



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2021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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



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 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-17	2020-6-15

债券概况

债券简称：美诺转债

债券剩余规模：5.20 亿元

债券到期日期：2027-1-14

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

增信方式：保证担保

担保主体：宁波美诺华控股集团
有限公司及姚成志先生

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对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）及其 2021 年 1 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：我国原料药出口量持续增加为公司发展提供良好的机遇，公司产品线较为丰富，产品具有一定竞争力，合同定制研发生产业务（以下简称“CDMO 业务”）和制剂业务处于爬坡阶段，未来有望成为新的利润增长点；同时中证鹏元也关注到，公司对单一客户依赖很大，产品主要销往国外，面临一定汇率波动风险，且在建项目存在一定资金压力和建成后可能存在产能消化风险导致收益不达预期。此外，本期债券发行后公司债务水平持续攀升，面临一定偿债压力等风险因素。

未来展望

- 公司业务稳步发展，预计整体持续性较好，未来随着在建项目投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	36.43	30.63	26.14	22.71
归母所有者权益	17.28	15.52	13.64	11.97
总债务	13.53	8.77	7.27	6.31
营业收入	3.38	11.94	11.80	8.49
净利润	0.54	1.73	1.61	1.05
经营活动现金流净额	-0.19	2.52	1.80	0.47
销售毛利率	34.98%	36.45%	38.35%	32.56%
EBITDA 利润率	--	23.76%	23.17%	17.64%
总资产回报率	--	8.38%	8.51%	6.58%
资产负债率	46.69%	42.45%	39.99%	40.99%
净债务/EBITDA	--	1.89	1.14	1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	10.48	7.24
总债务/总资本	41.06%	33.22%	31.66%	32.02%
FFO/净债务	--	33.62%	60.22%	29.61%
速动比率	1.12	0.61	0.84	0.99
现金短期债务比	1.01	0.48	0.73	0.72

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **我国原料药出口量持续增加，为公司发展提供良好的机遇。**2020 年受海外疫情影响，印度等主要原料药生产国生产供应下滑，全球原料药供需紧张加剧。而我国疫情持续好转，原料药产能恢复较快，预计 2021 年我国原料药出口继续保持较快增长。
- **公司产品线较为丰富，产品具有一定竞争力。**公司产品线较为丰富，原料药、中间体产品主要涵盖心血管类和中枢精神类药物，跟踪期内公司主要原料药产品阿托伐他汀钙、米氮平无水物获得欧盟 CEP 证书，培哌普利、普瑞巴林原料药通过国内审评审批；公司首个制剂合作品种普瑞巴林胶囊和首个自研制剂产品培哌普利叔丁胺片获得药品批文。截至 2020 年末，公司授权专利共计 116 项（其中发明专利授权 62 个，实用新型专利授权 54 个），公司产品具有一定竞争力。
- **公司 CDMO 业务快速发展，未来有望成为新的利润增长点。**2020 年公司主营业务板块中 CDMO 业务收入大幅增长 113.13%，2021 年 4 月，公司与全球知名医疗保健公司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，决定在宠物药、兽药、动物保健领域共同建立长期稳定的 CDMO 合作伙伴关系，2020 年公司入选“2020 中国 CDMO 企业 20 强”，位居第九位，随着相关产能逐步释放，CDMO 业务未来有望成为公司新的利润增长点。

关注

- **公司仍对单一客户依赖很大，若其发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响。**2020 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 55.91%，对单一客户依赖较大。
- **公司以海外市场为主，面临一定汇率波动风险。**2020 年由于美元汇率下降产生汇兑损失 1,081.50 万元，较上年波动较大，公司营业收入海外市场占比较高，多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，汇率波动直接影响公司的盈利水平。
- **公司存在一定资金支出压力，在建项目可能存在产能消化风险导致收益不达预期。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投入 12.00 亿元，其中自筹资金需求 6.78 亿元，存在一定资金支出压力。在项目实施过程中和项目实际建成后，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。
- **近年公司债务水平持续攀升，面临一定偿债压力。**2021 年一季度可转债发行成功后，公司负债规模持续大幅提升，2020 年净债务/EBITDA 提升、FFO/净债务下滑，公司盈利及现金生成对净债务偿还保障程度均减弱，面临一定偿债压力。

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	30.63	129.91	48.90	50.02
营业收入	11.94	64.85	25.87	26.47
净利润	1.73	9.95	6.67	3.80
销售毛利率	36.45%	63.73%	51.65%	37.51%
资产负债率	42.45%	48.24%	27.46%	38.30%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

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
医药制造企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期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。截至2021年5月22日，本期债券募集资金专项账户余额为3,482.56万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，受部分股份回购注销影响，截至2021年3月末，公司总股本减至14,960.93万股，宁波美诺华控股有限公司（以下简称“美诺华控股”）仍为公司控股股东，持股比例为21.67%，姚成志先生仍为公司实际控制人，对公司直接持股比例为5.78%，其对美诺华控股持股比例为90%。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。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	股东性质
宁波美诺华控股有限公司	32,415,900	21.67%	境内非国有法人
姚成志	8,640,000	5.78%	境内自然人
服务贸易创新发展引导基金（有限合伙）	7,484,100	5.00%	其他
石建祥	2,860,000	1.91%	境内自然人
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	2,163,839	1.45%	境外法人
上海金麟投资管理有限公司	1,800,000	1.20%	境内非国有法人
MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	1,555,922	1.04%	境外法人
中国工商银行股份有限公司—中海医疗保健主题股票型证券投资基金	1,137,320	0.76%	其他
中国建设银行股份有限公司—宝盈新兴产业灵活配置混合型证券投资基金	1,127,831	0.75%	其他
陈为人	912,000	0.61%	境内自然人
合计	60,096,912		-

注：姚成志系宁波美诺华控股有限公司控股股东和实际控制人

资料来源：公司2021年一季报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事医药中间体、特色原料药、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和中枢精神类药物，包括缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷等。

2020年及2021年一季度，公司新增2家子公司，截至2021年3月末，公司合并范围共有13家子公司，

详见附录四。

表2 2020年及2021年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年及2021年一季度新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
宁波美诺华医药科技有限公司	100.00%	5,000.00	工业和商业	设立
宁波高新区美诺华医药创新研究院有限公司	100.00%	5,000.00	研发	同一控制下的企业合并

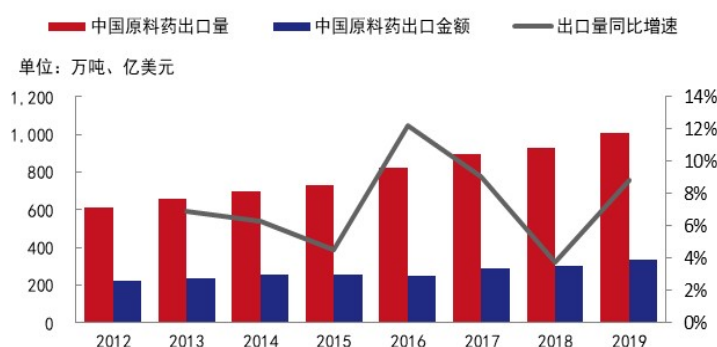
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

近年来我国原料药出口持续增长，受新冠疫情影响，全球原料药供需紧张，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长；2020年缬沙坦价格出现下滑，预计未来将趋于平稳

近年来我国原料药出口持续增长，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长。我国原料药出口量、出口金额2017-2019年年复合增长率分别为6.26%、7.56%。需关注，受宏观经济、全球贸易摩擦等因素影响，我国原料药出口量增速波动较大，预计未来仍存在一定的不确定性。2019年我国原料药共出口到189个国家和地区，其中印度、美国、日本为我国原料药前三大出口国，对美原料药出口下滑主要系中美贸易摩擦所致。2020年受海外疫情影响，印度等主要原料药生产国生产供应下滑，全球原料药供需紧张加剧。而我国疫情持续好转，原料药产能恢复较快，新冠疫情常态化下，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长。

图1 受益于全球化学原料药市场规模增长、产能转移，我国原料药出口规模持续增长



资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

表3 印度、美国、日本为我国原料药前三大出口国（单位：万吨、亿美元，年度：2019）

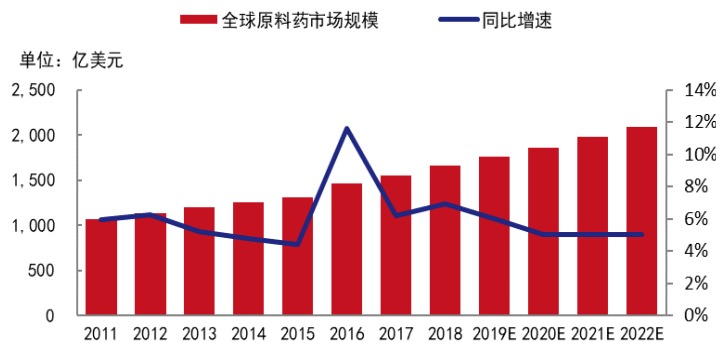
国家	出口量	出口量同比	出口金额	出口金额同比	特征
印度	80.79	22.56%	56.53	25.53%	印度作为我国原料药出口第一大目的国，其原料药70%来自中国；以低附加值原料药和医药中间体为主，例如抗感染类、青霉素类、头孢菌素类、激素类等
美国	66.54	-10.99%	42.15	-1.23%	受中美贸易摩擦影响较大

日本	47.64	3.03%	20.59	8.24%	对日主要出口品种既包括维生素、氨基酸、抗生素等传统大宗原料药，又包括沙坦类、普利类、他汀类等特色原料药
----	-------	-------	-------	-------	---

资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

从需求端来看，全球原料药市场规模持续稳定增长，预计2021年继续增长、增速在5%左右。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，大量专利药品到期进一步提高了化学原料药的外购比例。随着全球医药市场规模增长、原料药外购比例增加，全球原料药行业市场规模持续增长，全球原料药行业市场规模2010-2018年复合增长率超过6%。中证鹏元预计，未来全球原料药市场规模将继续保持增长，但考虑到终端药品制造、销售受新冠疫情冲击，预计原料药行业增速将有所下降，2020-2022年年复合增长率在5%左右。

图2 全球原料药市场规模持续增长



注：公开资料暂未查询到2019年全球原料药市场规模数据

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

从供给端来看，受环保、成本等因素影响，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移，受新冠疫情影响，2020年以来印度等国原料药产能下降。原料药通常可以分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药三大类，具体如表3所示。受环保、成本等因素影响，欧洲和美国的原料药产能逐步降低，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移。西欧、中国、印度目前为主要化学原料药出口基地；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。我国原料药产能约占全球28%，生产的原料药约65%用于出口，出口以大宗原料药为主。2020年新冠疫情爆发以来，印度等国受疫情影响较大，原料药产能下滑。截至目前，印度防疫情形仍较严峻，预计2021年印度等国原料药产能继续下降。

表4 原料药可分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药三大类

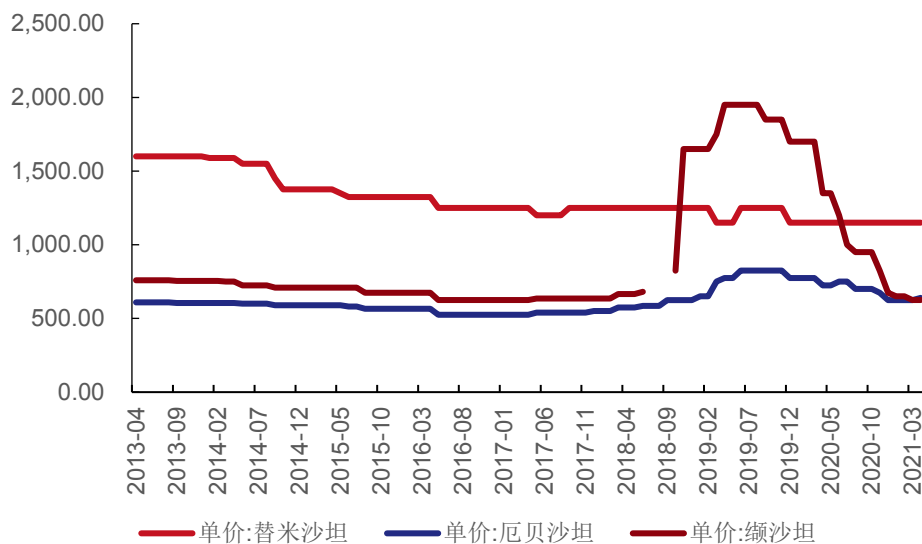
类别	主要生产地区	专利期	代表品种	业务模式	竞争要素	特点
大宗原料药	中国	无专利问题	抗生素类、维生素类、解热镇痛类、激素类	自产自销	生产成本	市场需求量大、集中度较高，但进入门槛不高，价格随供需关系周期性变动

特色原料药	中国、印度、西欧	将过或刚过专利期	沙坦类、普利类、肝素类、他汀类	自产自销	生产成本&产品品质	种类多、附加值相对较高；价格在周期内持续下降，单一产品利润不具备长期可持续性，利润大于大宗原料药
专利原料药	美国	在专利期内	无特定品种	自产/合同外包	研发能力&项目管理能力	周期内保持较好利润，利润大于特色原料药

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

目前临床用于高血压治疗的药物中，沙坦类药物市场已成长为规模最大的抗高血压药物市场，缬沙坦则是沙坦类中市场占有率最高的品种。缬沙坦是一种非肽类的血管紧张素II受体拮抗剂（ARB），由瑞士诺华公司开发成功后，首先在德国上市，1997年获得FDA批准在美国上市，商品名为代文（Diovan），由于缬沙坦专利在2012年到期，仿制药的进入使缬沙坦对应原料药的需求继续上升。2018年10月后，受华海药业缬沙坦“致癌物”事件影响，缬沙坦产量大幅下降，由于其全球需求量较大，价格随之飙升，2019年4-8月，缬沙坦均价报1950元/千克，价格创过去十年新高。2020年，缬沙坦价格整体出现下滑。预计未来随着全球产能恢复，价格将趋于平稳。

图3 近年主要沙坦类产品价格变化情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

环保政策趋紧，原料药行业集中度有望提升；原料药关联审批政策进一步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，为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇

环保政策趋紧，原料药行业集中度有望提升。原料药属于重污染行业，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。随着环保政策的推进，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场，原料药行业竞争格局有所优化，行业集中度有望得到提升。

表5 原料药及化工企业相关环保政策

时间	政策文件	政策内容
2016年11月	《医药工业发展规划指南》	2020年规模以上企业单位工业增加值能耗下降18%、二氧化碳排放量下降23%、挥发性有机物排放量下降10%以上；化学原料药绿色生产水平明显提高
2017年10月	《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	沿江地区严格限制新建高污染化工项目，沿海地区严格控制新建医药、农药和染料中间体项目
2018年1月	《排污许可管理办法（试行）》	明确和细化了排污单位应持证排污和环保部门应依证监管的法律要求，对排污单位承诺制、信息公开、自行监测、台账记录和执行报告等要求做出了具体规定
2018年9月	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	列入关停名单的全部关停到位，列入搬迁名单的危险化学品企业全部完成搬迁改造，新建项目入园率100%，新建项目自动化控制系统装备率100%，园区外化工企业不得新建、扩建化工生产项目，严格执行“三同时”有关规定
2019年4月	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	压减规模以下化工生产企业的数量，对评估安全和环保风险，不达标企业需在2020年底前全部关闭退出，鼓励达标企业进入化工园区发展，新建化工项目原则上投资额不低于10亿元”
2019年6月	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	加强制药、农药、涂料、油墨、胶粘剂、橡胶和塑料制品等行业VOCs治理力度，制药、农药行业推广使用非卤代烃和非芳香烃类溶剂，制药行业推广生物酶法合成技术
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；技术水平有效提升，突破20项以上绿色关键共性技术，基本实现行业绿色生产技术替代。并提出五个调整方向：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。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

原料药关联审批政策进一步提高了原料药行业壁垒。2017年11月，原国家食品药品监督管理总局发布《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》，实行制剂与原料药、药用辅料、包装材料关联审批，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。2019年7月，国家药品监督管理局发布《进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》正式落地。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。

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，为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇。首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种在2018年12月公布，2019年以来药品集中采购试点范围进一步扩大。带量采购模式下仿制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，对于未布局原料药的制剂企业，将更倾向于选择优质且供应能力稳定的原料药企业，原料药在产业链中重要性将进一步凸显。此外，带量采购政策亦为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇。原料药生产企业与制剂为主生产企业相比，医院销售渠道较为缺乏，但具有一定生产成本优势。带量采购政策实行后，原料药生产企业的制剂产品通过一致性评价，即可通过带量采购快速扩大市场份额，无需销售推广。

五、经营与竞争

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，但开始积极开拓布局CDMO新业务。公司主营业务仍主要分为医药制造和医药流通两大类，医药制造方面，公司布局有完整的“医药中间体、原料药、制剂”产业链的综合服务平台，主要业务包括特色原料药业务（包括中间体）、原料药CDMO业务（包括中间体）和制剂业务；医药流通方面，公司主要根据客户需求外购部分非自产或产能不足的产品直接对外销售。

2020年公司实现营业收入11.94亿元，同比增长1.14%，基本保持稳定，其中主营业务收入11.90亿元，同比增长1.13%。2021年一季度，公司实现营业收入3.38亿元，较上年同期增长18.55%，业绩稳健增长。分行业来看，2020年特色原料药仍是公司最为核心的收入来源，全年累计实现收入9.52亿元，同比增长3.86%；2020年公司重点加速推进原料药CDMO业务，实现收入1.22亿元，同比大幅增长113.13%；制剂业务稳步发展，进一步增加市场份额，同比增长18.71%，但医药流通业务受汇率波动以及新冠疫情等因素影响，同比大幅下滑70.52%，影响了公司整体的收入规模。

表6 公司主营业务收入分行业构成及毛利率情况（单位：万元）

行业	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
特色原料药	95,235.95	39.29%	97,401.31	44.22%
原料药 CDMO	12,154.96	25.55%		
制剂	7,494.35	30.39%	6,313.23	7.47%
医药流通	4,115.13	12.19%	13,960.47	11.24%
合计	119,000.39	36.39%	117,675.02	38.34%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

分产品来看，2020年，降血压类及抗血栓类原料药仍是公司最为主要的原料药产品，占主营业务收入的比重分别为51.39%和15.07%。降血脂类产品收入同比下滑17.36%，主要系2020年公司销售结构调整，降血脂类产品中销售的主要产品以中间体为主，整体单价下滑。

毛利率方面，2020年公司主营业务销售毛利率整体下滑1.94个百分点，主要系受外汇汇率波动以及新增原料药制造产能尚未满负荷生产等因素综合影响。分产品来看，2020年各品类原料药毛利率均有所下滑，制剂由于产能释放规模效益体现以及材料成本降低，整体毛利率提升22.92个百分点；医药流通毛利率整体保持稳定。2021年1-3月，降血压类、抗血栓类以及中枢神经类产品毛利率有所回升。

表7 公司主营业务收入分产品构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	
自产销售	降血压类	15,509.06	38.83%	61,151.03	38.39%	55,906.74	45.76%
	降血脂类	3,383.87	38.89%	9,384.50	42.01%	11,355.85	47.21%
	抗血栓类	3,647.36	40.52%	17,927.70	35.77%	15,200.10	42.17%
	中枢神经类	1,209.61	41.76%	9,570.35	36.85%	7,322.67	41.47%

	其他类中间体及原料药	2,953.63	32.38%	9,357.34	33.89%	7,615.95	35.19%
	制剂类	2,310.47	39.79%	7,494.35	30.39%	6,313.23	7.47%
医药流通		4,224.59	12.10%	4,115.13	12.19%	13,960.47	11.24%
	合计	33,238.61	-	119,000.39	36.39%	117,675.02	38.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品线较为丰富，研发投入持续增长，产品具有一定竞争力；公司CDMO业务快速增长，有望成为新的利润增长点；制剂类产品收入有望进一步快速增长

公司产品线较为丰富，原料药、中间体产品主要涵盖心血管类和中枢精神类药物，详见下表，产品主要销往欧盟等规范市场，近年公司不断进行市场开拓，业务规模不断扩大。跟踪期内，公司申报专利12项，获得授权专利13项（其中发明5项、实用新型7项），此外，公司主要原料药产品阿托伐他汀钙、米氮平无水产品获得欧盟CEP证书，培哌普利、普瑞巴林原料药通过国内审评审批；公司首个制剂合作品种普瑞巴林胶囊和首个自研制剂产品培哌普利叔丁胺片获得药品批文。截至2020年末，公司授权专利共计116项（其中发明专利授权62个，实用新型专利授权54个，公司产品具有一定竞争力。

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1,300平方米的实验场地。现有原料药研发人员374人、制剂研发人员79人，其中硕博以上学历占比超过17%。近年公司持续加大研发投入，2020年公司研发投入同比增长28.44%，占营业收入的比重达6.75%。

表8 公司主要产品及用途

	类别及用途	主要产品
心血管类	降血压类	缬沙坦、氯沙坦钾、坎地沙坦、培哌普利
	降血脂类	瑞舒伐他汀、阿托伐他汀
	抗血栓类	氯吡格雷、阿哌沙班、利伐沙班
中枢神经类		普瑞巴林、加兰他敏、文拉法辛、米氮平
肠胃类		埃索美拉唑
制剂		普瑞巴林胶囊、氯沙坦钾片、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

2020年公司主营业务板块中CDMO业务收入大幅增长113.13%，CDMO业务系公司近年重要的战略布局方向，依托现有的特色原料药生产优势，可以为制药企业提供贯穿药品临床前研发、临床试验阶段以及上市审批、商业化生产等环节的综合性研发生产服务，包括为其提供医药特别是创新药的工艺研发及制备、工艺优化、放大生产、注册和验证批生产以及商业化生产等定制研发生产服务。现阶段，公司CDMO业务涉及的产品主要为小分子领域的中间体、原料药。2021年4月，公司与全球知名医疗保健公司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，决定在宠物药、兽药、动物保健领域共同建立长期稳定的CDMO合作伙伴关系，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。随着原料药 CDMO 业务的不断开拓，公司将实现与客户的黏性绑定，客户合作不断深化， CDMO 业务量将呈现快速增长态势，2020年公司入选“2020中国CDMO企业20强”，

位居第九位。且随着CDMO业务不断推进，相关产能逐步释放，其利润空间也将进一步加大。

公司主营业务收入以心血管类产品收入为主，心血管类产品又以降血压类产品收入为主，2019-2020年降血压类产品收入占主营业务收入的比重分别为47.51%和51.39%，进一步提升，主要系受公司扩产影响，降血压类产品中缬沙坦收入持续增长所致，对收入贡献逐年加大。受公司结构调整影响，降血脂类产品收入同比下滑17.36%，主要系受国外疫情延续性影响，公司加大开发降血脂类产品国内市场，2020年降血脂类主要产品新品快速大量投放市场，但由于其为中间体，较原料药价格偏低，使整体收入出现下滑；随着浙江燎原药业股份有限公司（以下简称“燎原药业”）的并入，抗血栓类产品近年收入快速增长。公司其他类产品主要包括抗过敏类产品等，其与肠胃类产品等对公司主营业务收入形成一定补充。

近年公司制剂类收入持续增长，2020年制剂产品收入同比增长18.71%，主要系宁波美诺华天康药业有限公司（以下简称“天康药业”）制剂产能逐步释放使公司进入商业化生产阶段的品种增多所致。2020年，公司联合宁波科尔康美诺华药业有限公司（以下简称“科尔康美诺华”）共同提交注册审评品种3项。截至2020年末，公司累计实现欧洲制剂定制生产服务产品12项，累计8个战略联合开发制剂产品已递交中国CDE审评；公司自研制剂产品阿哌沙班片完成BE试验、异烟肼片完成一致性评价研究，均顺利递交CDE中心受理，盐酸莫西沙星片等3个研发项目进入BE试验阶段，另有17个在研项目同步推进。此外，2020年公司首个合作品种普瑞巴林胶囊和首个自研产品培哌普利叔丁胺片获得药品批文，并于2021年第四批集采中标；制剂子公司天康药业首次实现盈利，随着“天康药业年产30亿片出口固体制剂项目”以及本期债券募投项目未来建成及投产，公司制剂类产品收入有望进一步快速增长。

从主要产品的产销情况来看，受宣城美诺华药业有限公司（以下简称“宣城美诺华”）等生产基地产能逐步释放以及市场需求的综合影响，公司降压类产品产销量大幅增长。从产销率看，2020年公司主要降血压、降血脂产品的产销均实现增长，但由于公司原料药制剂一体化业务的推进，公司将部分原料药用作生产自用料，不对外销售，相关产品产销率有所下滑。

表9 2019-2020年公司主要产品产销情况（单位：吨）

产品名称	项目	2020年	2019年
降血压类品种一	产量	340.43	224.70
	销量	277.71	217.19
	产销率	81.58%	96.66%
降血压类品种二	产量	65.88	28.91
	销量	37.16	28.11
	产销率	56.41%	97.24%
降血压类品种三	产量	70.45	44.48
	销量	40.64	32.54
	产销率	57.69%	73.16%
降血脂类品种一	产量	152.15	14.61

	销量	68.05	12.45
	产销率	44.73%	85.24%
	产量	31.99	19.40
降血脂类品种二	销量	16.98	18.83
	产销率	53.09%	97.08%
	产量	416.97	491.26
抗血栓类品种一	销量	505.99	407.24
	产销率	121.35%	82.90%
	产量	25.14	31.56
中枢神经类品种一	销量	28.35	21.54
	产销率	112.79%	68.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司海外市场占比较高，面临一定汇率波动风险；公司对单一客户依赖仍较大，若主要客户无法与公司继续合作关系或其经营状况发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响

公司销售主要分为自产销售及医药贸易流通两部分。自产销售方面，公司的产品客户群体主要定位于欧美规范制剂生产企业，因此主要采取向客户直接销售的销售模式。公司商务部包括欧洲部、北美部、亚洲部、海运部等部门，直接与客户沟通并签订协议。在定价方面，公司一般根据市场需求，结合成本、汇率变动及产品质量等因素确定产品价格，多采用市场定价方式，部分采用成本加成定价模式。医药贸易流通方面，一般采用外购外销的贸易模式，当客户的需求产品不属于公司生产产品范围内时，公司通过寻找合适的供应商进行采购，再销售给客户，定价一般基于采购价格，以市场价格为导向，结合利润核算、汇率变动等因素确定价格。公司给予主要客户的账期一般在30-45天。

子公司燎原药业国内销售主要采取经销模式，经销业务的客户对象为国内医药贸易商，燎原药业销售部门与医药贸易商签订买断式合同，销售部门再根据销售合同和贸易公司的进仓通知单开具发货通知单，仓库根据开具的出库单发货，待燎原药业获取船务公司的进仓收货清单后，向贸易公司收取货款。燎原药业部分产品通过公司自营出口销售给国外医药贸易商及国外制药厂家。

CDMO业务销售模式有所不同，一般是同国内外研创药企签订单次或年度采购合同（协议）。按照供应协议条款承诺，公司不得将产品销售给未经许可的第三方，客户包含跨国药企、大型综合性药企和新药研创公司，营销方式以依靠专业团队服务的商务合作模式为主，来满足客户在新药上市前后的研发、质量、注册、技术及生产等服务需求。客户根据服务商的综合服务能力评估筛选合作伙伴及确定服务商的主次地位。

值得关注的是，公司海外市场收入占比较高，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，若人民币兑美元等外币汇率持续上升，即使公司的外币销售价格不变，也会导致折算的人民币销售收入下降，反之亦然，因此汇率的波动将直接影响公司盈利水平。

从公司销售区域来看，近年始终以国外销售为主，主要系对斯洛文尼亚最大的制药公司KRKA的销售，近年公司内销比例逐年提升，2020年内销占比较上年提升8.08个百分点，未来随着公司加速拓展国

内市场，内销比例可能进一步提升。

中国系原料药和中间体生产和出口大国，公司在疫情期间积极按时复工，整体生产受疫情影响较小，但由于公司产品主要销往海外，随着海外疫情的蔓延，相关物流运输受到一定影响，预计2021年将有所恢复。

表10 2019-2020 年公司按地区销售收入及占比情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
国外	86,266.21	72.00%	94,238.33	80.08%
国内	32,734.18	28.00%	23,436.68	19.92%
合计	119,000.39	100.00%	117,675.02	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

从前五大客户情况来看，2020年公司从前五大客户销售金额占当期营业收入的比例为72.85%，较上年下滑，主要系受疫情影响，与KRKA的贸易业务收入下滑，但公司对其依赖程度仍较高。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，公司初创时期，当时印度国内的原料药和医药中间体企业生产的产品未完全达到KRKA的采购标准，公司在与KRKA多次的首仿抢仿的合作过程中，基于研发能力和生产工艺逐步成为KRKA的第一大供应商并与其建立长期战略协作伙伴关系。2017年公司与KRKA合资设立科尔康美诺华，2020年又约定同比例增资，目前公司与KRKA对科尔康美诺华持股比例分别为40%和60%。但中证鹏元也关注到，未来若KRKA无法与公司继续合作关系或KRKA经营状况发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响。近年公司加大客户拓展力度，公司未来客户集中度可能有所降低。

表11 2019-2020 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
2019 年	1	客户一	82,984.80	70.31%
	2	客户二	5,757.54	4.88%
	3	客户三	4,165.48	3.53%
	4	客户四	2,096.93	1.78%
	5	客户五	1,730.64	1.47%
			合计	96,735.39
2020 年	1	客户一	67,124.35	55.91%
	2	客户二	7,342.85	6.15%
	3	客户三	6,011.25	5.04%
	4	客户四	4,476.88	3.75%
	5	客户五	2,042.35	2.00%
			合计	86,997.68

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

受宣城美诺华扩产影响，公司主要产品产能显著提升；公司在建和拟建项目规模较大，需关注产能消化风险导致收益不达预期

生产模式方面，公司产品主要采用 MTO（Make To Order，接单生产）的模式组织生产，即依据收到的订单制定生产计划及购买原料，为降低库存同时又能灵活应对临时订单的需求，公司一般在客户购货数量的基础上增加一定比例（不超过10%）的适度库存进行生产。公司主要根据商务部门制定的销售计划制定年度、季度及月度生产计划，每月月末根据客户的订单调整次月月度生产计划，并组织实施生产。

从主要产品产能来看，由于2020年宣城美诺华1,600吨原料药项目一期完工投产，公司缬沙坦、培哌普利等主要产品的产能大幅提升。受原药业车间技改影响，氯吡格雷及米氮平产量有所下滑，相应产能利用率降低。

表12 2019-2020年主要产品的产量、产能等情况（单位：吨）

产品名称	项目	2020年	2019年
降血压类品种一	产能	318.00	210.00
	产量	340.43	224.70
	产能利用率	107.05%	107.00%
降血压类品种二	产能	68.00	28.00
	产量	65.88	28.91
	产能利用率	96.88%	103.25%
降血压类品种三	产能	64.00	53.00
	产量	70.45	44.48
	产能利用率	110.08%	83.92%
降血脂类品种一	产能	159.00	20.00
	产量	152.15	14.61
	产能利用率	95.69%	73.05%
降血脂类品种二	产能	60.00	60.00
	产量	31.99	19.40
	产能利用率	53.32%	32.33%
抗血栓类品种一	产能	507.00	507.00
	产量	416.97	491.26
	产能利用率	82.24%	96.90%
中枢神经类品种一	产能	63.00	63.00
	产量	25.14	31.56
	产能利用率	39.90%	50.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，宣城美诺华年产1,600吨原料药项目一期项目已完成建设并转入固定资产，产能逐步释放，2020年宣城美诺华实现收入1.15亿元，净利润-887.04万元。截至2021年3月末，公司主要在建

工程主要包括浙江美诺华东扩项目公司以及IPO项目安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期和天康药业年产30亿片出口固体制剂项目，以及本期债券募投项目高端制剂项目。2021年3月末公司主要在建项目计划投资合计15.03亿元，已投资合计3.03亿元，尚需投资12.00亿元，其中自筹资金投资6.78亿元，公司存在一定的资金压力，且未来随着项目建成投产，公司收入规模有望得到进一步扩大，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13 截至2021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	9,233.89	25,766.11	厂房土建完成，附属工程预计2021年6月完成，部分装置（溶剂回收）2021年6月投产。
安徽美诺华年产400吨原料药技改项目	41,311.80	8,628.02	32,683.78	土建部分主体及配套基本完工，部分车间正在进行机电安装
天康药业年产30亿片（粒）出口固体制剂项目	28,062.00	6,707.74	21,354.26	该项目主体厂房建设已完成结项，在进行外墙装修
高端制剂项目	45,930.00	5,721.02	40,208.98	目前在基建施工打桩阶段
合计	150,303.80	30,290.67	120,013.13	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司主要原材料采购单价回落；公司主要供应商较为稳定，集中度持续下降，但需关注环保压力加大，若环保不达标可能面临关停及减产风险从而对公司盈利产生一定影响

采购模式方面，公司建立了《采购管理制度》以规范公司的采购业务，采购一般由商务部门负责供应商信息管理和采购计划的分派，技术部负责根据客户要求制定原材料采购的技术标准，质量管理部负责原材料质量控制。公司一般按重要程度及价值将采购品分为A、B、C三类，再选择符合要求的供应商进行采购，A类产品为能直接影响最终产品的质量或形成产品的采购品；B类产品为能够间接影响最终产品质量的采购品；C类产品为无法影响最终产品质量的采购品。公司的制剂原料采购基本为内部采购。在原材料供应商选择方面，公司根据质量标准通过评选确定原辅料供应商，为确保供货的稳定性，对于关键和主要原材料一般会保证两个以上的供应商。

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、诺氟沙星、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，2020年其采购单价较2019年均有所下滑，一方面系由于采购量增长公司议价能力提升，另一方面系沙坦类原材料价格2020年回归正常价格水平。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。

表14 2019-2020年公司主要原材料采购情况（单位：千克、元/千克）

原材料	2020年		2019年	
	采购量	采购单价	采购量	采购单价
品种一	487,599.90	185.80	403,550.00	228.86

品种二	279,857.30	255.14	261,087.40	287.31
品种三	421,163.00	62.93	215,000.00	65.94
品种四	90,720.00	262.36	40,200.00	217.70
品种五	15,000.00	498.53	34,400.00	561.37
品种六	7,500.00	1,784.78	10,520.00	1,745.74
品种七	32,325.00	667.36	2,600.00	874.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从前五大供应商情况来看，2020年前五大供应商合计占比较上年下滑14.85个百分点，集中度大幅下滑，主要系2020年公司医药流通业务规模大幅下滑，外购产品主要从浙江华海药业股份有限公司采购，使其当年采购金额大幅下滑，公司整体对单一供应商依赖不大。同时，2018年以来化工行业环保压力持续上升，制药企业环保成本上升，部分中小化工企业可能由于环保不达标而面临关停及减产风险，公司各个生产基地均建立基于国际标准能力的EHS管理体系，加大安全环保设施的投入建设，提高安全管理和三废处理能力，切实降低安全环保和安全生产风险。此外，随着公司经营规模的提升，未来对原材料需求量将进一步上升，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15 2019-2020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
2019年	1	供应商一	9,565.37	13.07%
	2	供应商二	7,633.10	10.43%
	3	供应商三	4,882.66	6.67%
	4	供应商四	2,624.69	3.59%
	5	供应商五	1,931.13	2.64%
			合计	26,636.95
2020年	1	供应商一	6,498.24	9.06%
	2	供应商二	3,599.22	5.02%
	3	供应商三	1,888.40	2.63%
	4	供应商四	1,840.86	2.57%
	5	供应商五	1,624.51	2.26%
			合计	15,451.23

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

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2019-2020年审

计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围新增宁波美诺华医药科技有限公司，截至2021年3月末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

公司固定资产规模及占比较大，整体资产流动性一般，需关注应收账款坏账风险及存货跌价风险

2020年末，公司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。2021年1月公司成功发行本期可转债，一季度末现金类资产规模大幅增长。2020年末公司应收账款同比减少8.70%，账龄集中在1年以内，合计计提坏账准备851.01万元。2021年3月末，公司应收账款增至2.38亿元，主要系一季度公司外销商品发货较多，但账期未到期以及公司加大国内市场开发力度，内销增长也带来应收账款的增多。2020年末存货同比增长13.62%，主要系公司为应对外部市场环境变化，增加了常规性原辅料战略储备以及随着宣城美诺华产能进一步释放，公司加大了原料采购，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，年末公司存货计提跌价准备合计3,848.31万元。公司其他流动资产主要系理财产品、未缴纳的增值税等，2020年同比增长35.26%。

非流动资产方面，2020年末，公司长期股权投资同比大幅增长104.17%，主要系对联营企业科尔康美诺华和美诺华锐合基金分别追加投资6,000万元和8,000万元。公司其他非流动金融资产主要系公司对持有浙江晖石药业有限公司13.5%股权的权益工具期末按公允价值计量产生的收益。2020年末，公司固定资产同比增长28.41%，主要系宣城美诺华原料药项目完工转固所致，年末未办妥产权证的固定资产账面价值1,399.51万元。年末公司在建工程主要包括安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期、浙江美诺华东扩项目、天康药业年产30亿片（粒）出口固体制剂项目以及本期债券募投项目等，账面价值同比增长11.39%。公司商誉主要系2018年收购燎原药业股权形成，2020年由于经测试的燎原药业资产组可收回金额低于账面价值，计提商誉减值2,826.09万元。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.73	7.48%	2.36	7.69%	3.42	13.09%
交易性金融资产	5.24	14.39%	1.33	4.35%	1.01	3.85%
应收账款	2.38	6.52%	1.60	5.23%	1.76	6.71%
存货	4.96	13.61%	4.55	14.85%	4.00	15.31%
其他流动资产	0.78	2.13%	1.17	3.83%	0.87	3.32%
流动资产合计	16.58	45.51%	11.34	37.03%	11.36	43.47%
长期股权投资	2.73	7.50%	2.74	8.93%	1.34	5.13%
其他非流动金融资产	1.35	3.71%	1.35	4.41%	0.50	1.91%
固定资产	8.57	23.52%	8.45	27.59%	6.58	25.17%
在建工程	3.16	8.67%	3.00	9.80%	2.69	10.30%

无形资产	2.00	5.49%	2.02	6.58%	1.68	6.42%
其他非流动资产	0.68	1.88%	0.62	2.02%	0.97	3.72%
非流动资产合计	19.85	54.49%	19.29	62.97%	14.78	56.53%
资产总计	36.43	100.00%	30.63	100.00%	26.14	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

整体来看，2020年公司资产规模持续增长，2021年一季度末现金类资产大幅增长，但公司整体资产流动性一般，且近年存货和应收账款保持较大规模，需关注其跌价和坏账风险。

盈利能力

2020年公司营业收入小幅增长，CDMO业务的加速推进有望使公司盈利能力得到提升；需关注可能产生的汇率波动风险

2020年公司实现营业收入11.94亿元，同比增长1.14%，基本保持稳定，其中主营业务收入11.90亿元，同比增长1.13%。2021年一季度，公司实现营业收入3.38亿元，较上年同期增长18.55%，业绩增长。2020年公司重点加速推进原料药CDMO业务，实现收入1.22亿元，同比大幅增长113.13%；特色原料药仍是公司最为核心的收入来源，全年累计实现收入9.52亿元，同比增长3.86%。

利润方面，2020年公司盈利能力较上年基本持平，EBITDA利润率和总资产回报率分别为23.76%和8.38%，未来随着公司CDMO加速推进以及产能利用率提升，公司盈利能力有望获得提升。此外，2020年由于美元汇率下降产生汇兑损失1,081.50万元，较上年波动较大，公司营业收入海外市场占比较高，汇率波动直接影响公司的盈利水平，为规避汇率波动给经营业绩带来的影响，公司对部分美元资产进行远期汇率锁定等相关金融工具进行了有效的风险对冲，仍需关注可能产生的汇率波动风险。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

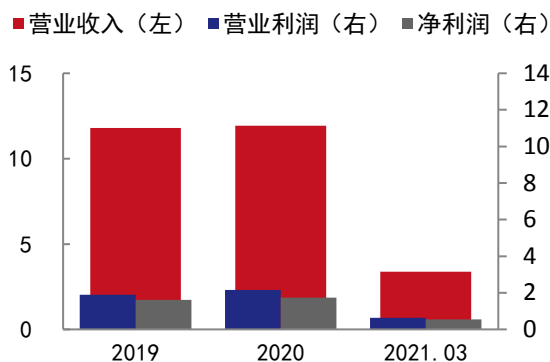
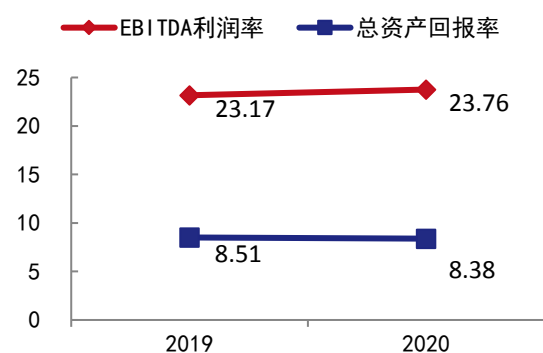


图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

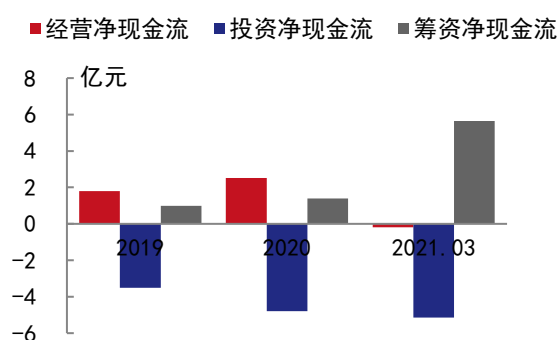
2020年公司现金生成能力基本保持稳定，未来随着本期债券募投项目及在建工程的持续投入，公

司存在一定资金压力

2020年公司加速资金回笼、降低应收账款资金占用以及合理地利用付款信用周期，实现经营活动现金净流入2.52亿元，同比增长39.98%，公司整体现金生成能力较上年基本保持稳定。2020年公司投资活动主要包括购买赎回理财产品、持续投入资金推进各生产基地工程建设以及参股美诺华锐合基金和科尔康美诺华支付的股权投资款，当年投资活动净流出4.79亿元。

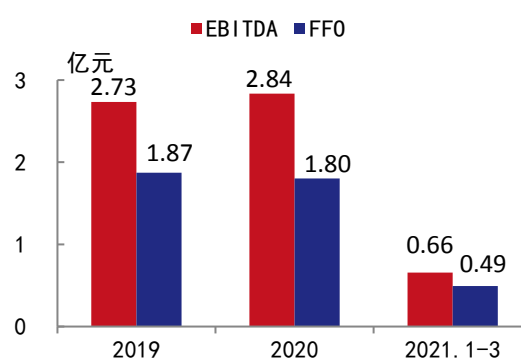
2020年公司筹资活动现金净流入1.38亿元，主要系公司为保障投资活动资金需求而增加的借款；2021年随着本期债券成功发行，公司2021年一季度筹资活动现金净流入5.65亿元。截至2021年3月末，公司主要在建设项目尚需投资12.00亿元，规模较大，公司仍存在一定的资金压力。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况

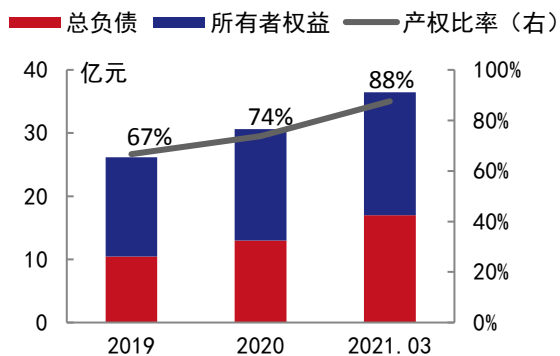
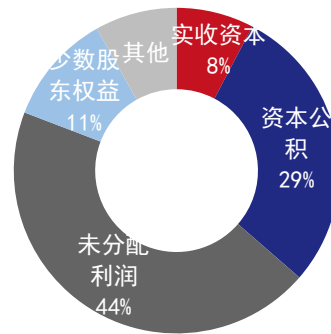


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债水平持续攀升，面临一定偿债压力

受益于公司持续的经营积累，2020年末，公司净资产同比增长12.37%，2021年3月末受本期债券发行带来的其他权益工具增长，公司净资产规模进一步扩大；但由于公司工程项目的持续投入，公司相应增加负债规模，2020年末公司总负债同比增长24.37%，2021年3月末受本期债券发行影响，公司负债规模较2020年末增长30.81%。受此影响，跟踪期内公司产权比率持续提升，净资产对负债的保障程度持续减弱。

图 8 公司资本结构

图 9 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2020 年末，短期借款同比增长 40.22%，均为信用借款；年末公司应付票据均为银行承兑汇票，年末余额 1.19 亿元。2020 年公司应付账款同比增长 41.23%，主要为应付原材料及贸易商品采购款、设备采购款及工程款的增长。年末一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

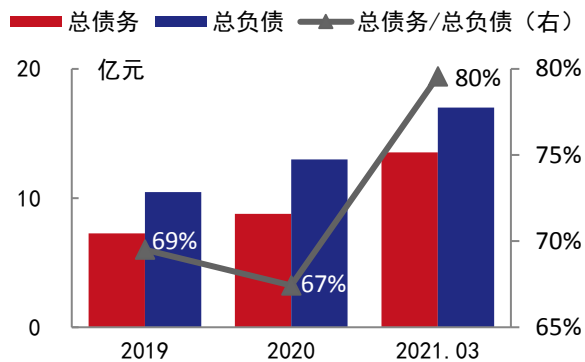
2020 年末，公司长期借款均为保证及抵押借款；2021 年 3 月末，随着本期债券的成功发行，公司应付债券余额增至 3.71 亿元，另有 1.42 亿元计入其他权益工具。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

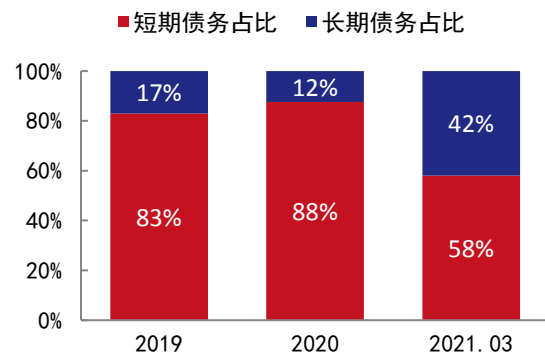
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.15	36.15%	6.02	46.31%	4.29	41.08%
应付账款	1.75	10.29%	2.54	19.53%	1.80	17.20%
一年内到期的非流动负债	0.47	2.76%	0.47	3.60%	0.43	4.13%
流动负债合计	10.36	60.89%	11.12	85.55%	8.76	83.83%
长期借款	1.97	11.55%	1.09	8.35%	1.23	11.81%
应付债券	3.71	21.79%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6.65	39.11%	1.88	14.45%	1.69	16.17%
负债合计	17.01	100.00%	13.00	100.00%	10.45	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着近年各生产基地持续投入，公司总债务规模持续攀升，2020 年末公司总债务规模 8.77 亿元，2021 年 3 月末增至 13.53 亿元，占总负债的比重升至 80%。从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，随着本期债券的成功发行，2021 年 3 月末公司短期债务占比大幅下滑。

图 10 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

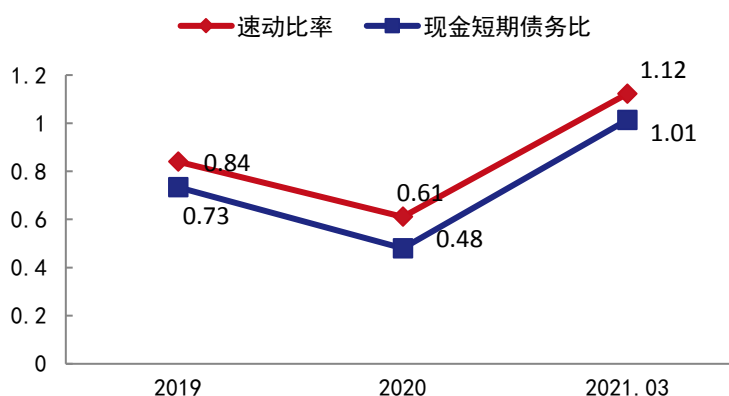
随着公司负债规模的快速攀升，公司资产负债率持续提升。跟踪期内，公司现金短期债务比波动上升，2021年3月末受本期债券成功发行影响，公司现金短期债务比提升至1.01，整体现金类资产对短期债务的覆盖程度改善，2020年公司净债务/EBITDA提升、FFO/净债务下滑，公司盈利及现金生成对净债务偿还保障程度均减弱，公司面临一定的偿债压力。

表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	46.69%	42.45%	39.99%
净债务/EBITDA	--	1.89	1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	10.48
总债务/总资本	41.06%	33.22%	31.66%
FFO/净债务	--	33.62%	60.22%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比率波动上升，但整体流动性水平一般。截至2021年3月末，公司拥有国内多家银行提供的超过16亿元银行授信额度，其中未使用授信金额超过8亿元，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。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月18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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的子公司燎原药业企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月15日），燎原药业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；燎原药业各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

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。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%。

截至2020年末，美诺华控股总资产36.23亿元，资产负债率48.17%，2020年，美诺华控股实现营业收入14.89亿元，净利润2.34亿元，经营活动现金流净额6,518.94万元，美诺华控股收入主要来源于公司。

截至本报告出具日，中证鹏元未对美诺华控股进行评级，无法判断其增信效果。

表19 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
总资产	36.23	29.74
归母所有者权益	4.52	3.68
总债务	10.39	10.16
营业收入	14.89	17.12
净利润	2.34	1.42
经营活动现金流净额	0.65	2.37
销售毛利率	29.54%	26.74%
资产负债率	48.17%	46.80%
速动比率	0.76	0.83
现金短期债务比	0.54	0.51

注：2019年数据采用2020年审计报告期初数

资料来源：美诺华控股2020年审计报告，中证鹏元整理

九、结论

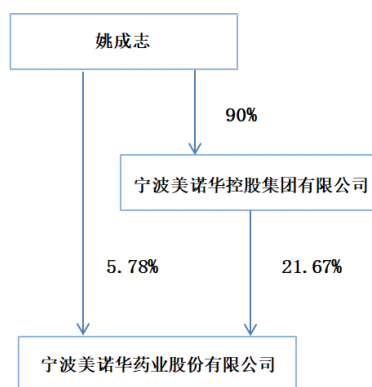
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.73	2.36	3.42	3.70
交易性金融资产	5.24	1.33	1.01	0.00
存货	4.96	4.55	4.00	2.99
流动资产合计	16.58	11.34	11.36	10.73
固定资产	8.57	8.45	6.58	4.57
非流动资产合计	19.85	19.29	14.78	11.98
资产总计	36.43	30.63	26.14	22.71
短期借款	6.15	6.02	4.29	4.28
应付账款	1.75	2.54	1.80	1.67
一年内到期的非流动负债	0.47	0.47	0.43	0.00
流动负债合计	10.36	11.12	8.76	7.79
长期借款	1.97	1.09	1.23	1.08
应付债券	3.71	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.65	1.88	1.69	1.51
负债合计	17.01	13.00	10.45	9.31
总债务	13.53	8.77	7.27	6.31
归属于母公司的所有者权益	17.28	15.52	13.64	11.97
营业收入	3.38	11.94	11.80	8.49
净利润	0.54	1.73	1.61	1.05
经营活动产生的现金流量净额	-0.19	2.52	1.80	0.47
投资活动产生的现金流量净额	-5.15	-4.79	-3.51	-3.26
筹资活动产生的现金流量净额	5.65	1.38	0.99	3.84
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	34.98%	36.45%	38.35%	32.56%
EBITDA 利润率	--	23.76%	23.17%	17.64%
总资产回报率	--	8.38%	8.51%	6.58%
产权比率	87.57%	73.77%	66.65%	69.46%
资产负债率	46.69%	42.45%	39.99%	40.99%
净债务/EBITDA	--	1.89	1.14	1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	10.48	7.24
总债务/总资本	41.06%	33.22%	31.66%	32.02%
FFO/净债务	--	33.62%	60.22%	29.61%
速动比率	1.12	0.61	0.84	0.99
现金短期债务比	1.01	0.48	0.73	0.72

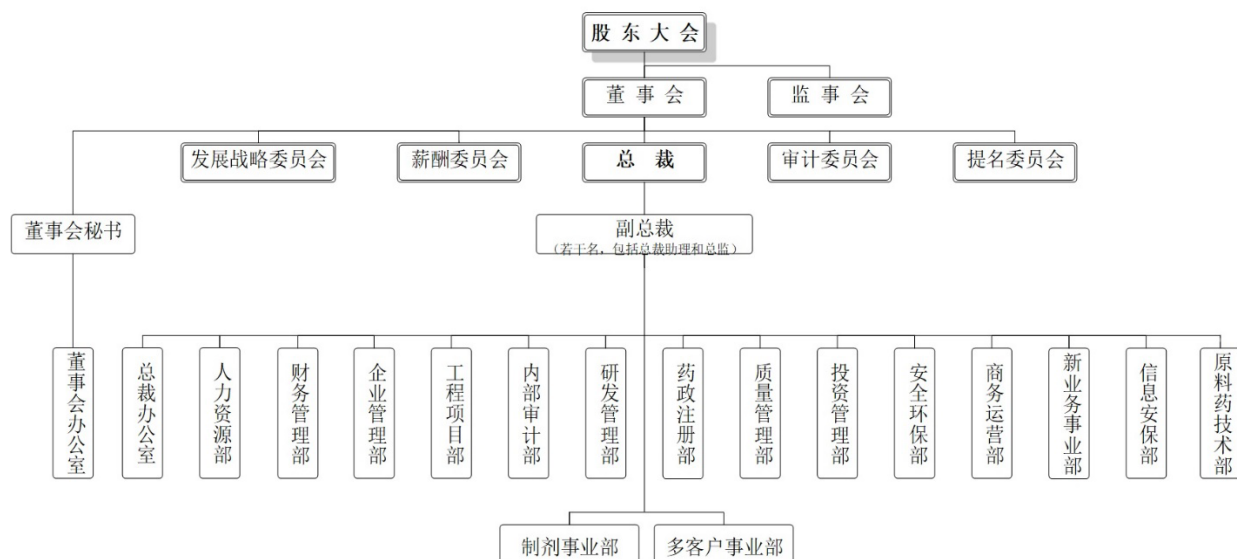
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司 2020 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月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 万美元	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 万美元	94.15%	工业	同一控制企业合并
浙江燎原药业股份有限公司	2,810.96	84.57%	工业	非同一控制企业合并
香港联合亿贸进出口有限公司	1 万元港币	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	51.00%	工业	设立
BIOMENOVO RESEARCH PRIVATE LIMITED	1,840 万卢比	99.74%	研发	非同一控制企业合并
Menovo Pharma USA LLC	-	100.00%	商业	设立
宁波美诺华医药科技有限公司	5,000.00	100.00%	工业和商业	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

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+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	货币资金+交易性金融资产+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+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：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、债务人主体长期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、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。