



# 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2022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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022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

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“美诺转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司产品线较为丰富，产品有一定竞争力，合同定制研发生产业务（以下简称“CDMO 业务”）快速发展，未来有望成为新的利润增长点；多个集采项目中标助力制剂业务高速发展。同时中证鹏元也关注到，公司对单一客户依赖仍较大，海外市场占比仍较大，面临一定汇率波动风险，在建项目建成后可能存在产能消化风险导致收益不达预期且需关注可能存在的安全生产风险。

## 未来展望

- 公司业务稳步发展，预计盈利能力向好，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。

## 评级日期

2022年6月23日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	41.63	40.01	30.63	26.14
归母所有者权益	19.12	17.51	15.52	13.64
总债务	14.19	13.66	8.77	7.27
营业收入	5.00	12.58	11.94	11.80
EBITDA 利息保障倍数	--	6.97	11.44	10.48
净利润	1.27	1.58	1.73	1.61
经营活动现金流净额	0.53	2.21	2.52	1.80
销售毛利率	40.49%	37.29%	36.45%	38.35%
EBITDA 利润率	--	24.14%	23.76%	23.17%
总资产回报率	--	5.87%	8.38%	8.51%
资产负债率	48.28%	50.56%	42.45%	39.99%
净债务/EBITDA	--	1.95	1.87	1.21
总债务/总资本	39.73%	40.84%	33.22%	31.66%
FFO/净债务	--	40.29%	33.96%	56.75%
速动比率	1.11	0.98	0.61	0.84
现金短期债务比	--	1.31	0.49	0.70

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **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，跟踪期内公司缬沙坦（新工艺）、硫酸氢氯吡格雷晶型 II 2 个品种获得欧盟 CEP 证书；阿托伐他汀钙、氯沙坦钾、维格列汀、阿哌沙班 4 个原料药通过国内审评审批，与战略客户合作的利伐沙班已在东欧部分国家首仿上市。截至 2021 年末，公司授权专利共计 136 项（其中发明专利授权 66 个，实用新型专利授权 70 个）。
- **公司 CDMO 业务快速发展，未来有望成为新的利润增长点。**受益于公司持续的业务拓展，2021 年，公司与默沙东旗下子公司英特威国际有限公司签订十年战略业务合作协议；且目前已承接核酸检测试剂原料等 CDMO 业务并已经部分实现商业化供货。此外，公司入选“2021 中国 CDMO 企业 20 强”第 8 位。2021 年公司 CDMO 业务同比涨幅超过 100%，2022 年一季度，CDMO 业务同比继续增长 296.09%，毛利率水平也持续提升。
- **公司多个集采项目中标助力制剂业务高速发展。**近年公司快速推进原料药制剂一体化进程，2021 年公司培哌普利叔丁胺片、普瑞巴林胶囊中标第四批全国药品集中采购；阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片、赖诺普利片接力集采续标，中标广东 13 省联合集采、江苏区域、山东区域集采，制剂业务同比增长 103.58%，未来随着在建制剂项目的建成投产，业务收入有望进一步增长。

## 关注

- **公司对单一客户依赖仍较大，若其发生重大变化，将对公司盈利产生一定不利影响。**2021 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”）销售占比较上年有所下滑，但占比仍较大，KRKA 相关业务下滑对公司原料药板块收入产生一定影响。
- **公司海外市场占比仍较大，面临一定汇率波动风险。**2021 年公司海外业务收入占比仍近 50%，海外业务受政治、物流、疫情等多因素影响较大，且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。
- **公司在建项目可能存在产能消化风险导致收益不达预期。**截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投入 8.85 亿元，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。
- **公司需提高安全管理能力以降低安全生产风险。**2022 年 5 月 31 日，公司控股子公司浙江美诺华药物化学有限公司（以下简称“浙江美诺华”）“年产 520 吨医药原料药项目”新建溶剂回收车间发生火灾事故，经初步调查，本次火灾为东扩项目新建溶剂回收车间的有机溶剂引发，未涉及浙江美诺华现有生产区域，公司仍需提高安全管理能力减少可能产生的安全生产风险。

## 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	40.01	154.68	58.01	70.40
营业收入	12.58	66.44	25.45	40.63
净利润	1.58	4.81	2.05	6.34
销售毛利率	37.29%	60.00%	36.65%	33.33%
资产负债率	50.56%	56.19%	36.05%	34.99%

注：以上各指标均为 2021 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

### 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	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	公司规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	5
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-17	何馨逸、秦风明	<a href="#">医药制造企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-6-15	秦风明、刘书芸	<a href="#">化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> <a href="#">化学制药企业主体长期信用评级模型 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	4.77	2021-6-17	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2022年4月发布的公告《宁波美诺华药业股份有限公司2021年度募集资金存放与使用情况专项报告》，截至2021年末，本期债券募集资金专项账户余额为43,199,973.37元，此外公司及子公司使用单日最高余额不超过人民币5.00亿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3.50亿元（另有1.50亿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2.80亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，受本期债券转股以及公司发行限制性股票等影响，截至2022年3月末，公司总股本增至15,243.86万股，2022年6月，公司进行2021年度权益分派，以方案实施前的公司总股本152,452,373股为基数，每股派发现金红利0.19851元（含税），以资本公积金向全体股东每股转增0.397020股，共计派发现金红利3,026.33万元，转增60,526,641股，本次分配后总股本增至212,979,014股，“美诺转债”转股价格由37.23元/股调整为26.51元/股。截至2022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21.26%，姚成志先生仍为公司实际控制人，对公司直接持股比例为5.67%，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 2022 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	32,415,900	21.26%	境内非国有法人
姚成志	8,640,000	5.67%	境内自然人
服务贸易创新发展引导基金（有限合伙）	7,484,100	4.91%	其他
石建祥	2,860,000	1.88%	境内自然人
李东璘	2,166,777	1.42%	境内自然人
<b>合计</b>	<b>53,566,777</b>		-

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2022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、阿托伐他汀等。

2021年及2022年一季度，公司新增1家子公司，截至2022年3月末，公司合并范围共有13家子公司，详见附录四。2022年5月，公司发布公告称与江西济民可信医药产业投资有限公司（以下简称“济民可信投资”）签订《战略合作暨股权转让框架协议》（以下简称“框架协议”），拟将持有的子公司浙江燎原药业股份有限公司（以下简称“燎原药业”）84.57%股权转让给济民可信投资，交易对价为53,701.95万元，本次股权转让完成后，公司不再持有燎原药业股份，燎原药业不再纳入合并范围。

**表2 2021年-2022年3月末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、2021年-2022年3月末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	主营业务	合并方式
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：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积

极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

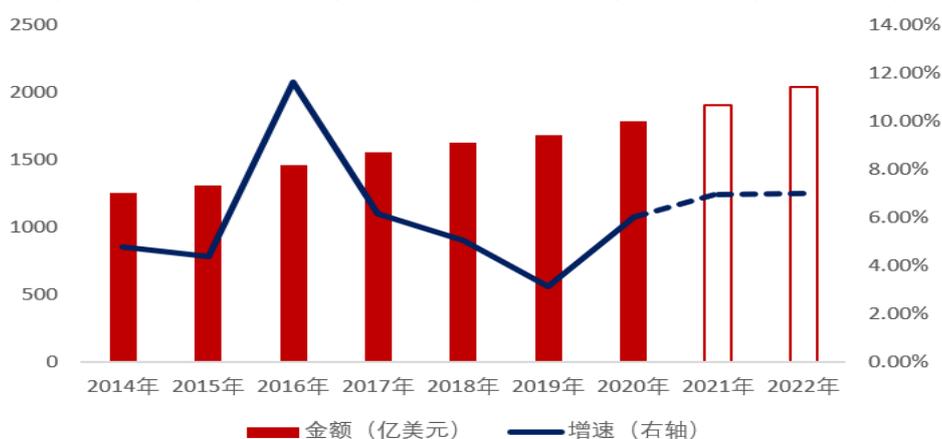
2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业经济环境

**随着人口老龄化加剧及专利药品到期及大量专利药品到期，未来原料药市场规模将持续增长，同时我国原料药出口预计将继续保持增长趋势**

从需求端来看，全球原料药市场规模持续稳定增长，近六年平均增长5.87%。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使得对原料药需求规模的增长。中证鹏元预计，未来全球原料药市场规模将继续保持增长的趋势。

**图1 全球原料药市场规模持续增长**


资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

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，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。近年来由于海外产能供给不足，中国原料药生产企业在大宗原料药和特色原料药方面占有一定国际市场份额。近年来我国化学原料药的出口规模持续增长。据中国医药保健品进出口商会初步统计，2021年上半年，我国原料药出口额达到195亿美元，同比增长14%，预计2021年全年及2022年将继续保持平稳增长。

**图2 我国化学原料药出口规模及增速**


资料来源：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预计将进一步提升了原料药企业集中度

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。

原料药关联审批、化药带量采购等政策提高了原料药行业壁垒，进一步提升行业集中度。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。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。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。此外，近年国家陆续出台了绿色发展和鼓励支持高端原料药生产和布局，推动原料药企业规范生产，政策扶持将使得原料药产业迎来高速、优质发展。

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。随着2018年首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种公布至今，已完成6批次带量采购，2021年1月，国务院办公厅印发《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。经过三年努力，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、联盟采购已经形成了常态化格局，集采竞价规制、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。

**表3 涉及原料药发展相关政策**

时间	政策文件	政策内容
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11月	《原料药高质量发展重大工程》	推进原料药现金制造技术创新工程、绿色低碳技术发展工程、高端生产装备提升工程、节能环保设备升级工程和高性能耗材发展工程。
2021年10月	《关于推动原料药高质量发展实施方案的通知》	大力发展特色原料药和创新原料药，鼓励优势企业做大做强补齐技术装备短板，加快绿色低碳转型，推动布局优化调整，培育国际竞争新优势，构建原料药产业新发展格局，夯实医药供应保障基础。
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。
2020年1月	《药品生产监督管理办法》	对“原料药”的生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等作出相关规定，包括原料药企业实行生产许可。
2019年12月	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，产业结构更加合理，高端特色原料药市场份额显著提升，产业布局更加合理，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。

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

## 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，以及积极开拓布局CDMO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。

2021年公司营业收入同比增长5.43%，主营业务收入同比增长4.59%，业绩稳定增长；2022年一季度，受益于CDMO及制剂业务的高速发展，公司营业收入较去年同期大幅增长47.86%。分行业来看，2021年原料药和中间体业务仍是公司最为核心的收入来源，但占比较上年下滑19.97个百分点；2021年子公司宣城美诺华药业有限公司（以下简称“宣城美诺华”）增产放量，公司重点加速推进CDMO业务，制剂产品中进入商业化生产阶段的品种增多且部分产品集采中标后销量快速提升，CDMO及制剂收入分别同比大幅增长118.31%和103.58%；2022年一季度，CDMO业务及制剂业务同比分别增长296.09%和50.87%，增长显著，有效缓冲国外市场及汇率波动等不利因素对公司其他板块产生的影响。医药流通业务同比收入回升，对公司主营业务收入形成良好补充。

**表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
原料药及中间体	74,761.48	35.68%	95,235.95	39.29%
CDMO	26,535.46	44.54%	12,154.96	25.55%
制剂	15,257.26	47.27%	7,494.35	30.39%
医药流通	7,914.03	9.89%	4,115.13	12.19%
<b>合计</b>	<b>124,468.22</b>	<b>37.35%</b>	<b>119,000.39</b>	<b>36.39%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

收入方面，分产品看，2021年，由于海外客户因担心疫情影响物流运输提前备货，2020年采购规模较大，且受产品市场竞争激烈、运费上涨、汇率波动等因素的综合影响，2021年降血压类原料药收入下滑，但仍是公司最为主要的原料药产品，其他各类原料药产品趋向于平衡发展。2022年1-3月，其他类中间体及原料药收入大幅增长，主要系公司在手订单充足，CDMO业务收入快速攀升。

毛利率方面，2021年公司主营业务销售毛利率整体提升0.96个百分点，CDMO及制剂业务的毛利增长较好的弥补了原料药及中间体业务毛利下滑，使主营业务整体盈利能力保持稳定。分产品来看，2021年主要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，边际成本递减，整体毛利率提

升18.81个百分点；医药流通毛利率整体小幅波动，保持稳定。

**2021年公司继续加大研发投入，产品具有一定竞争力，但需关注燎原药业股权转让完成后，公司产品种类及相关收入将减少；CDMO业务多元化高速增长，有望成为新的利润增长点；受多个产品集采中标及续标影响，制剂业务收入快速增长，公司原料药制剂一体化发展逐步推进**

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，但需关注2022年5月公司拟向济民可信投资转让子公司燎原药业84.57%股权，燎原药业主要产品为盐酸度洛西汀，米氮平，氯吡格雷等产品，股权转让后短期内会使公司产品种类及相关收入减少。

近年公司不断进行市场开拓，国内业务规模快速扩张。2021年公司申报专利51项，获得授权专利21项（其中发明5项、实用新型16项），此外，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，缬沙坦（新工艺）、硫酸氢氯吡格雷晶型II 2个品种获得欧盟 CEP 证书；阿托伐他汀钙、氯沙坦钾、维格列汀、阿哌沙班4个原料药通过国内审评审批。截至2021年末，公司授权专利共计136项（其中发明专利授权66个，实用新型专利授权70个）。2021年3月，公司完成医药创新研究院100%股权收购，将进一步增强公司的制剂研发能力。近年专利到期的药物主要集中于心血管系统、降糖类、抗肿瘤药、神经系统用药、精神障碍用药、消化系统用药等治疗领域，目前公司已布局西格列汀二甲双胍片，苯甲酸阿格列汀片、达格列净片、富马酸伏诺拉生片、沙库巴曲缬沙坦钠片、伊布替尼胶囊等产品。其中，公司与战略客户KRKA原料药和制剂共同合作，利伐沙班已在东欧部分国家首仿上市；达比加群酯预计于近两年在欧洲首仿上市。整体来看，公司产品具有一定竞争力。

截至2021年末，根据IMS数据计算，公司培哌普利系列产品全球市场占有率超过50%，缬沙坦系列产品全球市场占有率超20%，瑞舒系列产品全球市场占有率达20%。

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。近年公司持续加大研发投入，2021年公司研发投入同比增长23.74%，占营业收入的比重达7.93%。截至2021年末，研发团队共计455人，硕博学历以上占比达17%。

**表5 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、加兰巴敏、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

2021年公司主营业务板块中CDMO业务收入大幅增长118.31%，主要来自于宣城美诺华的增产放量，2022年一季度公司CDMO业务同比增长296.09%。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。

目前，公司已成立CDMO事业部，将致力于CDMO业务的开拓。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，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，截至2021年末，研发第一期9个项目均已开展不同阶段的工作，技术转移逐步完成，即将实现商业化。2021年国内新冠疫情反复，公司在核酸及新冠特效药等领域开始布局，目前已承接了小核酸药物合成基础片段，核酸检测试剂原料等CDMO业务，为国内主流核酸检测产品提供原料，并已经部分实现商业化供货，未来公司也将小核酸CDMO业务作为核心业务之一。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，为公司业绩提供新的增长点。2021年，公司CDMO业务与100余家国内外优秀医药企业建立业务合作，正在进行的项目达200余项，此外公司入选“2021中国CDMO企业20强”，位居第8位。此外，2022年5月，公司与济民可信投资签订框架协议，济民可信投资系与江西济民可信集团有限公司（以下简称“济民可信集团”）为同一控制人公司，济民可信集团目前正积极布局创新药研发、有较大CDMO产能需求，拟将公司作为其创新药CDMO领域重要的合作伙伴，公司拟将燎原药业股权转让以满足其对原料药、中间体产能的需求。框架协议约定：1）收购方将出售方作为就其自身以及其关联公司的创新药技术研发或/和定制生产服务（“创新药项目”）CDMO领域的重要合作伙伴；（2）收购方未来五年内不定期向出售方提供CDMO项目（包括但不限于创新药项目）进行评估，并保障出售方优先评估、优先谈判和在同类条件下优先签约；（3）出售方保障收购方项目（包括但不限于创新药项目）在出售方研发、生产基地的优先评估、优先排产和优先交付。公司CDMO业务有望得到进一步发展。

2021年原料药及中间体业务仍是公司主营业务收入最主要的来源，其以心血管类原料药产品收入为主，心血管类产品又以降血压类产品收入为主，2021年降血压类产品收入占主营业务收入的比重大幅下滑，主要系受国外市场及汇率波动等不利因素影响，且公司的战略中心有所转移至国内；2021年降血脂及抗血栓类产品收入相对稳定。

2021年公司制剂业务收入同比增长103.58%，主要系受集采中标影响，公司培哌普利叔丁胺片、普瑞巴林胶囊中标第四批全国药品集中采购；阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片、赖诺普利片接力集采续标，中标广东13省联合集采、江苏区域、山东区域集采。在带量采购政策弱化销售推广的背景下，药品的集采中标为公司带来新的利润增长点、提高市场占有率及公司品牌影响力，推进公司制剂转型步伐，公司依托特色原料药的良好基础，加快推进“中间体、原料药、制剂”的一体化发展。2021年缬沙坦氢氯地平片、氢氯地平阿托伐他汀钙片、富马酸比索洛尔片、富马酸丙酚替诺福韦片、恩格列净片、达格列净片、西格列汀二甲双胍片、硫酸氢氯吡格雷片共8个产品处正式BE试验阶段，另有30多个产品在研。截

至2022年4月末，公司累计有7个制剂产品在国内获批上市，共计8个产品处于CDE审评中。且随着“天康药业年产30亿片出口固体制剂项目”与本期债券募投项目“高端制剂项目”的建成投产，公司未来制剂业务有望高速发展。

从主要产品的产销情况来看，受市场需求影响，公司主要降压类产品产销量下滑。从产销率看，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6 公司主要原料药产品产销情况（单位：吨）**

产品名称	项目	2021年	2020年
品种一	产量	222.23	340.43
	销量	177.19	277.71
	产销率	79.73%	81.58%
品种二	产量	45.33	65.88
	销量	40.75	37.16
	产销率	89.90%	56.41%
品种三	产量	124.36	70.45
	销量	100.46	40.64
	产销率	80.78%	57.69%
品种四	产量	128.52	152.15
	销量	153.25	68.05
	产销率	119.24%	44.73%
品种五	产量	28.87	31.99
	销量	11.82	16.98
	产销率	40.94%	53.09%
品种六	产量	542.44	416.97
	销量	395.32	505.99
	产销率	72.88%	121.35%
品种七	产量	31.91	25.14
	销量	27.99	28.35
	产销率	87.72%	112.79%

资料来源：公司提供

**2021年公司国内市场占比大幅提升，海外业务仍面临一定汇率波动风险；公司客户集中度下滑，但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，仍将对公司盈利产生一定不利影响**

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。2021年燎原药业实现收入2.26亿元，净利润0.27亿元，本次燎原药业股权转让完成后，预计合计增加归属于母公司的净利润1.75亿元。

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。

公司制剂销售主要分为自营制剂和制剂CMO业务销售，自营制剂主要系通过集采中选产品为契机，在大流通等销售新模式下，同步拓展基层、OTC和第三终端市场；制剂CMO系公司接受制剂客户现场审核并评估合格，与公司签订相关保密协议和合作协议后，公司根据客户指示采购原料，协商优先使用公司自有原料药，按要求为其提供中试级生产和商业化生产服务。

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，2021年公司国内销售大幅增长，占比提升23.11个百分点，海外销售受物流运输缓慢、新冠疫情、贸易战等不利因素的综合影响显著下滑，海外销售仍主要系对斯洛文尼亚最大的制药公司KRKA的销售，近年公司内销比例快速提升，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。

**表7 公司按地区销售收入及占比情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
国外	60,852.95	48.89%	86,266.21	72.00%
国内	63,615.27	51.11%	32,734.18	28.00%
合计	<b>124,468.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>119,000.39</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

从前五大客户情况来看，2021年公司对前五大客户销售金额占当期营业收入的比例有所下滑，公司

对主要客户的依赖程度下降，主要系KRKA2020年度采购国货较多使2021年相关业务收入有所下滑，但整体来看，公司对单一客户依赖程度仍较高。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合作伙伴关系。2017年公司与KRKA合资设立宁波科尔康美诺华药业有限公司（以下简称“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，2021年与KRKA业务的下滑也对原料药板块业务产生一定影响，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，将对公司盈利产生一定不利影响。近年公司加大客户拓展力度，公司未来客户集中度可能进一步降低。

**表8 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
2021年	1	客户一	46,739.06	37.15%
	2	客户二	10,045.86	7.98%
	3	客户三	7,936.89	6.31%
	4	客户四	3,847.19	3.06%
	5	客户五	3,772.37	3.00%
			<b>合计</b>	<b>72,341.37</b>
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%
			<b>合计</b>	<b>86,997.68</b>

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

**2021年公司主要产品产能变化不大，受客户需求变化及贸易环境变化等因素影响，多个主要产品产能利用率下滑；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，2021主要产品产能变化不大，氯沙坦钾产能大幅提升。受客户需求变化及贸易环境变化等因素影响，除氯沙坦钾、氯吡格雷和米氮平产能利用率有所提升外，其他主要原料药产品

产能利用率均有所下滑。

**表9 2020-2021年主要产品的产量、产能等情况（单位：吨）**

产品名称	项目	2021年	2020年
品种一	产能	318.00	318.00
	产量	222.23	340.43
	产能利用率	69.88%	107.05%
品种二	产能	68.00	68.00
	产量	45.33	65.88
	产能利用率	66.66%	96.88%
品种三	产能	104.00	64.00
	产量	124.36	70.45
	产能利用率	119.58%	110.08%
品种四	产能	159.00	159.00
	产量	128.52	152.15
	产能利用率	80.83%	95.69%
品种五	产能	60.00	60.00
	产量	28.87	31.99
	产能利用率	48.12%	53.32%
品种六	产能	508.00	508.00
	产量	542.44	416.97
	产能利用率	106.78%	82.24%
品种七	产能	63.00	63.00
	产量	31.91	25.14
	产能利用率	50.65%	39.90%

资料来源：公司提供

2021年宣城美诺华增产放量，当期实现收入2.80亿元，净利润0.12亿元，实现扭亏。截至2022年3月末，公司主要在建工程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、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。2022年3月末公司主要在建项目计划投资合计15.42亿元，尚需投资8.85亿元，少部分资金需自筹，若未来公司随业务发展进一步新增项目，可能面临一定资金压力。随着在建项目建成投产，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10 截至2022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	16,553.00	18,447.00	土建部分主体基本完工，目前正在进行罐区施工
安徽美诺华年产400吨原料药技改项目	41,311.00	16,858.50	24,452.50	房屋和附属工程已基本完工，其中部分车间机电安装基本完成，正在调试设备准备进行

				试生产
天康药业年产 30 亿片（粒）出口固体制剂项目	31,962.00	23,142.24	8,819.76	房屋建设已完工，正在进行装修和附属工程建设，正在机电安装工作
高端制剂项目	45,931.00	9,110.15	36,820.85	进行主体工程建设，其中 3 号楼已结项
<b>合计</b>	<b>154,204.00</b>	<b>65,663.89</b>	<b>88,540.11</b>	-

注1：计划投资额数据来源公司2021年年报，天康药业年产30亿片（粒）出口固体制剂项目随投入增长计划投资额提升

注2：已投资额按实际付款进度统计，与在建工程统计口径有所差异

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 2021年公司主要原材料采购量下滑、单价回落；公司主要供应商集中度持续下降，同时需提高安全管理能力以降低安全生产风险

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，2021年受沙坦类原料药销量下滑影响，相关原材料等采购量也显著下滑，其采购单价较2020年均有所下滑。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，2021年前五大供应商集中度大幅下滑，外购产品仍主要从浙江华海药业股份有限公司采购，但金额大幅下滑，公司整体对单一供应商依赖不大，未来随着公司原料药制剂一体化推进，外购产品可能进一步减少。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。

2022年5月31日，公司控股子公司浙江美诺华“年产520吨医药原料药项目”（以下简称“东扩项目”）新建溶剂回收车间发生火灾事故，经初步调查，本次火灾为东扩项目新建溶剂回收车间的有机溶剂引发，未涉及浙江美诺华现有生产区域，未对现有生产设备造成损失，未发生人员伤亡，经现场环境监测，主要污染物指标均低于标准值。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。公司虽然各个生产基地均建立基于国际标准的EHS管理体系，持续加大安全环保设施的投入建设，但仍需提高安全管理和三废处理能力，以降低安全环保和安全生产风险。

**表11 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
2021年	1	供应商一	1,942.66	2.69%
	2	供应商二	1,923.36	2.67%
	3	供应商三	1,580.75	2.19%
	4	供应商四	1,395.93	1.94%
	5	供应商五	1,375.05	1.91%
		<b>合计</b>	<b>8,217.75</b>	<b>11.39%</b>
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%
		<b>合计</b>	<b>15,451.23</b>	<b>21.54%</b>

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增1家子公司，2022年一季度合并范围无变化。截至2022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

**跟踪期内公司资产流动性改善，仍需关注应收账款及存货保持较大规模可能带来的坏账及跌价风险**

2021年，公司资产规模同比增长30.65%，主要系现金类资产增长以及在建项目的快速推进所致。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年末，货币资金中受限资金主要为各类保证金，合计0.48亿元，货币资金受限比11.42%。随着公司经营规模的不断扩大，应收账款规模快速增长，2021年末其账龄集中在一年以内，合计计提坏账准备0.11亿元，前五大客户合计占比达60.92%，集中度偏高；2022年3月末，应收账款规模进一步增长，主要系部分外销商品账期未到期以及公司持续加大市场开发力度所致。2021年公司存货规模稳定增长，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，此外，随着子公司宣城美诺华产能的逐步释放，其原料采购增加，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，库存商品有所增长；年末公司存货计提跌价准备合计0.28亿元。公司其他流动资产主要系未缴纳的增值税及待抵扣进项税。

2021年7月，公司向联营企业科尔康美诺华增资0.40亿元，持股比例增至40%，此外，2021年11月，宣城美诺华与药璞（上海）医药科技有限公司共同出资设立宣城璞诺医药科技有限公司，宣城美诺华实缴出资45.00万元，持股比例为45%，2021年公司长期股权投资权益法下确认投资收益合计773.65万元以及发放现金股利216.68万元，联营企业整体经营稳定。2021年公司完成浙江晖石药业有限公司13.5%股权交割，当期其他非流动金融资产金额为0元。2021年公司固定资产保持较大规模，其中浙江美诺华东扩项目和安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期部分完工转入固定资产，年末未办妥产权证的房屋建筑物账面价值0.51亿元。2021年公司在建工程项目快速推进，主要系本期债券募投项目高端制剂项目和天康药业年产30亿片（粒）出口固体制剂项目本期投入大幅增长所致。公司无形资产仍以土地使用权、非专利技术、专利权和软件等为主，2021年受摊销影响有所下滑。公司其他非流动资产主要系预付的购房款、土地出让款和设备工程款。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.29	10.31%	4.22	10.54%	2.36	7.69%
交易性金融资产	2.87	6.89%	3.71	9.28%	1.33	4.35%
应收账款	3.27	7.86%	2.10	5.25%	1.60	5.23%
存货	5.78	13.88%	5.80	14.49%	4.55	14.85%
其他流动资产	0.55	1.33%	0.63	1.58%	1.17	3.83%
<b>流动资产合计</b>	<b>17.78</b>	<b>42.70%</b>	<b>17.02</b>	<b>42.54%</b>	<b>11.34</b>	<b>37.03%</b>
长期股权投资	3.48	8.37%	3.20	7.99%	2.74	8.93%
固定资产	8.28	19.88%	8.48	21.20%	8.45	27.59%
在建工程	7.84	18.82%	7.34	18.34%	3.00	9.80%
无形资产	1.91	4.59%	1.82	4.55%	2.02	6.58%
其他非流动资产	0.75	1.80%	0.64	1.60%	0.62	2.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>23.85</b>	<b>57.30%</b>	<b>22.99</b>	<b>57.46%</b>	<b>19.29</b>	<b>62.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>41.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

整体来看，2021年公司资产规模持续增长，资金回笼及债券发行带来的现金类资产增长加强了公司资产流动性，存货及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

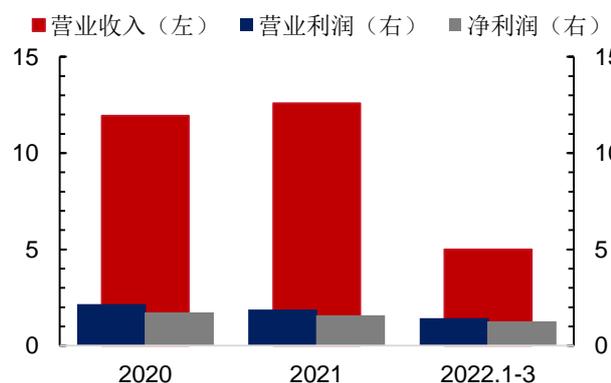
跟踪期公司盈利能力稳定，CDMO及制剂业务板块高速发展，未来有望成为公司新的业绩增长点，但也需关注可能产生的汇率波动风险

2021年公司营业收入同比增长5.43%，主营业务收入同比增长4.59%，其中原料药及中间体收入规模同比下滑21.50%，CDMO及制剂业务同比分别增长118.31%和103.58%；2022年一季度，受益于

CDMO及制剂业务的高速发展，公司营业收入较去年同期大幅增长47.86%。毛利率方面，2021年公司主营业务销售毛利率小幅提升，主要系原料药CDMO及制剂板块毛利率分别较上年增长18.99个百分点和16.88个百分点，系部分产品放量后规模化效应显著，毛利空间突破。

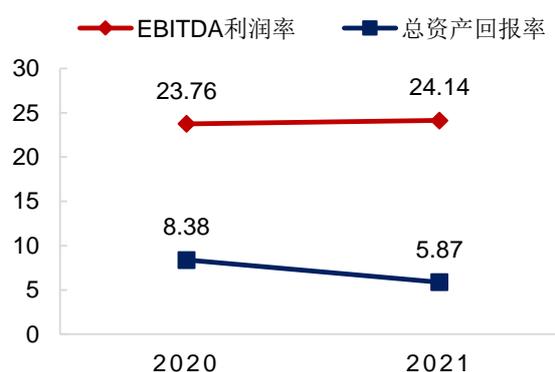
利润方面，2021年公司综合盈利能力相对稳定，受国内业务的快速拓展带来的业务推广费用增加以及公司生产工艺优化、加大研发投入等因素的综合影响，整体期间费用上升，总资产回报率有所下滑，但EBITDA利润率仍保持小幅提升。目前，公司已成立CDMO事业部，将致力于CDMO业务的开拓，2021年公司布局新冠产业链，并且已经承接了小核酸药物合成基础片段，核酸检测试剂原料等CDMO业务，为国内主流核酸检测产品提供原料，未来有望成为公司新的业绩增长点，由于CDMO业务附加值较高，公司盈利能力也有望获得提升。此外，2021年产生汇兑收益320.46万元，较上年波动较大，公司海外市场收入占比虽大幅下滑但仍较大，汇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3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



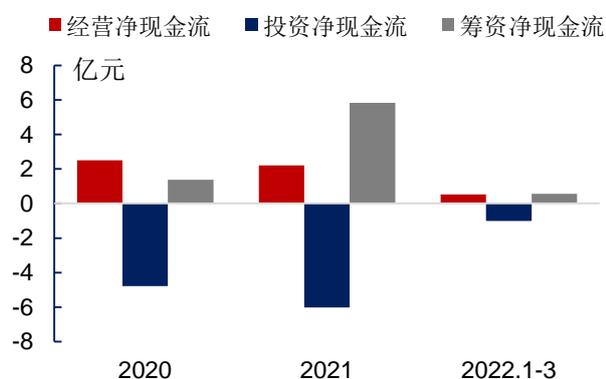
资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

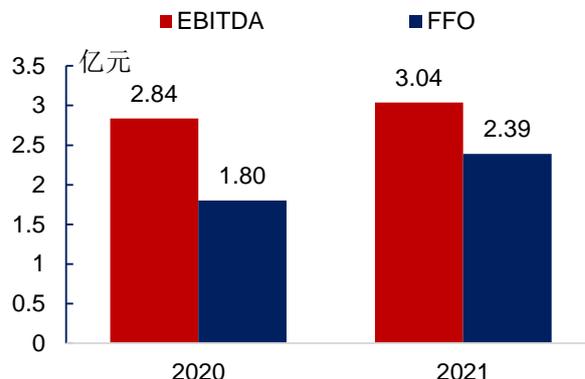
**公司现金生成能力进一步加强，随着在建项目快速推进，仍有一定外部资金需求**

2021年公司继续稳定资金回笼、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2.21亿元，公司整体现金生成能力较上年有所加强。2021年公司继续保持较大投资规模，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对科尔康美诺华支付的增资款，当年投资活动净流出6.03亿元。

2021年公司筹资活动现金净流入5.83亿元，主要系本期债券成功发行公司收到的本金流入。截至2022年3月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力。

**图 5 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

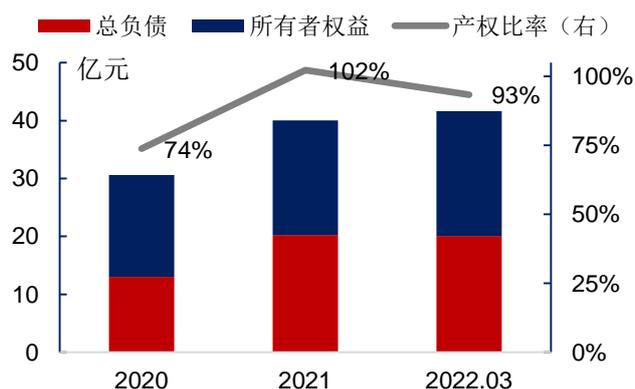
**图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

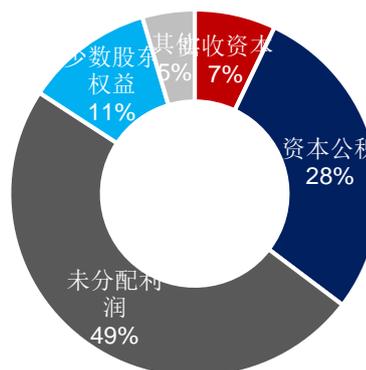
## 资本结构与偿债能力

公司杠杆水平进一步攀升，但由于流动性改善及良好的现金生成能力，偿债指标表现尚可

受益于公司持续的经营积累以及本期债券发行后部分计入其他权益工具，2022年3月末，公司所有者权益较2020年末增长22.17%；受本期债券发行影响，公司负债规模快速增长，2022年3月末公司总负债较2020年末大幅增长54.59%。受此影响，跟踪期内公司产权比率波动提升，净资产对负债的保障程度整体有所减弱。2022年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润及资本公积构成。

**图 7 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图 8 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 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，但随着本期债券的发行，2021年非流动负债占比大幅提升。2021年末，短期借款有所下滑但仍保持较大规模，均为信用借款；年末公司应付票据均为银行承兑汇票。公司应付账款持续增长，主要为应付货款和工程设备款。年末一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款及少量租赁负债。2021年末，随着项目的持续投入，公司长期借款大幅增长，均为抵押借款；随着本期

债券的成功发行，公司应付债券余额增至4.24亿元，另有0.73亿元计入其他权益工具。

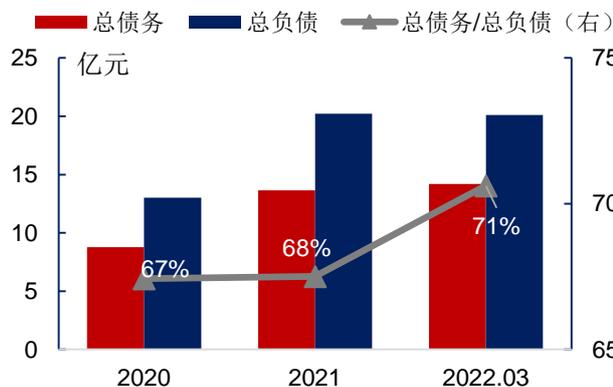
**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.18	20.78%	4.26	21.05%	6.02	46.31%
应付账款	3.04	15.15%	2.84	14.03%	2.54	19.53%
合同负债	0.46	2.29%	0.81	4.01%	0.20	1.52%
其他应付款	0.43	2.12%	0.91	4.50%	0.23	1.75%
一年内到期的非流动负债	0.64	3.16%	0.79	3.91%	0.47	3.60%
<b>流动负债合计</b>	<b>10.81</b>	<b>53.78%</b>	<b>11.47</b>	<b>56.69%</b>	<b>11.12</b>	<b>85.55%</b>
长期借款	3.87	19.24%	3.03	14.98%	1.09	8.35%
应付债券	3.97	19.76%	4.24	20.97%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.29</b>	<b>46.22%</b>	<b>8.76</b>	<b>43.31%</b>	<b>1.88</b>	<b>14.45%</b>
<b>负债合计</b>	<b>20.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

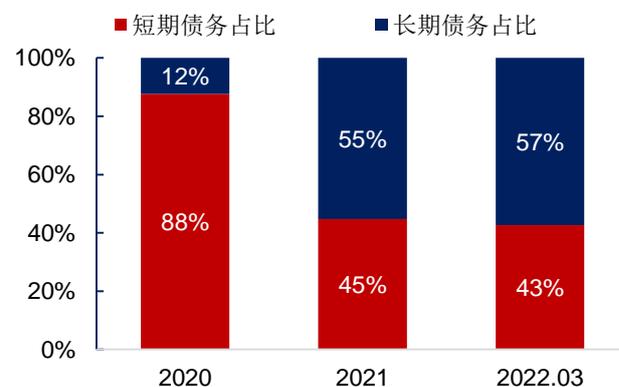
随着本期债券发行以及各生产基地持续投入带来的资金需求增长，公司总债务规模持续增长，2021 年末增至13.66亿元。从债务结构来看，由于本期债券的发行，公司短期债务占比大幅缩减，整体债务结构有所优化。

**图 9 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图 10 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

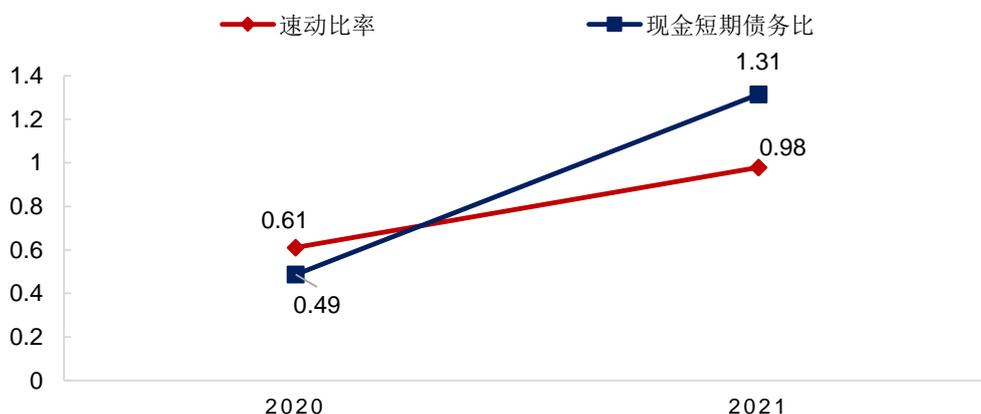
随着公司负债规模的持续攀升，公司杠杆水平进一步提升。跟踪期内，现金类资产大幅增长，公司速动比率和现金短期债务比均上升，流动性改善，整体现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，短期偿债压力减小。2021年公司净债务/EBITDA提升、EBITDA利息保障倍数下滑，FFO/净债务小幅提升，公司盈利对净债务偿还保障程度有所减弱，但未来本期债券存在转股可能，且依托较好的现金生成能力，公司整体偿债压力尚可。

**表14 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	48.28%	50.56%	42.45%
净债务/EBITDA	--	1.95	1.87
EBITDA 利息保障倍数	--	6.97	11.44
总债务/总资本	39.73%	40.84%	33.22%
FFO/净债务	--	40.29%	33.96%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司拥有国内多家银行提供的银行授信额度，其中未使用授信金额约7.63亿元，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 11 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月2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。

### 八、抗风险能力分析

公司产品线较为丰富，产品有一定竞争力，虽然公司对单一客户依赖仍较大，若其发生重大变化，可能对公司盈利产生一定不利影响；公司海外市场占比仍较大，且多以美元进行结算，面临一定汇率波动风险，且在建项目建成后可能存在产能消化风险导致收益不达预期，但受益于公司持续的业务拓展，CDMO业务快速发展，毛利率水平持续提升，未来有望成为新的利润增长点；近年公司加速推进原料药

制剂一体化进程，多个集采项目中标助力制剂业务高速发展。整体来看，公司抗风险能力尚可。

## 九、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2022年3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2021年美诺华控股出具的单体审计报告，截至2021年末，美诺华控股单体总资产3.43亿元，资产负债率42.29%，2021年，美诺华控股实现单体营业收入2.29亿元，净利润0.64亿元，经营活动现金流净额0.58亿元。

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。

## 十、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“美诺转债”的信用等级为AA-。

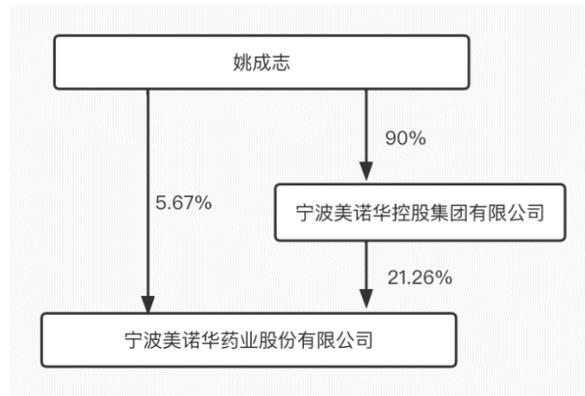
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.29	4.22	2.36	3.42
交易性金融资产	2.87	3.71	1.33	1.01
存货	5.78	5.80	4.55	4.00
流动资产合计	17.78	17.02	11.34	11.36
长期股权投资	3.48	3.20	2.74	1.34
固定资产	8.28	8.48	8.45	6.58
在建工程	7.84	7.34	3.00	2.69
非流动资产合计	23.85	22.99	19.29	14.78
资产总计	41.63	40.01	30.63	26.14
短期借款	4.18	4.26	6.02	4.29
应付账款	3.04	2.84	2.54	1.80
一年内到期的非流动负债	0.64	0.79	0.47	0.43
流动负债合计	10.81	11.47	11.12	8.76
长期借款	3.87	3.03	1.09	1.23
应付债券	3.97	4.24	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	9.29	8.76	1.88	1.69
负债合计	20.10	20.23	13.00	10.45
总债务	14.19	13.66	8.77	7.27
归属于母公司的所有者权益	19.12	17.51	15.52	13.64
营业收入	5.00	12.58	11.94	11.80
净利润	1.27	1.58	1.73	1.61
经营活动产生的现金流量净额	0.53	2.21	2.52	1.80
投资活动产生的现金流量净额	-1.01	-6.03	-4.79	-3.51
筹资活动产生的现金流量净额	0.57	5.83	1.38	0.99
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	40.49%	37.29%	36.45%	38.35%
EBITDA 利润率	--	24.14%	23.76%	23.17%
总资产回报率	--	5.87%	8.38%	8.51%
产权比率	93.35%	102.25%	73.77%	66.65%
资产负债率	48.28%	50.56%	42.45%	39.99%
净债务/EBITDA	--	1.95	1.87	1.21
EBITDA 利息保障倍数	--	6.97	11.44	10.48
总债务/总资本	39.73%	40.84%	33.22%	31.66%
FFO/净债务	--	40.29%	33.96%	56.75%
速动比率	1.11	0.98	0.61	0.84

现金短期债务比	--	1.31	0.49	0.70
---------	----	------	------	------

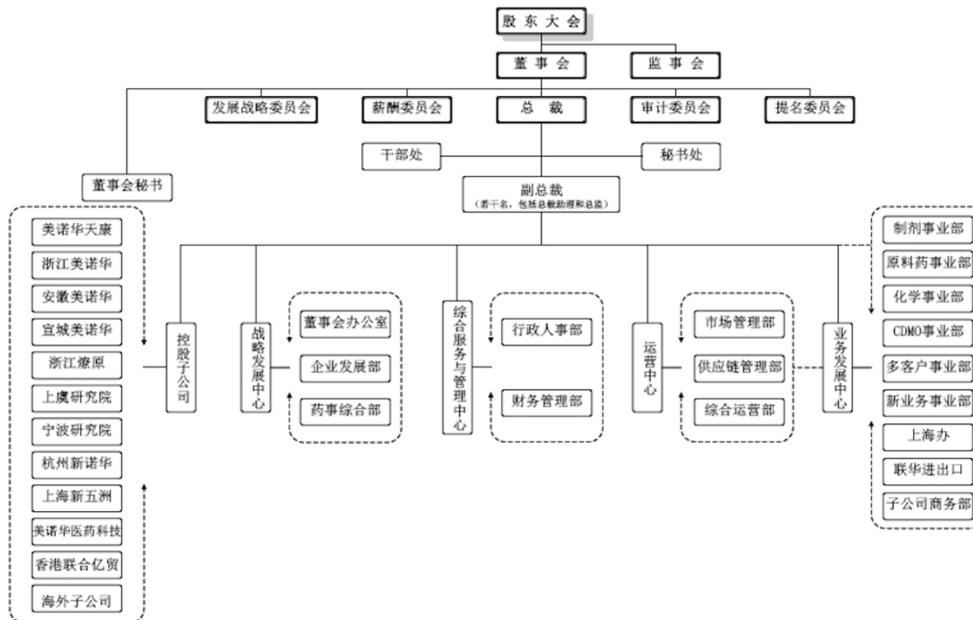
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 截至 2022 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[注]	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

注：2022 年 5 月，公司与济民可信投资签订框架协议拟将燎原药业 84.57% 股权转让给济民可信投资，股权转让完成后，燎原药业不再纳入公司合并范围。

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	未受限货币资金+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。