



2021年宁波美诺华药业股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年宁波美诺华药业股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
美诺转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宁波美诺华药业股份有限公司（以下简称“美诺华”或“公司”，股票代码：603538.SH）原料药以及中间体的产品线以及产品市场竞争力进一步提升；公司原料药制剂一体化进程持续推进，新产能投产并进入爬坡期，完成与战略大客户制剂 CMO¹业务深度绑定。但同时中证鹏元也关注到，公司主营业务对单一客户依赖度较高，应收账款规模提升幅度较大且集中度较高；2023 年受 CDMO²业务中突发公共卫生事件相关的高附加值中间体订单大幅减少影响，公司盈利能力大幅下降，且跟踪期海外市场占比大幅提升，仍面临汇率波动风险，短期债务占比过半，集中偿付压力较大，以及公司在信息管理、信息披露制度上有待完善。

评级日期

2024 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	43.44	44.24	44.19	40.01
归母所有者权益	21.11	20.96	20.85	17.51
总债务	15.10	15.23	14.03	13.66
营业收入	2.63	12.16	14.57	12.58
净利润	0.16	0.16	3.68	1.58
经营活动现金流净额	-0.54	0.09	2.77	2.21
净债务/EBITDA	--	4.64	1.24	1.95
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	6.38	6.97
总债务/总资本	40.68%	41.06%	39.23%	40.84%
FFO/净债务	--	3.24%	47.58%	37.11%
EBITDA 利润率	--	14.05%	23.21%	24.14%
总资产回报率	--	0.84%	9.72%	5.87%
速动比率	0.79	0.83	0.95	0.98
现金短期债务比	0.85	1.00	1.46	1.31
销售毛利率	36.24%	30.87%	40.10%	37.29%
资产负债率	49.31%	50.59%	50.83%	50.56%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ Contract Manufacture Organization，合同定制生产企业。

² Contract Development and Manufacturing Organization，合同定制研发生产企业。

优势

- **公司产品线仍较为丰富，产品市场竞争力进一步提升。**公司原料药及中间体产品目前涵盖心血管类、中枢精神类、降糖类和肠胃类药物，2023年以来瑞舒伐他汀钙路线 II、培哌普利叔丁胺获得欧盟 CEP 证书，非泼罗尼获得国内兽药产品批准文号，马来酸氯苯那敏、盐酸美金刚、利伐沙班、琥珀酸亚铁、恩格列净等 6 个原料药通过国内审评审批。制剂产品方面，乙酰半胱氨酸泡腾片、恩格列净片、维格列汀片等制剂产品获批上市，截至 2024 年 4 月 30 日，公司累计已有 27 个制剂产品在国内获批上市。2024 年，制剂自主研发项目预计有十多个品种通过一致性评价，产品梯队将进一步扩容。
- **公司 2023 年原料药制剂一体化进程继续快速推进，新增产能进入爬坡期，并完成与战略大客户制剂 CMO 业务深度绑定。**2023 年安徽美诺华“年产 400 吨原料药技术改造项目”涉及的 9、10 车间正式投产，浙江美诺华“年产 520 吨原料药一期项目”部分车间正式投产，美诺华天康“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂项目”投入使用，新增原料药和制剂产能进入爬坡期，公司已完成与海外战略大客户制剂 CMO 业务深度绑定，逐步开启全生产步骤 CMO 合作，实现成品出口。同时公司围绕技术壁垒、专利壁垒的突破进行仿制药研发布局，依托缓控释平台等多个技术平台，开发慢病治疗领域新产品。

关注

- **公司对单一客户依赖度较高。**2023 年公司对第一大客户斯洛文尼亚最大的制药公司 KRKA,D.D.NOVO MESTO（以下简称“KRKA”）销售占比接近 50%，较上年大幅提升。受宏观经济环境等因素综合影响，公司账期有所拉长，年末公司应收账款规模同比增加 66.08%，前五大客户应收款合计占比 68.87%，需关注单一客户依赖度过高对公司业务的影响。
- **经营活动现金流净额大幅下降，受计提折旧增加、产能未放量致单位成本提高等因素影响，公司盈利能力大幅下降。**受 CDMO 业务中突发公共卫生事件相关的高附加值中间体订单大幅减少、燎原药业不再纳入公司合并报表范围影响，主营业务规模收缩，下游客户账期拉长，经营活动现金流净额减少 96.70%。公司出售子公司燎原药业股权确认投资收益 1.79 亿元基数较大，2023 年公司浙江美诺华、安徽美诺华、美诺华天康新车间投产计提折旧增加、产能未放量致单位成本提高，使得营业成本降幅不及营收降幅，利润总额规模同比下降 97.93%，盈利能力指标表现不及往年。
- **公司海外市场占比大幅提升，仍面临汇率波动风险。**2023 年公司海外销售占比大幅提升 24.11 个百分点至 60.71%，海外销售主要以美元等外币定价和结算，而公司费用支出主要通过人民币支付，汇率波动将直接影响公司盈利水平。2023 年由于外汇套期保值业务的波动，交易性金融资产在持有期间处置产生的投资亏损 1,623.80 万元，公允价值变动损失 1,833.00 万元。
- **2023 年公司短期债务占比过半，集中偿付压力较大。**2023 年公司总债务规模小幅增长，其中短期债务占比过半，主要为银行短期借款，现金短期债务比呈现下降，债务结构有待改善。
- **公司信息管理及信息披露制度有待完善。**2023 年 12 月 8 日公司收到中国证券监督管理委员会宁波监管局（以下简称“宁波证监局”）下发的《行政监管措施决定书》，系公司于 2021 年 4 月 23 日披露重大合作协议，在该重大事项的内幕信息管理中，公司存在内幕信息知情人未对名单进行确认，部分内幕信息知情人登记内容不规范的问题，宁波证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品线较为丰富，产品具有一定市场竞争力，公司原料药制剂一体化进程快速推进，并完成与大客户制剂 CMO 业务绑定，待产能逐步释放后，营业收入规模有望扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	美诺华	华海药业	天宇股份	九洲药业
总资产	44.24	186.00	63.38	108.52
营业收入	12.16	83.09	25.27	55.23
净利润	0.16	8.17	0.27	10.31
销售毛利率	30.87%	60.42 %	39.17 %	37.66 %
资产负债率	50.59%	55.64 %	44.97 %	21.37 %
净营业周期（天）	182.65	385.75	389.10	169.35
研发费用/营业收入	7.83%	11.83%	9.65%	5.99%

注：以上各指标均为 2023 年度（末）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
美诺转债	5.20	4.7667	2023-5-29	2027-1-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年1月发行6年期5.20亿元可转换公司债券，募集资金计划用于高端制剂项目以及补充流动资金。根据公司于2024年4月30日发布的公告《关于宁波美诺华药业股份有限公司2023年度募集资金存放与使用情况专项报告的鉴证报告》，截至2023年末，本期债券募集资金专项账户余额为209.78万元，此外公司及控股子公司使用单日最高余额不超过人民币2.50亿元的闲置募集资金进行现金管理，其中使用本期债券募集资金2.00亿元（另有0.50亿元系首次公开发行股票并上市募集资金），年末本期债券闲置募集资金现金管理尚未到期的金额为1.70亿元。

三、发行主体概况

截至2024年3月末，宁波美诺华控股集团有限公司（以下简称“美诺华控股”）仍为公司控股股东，持股比例为21.22%，姚成志先生仍为公司实际控制人，对公司直接持股比例为5.66%，其对美诺华控股持股比例为90.00%。公司控股股东、实际控制人所持有的公司股票不存在被质押、冻结和其它限制权利的情况。截至2023年末，公司注册资本仍为2.13亿元。

此外，“美诺转债”自2021年7月20日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为37.47元/股，目前转股价格为26.35元/股，2023年美诺转债累计有197,000元转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为7,423股。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	股东性质
宁波美诺华控股集团有限公司	45,273,661	21.22%	境内非国有法人
姚成志	12,070,253	5.66%	境内自然人
中国工商银行股份有限公司—融通健康产业灵活配置混合型证券投资基金	3,801,865	1.78%	其他
石建祥	2,985,833	1.40%	境内自然人
杜广娣	2,005,823	0.94%	境内自然人
合计	66,137,435	31.00%	-

注：姚成志系美诺华控股的控股股东和实际控制人

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事特色原料药、医药中间体、制剂的研发、生产与销售，公司主要原料药、中间体产品涵盖心血管类、中枢精神类、降糖类和肠胃类药物，2022年原药业股权出售，2023年不再生产氯吡格雷、米氮平等药物。

2023年，公司处置子公司浙江博同智能制造有限公司100.00%股权，2023年1月16日起不再纳入合并范围，处置价款1.01亿元，确认投资收益0.27亿元。截至2024年3月末，公司合并范围子公司情况见附录四。

表2 2023年及2024年一季度公司合并报表范围变化情况

1、2023年及2024年一季度不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	处置方式
浙江博同智能制造有限公司	100.00%	研发	出售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降

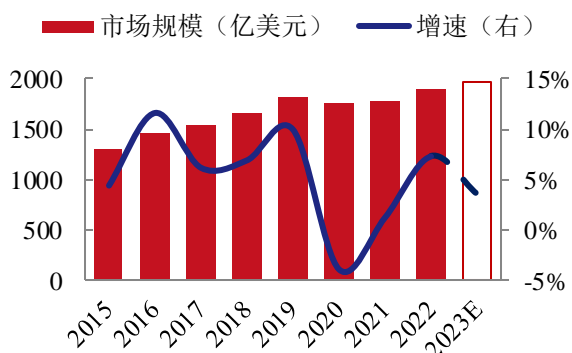
息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

随着世界人口老龄化加剧及大量专利药品到期，预计未来原料药市场规模将继续扩大，中国目前是全球主要的原料药供给方之一，预计我国原料药出口将继续保持增长趋势

从需求端来看，全球原料药市场在经历2020年的下滑后，需求端持续回升，2022年全球原料药市场规模约为2,040.4亿美元，预计2023年受突发公共卫生事件影响，增速将有所下滑但仍保持正增长态势，根据Precedence Research调研报告数据，预计2032年全球原料药市场规模将达3,636.80亿美元。相较于下游医药行业，原料药行业成熟度更高、竞争更为激烈，其增长主要取决于医药市场自然增长，以及原料药外购比例。一方面，在全球人口规模扩张、老龄化趋势加剧以及居民健康意识不断提高的背景下，全球医药市场规模持续增长；另一方面，大量专利药品专利到期使得对原料药需求规模的进一步增长。公开数据看，目前亚洲、欧洲和北美洲是中国原料药的主要出口市场，在出口市场中占比达到85%以上。

从供给端来看，由于环保、成本等原因，全球化学原料药的生产重心逐步转移至中国、印度等发展中国家，中国成为全球主要的原料药生产基地之一，随着中国、印度等发展中国家的原料药厂商不断增加研发投入、优化生产工艺、提高技术水平，其在原料药行业的竞争地位不断提升。在世界原料药竞争格局中，美国拥有药品专利优势，西欧拥有工艺优势，而以印度和中国为代表的发展中国家则拥有相对成本优势，当前我国原料药行业仍以大宗原料药生产为主，技术含量有待提升。全球原料药供给主要集中在中国、意大利、印度，据中国医药保健品进出口商会数据，2022年中国原料药产能约为363万吨，在全球占比30%，原料药产品结构不断迭代优化，中国已多年位列全球最大的原料药生产和出口国。近年来我国化学原料药的出口规模持续增长，根据中国医药保健品进出口商会数据，2022年，我国原料药出口金额达到518亿美元，同比增长24.04%；原料药出口量达1,194万吨，同比增长8.74%。

图 1 全球原料药市场规模波动增长

图 2 我国化学原料药出口规模及增速


资料来源：公开资料、中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

资料来源：公开资料、中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

环保持续趋紧、集采常态化及药品关联审批提高了原料药行业壁垒，预计将进一步提升原料药企业集中度，原料药行业竞争格局持续优化，带量采购一定程度加速原料药国产替代

2016年以来，国家环保政策持续收紧，环保督察常态化，2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开。受江苏盐城响水化工厂爆炸影响，江苏省、浙江省、河北省均对当地新建医药、化工项目作出严格限制，大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停退出市场，原料药行业竞争格局有所优化。截至2022年底，江苏、山东、浙江、四川省原料药企业数量合计占比近四成，我国原料药企业行业集中度有持续提升趋势。

原料药关联审批等政策提高了原料药行业壁垒，化药带量采购政策进一步凸显了原料药行业在产业链中的重要性。关联审批模式下，下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换原料药供应商需要再次审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，对于原料药的质量及供应能力提出更高要求，行业壁垒将进一步提升。自2018年首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种公布至今，国家医保局已累计组织开展九批国家组织药品集采。目前集中带量采购改革已经进入常态化、制度化新阶段，国家组织、联盟采购已经形成常态化格局，集采竞价规则、质量、供应、配送、使用的保障机制和配套政策也日趋完善和优化。在集中采购政策的影响下，对于原料药企业而言，质量保证能力、供应规模及供应稳定性、价格竞争力显得尤为重要。带量采购模式下原料药企业质量及成本控制能力成为影响下游仿制药企业盈利能力的关键因素之一，随着国内集中采购政策、药品关联审批和一致性评价政策的实施，药品企业集中度将进一步提升；此外，目前部分原研药企在相关领域仍处于垄断地位，国家集中带量采购为具有成本优势的国产药企提供了争夺市场份额的机会，进一步推动原料药国产替代。

表3 涉及原料药发展相关政策

时间	政策文件	政策内容
2023年2月	《质量强国建设纲要》	加强推进化学原料药、中药技术研发和质量标准升级，提升仿制药与原研药、专利药的质量和疗效一致性。

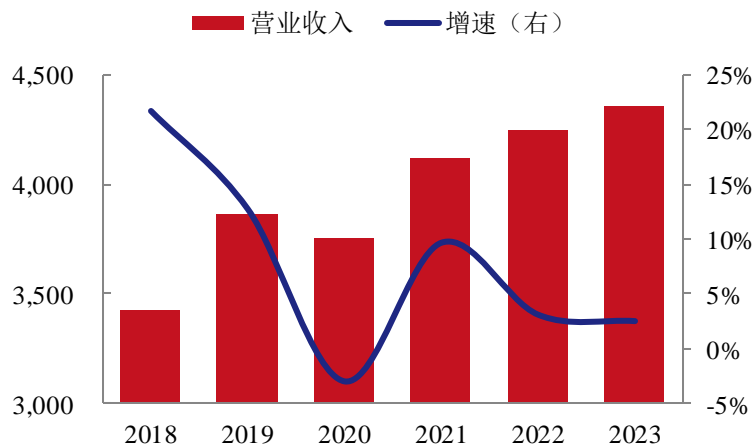
2022年5月	《“十四五”生物经济发展规划》	依托生物制造技术，实现化工原料和过程的生物技术替代，推动化工、医药等重要工业产品制造与生物技术深度融合，向绿色低碳、无毒低毒、可持续发展模式转型。
2022年1月	《“十四五”医药工业发展规划》	提高原料药创新工艺，巩固原料药制造优势，促进原料药产业向更高价值链延伸，打造“原料药+制剂”一体化优势。
2021年1月	发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	再一次明确药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，加快形成全国统一开放的药品集中采购市场。
2020年1月	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；提出五个调整方向：一是调整原料药产业结构；二是优化原料药产业布局；三是加快技术创新与应用；四是推行绿色生产标准；五是推动建设集中生产基地。
2019年8月	《中华人民共和国药品管理法》	药物审批时对化学原料药一并审评审批，对相关辅料等一并审批，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年化药制剂行业上市公司业绩增速继续放缓，全国制剂行业转为负增长，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制剂行业业绩预计将持续承压，“原料药、制剂”一体化或具备竞争优势

根据申万行业分类，近年化学制剂行业收入有所波动，营收增速放缓，2020年受国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策进入执行期等影响，化药制剂行业业绩同比大幅下滑，2021年化药销售回暖，2022年国内部分化药企业生产、销售工作延迟开展，2023年下半年医药行业反腐全面铺开，对行业扰动较大。根据中国医药企业管理协会发布的《2023年医药工业经济运行情况》，2023年全国化学药品制剂行业转为负增长，营业收入同比下降0.5%，利润同比下降3.4%，考虑到当前从国家集采到地方联盟集采已成常态化趋势、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计我国化药制剂行业业绩将持续承压。

图 3 化学制剂行业增速持续放缓（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年11月16日，国家组织药品联合采购办公室公布第九批国家组织药品集采中选的41种药品和价格，拟中选药品平均降价58%，降幅较以往继续扩大，本次集采中选结果已于2024年3月实施，按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个，未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购将进一步加速扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。

我国仿制药一致性评价工作自2012年开始，近年已迈向成熟阶段。2023年，共有2,713个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，涉及742个品种，同比增长42.86%。截至2022年末，已通过一致性评价（含视同过评）的受理号达5,573个，涉及药品4,013个。从申报种类来看，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出在集采提速扩面的新阶段下，部分市场规模小、竞争格局激烈的老品种一致性评价不再受青睐，企业重心转移到发展高质量高标准的新型仿制药研发。未来随着仿制药一致性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

“原料药、制剂”一体化布局的企业竞争优势明显，在药品集采政策驱动下，销售端利润空间持续收缩，更多制剂企业向上游要利润，外购原料药通常不具备成本优势，并且受到原料药生产企业的工艺、设备、控制措施等因素影响，原料药存在一定质量风险，如若更换上游原料药供应商，需重新进行评估，增加时间和资金成本。在此背景下，“原料药、制剂”一体化布局能发挥产业链优势，在节约成本的前提下，保证原料药质量和供给。

表4 全国带量采购加速扩面，预计未来化药行业利润将继续承压

项目	全国第九批集采	全国第八批集采	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2023年11月	2023年2月	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	2024年3月	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	41	39个品种	60个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业（家）	205	174	217	148	118	125	77
平均降幅	58%	56%	48%	56%	50%	53%	53%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列
 资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

表5 近年化药行业主要政策情况

发布时间	政策/文件名称	主要内容
2021年11月	工信部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》	对我国医药产业升级发展提出整体目标：加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。
2023年1月	2022年国家医保药品目录调整结果发布	本次调整121个药品谈判或竞价成功，平均价格降幅60.1%
2023年1月	国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》	进入该目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险

2023年3月	国家药监局药品审评中心发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规划（试行）》	加快创新药审评速度，鼓励创新药研究发展
2023年7月	深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务	支持药品研发创新，常态化开展药品和医用耗材集中带量采购

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

受CDMO业务中突发公共卫生事件相关的高附加值中间体订单大幅减少以及燎原药业不再纳入公司合并报表范围等影响，2023年公司主营业务收入及毛利率同比均有所下降，原料药及中间体板块收入规模及占比提升，制剂业务收入整体保持平稳，毛利率有所下降

跟踪期内，公司仍主要从事特色原料药、医药中间体、制剂的研发、生产与销售，医药制造仍是公司主要的收入来源。公司拥有“医药中间体、原料药、制剂”全产业链，2023年新增面向经销商进行制剂销售，目前处于起步阶段，规模不大。

2023年公司营业收入及主营业务收入同比分别下降16.51%和16.04%，主要系突发公共卫生事件趋于尾声，年内相关的高附加值中间体订单大幅减少，CDMO业务收入下降，燎原药业已不再纳入公司合并报表范围所致，医药流通业务规模有所反弹但仍然较小，系年内公司收购宁波美诺华医药销售有限公司（以下简称“美诺华医药销售”）少数股东股份，负责制剂医药流通业务。毛利率方面，2023年公司主营业务毛利率较上年下降9.29个百分点，2024年一季度，公司主营业务毛利率有所增加。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
原料药及中间体	1.63	64.40%	35.07%	7.47	61.81%	29.69%	6.81	47.30%	29.37%
CDMO	0.37	14.68%	40.21%	2.01	16.59%	26.36%	5.04	35.02%	51.97%
制剂	0.47	18.56%	40.50%	2.21	18.28%	43.00%	2.23	15.46%	50.78%
医药流通	0.06	2.37%	20.00%	0.40	3.32%	13.06%	0.32	2.22%	16.20%
合计	2.54	100.00%	36.48%	12.09	100.00%	31.01%	14.40	100.00%	40.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品结构仍以心血管类原料药及中间体产品为主，2023年抗血栓类药物新增甲磺酸达比加群酯。截至2024年3月末，公司主要产品及用途见下表。

表7 截至2024年3月末公司主要产品及用途

类别及用途	主要产品
原料药及中间体	降血压类 缬沙坦、氯沙坦钾、培哌普利叔丁胺、培哌普利吡达帕胺、奥美沙坦酯
	心血管类 降血脂类 瑞舒伐他汀、阿托伐他汀
	抗血栓类 阿哌沙班、利伐沙班、甲磺酸达比加群酯
	中枢神经类 普瑞巴林、布瓦西坦、沙芬酰胺

降糖类	维格列汀、磷酸西他列汀、达格列净、恩格列净
肠胃类	艾司奥美拉唑镁二水合物、艾司奥美拉唑镁三水合物
制剂	培哌普利叔丁胺片、普瑞巴林胶囊、氯沙坦钾片、阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片、缬沙坦片、培哌普利吡达帕胺片

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原料药及中间体总产销量及产销率均大幅下滑，系燎原药业股权出售，相关产品剥离，且由于公司原料药制剂一体化业务的推进，部分原料药被用作生产自用料，不对外销售，相关产品产销率也有所下滑。

制剂类产品产量同比大幅增长，主要系新产能投产，为客户提前备货，但销量同比增幅稳定，导致产销率下滑。

表8 公司原料药及中间体、制剂产品总产销情况

产品名称	项目	2023年	2022年
原料药及中间体（吨）	产量	673.07	1,697.37
	销量	717.49	2,461.17
	产销率	106.60%	145.00%
制剂类（千片）	产量	1,279,128.82	741,079.55
	销量	1,082,965.72	974,888.44
	产销率	84.66%	131.55%

注：本表的原料药产销包含燎原药业纳入合并范围期间（2022年1-10月）的产销。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

原料药及中间体板块仍是公司最主要的收入来源，燎原药业股权出售后，公司高附加值产品生产规模扩大，收入有所提升。年内突发公共卫生事件相关订单减少，CDMO业务收入及毛利率同比降幅较大，需关注公司与相关客户CDMO业务合作大规模商业化进展。部分制剂产品完成集采中标及续标，制剂业务收入同比基本保持稳定，完成与海外战略大客户制剂CMO业务深度绑定，逐步开启全生产步骤CMO合作

2023年原料药及中间体业务仍是公司最主要的收入来源，收入同比提升9.72%，毛利率较上年基本持平。公司出售燎原药业股权后，不再生产氯吡格雷、米氮平、七水硫酸镁等低端产品，产品结构有一定调整，侧重高附加值产品，产品单价有所提升，具体产品看，瑞舒伐他汀、阿托伐汀钙产销量均明显有升。

表9 2022-2023年主要原料药及中间体产品的产量、销量等情况（单位：吨）

产品名称	项目	2023年	2022年
品种一	产量	207.23	190.05
	销量	213.52	161.67
	产销率	103.03%	85.07%
品种二	产量	31.76	59.51

	销量	30.16	34.34
	产销率	94.96%	57.70%
	产量	103.70	112.87
品种三	销量	72.31	89.06
	产销率	69.73%	78.91%
	产量	210.52	177.54
品种四	销量	215.28	148.35
	产销率	102.26%	83.56%
	产量	73.37	42.86
品种五	销量	84.36	25.21
	产销率	114.97%	58.83%

注：本表产品不涉及CDMO业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司CDMO业务板块收入同比下降60.23%，其占主营业务的比重大幅下降，毛利率较上年下降25.61个百分点，主要系突发公共卫生事件趋于尾声，年内相关的高附加值中间体订单大幅减少，2024年一季度公司CDMO业务板块收入同比下降3.57%。经过近两年发展，公司CDMO业务初具规模，子公司宣城美诺华药业有限公司（以下简称“宣城美诺华”）作为公司CDMO业务的核心基地，2022年公司对其实现完全控股，并于2023年启动二期项目建设。现阶段，公司CDMO业务涉及的产品以创新药、原研到期等小分子药物为主。2021年4月，公司与默沙东旗下子公司英特威国际有限公司签订战略业务合作协议，在宠物药、兽药、动物保健领域建立CDMO合作关系，公司将为默沙东提供产品相关原料药的研发、注册、生产和供应服务，合作期限为十年，2022年公司非泼罗尼原料药³获得欧洲CEP证书，公司正式进入动物保健行业，2023年公司与默沙东在宣城美诺华合作建设的专用车间已在试生产，并就新项目签订协议。整体来看，公司CDMO业务有望得到进一步发展，但需关注板块前期产品研发、实验和审批周期较长，与默沙东等客户的产品大规模商业化时点暂无法预估。

2023年公司制剂板块收入同比基本保持稳定，主要产品产销率保持较好水平，氯沙坦钾片50mg、氯沙坦钾氢氯噻嗪片50/12.5mg产销量提升较大，毛利率整体较上年下降7.78个百分点，主要系新产能投产暂未放量，2024年一季度制剂业务收入同比稍有下降。2023年公司完成培哌普利叔丁胺片长三角（沪浙皖）联盟地区、福建、川藏联盟续标，合资公司宁波科尔康美诺华药业有限公司（以下简称“科尔康美诺华”）的氯沙坦钾片实现河南省两个规格续标。截至2024年4月30日，公司实现奥美沙坦酯片、莫西沙星片、阿哌沙班片在十三省联盟（区、兵团）药品联盟采购中标。2017年公司与KRKA合资设立科尔康美诺华，近年多次同比例增资，2023年公司继续增资0.10亿元，目前公司与KRKA对科尔康美诺华持股比例分别为40%和60%，双方以科尔康美诺华为主体并作为药品上市许可持有人（MAH），将KRKA在欧洲已上市产品进行国内转报，推动其制剂产品在国内市场的开拓。2023年公司海外制剂CMO

³用于驱杀犬、猫体表跳蚤和犬虱。

业务发展较好，完成与战略大客户制剂CMO业务深度绑定，逐步开启全生产步骤CMO合作。此外，2023年公司围绕技术壁垒、专利壁垒的突破进行仿制药研发布局，依托缓控释平台等多个技术平台，开发慢病治疗领域新产品，预计待新产能放量，公司制剂业务有望进一步发展。

表10 公司主要制剂产品产销情况（单位：吨）

产品名称	项目	2023年	2022年
品种一	产量	186,372.04	202,403.26
	销量	167,740.75	185,791.43
	产销率	90.00%	91.79%
品种二	产量	112,023.87	138,012.38
	销量	112,023.87	138,012.38
	产销率	100.00%	100.00%
品种三	产量	125,411.49	67,373.84
	销量	118,254.89	67,373.84
	产销率	94.29%	100.00%
品种四	产量	65,979.87	80,724.38
	销量	65,687.17	111,339.30
	产销率	99.56%	137.93%
品种五	产量	146,559.74	63,705.46
	销量	142,682.72	77,466.57
	产销率	97.35%	121.60%

资料来源：公司提供

2023年公司继续加大研发投入，原料药、制剂均有新增注册产品，在研项目数量较多，为下一步产品梯队扩容奠定基础

原料药方面，公司加速推进新产品的研发注册以拓展现有原料药产品中国市场和欧美规范市场的准入，2023年共计7个品种递交海外市场（涉及欧洲、美国、韩国、俄罗斯等其他市场）注册认证，11个品种递交国内CDE（国家药品监督管理局药品注册技术审评机构，以下简称“CDE”）登记，注册数量较2022年有所上升，2023年瑞舒伐他汀钙路线II获得欧盟CEP证书，非泼罗尼⁴获得国内兽药产品批准文号，马来酸氯苯那敏、盐酸美金刚、利伐沙班等4个原料药通过国内审评审批，2024年1-4月，培哌普利叔丁胺获得欧洲 CEP 证书，琥珀酸亚铁、恩格列净 2 个原料药通过国内审评审批。

制剂方面，2023年公司制剂全年累计在研项目超50个，新立项制剂项目21个，年末13个项目递交CDE进入审评阶段，9个品种获批生产进入商业化，2024年1-4月乙酰半胱氨酸泡腾片、恩格列净片、维格列汀片等5个制剂产品获批上市，截至2024年4月30日，公司累计已有27个制剂产品在国内获批上市。2023年公司新增与多家国内领先医药企业CDMO业务合作，并签订合作协议，年内完成技术放大/验证项目12个，累计实现定制合作品种超30个。2024 年制剂自主研发项目预计约有十几个品种通过一致性

⁴ 2022 年公司非泼罗尼原料药获得欧洲 CEP 证书。

评价，产品梯队将进一步扩容。

公司现有3个研发中心，包括浙江美诺华药物研究中心（原料药研发中心）、医药创新研究院（制剂研发中心）、杭州新诺华（制剂研发中心），合计超过13,000平方米的实验场地。近年公司持续加大研发投入，2023年公司研发投入同比增长14.76%，占营业收入的比重提升至11.30%。

2023年公司海外销售占比大幅提升，主要系对战略大客户出货增加，汇率波动风险增加；公司客户集中度小幅提升，完成与战略大客户KRKA制剂CDMO业务导入，对其销售占比近五成，海外客户集中度仍过于集中

公司销售主要分为自产销售及医药流通两部分，销售模式未发生重大变化，自产自销主要面向欧美规范制剂生产企业。针对制剂销售，2023年公司新增电商销售模式，助力自营品种、商业品种以及外部代理品种的销售，医药流通方面，2023年公司收购美诺华医药销售公司少数股权，经营范围包括化学药制剂、抗生素制剂、生物制品、中药材、中药饮片和中成药等批发销售，承接自营品种之外的制剂产品销售。受宏观经济环境等多因素影响，2023年公司给予主要客户的账期较往年有所拉长，一般在45-90天。

从公司销售区域来看，2023年公司海外销售占比大幅提升24.11个百分点，主要系国际卫生形势转好，公司对战略大客户斯洛文尼亚最大的制药公司KRKA的出货增加，除KRKA以外，公司也一直保持与默沙东的合作，此外与施维雅、吉瑞制药等知名制药企业也建立了长期深度稳定的合作关系，但主要合作项目尚未形成规模化商业生产，暂对收入贡献不大。近年公司内销比例波动较大，未来随着公司加速拓展国内市场、新产品上市和集采中标等，内销比例可能会提升。

值得关注的是，公司仍有较大规模的海外市场销售，且以美元等外币定价和结算，而公司费用支出主要通过人民币支付，汇率波动将直接影响公司海外营业收入及盈利水平。

表11 公司按地区销售收入及占比情况（单位：万元）

地区	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
国外	73,379.39	60.71%	52,688.34	36.60%
国内	47,491.38	39.29%	91,272.86	63.40%
合计	120,870.77	100.00%	143,961.20	100.00%

资料来源：公司提供

从前五大客户情况来看，2023年公司对前五大客户销售金额占当期营业收入的比例小幅提升，公司对主要客户KRKA的依赖程度大幅提升，占当期营业收入比重近五成。KRKA成立于1954年，系斯洛文尼亚最大的制药公司，分别在斯洛文尼亚的卢布尔雅那证券交易所和波兰的华沙证券交易所两地上市，公司是KRKA的第一大供应商并与其建立长期战略合作伙伴关系，2023年公司完成与KRKA制剂CDMO业务导入，为其提供制剂全产业链CDMO服务；此外，公司通过与KRKA合资成立科尔康美诺华，发展海外制剂业务及MAH合作进行中欧转报，目前，公司与KRKA已形成共同研发、联合申报、共同抢仿等多样化合作模式，在医药中间体、原料药及制剂领域均保持深度合作关系。但中证鹏元也关注到，公

公司对单一客户依赖程度非常高，未来若KRKA无法与公司继续合作或KRKA经营状况发生重大变化，将对公司收入及盈利产生一定不利影响。

表12 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	序号	客户名称	销售收入	占当期营业收入的比例
2023年	1	客户一	54,465.07	44.77%
	2	客户二	7,153.56	5.88%
	3	客户三	4,491.15	3.69%
	4	客户四	2,890.50	2.38%
	5	客户五	2,849.07	2.34%
			合计	71,849.35
2022年	1	客户一	36,760.77	25.23%
	2	客户二	26,485.83	18.18%
	3	客户三	7,852.10	5.39%
	4	客户四	4,057.05	2.78%
	5	客户五	3,953.73	2.71%
			合计	79,109.48

注：受同一实际控制人控制的客户合并计算销售额，其中科尔康美诺华销售额已与KRKA合并计算
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年受上游原材料下降影响，公司主要原材料采购单价下降，原料药产品销售单价受此影响也呈下降趋势，板块利润空间进一步挤压，原材料价格波动趋势仍存在不确定性；公司对第一大供应商依赖度明显下降，前五大供应商集中度基本持平

2023年公司采购模式未发生变化。公司生产所需主要原材料包括氰基溴联苯、缬沙坦中间体、叠氮化钠、吡啶羧酸、阿托伐他汀侧链等，采购价格基本为市场报价，氰基溴联苯、叠氮化钠和缬沙坦中间体均系沙坦类原料药所需原材料，2023年受上游原材料下降影响，公司主要原材料采购单价较2022年呈下降态势。受上游原材料价格下降影响，公司以沙坦类为主的原料药产品销售单价也呈下滑趋势，板块利润空间进一步承压。公司一般以市场需求为导向，结合产品成本、汇率变动及产品质量等多种因素确定原料药产品价格，从而一定程度控制成本压力。

从前五大供应商情况来看，2023年前五大供应商集中度较上年基本持平，但对第一大供应商的依赖度明显下降，未来随着公司原料药制剂一体化推进，外购产品可能会有所减少。随着公司经营规模的提升，未来可能对原材料种类需求将进一步上升，若供应商出现原材料短缺、价格上涨或原材料不能达到公司生产要求的质量标准等情况，在一定程度上将影响公司盈利水平。

表13 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

时间	序号	供应商名称	采购金额	占全年采购比例
2023年	1	供应商一	3,113.00	4.78%
	2	供应商二	2,599.00	3.96%
	3	供应商三	1,838.00	2.82%

	4	供应商四	1,791.00	2.75%
	5	供应商五	1,505.00	2.31%
		合计	10,846.00	16.63%
2022年	1	供应商一	7,892.25	9.23%
	2	供应商二	1,981.16	2.32%
	3	供应商三	1,795.69	2.10%
	4	供应商四	1,427.58	1.67%
	5	供应商五	1,402.55	1.64%
			合计	14,499.23

注：该表统计的前五大供应商不含工程类供应商。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年新产能陆续投入使用，原料药及制剂的整体产能进一步增长；公司在建项目规模较大，主要为宣城美诺华二期项目，资金来源为自筹，需关注新增产能放量不达预期、新增产能可能因市场环境变化等因素存在市场消化不足导致收益不达预期，同时需提高安全管理能力以降低安全生产风险

2023年公司完成对燎原药业的剥离，年内安徽美诺华“年产400吨原料药技术改造项目”涉及的9、10车间已正式投产，浙江美诺华“年产520吨原料药一期项目”部分车间已正式投产，美诺华天康“年产30亿片（粒）出口固体制剂建设项目”投入使用，原料药及制剂的整体产能进一步增长，另外，本期债券募投项目高端制剂项目土建已基本完成，正在进行与土建相关的附属工程，宣城美诺华二期扩建项目已启动。年末公司三大原料药生产基地（浙江美诺华、安徽美诺华、宣城美诺华）产能共计约1,600吨/年，美诺华天康（制剂）产能为45亿片/年。生产模式方面，公司产品仍然主要采用MTO（Make To Order，接单生产）的模式组织生产，未发生变化

表14截至2024年3月末公司主要生产基地分布情况

生产基地子公司	简称	位置	主要业务
浙江美诺华药物化学有限公司	浙江美诺华	浙江绍兴	
安徽美诺华药物化学有限公司	安徽美诺华	安徽广德	特色原药、原料药 CDMO
宣城美诺华药业有限公司	宣城美诺华	安徽宣城	
宁波美诺华天康药业有限公司	美诺华天康	浙江宁波	自营制剂、制剂 CDMO

资料来源：公司提供，2023年年报，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司主要在建项目包括浙江美诺华东扩项目、公司本期债券募投项目高端制剂项目以及宣城美诺华二期项目，计划投资合计15.05亿元，尚需投资10.05亿元，主要为宣城美诺华二期项目。2024年4月，公司终止2023年度向特定对象发行股票事项并撤回申请文件，宣城美诺华二期项目资金来源变更为公司自有资金，整体在建项目资金支出压力相对可控。随着在建项目建成投产，公司收入规模有望进一步扩大，但也可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在产能消化风险导致收益不达预期。

表15截至2024年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划投资	已投资	尚需投资	项目进度
浙江美诺华东扩项目	35,000.00	24,429.11	10,570.89	土建主体全部完工，已完成大部分机电安装，部分投入生产
高端制剂项目	45,931.00	25,522.60	20,407.40	土建已基本完成，正在进行与土建相关的附属工程
宣城美诺华二期项目	69,595.21	116.48	69,478.73	前期规划
合计	150,526.21	50,068.19	100,457.02	-

注：已投资金额以实际付款金额为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

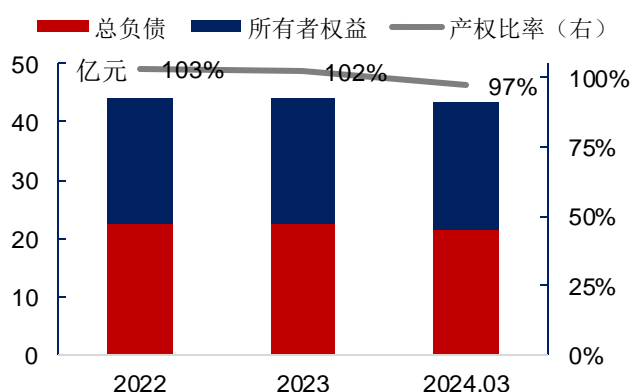
以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年至2024年1-3月，公司合并范围减少1家子公司，详见表2。截至2024年3月末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

2023年公司净资产规模相对平稳；可转债募集资金带来的现金类资产加强了公司资产流动性，但受账期拉长影响，公司应收账款增长较快，应收对象集中为战略大客户，需关注战略客户无法与公司继续合作或其经营状况发生重大变化对公司资产质量的影响

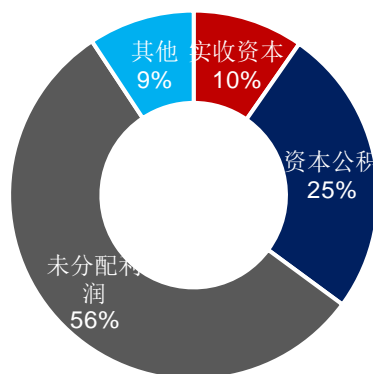
公司2023年盈利规模很小，净资产规模相对平稳；近两年负债规模基本持平，2024年3月末有所下降，杠杆水平尚可。截至2024年3月末，公司净资产仍主要由未分配利润及资本公积构成。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司资产规模整体保持稳定，现金类资产主要系银行存款和利用闲置募集资金购买的银行保

本浮动型理财产品，截至2023年末，公司账面货币资金规模有所下降，其中受限规模1.82亿元，主要系质押的大额存单和银行承兑汇票保证金，年末货币资金受限比例为39.92%。

近年公司存货规模持续小幅增长，主要系公司持续增加常规性原辅料战略储备以及应对客户稳定性产品的需求备货，原材料保持增长，且因产品多步骤生产的特点，各生产环节均有存货结余形成，存货主要为原材料、在产品及库存商品，2023年末公司存货计提跌价准备合计0.46亿元，若无法及时消化将存在较大的跌价风险。受公司账期拉长影响，2023年公司应收账款规模同比增加66.08%，账期主要为1年以内，年末前五大客户应收款合计占比68.87%，集中度较高，需关注可能存在的坏账风险。

固定资产仍是公司最重要的资产组成部分，2023年公司固定资产规模同比增幅3.28%，主要系在建工程中的浙江美诺华东扩项目、宣城技改工程、天康药业质检研发综合楼项目部分完工转入所致，年末未办妥产权证书的固定资产账面价值2.58亿元。2023年末，公司在建工程主要系本期债券募投项目高端制剂项目及技改工程等，年内账面价值提升主要系高端制剂项目投入增加0.95亿元，随着宣城美诺华二期建设布局，预计在建工程规模将进一步增长。其他非流动资产主要系预付研发项目款和大额存单，2023年末账面价值同比大幅增加系公司利用闲置募集资金购买的大额存单。

整体来看，公司资产规模基本稳定，可转债募集资金带来的现金类资产增长提升了公司资产流动性，非流动资产占比提升，存货继续保持增长，需关注其跌价风险，应收款规模大幅提升，集中度偏高，需关注坏账风险。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.52	8.10%	4.56	10.31%	7.92	17.92%
交易性金融资产	2.65	6.11%	2.69	6.07%	2.17	4.92%
应收账款	2.47	5.70%	2.80	6.34%	1.69	3.82%
存货	6.60	15.19%	6.13	13.85%	5.94	13.45%
其他流动资产	0.67	1.53%	0.50	1.14%	0.59	1.34%
流动资产合计	16.88	38.85%	17.59	39.77%	18.94	42.86%
长期股权投资	3.17	7.30%	3.15	7.13%	3.00	6.79%
固定资产	12.73	29.30%	13.06	29.53%	12.65	28.62%
在建工程	5.95	13.69%	5.76	13.03%	5.03	11.38%
无形资产	1.78	4.09%	1.66	3.76%	1.43	3.23%
其他非流动资产	1.74	4.00%	1.67	3.78%	0.51	1.16%
非流动资产合计	26.56	61.15%	26.64	60.23%	25.25	57.14%
资产总计	43.44	100.00%	44.24	100.00%	44.19	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

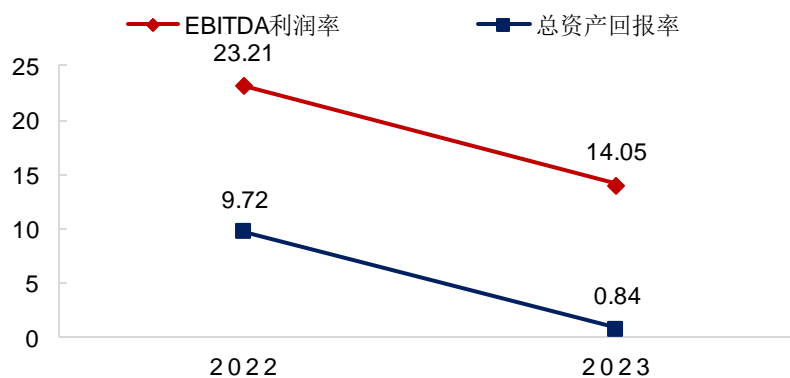
盈利能力

受CDMO板块高附加值中间体订单大幅减少以及剥离燎原药业影响，2023年公司主营业务收入及毛利率均在下降，盈利能力指标表现不及往年，需关注新增产能放量不达预期及汇率波动风险可能使公司利润水平面临波动

受燎原药业股权出售、产品结构调整及CDMO板块高附加值中间体订单下降影响，2023年公司主营业务收入同比下降16.04%，主营业务毛利率较上年下降9.29个百分点。2024年一季度，公司营业收入较去年同期增加6.68%，毛利率有所增加，主要系原料药及中间体、CDMO业务毛利率提升所致。

利润方面，2023年公司利润总额规模同比大幅下降97.93%，主要系2022年公司出售子公司燎原药业股权确认投资收益1.79亿元基数较大，且2023年浙江美诺华、安徽美诺华、美诺华天康新车间投产，新产能未放量且计提折旧增加致单位成本提高，使得营业成本降幅不及营收降幅所致。2023年营业成本降幅不及营收降幅，毛利率下降，此外受燎原药业股权划出影响，公司管理费用相应下降，受外汇汇率波动所产生的汇兑损益影响，公司财务费用同比增长306.05%，整体看，公司期间费用同比有所下降，EBITDA利润率下滑明显，整体来看，2023年公司受市场环境、高附加值中间体订单下滑及新产能投产处于产能爬坡期、计提折旧增加等因素影响，盈利能力降幅较大。此外，公司海外市场销售收入占比较大，汇率波动直接影响公司的盈利水平，2023年产生汇兑损失345.43万元，财务费用同比大幅增加，由于外汇套期保值业务的波动，交易性金融资产在持有期间处置产生的投资亏损1,623.80万元，公允价值变动损失1,833.00万元，仍需关注可能产生的汇率波动风险。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司杠杆水平相对稳定，总债务规模小幅增长，短期债务占比过半，现金短期债务比表现欠佳，集中偿付压力较大，债务结构有待改善。现金流表现一般，但考虑到公司仍能获取一定的流动性来满足短期和长期资金的需求，融资弹性尚可

2023年末，公司总债务规模小幅增长，各类型债务均同比有所增长，年末公司短期借款中2.87亿元为质押借款、1.98亿元为信用借款，应付票据均为银行承兑汇票，合同负债为预收货款，长期债务主要系长期借款以及应付本期债券，长期借款中2.25亿元抵押借款、0.27亿元保证借款及0.50亿元信用借款，本期债券另有0.68亿元计入其他权益工具。截至2024年3月末，公司短期债务规模占比过半，主要为短期借款，集中偿付压力较大，债务结构有待改善。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.92	22.97%	4.87	21.75%	4.65	20.71%
应付票据	2.08	9.73%	1.97	8.79%	1.92	8.55%
应付账款	2.66	12.40%	3.57	15.95%	3.07	13.68%
合同负债	1.73	8.07%	1.53	6.84%	1.95	8.68%
一年内到期的非流动负债	0.45	2.10%	0.56	2.51%	0.32	1.41%
流动负债合计	12.96	60.48%	13.78	61.59%	13.62	60.65%
长期借款	2.87	13.37%	3.02	13.50%	2.60	11.58%
应付债券	4.44	20.71%	4.42	19.75%	4.15	18.49%
租赁负债	0.18	0.85%	0.16	0.70%	0.30	1.35%
非流动负债合计	8.47	39.52%	8.60	38.41%	8.84	39.35%
负债合计	21.42	100.00%	22.38	100.00%	22.46	100.00%
总债务	15.10	70.48%	15.23	68.04%	14.03	62.46%
其中：短期债务	7.62	35.55%	7.63	34.10%	6.97	31.04%
长期债务	7.48	34.94%	7.60	33.95%	7.06	31.41%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从现金流来看，2023年公司营业收入下降，账期有所拉长，资金回笼速度下降，公司经营活动现金流净流入大幅下降，同时公司营业成本降幅不及营收降幅，FFO同比降幅较大。

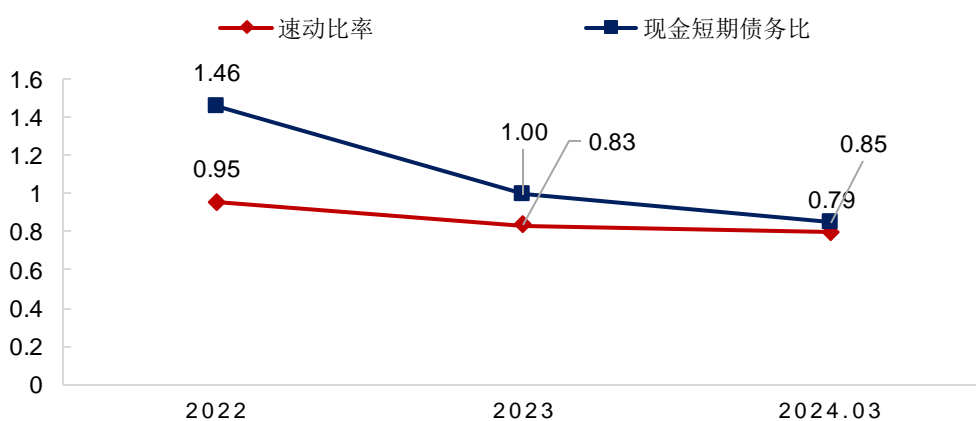
表18 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.54	0.09	2.77
FFO（亿元）	--	0.26	2.00
资产负债率	49.31%	50.59%	50.83%
净债务/EBITDA	--	4.64	1.24
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	6.38
总债务/总资本	40.68%	41.06%	39.23%
FFO/净债务	--	3.24%	47.58%
经营活动现金流/净债务	-6.25%	1.15%	66.00%
自由现金流/净债务	-11.54%	-26.51%	-70.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司资产负债率水平较上年变化不大，杠杆状况指标相对稳定。2023年公司速动比率有所下滑，2024年一季度稍有回升，现金短期债务比表现欠佳，短期债务偿还压力较大。未来本期债券仍存在转股可能，公司偿债压力相对不大。截至2024年3月末，公司获得包括国内政策性银行、国有行及股份制银行等在内的多家银行提供的银行授信额度，其中未使用授信额度约20.75亿元，公司仍能获取一定的流动性来满足短期和长期资金的需求，融资弹性尚可。

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司近一年在环境、社会及治理方面未发生重大负面事项，治理结构相对稳定，但需关注，公司需提高安全管理和三废处理能力、信息管理、信息披露有待进一步完善

根据2024年6月11日公司提供的诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明，公司本部、控股股东、实际控制人及合并报表范围内子公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司、控股股东及实际控制人不存在严重失信行为，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚，公司过去一年未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，公司过去一年未存在拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故等情形，控股股东及实际控制人不存在其他可能造成公司股权结构不稳定的事项，公司不存在其他对公司信用水平产生负面影响的重大事项。

公司于2023年12月8日收到中国证券监督管理委员会宁波监管局（以下简称“宁波证监局”）下发的《行政监管措施决定书》（〔2023〕29号），宁波证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施，主要系公司于2021年4月23日披露重大合作协议，在该重大事项的内幕信息管理工作中，公司存在内幕信息知情人未对名单进行确认，部分内幕信息知情人登记内容不规范的问题。上述行为违反了《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定》（证监会公告[2021]5号）第六条第一款的规定，反映公司

内幕信息管理、信息披露等方面均有待完善。

2024年4月30日，公司公告提名姚成志先生、应高峰先生、姚芳女士为公司第五届董事会非独立董事候选人，提名贝洪俊女士（会计专业人才）、魏杰女士（法律专业人才）为公司第五届董事会独立董事候选人，选举舒玲娜女士为公司第五届监事会职工代表监事，曹倩不再任公司董事，包新民、叶子民、李会林不再任公司非独立董事，2024年5月21日，公司公告选举刘斯斌先生担任公司第五届监事会主席，上述人事变动系正常任期届满，暂无不利影响。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2023年6月11日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

美诺华控股及姚成志先生为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保

根据《关于宁波美诺华药业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券担保函》，公司控股股东美诺华控股及公司实际控制人姚成志先生为本次发行可转债提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及债权人为实现债权而产生的合理费用。

2020年11月10日，美诺华控股名称变更为“宁波美诺华控股集团有限公司”。跟踪期内，美诺华控股的控股股东、实际控制人、注册资本均未发生变化。截至2024年5月末，注册资本仍为5,000.00万元，实际控制人仍为姚成志先生，持股比例为90%。

根据公司提供的2023年未经审计的美诺华控股单体财务报表，截至2023年末，美诺华控股单体总资产4.32亿元，净资产2.15亿元，资产负债率50.15%，2023年，美诺华控股实现单体营业收入3.80亿元，净利润621.74万元。

九、结论

随着世界人口老龄化加剧及大量专利药品到期，预计未来原料药市场规模将继续扩大，中国目前是全球主要的原料药供给方之一，预计我国原料药出口将继续保持增长趋势。跟踪期内公司仍主要从事特色原料药、医药中间体、制剂的研发、生产与销售，产品线较为丰富，产品市场竞争力进一步提升，但

受到CDMO业务中突发公共卫生事件相关的高附加值中间体订单大幅减少等影响，公司主营业务收入及毛利率均有所下降，同时2022年公司出售子公司燎原药业股权确认投资收益1.79亿元基数较大，2023年公司新车间投产，新产能未放量且计提折旧增加致单位成本提高，使得营业成本降幅不及营收降幅，公司盈利能力大幅下降，主营业务对单一战略大客户依赖度较高，对其应收款项亦较大，此外，公司短期债务占比过半，集中偿付压力较大，应收账款规模同比提升较大，集中度较高，关注可能存在的坏账风险，且海外市场收入占比大幅提升，仍面临汇率波动风险，公司信息管理、信息披露制度需进一步完善，但受益于公司原料药制剂一体化进程的快速推进，多个集采项目中标及续标成功，完成与战略大客户制剂CMO业务深度绑定，预计2024年制剂业务将有较快发展。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“美诺转债”的信用等级为AA-。

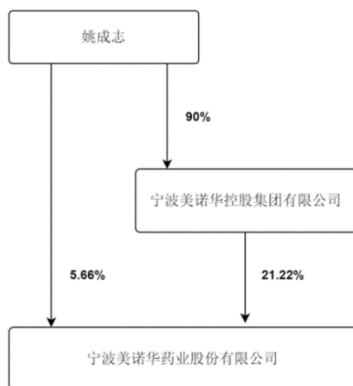
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.52	4.56	7.92	4.22
交易性金融资产	2.65	2.69	2.17	3.71
应收账款	2.47	2.80	1.69	2.10
存货	6.60	6.13	5.94	5.80
其他流动资产	0.67	0.50	0.59	0.63
长期股权投资	3.17	3.15	3.00	3.20
固定资产	12.73	13.06	12.65	8.48
在建工程	5.95	5.76	5.03	7.34
无形资产	1.78	1.66	1.43	1.82
其他非流动资产	1.74	1.67	0.51	0.64
资产总计	43.44	44.24	44.19	40.01
短期借款	4.92	4.87	4.65	4.26
应付票据	2.08	1.97	1.92	1.05
应付账款	2.66	3.57	3.07	2.84
合同负债	1.73	1.53	1.95	0.81
其他应付款	0.42	0.32	0.41	0.91
一年内到期的非流动负债	0.45	0.56	0.32	0.79
流动负债合计	12.96	13.78	13.62	11.47
长期借款	2.87	3.02	2.60	3.03
应付债券	4.44	4.42	4.15	4.24
租赁负债	0.18	0.16	0.30	0.28
非流动负债合计	8.47	8.60	8.84	8.76
负债合计	21.42	22.38	22.46	20.23
总债务	15.10	15.23	14.03	13.66
其中：短期债务	7.62	7.63	6.97	6.10
所有者权益	22.02	21.86	21.73	19.79
营业收入	2.63	12.16	14.57	12.58
营业利润	0.22	0.19	4.05	1.88
净利润	0.16	0.16	3.68	1.58
经营活动产生的现金流量净额	-0.54	0.09	2.77	2.21
投资活动产生的现金流量净额	-0.25	-3.24	0.50	-6.03
筹资活动产生的现金流量净额	0.29	0.55	-1.78	5.83
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.71	3.38	3.04
FFO（亿元）	--	0.26	2.00	2.20
净债务（亿元）	8.71	7.94	4.20	5.93

销售毛利率	36.24%	30.87%	40.10%	37.29%
EBITDA 利润率	--	14.05%	23.21%	24.14%
总资产回报率	--	0.84%	9.72%	5.87%
资产负债率	49.31%	50.59%	50.83%	50.56%
净债务/EBITDA	--	4.64	1.24	1.95
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	6.38	6.97
总债务/总资本	40.68%	41.06%	39.23%	40.84%
FFO/净债务	--	3.24%	47.58%	37.11%
经营活动现金流净额/净债务	-6.25%	1.15%	66.00%	37.22%
自由现金流/净债务	-11.54%	-26.51%	-70.22%	-52.17%
速动比率	0.79	0.83	0.95	0.98
现金短期债务比	0.85	1.00	1.46	1.31

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

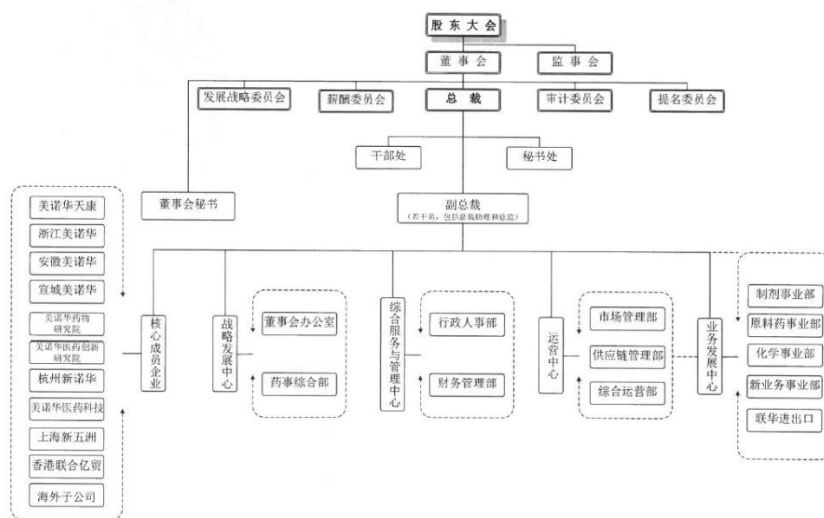
附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）

宁波美诺华药业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
浙江美诺华药物化学有限公司	668.11□□□	92.50%	工业	同一控制企业合并
安徽美诺华药物化学有限公司	656.30□□□	95.06%	工业	同一控制企业合并
香港联合亿贸进出口有限公司	1□□□□	100.00%	商业	设立
宁波联华进出口有限公司	4,000.00	100.00%	商业	同一控制企业合并
杭州新诺华医药有限公司	2,000.00	100.00%	研发	设立
上海新五洲药业有限公司	500.00	100.00%	研发	同一控制企业合并
宁波美诺华天康药业有限公司	20,000.00	100.00%	工业	非同一控制企业合并
宣城美诺华药业有限公司	19,607.85	100.00%	工业	设立
BIOMENOVORESEARCH PRIVATE LIMITED	10,000□□□	99.74%	研发	非同一控制企业合并
宁波美诺华医药科技有限公司	13,000.00	100.00%	□□	设立
宁波高新区美诺华医药创新研究院有限公司	5,000.00	100.00%	研发	同一控制企业合并
浙江乾丰生物科技有限公司	1,000.00	50.00%	□□	设立
宁波美诺华医药销售有限公司	1,000.00	100.00%	商业	设立
杭州成喆生物医药有限公司	1,000.00	100.00%	□□	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。