速较快，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产总额分别为 7.69 亿元、9.43 亿元、10.72 亿元和 10.52 亿元。随着长期资产的建设完成，公司固定资产规模快速增加，非流动资产在资产总额中的占比有所提高。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2017~2019年末，公司货币资金分别为2.98亿元、1.71亿元和1.32亿元，余额逐年减少，主要是公司对募投项目等长期资产持续投入所致，受限比例较低；应收账款分别为0.82亿元、1.12亿元和1.31亿元，期末逐年增加，主要是销售模式的变化和经营规模扩大所致，2019年末公司应收账款账龄一年以内的占比93.53%，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；存货分别为0.96亿元、1.09亿元和1.36亿元，以库存商品和原材料为主，近年存货余额的增长，主要是公司生产管理采用以销定产方式，在保证保底库存的基础上，收入增长导致存货备货增加；其他流动资产分别为0.02亿元、0.24亿元和0.34亿元，主要是待抵扣进项税额增加。截至2020年3月末，公司流动资产合计4.41亿元，较期初减少2.81%，主要科目未发生较大变化。

该公司非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主。公司重视产品研发及技术储备工作，持续推进产能建设及生产认证投入，随着项目完工转固，公司固定资产规模大幅增加。2017~2019年末，公司固定资产分别为1.31亿元、3.51亿元和5.34亿元，以房屋、建筑物和机械设备为主，2019年末账面价值占资产总额的比例为49.96%，随着项目结转确认公司折旧费用将有所增加，短期内对公司业绩产生不利影响；在建工程分别为0.43亿元、0.54亿元和0.02亿元，其中2019年末时点余额较小，主要是当期募投项目完工转固，且后续项目尚未投入建设所致；无形资产分别为0.52亿元、0.53亿元和0.52亿元，主要是土地使用权和专利技术等。截至2020年3月末，公司非流动资产合计6.10亿元，较期初减少1.21%，在资产总额中的比例升至58.03%，主要科目未发生较大变化。

截至2019年末，该公司受限资产账面价值合计2.38亿元，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。当期末，公司以名下合计29处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，合计借款金额为1.05亿元。随着资金需求的增加，公司受限资产规模持续增长，占期末资产总额的比例从2017年末的3.11%增至2019年末的22.17%。

图表 26. 公司 2019 年末受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	原因
货币资金	0.06	银行承兑汇票保证金
固定资产	2.22	银行借款抵押
无形资产	0.10	银行借款抵押
合计	2.38	—

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	291.81	324.85	648.77	296.51	226.47	273.45
速动比率 (%)	182.38	209.97	526.45	222.18	157.07	184.34
现金比率 (%)	87.93	129.62	420.19	130.84	74.21	80.46

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 648.77%、296.51%、226.47%和 273.45%，速动比率分别为 526.45%、222.18%、157.07%和 184.34%。其中，2017 年末相关指标较高，主要是当期由于公司进行了股权融资，募集资金到账使得货币资金账面余额较大；2018 年末和 2019 年末有所下降，主要是因经营活动需要公司短期借款增加所致。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 2020 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

7. 集团本部财务质量

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2019 年末，公司本部资产总额为 9.44 亿元，其中流动资产 4.34 亿元，非流动资产 5.10 亿元。公司本部流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。当期末，货币资金为 1.16 亿元；应收账款 1.23 亿元，其中账龄为 1 年以内的占比 93.01%；存货 0.82 亿元，主要系库存商品、在产品等。公司本部非流动资产以长期股权投资和固定资产为主，其中长期股权投资主要系对 3 家全资子公司的投资，期末余额为 2.78 亿元；固定资产 2.09 亿元，主要是房屋、建筑物和机械设备为主。

截至 2019 年末，该公司本部负债总额为 1.51 亿元，以流动负债为主。当期末，公司本部流动负债为 1.46 亿元，主要是短期借款、应付账款和预收款项等。其中，流动负债 0.65 亿元，主要是以名下 11 处房产和土地作为抵押物取得的借款。

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。2019 年，公司本部实现营业收入 8.87 亿元，同比增长 10.69%；实现净利润 0.65 亿元，同比减少 22.98%，主要是公司销售模式中合作经销模式比例逐步加大，市场推广费用增长较快，且公司为进一步提升核心竞争力，持续加大研发投入所致。

外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 3.02 亿元，其中已使用规模 0.80 亿元，尚未使用规模 2.22 亿元。公司为上市公司，能获得一定金融机构信贷支持，主要是长沙银行、招商银行和兴业银行等。

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	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	3.02	3.02	0.80/2.22	4.17%~8.40%	信用、保证、抵押、质押
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 2020 年 3 月末）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

根据本次发行可转换公司债券预案，该公司拟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。其中，转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格的确定及其调整方面，本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

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，详见公司于 2020 年 4 月 17 日公告的发行可转换公

司债券预案或募集说明书。

2. 其他偿付保障措施

(1) 持续稳定的经营性净现金流入

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.81 亿元、8.97 亿元、10.55 亿元和 1.77 亿元，随着销售规模的扩大而持续增长，营业收入现金率分别为 108.61%、111.92%、114.21% 和 110.43%，保持在较好水平；同期，公司经营性现金流量净额分别为 0.80 亿元、0.68 亿元、0.91 亿元和 0.15 亿元，经营创现能力总体保持稳定。

(2) 融资渠道畅通

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信合计人民币 3.02 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币为 2.22 亿元。

评级结论

该公司为民营上市公司，实际控制人为朱志宏先生。公司治理结构完善、内部控制制度健全，能够满足自身经营管理的需要。公司关联交易规模很小，对财务状况和经营业绩影响有限。

该公司系一家集制剂、原料药、药用辅料和植物提取物四大业务类别的研发、生产和销售为一体化的综合性制药企业。公司产品系列较丰富，涵盖的治疗领域广泛，重点产品市场份额位居细分行业前列。公司多数制剂产品使用自产的原料药、药用辅料进行生产，使其具备一定的质量和成本优势。

近年来，该公司不断加大市场开拓力度，经营规模不断扩大，多个新产品拿到批文并实现产业化，成为新的业务增长点。其中，2018 年底全国两票制已得到全面推广执行，公司合作经销模式下的收入占比增加，当期营收规模增幅较大，但需要承担的市场推广费用亦相应增加，因此收入的快速增长对公司利润的影响较为有限。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，公司研发投入持续加大，短期内对公司盈利产生一定影响。长远而言，公司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，有利于增强自身竞争力。

近年来，随着产品品种增加，为解决产能瓶颈，提升供货能力，该公司在建设生产项目方面持续投入，同时随着经营规模的扩大，流动资金需求也相应增长，从而推动了债务规模不断增大，公司财务杠杆亦呈上升趋势。公司资产以非流动性资产为主，随着建设项目完工转固，公司折旧费用将有所增加，短期内对公司业绩产生不利影响。公司在长期资产方面仍有投资计划，

而经营活动产生的现金净流入不能满足项目建设和研发投入需求，使得公司面临一定的融资压力。

跟踪评级安排

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

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

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

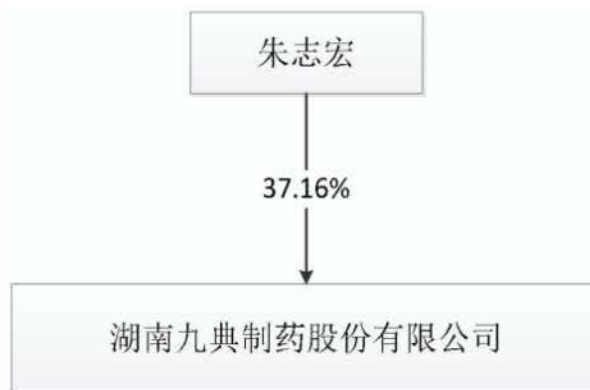
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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

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

附录一：

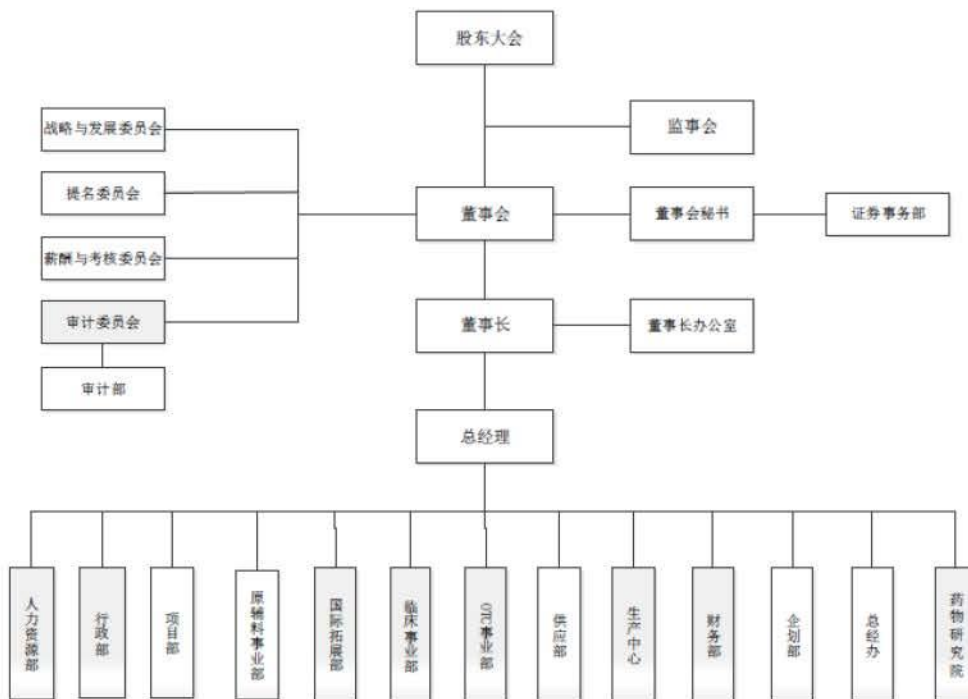
公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019年(末)主要财务数据(万元)					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相关服务	6,500.00	79,342.87	88,707.82	6,494.48	7,176.50	
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	2,585.72	2,052.94	2,726.42	1,251.06	853.48	
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	4,930.00	23,311.98	5,946.58	-736.01	1,603.02	
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	578.37	0.55	-268.94	-455.59	

注：根据九典制药2019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]	2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	7.69	9.43	10.72	10.52
货币资金[亿元]	2.98	1.71	1.32	1.17
刚性债务[亿元]	0.04	0.80	1.44	1.35
所有者权益[亿元]	6.60	7.18	7.62	7.69
营业收入[亿元]	5.35	8.01	9.24	1.60
净利润[亿元]	0.69	0.72	0.55	0.07
EBITDA[亿元]	0.94	1.03	1.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.80	0.68	0.91	0.15
投资性现金净流入量[亿元]	-0.98	-2.56	-1.79	-0.18
资产负债率[%]	14.16	23.86	28.94	26.89
权益资本与刚性债务比率[%]	16,506.38	901.20	527.25	567.54
流动比率[%]	648.77	296.51	226.47	273.45
现金比率[%]	420.19	130.84	74.21	80.46
利息保障倍数[倍]	114.81	62.36	13.60	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	168.93	159.70	197.03	—
毛利率[%]	51.93	59.61	67.48	68.62
营业利润率[%]	14.00	10.01	6.81	4.53
总资产报酬率[%]	13.32	9.43	6.31	—
净资产收益率[%]	13.94	10.44	7.44	—
净资产收益率*[%]	13.94	10.44	7.44	—
营业收入现金率[%]	108.61	111.92	114.21	110.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	105.70	57.56	50.74	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.00	-112.60	-32.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	138.36	79.85	21.69	—
EBITDA/刚性债务[倍]	7.80	2.47	0.90	—

注：表中数据依据九典制药经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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(%)=期末未清偿担保余额/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。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。