



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2023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 2023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）产品线较为丰富，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，待新增产能逐步释放后，制剂业务有望继续快速增长；公司现金生成能力较强，杠杆水平稳定。但同时中证鹏元也关注到，公司 CDMO 业务在高速增长后可能面临放缓；公司对单一客户依赖仍较大，若其发生重大变化，仍将对公司盈利产生一定不利影响；海外市场占比较大，公司仍面临汇率波动风险，公司内部控制及信息披露制度执行需进一步完善。

评级日期

2023年5月29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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	44.27	44.19	40.01	30.63
归母所有者权益	21.37	20.85	17.51	15.52
总债务	14.21	14.03	13.66	8.77
营业收入	2.46	14.57	12.58	11.94
净利润	0.46	3.68	1.58	1.73
经营活动现金流净额	-0.17	2.77	2.21	2.52
净债务/EBITDA	--	1.24	1.95	1.87
EBITDA 利息保障倍数	--	6.38	6.97	11.44
总债务/总资本	38.94%	39.23%	40.84%	33.22%
FFO/净债务	--	47.58%	37.11%	34.56%
EBITDA 利润率	--	23.21%	24.14%	23.76%
总资产回报率	--	9.72%	5.87%	8.38%
速动比率	0.96	0.95	0.98	0.61
现金短期债务比	1.37	1.46	1.31	0.49
销售毛利率	31.36%	40.10%	37.29%	36.45%
资产负债率	49.66%	50.83%	50.56%	42.45%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产品线较为丰富，产品市场竞争力进一步提升。**公司原料药及中间体产品主要涵盖心血管类和中枢精神类药物，2022年氯沙坦钾、非泼罗尼2个品种获得欧盟 CEP 证书；缬沙坦、艾司奥美拉唑镁三水、磷酸西格列汀、瑞舒伐他汀钙等7个原料药通过国内审评审批。制剂产品方面，公司阿哌沙班片、缬沙坦片、培哌普利吡达帕胺片获批上市，异烟肼片过一致性评价，截至2022年末已有11个制剂产品在国内获批上市，预计2023年还将有13-15个制剂项目通过CDE审批。
- **公司原料药制剂一体化进程快速推进，待产能逐步释放后，制剂业务有望保持增长。**2022年，受益于多个产品集采续标，公司制剂业务同比大幅增长45.89%；同时，海外制剂 CMO 项目稳步发展，中欧转报加速制剂国内市场的开拓，公司主要制剂生产基地宁波美诺华天康药业有限公司（以下简称“天康药业”）新增产能将陆续投入使用，制剂业务规模有望保持增长。
- **公司现金生成能力较强，杠杆水平稳定。**近年公司归母净资产规模保持增长，经营活动现金流保持净流入，资金回笼稳定，整体流动性及融资弹性尚可，偿债压力不大。

关注

- **公司 CDMO 业务在高速增长后可能面临放缓。**公司 CDMO 业务板块收入2022年同比增长89.99%，但2023年一季度较上年同期大幅回落，主要系当期相关高附加值产品订单大幅减少所致，且考虑到宣城美诺华药业有限公司（以下简称“宣城美诺华”）作为 CDMO 业务的核心生产基地2022年保持高负荷生产，新增产能仍处于爬坡期，2023年预计该板块增速将有所放缓。
- **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。**2022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。
- **公司海外市场占比较大，仍面临汇率波动风险。**公司海外业务收入规模仍较大，海外业务受国际形势、物流等多种因素影响较大，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，由于外汇套期保值业务的波动，2022年公司交易性金融资产在持有期间投资亏损1,213.28万元。
- **公司内部控制及信息披露制度执行需进一步完善。**2022年8月，上海证券交易所就公司在上证 e 互动平台上回复投资者提问时未充分、完整地揭示相关风险，信息披露不准确、不完整；在未公开披露业绩的情况下，通过上证 e 互动平台、机构调研会发布与业绩相关的重要信息，先于法定披露渠道发布，存在信息披露不公平的事项对公司及时任董事长姚成志、时任董事会秘书应高峰予以通报批评的纪律处分，并将上述纪律处分通报中国证监会，记入上市公司诚信档案。

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，公司经营和财务风险相对稳定，原料药制剂一体化进程快速推进，待产能逐步释放后，营业收入规模有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	美诺华	华海药业	天宇股份	九州药业
总资产	44.19	181.52	64.16	79.13
营业收入	14.57	82.66	26.67	54.45
净利润	3.68	11.76	-1.19	9.21
销售毛利率	40.10%	62.36%	25.78%	34.66%

资产负债率	50.83%	57.33%	45.52%	32.12%
净营业周期（天）	167.07	372.18	263.05	159.91

注：以上各指标均为 2022 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_2022V1.0
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	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	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		8/9
调整因素	ESG 因素				-1
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

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-	2022-6-23	何馨逸、秦风明	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-6-15	秦风明、刘书芸	化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) 化学制药企业主体长期信用评级模型 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

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	4.7678	2022-6-23	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2023年4月发布的公告《宁波美诺华药业股份有限公司2022年度募集资金存放与使用情况专项报告》，截至2022年末，本期债券募集资金专项账户余额为4,551.81万元，此外公司及子公司使用单日最高余额不超过人民币4.50亿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3.50亿元（另有1.00亿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2.00亿元。

三、发行主体概况

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，受转债转股、股权激励等因素影响，截至2023年3月末，公司总股本增至21,340.11万股。2022年11月，公司发布公告称公司控股股东及实际控制人姚成志先生（两者为一致行动人）于2021年5月26日至2022年11月14日期间共计减持本期债券52万张，占发行总量的10%，减持后两者合计持有90.67万张。根据公司2022年年度报告，2023年公司预计以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东按每股0.165元（含税）派发现金红利。

截至2023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%。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2023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	45,285,661	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	3,450,000	1.62%	其他
石建祥	3,015,833	1.41%	境内自然人
谭振华	2,440,497	1.14%	其他

合计	66,262,244	31.05%	-
----	------------	--------	---

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年一季度报告，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。

2022年及2023年一季度，公司新增4家子公司，减少4家子公司，截至2023年3月末，公司合并范围共有14家子公司，详见附录四。2022年4月，公司发布《关于收购控股子公司少数股东股权暨关联交易的公告》，公司以支付现金方式购买宁波美诺华锐合股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“美诺华锐合基金”）持有的宣城美诺华49%股权，交易对价为1.52亿元，已于2022年6月完成股权收购及工商变更，交易完成后公司对宣城美诺华实现100%控股。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”）全部84.57%股权转让给济民可信投资，交易对价5.13亿元，公司形成投资收益1.79亿元，双方于2022年11月3日完成股权交割，燎原药业自2022年11月起不再纳入合并范围。

表2 2022年及2023年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年及2023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
浙江乾丰生物科技有限公司	50.00%	1,000.00	研发	新设
宁波美诺华医药销售有限公司	58.00%	1,000.00	商业	新设
杭州成喆生物医药有限公司	100.00%	1,000.00	研发	新设

2、2022年及2023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	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
Menovo Pharma USA LLC	100.00%	-	商业	注销
浙江燎原药业股份有限公司	84.57%	2,810.96	工业	出售
宣城新美特医药科技有限公司	60.00%	1,000.00	技术服务	注销

注：2022年11月新设二级子公司浙江博同智能制造有限公司，但于2023年1月已转让完成工商变更，未在表中列示
 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

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业经济环境

随着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进一步扩大，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，全球原料药市场在经历2020年的下滑后，2021年开始有所回升，2022年全球原料药市场规模约为2,040.4亿美元，预计2023年到2032年将以6%的年复合增速增长，预计2032年全球原料药市场规模将达3,637亿美元。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，大量专利药品到期使得对原料药需求规模的进一步增长。

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，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。全球原料药供给主要集中在

意大利、印度，据中国医药保健品进出口商会数据，中国原料药产能在全球占比为30%，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

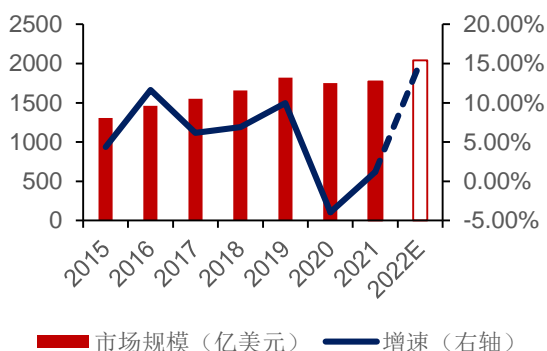
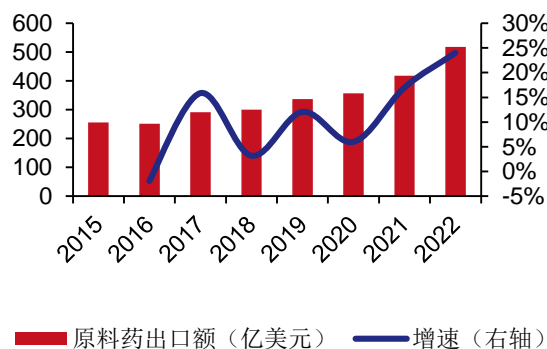


图 2 我国化学原料药出口规模及增速



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

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。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。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八批国家组织药品集采。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。

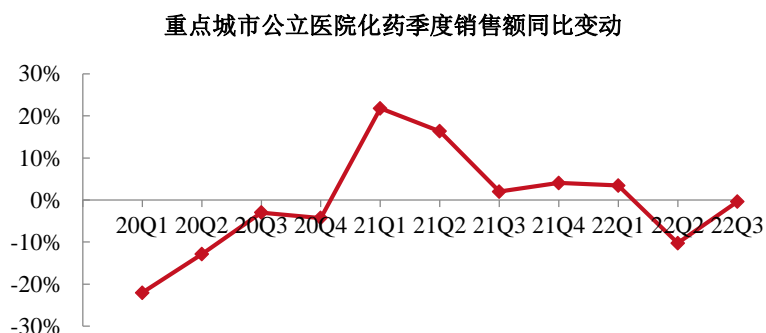
表3 涉及原料药发展相关政策

时间	政策文件	政策内容
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

2022年化药制剂行业增速放缓，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制剂行业业绩持续承压

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。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年前三季度，国内部分化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，全国重点城市公立医院化药销售额增速波动较大，前三季度累计同比小幅下降0.4%。根据中国医药企业管理协会发布的《2022年医药工业经济运行情况》，2022年全国化学药品制剂营业收入同比增长1.9%，利润同比增长0.9%，行业整体维持低增速。考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计2023年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

图 3 2022 年化药行业增速波动较大，前三季度整体同比小幅下滑


资料来源：米内网，中证鹏元整理

2022年上半年仿制药在中国公立医疗机构终端市场销售额占比69%，同比增速为-0.6%，下降幅度小于原研药，在集采常态化下，仿制药中选品种对原研药品种的替代趋势明显。

表4 集采常态化下仿制药对原研药的替代趋势明显

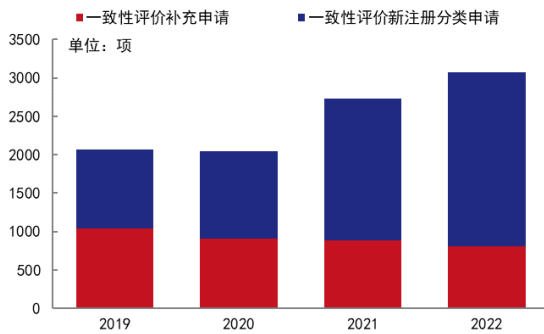
品种类型	2021年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售金额占比	2022年1-6月 销售额同比增长
原研药	31.13%	31.00%	-1.20%
仿制药	68.87%	69.00%	-0.60%
总计	100.00%	100.00%	-0.80%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额

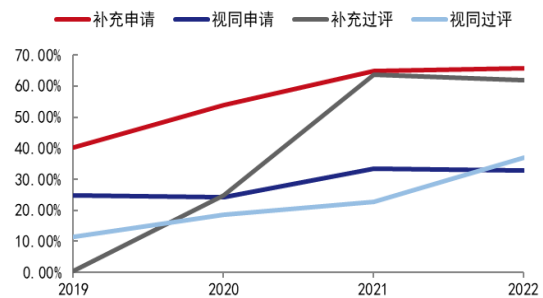
资料来源：米内网，中证鹏元整理

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。2022年，共有1,764个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比下滑10.5%。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新型仿制药研发。近四年，注射剂一致性评价申报及过评数量及占比逐年递增，尤其是2020年国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》后，注射剂一致性评价工作明显提速，预计未来将维持高占比。同时，国家鼓励有条件的企业率先开展口服固体制剂、注射剂之外的其他剂型产品的一致性评价，缓释片、缓释胶囊、肠溶胶囊、脂质体注射液、滴眼液、吸入制剂等创新复杂制剂的申报数量将持续上升。

未来随着仿制药一次性评价的推进，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。

图4 仿制药企业研发重心转移


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

图5 一致性评价药品中注射剂占比持续提高


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来,我国已落地执行8批药品集中带量采购,2022年7月,第七批国家组织药品集中带量采购产生中选结果,60种药品采购成功,327个中选产品平均降价48%,涉及31个治疗类别,2022年11月起相继落地执行。2023年4月11日,国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果,共39种药品采购成功,拟中选药品平均降价56%,将于2023年7月开始实施。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。

表5 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	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	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)	174	217	148	118	125	77
平均降幅	56%	48%	56%	50.00%	53.00%	53.00%

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6 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。
2022年7月	全国第七批药品带量采购产生中选结果	60种药品采购成功, 平均降价48%
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4月	全国第八批药品带量采购产生中选结果	39种药品采购成功，平均降价56%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2022年公司原料药制剂一体化进程持续推进，原料药板块受国内外环境、汇率波动等因素影响有所回落、CDMO业务及制剂业务保持快速发展，受高附加值产品订单增加影响，主营业务毛利率水平有所提升

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，以及进一步开拓发展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并直接对外销售。

2022年公司营业收入及主营业务收入同比分别增长15.80%和15.66%，2023年一季度，公司营业收入大幅下滑50.76%，主要系当期相关高附加值产品订单减少以及燎原药业于2022年11月起不再纳入合并范围所致。分板块来看，2022年原料药及中间体板块收入占比下滑，主要系近年原料药行业景气度下滑所致；CDMO业务板块占比显著提升，主要系2022年附加值较高的相关产品计入CDMO业务板块所致；制剂业务占比进一步提升，主要系受培哌普利叔丁胺片、普瑞巴林产品集采中标商业化放量生产所致。2022年公司医药流通业务规模大幅缩减，主要系公司调整发展战略，弱化医药流通板块，未来该板块收入可能进一步减少。

毛利率方面，2022年公司主营业务毛利率较上年提升2.95个百分点，其中CDMO及制剂业务较上年分别增长7.43个百分点和3.51个百分点，CDMO毛利率增长主要系产能利用率提升及相关高附加值产品增长、制剂毛利率增长主要系产能释放及规模化效应体现；原料药及中间体业务毛利率较上年下滑6.31个百分点，主要系原料药行业受国内外环境、汇率波动及上游原材料成本提升等多重不利因素的影响所致。2023年一季度，公司主营业务毛利率大幅下滑，主要系受CDMO板块相关高附加值产品订单大幅减少所致。

表7 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021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	1.39	57.18%	28.30%	6.81	47.30%	29.37%	7.48	60.06%	35.68%
CDMO	0.39	15.83%	23.47%	5.04	35.02%	51.97%	2.65	21.32%	44.54%

制剂	0.54	22.18%	48.24%	2.23	15.46%	50.78%	1.53	12.26%	47.27%
医药流通	0.12	4.80%	18.88%	0.32	2.22%	16.20%	0.79	6.36%	9.89%
合计	2.44	100.00%	31.40%	14.40	100.00%	40.30%	12.45	100.00%	37.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司继续加大研发投入，产品市场竞争力进一步提升；原料药板块受行业环境影响有所回落；受益于高附加值产品订单生产及对宣城美诺华的完全控股，CDMO业务继续高速增长，但需关注2023年增速可能有所放缓；受多个产品集采续标影响，制剂业务收入保持增长，新增产能逐步释放后有望进一步增长

2022年公司产品线进一步丰富，原料药、中间体产品除心血管类和中枢精神类药物外，新增降糖类药物，制剂产品品类也进一步增长，详见下表。但需关注2022年11月公司与济民可信投资完成子公司燎原药业84.57%股权交割，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，股权转让后短期内公司相关产品收入将减少。

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，目前在研原料药品种共计50个，8个品种递交海外市场注册认证，6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，2022年氯沙坦钾、非泼罗尼2个品种获得欧盟CEP证书；缬沙坦、艾司奥美拉唑镁三水、磷酸西格列汀、瑞舒伐他汀钙等7个原料药通过国内审评审批。制剂方面，2022年，公司培哌普利叔丁胺片实现《豫晋蒙鄂湘桂琼渝贵青宁新兵团十三省（区、市、兵团）药品联盟采购》、河北省、辽宁省、云南省、广东省药品集中带量采购续标，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”）氯沙坦钾片实现辽宁省、渝川蒙鄂滇藏陕宁联盟地区第一、第三批集采接续；公司阿哌沙班片、缬沙坦片、培哌普利吡达帕胺片获批上市，异烟肼片过一致性评价。截至2022年末，公司累计已有11个制剂产品在国内获批上市，新立项制剂项目18个，3个自研制剂产品处于BE阶段，富马酸丙酚替诺福韦片、恩格列净片、达格列净片等12个制剂产品已递交CDE审评，预计2023年有13-15个制剂项目通过CDE审批。此外，2022年公司与战略客户KRKA在制剂项目合作方面完成技术转移/验证项目6个，累计实现定制合作品种22个。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。整体来看，公司稳步推进“中间体、原料药、制剂一体化”发展战略，未来随着产品结构进一步丰富，市场竞争力将有所增强。

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，2022年公司研发投入同比增长20.16%，占营业收入的比重提升至8.22%。截至2022年末，研发团队共计594人，硕博学历以上占比10.27%，其中原料药研发人员418人，制剂研发人员176人。

表8 截至 2023 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	心血管类	降血压类 缬沙坦、氯沙坦钾、培哌普利叔丁胺 降血脂类 瑞舒伐他汀、阿托伐他汀
	类	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、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

2022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，2022年原料药及中间体板块收入同比下滑8.92%，主要系近年原料药行业受到国内外环境、汇率波动等多重不利因素而陷入低谷，板块收入及毛利率水平均有所回落，但随着市场逐步回稳、上游原材料成本下滑并逐步向下游传导，原料药及中间体板块盈利水平有望回升。此外，2023年降糖类、心衰类等系列原料药会有较大放量，另有多个新产品进入验证、注册阶段，板块收入将有一定增长预期。

2022年公司CDMO业务板块收入同比增长89.99%，其占主营业务的比重大幅提升，主要系当年高附加值的中间体相关订单收入增长，2023年一季度，随着该部分订单大幅减少，公司CDMO板块收入占比回落，毛利率也大幅下滑。2021年起公司在核酸等领域开始布局，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，未来相关产品将进入公司的常态化生产，但受市场需求变化影响，预计对收入贡献规模较2022年将大幅缩减。

经过两年的高速发展，CDMO业务已初具规模，子公司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，并开始着手二期项目的建设布局。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，2023年公司着力开发制剂板块的CDMO业务。

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，2022年公司非泼罗尼原料药¹获得欧洲CEP证书，代表着公司正式进入动物保健行业。截至2022年末，与默沙东合作的第一期9个项目均已按照时间表开展不同阶段的工作，技术转移进展顺利，但尚未形成商业订单，在第一期品种合作的基础上，第二期项目已启动洽谈，预计将有多个品种落地宣城美诺华。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

¹ 用于驱杀犬、猫体表跳蚤和犬虱。

合作伙伴，公司将所持原药业股权全部转让以满足其对原料药、中间体产能的需求。此外，公司自2020年起跟踪全球生物医药技术发展，在CGT、ADC药物、合成生物学等领域不断投入和布局，2022年进一步对ADC payload、linker、合成生物学等相关技术进行开布局，其中在CGT业务以siRNA基础片段的合成为主，ADC药物业务以payload、linker等相关技术与国内外医药企业建立合作；合成生物学相关业务中，公司储备了多种生物发酵技术和化学合成技术，目前已承接相关业务并完成了初步订单的验证交付，未来可能成为CDMO板块重要的构成部分。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，实现规模化收入的时间点暂无法预估，未来收入增长速度可能放缓。

制剂业务方面，受集采续标影响，2022年公司制剂板块收入同比增长45.89%，2023年一季度制剂业务在公司主营业务收入占比提升至22.18%。2022年，公司培哌普利叔丁胺片实现《豫晋蒙鄂湘桂琼渝贵青宁新兵团十三省（区、市、兵团）药品联盟采购》、河北省、辽宁省、云南省、广东省药品集中带量采购续标，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”）的氯沙坦钾片实现辽宁省、渝川蒙鄂滇藏陕宁联盟地区第一、三批集采接续。2022年公司继续依托特色原料药的良好基础，加快推进“中间体、原料药、制剂”的一体化发展进程，同时在带量采购政策弱化销售推广的背景下，药品的集采中标和续标为公司带来新的利润增长点并逐步提高相关产品市场占有率，推进公司制剂转型步伐，此外，公司海外制剂CMO业务稳步发展，已从最初为客户提供中间体原料药向制剂CMO转变；2017年公司与KRKA合资设立科尔康美诺华，近年又多次同比例增资，目前公司与KRKA对科尔康美诺华持股比例分别为40%和60%，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，受益于公司中欧转报路径的速度优势，截至2022年末，公司已有11个制剂产品在国内获批上市。公司主要制剂生产基地宁波美诺华天康药业有限公司（以下简称“天康药业”）的“年产30亿片（粒）出口固体制剂项目”已经基本建设完成，将陆续投入使用；本期债券募投项目高端制剂项目已完成大楼封顶。预计2023年随着制剂产线的不断完善，待产能逐步释放后，整体制剂业务有望继续快速发展。

从总产销情况来看，2022年原料药及中间体和制剂产品的总产销量及产销率均大幅增长，但剔除CDMO板块业务来看，受行业环境低谷及市场需求变化影响，公司主要自产原料药产品的产销量均出现下滑，原料药及中间体板块的总产销增长主要依赖于高附加值中间体相关产品（计入CDMO业务）的订单增长，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，相关产品产销率有所下滑。

表9 公司原料药（包含 CDMO 业务）及制剂产品总产销情况

产品名称	项目	2022年	2021年
原料药及中间体（吨）	产量	1,697.37	1,417.96
	销量	2,461.17	1,048.75
	产销率	145.00%	73.96%

制剂类（万片）	产量	741,079.55	624,352.56
	销量	974,888.44	658,575.19
	产销率	131.55%	105.48%

注：本表的原料药产销包含原料药纳入合并范围期间（2022年1-10月）的产销
 资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

表10 公司主要自产原料药产品（不包含 CDMO 业务）产销情况（单位：吨）

产品名称	项目	2022年	2021年
品种一	产量	190.05	222.23
	销量	161.67	177.19
	产销率	85.07%	79.73%
品种二	产量	59.51	45.33
	销量	34.34	40.75
	产销率	57.70%	89.90%
品种三	产量	112.87	124.36
	销量	89.06	100.46
	产销率	78.91%	80.78%
品种四	产量	177.54	128.52
	销量	148.35	153.25
	产销率	83.56%	119.24%
品种五	产量	42.86	28.87
	销量	25.21	11.82
	产销率	58.83%	40.94%
品种六	产量	448.99	542.44
	销量	359.73	395.32
	产销率	80.12%	72.88%
品种七	产量	22.18	31.91
	销量	21.80	27.99
	产销率	98.30%	87.72%

注：本表仅列示公司不包含CDMO业务的主要原料药产品产销情况，公司未对CDMO业务板块原料药产销做单独统计
 资料来源：公司提供

2022年公司国内市场占比进一步提升，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，燎原药业自2022年11月起不再纳入公司合并范围，本次燎原药业股权交割完成后，公司实现投资收益1.79亿元。

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，公司海外市场收入规模较大，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，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，2022年公司国内销售占比提升12.29个百分点，海外销售受国际形势变化、物流运输缓慢等因素的综合影响进一步下滑，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，除KRKA以外，公司与默沙东的合作也将持续深入，与施维雅的合作从单一产品、上游中间体的合作扩展至多个高级中间体及API的合作，新增的多个项目均有阶段性重大进展，其他国外客户还包括拜耳、吉利制药、赛诺菲等，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。近年公司内销比例快速提升，未来随着公司加速拓展国内市场及新产品上市，内销比例可能进一步提升。

表11 公司按地区销售收入及占比情况（单位：万元）

地区	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
国外	52,688.34	36.60%	60,852.95	48.89%
国内	91,272.86	63.40%	63,615.27	51.11%
合计	143,961.20	100.00%	124,468.22	100.00%

资料来源：公司提供

从前五大客户情况来看，2022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下滑，公司对主要客户KRKA的依赖程度下降，但第二大客户占比进一步提升，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，公司是KRKA的第一大供应商并与其建立长期战略合作伙伴关系；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，

完成技术转移/验证项目6个，累计实现定制合作品种22个，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合作关系。但中证鹏元也关注到，近年受国内外形势、行业环境变化及部分产品延迟发货等因素影响，2022年公司与KRKA整体业务量有所下滑，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，仍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
2022年	1	客户一	36,760.77	25.54%
	2	客户二	26,485.83	18.40%
	3	客户三	7,852.10	5.45%
	4	客户四	4,057.05	2.82%
	5	客户五	3,953.73	2.75%
			合计	79,109.48
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%
			合计	72,341.37

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

2022年公司现有产能基本饱和，新增产能仍处于爬坡期，逐步释放后产能压力将得到一定缓解； 燎原药业划出后相关产品的产量及产能利用率下滑；公司在建和拟建项目规模较大，但资金压力相对可控，需关注未来新增产能可能因市场环境变化等因素存在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。

截至2022年末，公司三大原料药生产基地产能共计约1,200吨/年（因公司出售燎原药业，产能较上一年度有所下降），天康药业产能为45亿片/年，年末安徽美诺华“年产400吨原料药技术改造项目”涉及的9车间正式投产、10车间完成试生产；浙江美诺华“年产520吨原料药一期项目”土建主体全部完工，已完成大部分机电安装；天康药业“年产30亿片（粒）出口固体制剂建设项目”已基本建设完成，高架库已投入使用，车间开始试生产，未来原料药及制剂的整体产能都将进一步增长。从主要产品产能来看，

公司缬沙坦、阿托伐他汀等产品产能大幅提升，但产能利用率相应的出现下滑，主要系新增产能未完全投产、仍处于爬坡期所致。受燎原药业2022年11月起划出合并范围影响，2022年全年氯吡格雷、米氮平产量及产能利用率同比下滑。整体来看，公司部分产品的现有产能基本饱和，但宣城美诺华2022年全年保持高负荷生产，待新增产能逐步释放投产后，产能压力将得到一定缓解。

表13 2021-2022年主要产品的产量、产能等情况（单位：吨）

产品名称	项目	2022年	2021年
品种一	产能	405	318
	产量	190.05	222.23
	产能利用率	46.93%	69.88%
品种二	产能	64	68
	产量	59.51	45.33
	产能利用率	92.98%	66.66%
品种三	产能	104	104
	产量	112.87	124.36
	产能利用率	108.53%	119.58%
品种四	产能	130	159
	产量	177.54	128.52
	产能利用率	136.57%	80.83%
品种五	产能	265	60
	产量	42.86	28.87
	产能利用率	16.17%	48.12%
品种六	产能	508	508
	产量	448.99	542.44
	产能利用率	88.38%	106.78%
品种七	产能	63	63
	产量	22.18	31.91
	产能利用率	35.21%	50.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023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以及本期债券募投项目高端制剂项目，主要拟建项目系宣城美诺华二期项目，期末公司主要在建、拟建项目计划投资合计15.05亿元，尚需投资10.62亿元，宣城美诺华二期项目资金将主要来源于公司拟进行的非公开定增，目前该项目处于前期规划阶段，公司在建、拟建项目仅少部分资金需自筹，整体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14 截至2023年3月末公司主要在建、拟建项目情况（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	23,032.34	11,967.66	土建主体全部完工，已完成大部分机电安装
高端制剂项目	45,931.00	21,302.37	24,627.63	大楼已结项，当前正进行墙体工程
宣城美诺华二期项目	69,595.21	0.00	69,595.21	前期规划
合计	150,526.21	44,334.71	106,190.50	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年受原料药行业环境影响，公司主要原材料采购单价提升，板块利润空间受到一定挤压，原材料价格波动趋势仍存在不确定性；公司主要供应商集中度有所提升，同时需提高安全管理能力以降低安全生产风险

2022年公司采购模式未发生变化，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、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，2022年受上游部分原材料涨价影响，公司主要原材料如氰基溴联苯、叠氮化钠等采购单价较2021年均呈增长态势，但由于原料药行业的整体景气度尚未回稳，以沙坦类为主的原料药产品销售单价也呈下滑趋势，板块利润空间受到一定挤压，2023年若市场环境逐步稳定，原材料价格有望回落，但仍存在较大的不确定性。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，2022年前五大供应商集中度有所上升，且对第一大供应商的依赖度有显著提升，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15 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
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	16.96%

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%
			合计	8,217.75

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

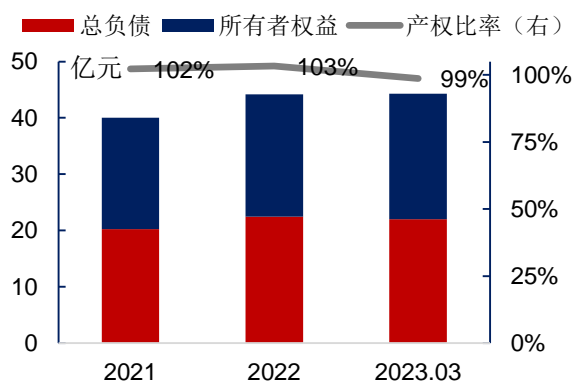
以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年至2023年1-3月，公司合并范围新增4家子公司，减少4家子公司，详见表1。截至2023年3月末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

跟踪期内公司净资产规模保持增长，杠杆水平尚可；公司整体资产流动性加强，但仍需关注存货规模持续增长可能带来的跌价风险

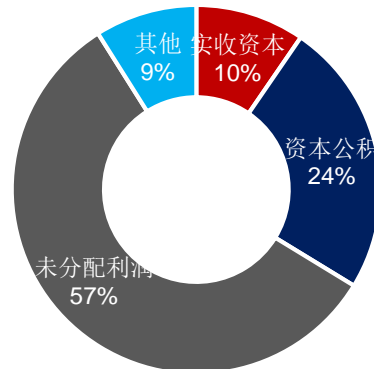
受益于公司持续的经营积累，公司净资产规模稳定增长，资本实力有所增强；但随着公司经营规模的扩大，负债规模也持续增长，近年整体产权比率相对稳定，杠杆水平尚可。2023年3月末，公司净资产仍主要由未分配利润及资本公积构成。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着在建项目的快速推进以及经营规模的不断扩大，公司资产规模稳定增长。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，截至2022年末，货币资金受限规模2.55亿元，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32.19%。近年公司存货规模持续增长，主要系随着经营规模的扩大，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，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，库存商品保持增长，2022年末公司存货计提跌价准备合计0.30亿元，若无法及时消化将存在较大的跌价风险。2022年，公司回款情况改善，应收账款规模有所减小，年末前五大客户应收款合计占比69.49%，集中度较高，需关注可能存在的坏账风险，近年回款情况较好，应收账款账龄集中在一年以内，回收风险相对可控。

2022年，公司固定资产规模同比大幅增长49.08%，主要系在建工程中的安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期完工以及天康药业年产30亿片（粒）出口固体制剂项目和浙江美诺华东扩项目部分完工转入所致，此外，因燎原药业自2022年11月起不再纳入合并范围，相关固定资产划出，年末未办妥产权证书的固定资产账面价值2.38亿元，固定资产成为公司资产最重要的构成部分。2022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，随着2022年宣城美诺华产能利用率得到充分利用，公司根据目前的项目数量、订单水平以及未来的产能规划需求，着手宣城美诺华二期的建设布局，在建工程规模预计将进一步增长。2022年末，公司长期股权投资规模同比下滑6.09%，主要系减少对宁波美诺华锐合股权投资合伙企业（有限合伙）投资0.82亿元，此外为进一步发展制剂业务，公司继续对合资公司科尔康美诺华进行追加投资0.44亿元，增资后仍持有科尔康美诺华40%股权。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，2022年受摊销和燎原药业划出影响有所下滑。其他非流动资产主要系预付的设备工程款和预付研发项目款。

整体来看，2022年及2023年一季度公司资产规模持续增长，资金回笼及融资增长带来的现金类资产增长加强了公司资产流动性，存货继续保持增长及应收款集中度偏高，需关注其跌价和坏账风险。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.77	15.30%	7.92	17.92%	4.22	10.54%
应收账款	1.52	3.43%	1.69	3.82%	2.10	5.25%
存货	6.48	14.64%	5.94	13.45%	5.80	14.49%
交易性金融资产	3.09	6.98%	2.17	4.92%	3.71	9.28%
其他流动资产	0.75	1.70%	0.59	1.34%	0.63	1.58%
流动资产合计	19.24	43.46%	18.94	42.86%	17.02	42.54%
长期股权投资	3.02	6.81%	3.00	6.79%	3.20	7.99%
固定资产	12.51	28.25%	12.65	28.62%	8.48	21.20%
在建工程	5.62	12.69%	5.03	11.38%	7.34	18.34%
无形资产	1.41	3.18%	1.43	3.23%	1.82	4.55%

其他非流动资产	0.53	1.19%	0.51	1.16%	0.64	1.60%
非流动资产合计	25.03	56.54%	25.25	57.14%	22.99	57.46%
资产总计	44.27	100.00%	44.19	100.00%	40.01	100.00%

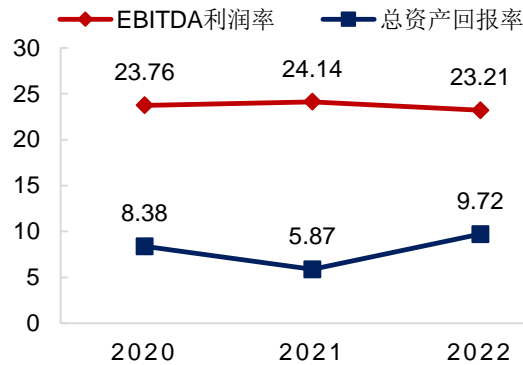
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司盈利能力相对稳定，CDMO及制剂业务板块保持快速发展，但需关注处置子公司带来的投资收益大幅增长不具有持续性、2023年相关高附加值产品订单减少及汇率波动风险可能使公司利润水平面临波动

2022年公司营业收入同比增长15.80%，其中原料药及中间体业务收入受国内外行业环境影响小幅下滑8.92%，但CDMO及制剂业务同比分别增长89.99%和45.89%，主要系受高附加值产品的生产及集采中标影响；2023年一季度，公司营业收入较去年同期下滑50.76%，主要系当期相关高附加值产品订单减少以及燎原药业于2022年11月起不再纳入合并范围所致。毛利率方面，2022年公司主营业务毛利率较上年提升2.95个百分点，其中CDMO及制剂业务较上年分别增长7.43个百分点和3.51个百分点，CDMO毛利率增长主要系产能利用率提升及部分产品附加值较高、制剂毛利率增长主要系产能释放及规模化效应体现；原料药及中间体业务毛利率较上年下滑6.31个百分点，主要原料药行业受国内外环境、汇率波动及上游原材料成本提升等多重不利因素的影响所致。2023年一季度，公司主营业务毛利率大幅下滑，主要系受CDMO板块相关高附加值产品订单大幅减少所致。

利润方面，2022年公司利润总额规模同比大幅增长113.08%，主要系当期子公司燎原药业完成交割使投资收益大幅增长所致，公司总资产回报率显著提升，但需关注投资收益的大幅增长不具有持续性；受积极拓展国内市场销售所带来的市场推广、业务宣传等方面的费用增加以及公司研发项目推动带来的研发投入增长等因素的综合影响，整体期间费用上升，EBITDA利润率小幅下滑，整体来看，近年公司盈利能力相对稳定。但需关注，2023年一季度附加值较高的相关产品订单减少，当期归属上市公司净利润大幅下滑62.30%，全年利润规模及盈利能力可能亦存在波动可能。此外，公司海外市场收入占比虽有所下滑但仍保持较大规模，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，且适度增加低利率外币借款，对冲单边美元资产的美元汇率下降风险，2022年公司产生汇兑收益1,552.30万元，但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投资亏损1,213.28万元，公司仍需关注可能产生的汇率波动风险。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司杠杆水平相对稳定，现金生成能力较强且仍有一定融资弹性，整体偿债压力尚可

2022年末，公司总债务规模小幅增长，主要系短期借款、应付票据增长所致，年末公司短期借款均为信用借款，应付票据均为银行承兑汇票。公司长期债务主要系长期借款以及应付本期债券，2022年末长期借款均为抵押借款，应付债券规模小幅下滑主要系部分转股所致，另有0.68亿元计入其他权益工具。2023年3月末，公司总债务占总负债的比重较2021年末小幅下滑，但短期债务占比持续提升，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	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.78	21.75%	4.65	20.71%	4.26	21.05%
应付票据	1.86	8.44%	1.92	8.55%	1.05	5.20%
应付账款	2.80	12.72%	3.07	13.68%	2.84	14.03%
合同负债	1.63	7.41%	1.95	8.68%	0.81	4.01%
其他应付款	0.43	1.95%	0.41	1.80%	0.91	4.50%
一年内到期的非流动负债	0.55	2.50%	0.32	1.41%	0.79	3.91%
流动负债合计	13.28	60.38%	13.62	60.65%	11.47	56.69%
长期借款	2.45	11.14%	2.60	11.58%	3.03	14.98%
应付债券	4.20	19.09%	4.15	18.49%	4.24	20.97%
非流动负债合计	8.71	39.62%	8.84	39.35%	8.76	43.31%
负债合计	21.99	100.00%	22.46	100.00%	20.23	100.00%
总债务合计	14.21	64.63%	14.03	62.46%	13.66	67.51%
其中：短期债务	7.26	33.02%	6.97	31.04%	6.10	30.17%
长期债务	6.95	31.61%	7.06	31.41%	7.55	37.34%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从现金流来看，2022年公司营收规模扩大，资金回笼稳定，经营活动现金流净流入规模增长；但由于期间费用的增长，FFO有所下滑，但公司整体现金生成能力仍较强。

表18 公司现金流及杠杆状况指标

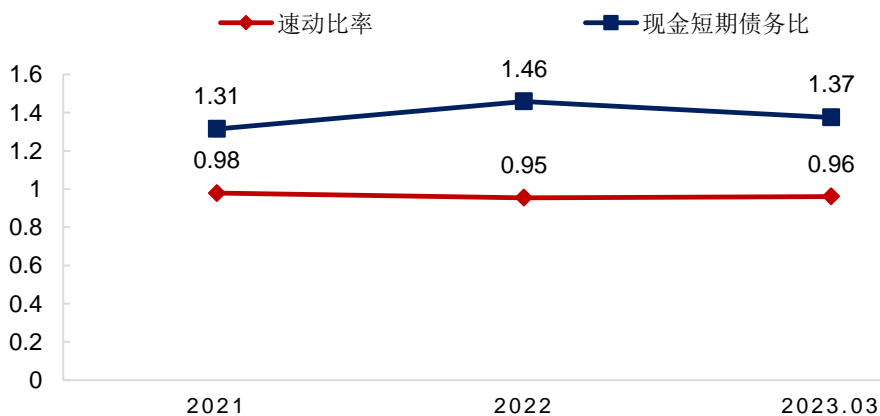
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流	-0.17	2.77	2.21
FFO	--	2.00	2.20
资产负债率	49.66%	50.83%	50.56%
净债务/EBITDA	--	1.24	1.95
EBITDA 利息保障倍数	--	6.38	6.97
总债务/总资本	38.94%	39.23%	40.84%
FFO/净债务	--	47.58%	37.11%
经营活动净现金流/净债务	-3.87%	66.00%	37.22%
自由现金流/净债务	-32.57%	-70.22%	-52.17%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2022年公司整体杠杆水平较上年变化不大，杠杆状况指标相对稳定。2022年公司速动比率小幅下滑，2023年一季度有所回升，现金短期债务比小幅波动，整体流动性表现尚可。未来本期债券仍存在转股可能，依托较好的现金生成能力，公司偿债压力不大。

截至2023年3月末，公司拥有国内多家银行提供的银行授信额度，其中未使用授信额度约6.26亿元，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9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，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、内控制度及信息披露制度执行也需进一步完善

环境方面，近一年内，公司未因空气污染、废水排放和废弃物排放收到政府部门处罚。但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。调查结束后，绍兴市上虞区应急管理局等单位就该事项对公司及主要负责人等依法从严作出行政处罚。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能力的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。

社会方面，近一年内，公司未因违规经营、产品质量与安全和员工保障、健康与安全等问题受政府部门惩罚或被媒体报道。

公司于2022年8月17日收到上海证券交易所出具的《关于对宁波美诺华药业股份有限公司及有关责任人予以通报批评的决定》（[2022]108号），公司在上证e互动平台上回复投资者提问时未充分、完整地揭示相关风险，信息披露不准确、不完整；在未公开披露业绩的情况下，通过上证e互动平台、机构调研会发布与业绩相关的重要信息，先于法定披露渠道发布，存在信息披露不公平。上海证券交易所对公司及时任董事长姚成志、时任董事会秘书应高峰予以通报批评的纪律处分，并将上述纪律处分通报中国证监会，记入上市公司诚信档案。公司及姚成志、应高峰收到上述纪律处分后高度重视，根据相关法律法规的规定和要求，组织相关人员参加交易所等部门举办的相关培训，学习相关信息披露制度以提高后续信息披露质量及合规性。

2022年10月11日，宁波证监局出具了《关于对宁波美诺华药业股份有限公司予以监管关注的函》（以下简称“《监管关注函》”），宁波证监局在现场检查中发现公司存在3项会计处理不符合公司会计制度，部分董事、监事有未出席股东大会情况，两次董事会通知时间不符合规定，会议召开方式与公告披露不符。公司收到监管关注函后召集财务管理部、董事会办公室、公司董事监事及高级管理人员学习《监管关注函》，就宁波证监局指出的问题做出检查检讨，分析存在的问题及产生问题的原因，制定解决问题的计划，布置解决问题的工作任务，并于2022年11月10日向宁波证监局报送了《监管关注函的整改报告》。

上述事项反映公司内部控制及信息披露制度执行需进一步完善，跟踪期内公司高管未发生变动，管

理层较为稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月15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2020年1月1日至报告查询日（2023年5月19日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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2023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%。

根据公司提供的2022年美诺华控股财务报表，截至2022年末，美诺华控股单体总资产3.63亿元，净资产1.91亿元，资产负债率47.36%，2022年，美诺华控股实现单体营业收入4.90亿元，净利润亏损537.42万元。

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

随着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进一步扩大，同时我国原料药出口预计将继续保持增长趋势，公司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，产品线较为丰富，产品市场竞争力进一步提升，虽然公司2022年CDMO业务保持高速发展，但随着高附加值产品订单下滑及新增产能处于爬坡期，短期内增速可能放缓，此外，公司对单一客户依赖仍较大，且海外市场收入规模较大，并多以美元进行结算，2022年公司套期保值业务波动，仍面临一定汇率波动风险，公司内部控制及信息披露制度执行需进一步完善，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，未来待新增产能逐步释放后，制剂业务有望继续快速增长；公司现

金生成能力较强，杠杆水平稳定，偿债压力不大。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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.77	7.92	4.22	2.36
存货	6.48	5.94	5.80	4.55
交易性金融资产	3.09	2.17	3.71	1.33
流动资产合计	19.24	18.94	17.02	11.34
固定资产	12.51	12.65	8.48	8.45
在建工程	5.62	5.03	7.34	3.00
非流动资产合计	25.03	25.25	22.99	19.29
资产总计	44.27	44.19	40.01	30.63
短期借款	4.78	4.65	4.26	6.02
应付账款	2.80	3.07	2.84	2.54
应付票据及应付账款	4.65	4.99	3.89	3.73
流动负债合计	13.28	13.62	11.47	11.12
长期借款	2.45	2.60	3.03	1.09
应付债券	4.20	4.15	4.24	0.00
非流动负债合计	8.71	8.84	8.76	1.88
负债合计	21.99	22.46	20.23	13.00
总债务	14.21	14.03	13.66	8.77
所有者权益	22.29	21.73	19.79	17.62
营业收入	2.46	14.57	12.58	11.94
营业利润	0.56	4.05	1.88	2.16
净利润	0.46	3.68	1.58	1.73
经营活动产生的现金流量净额	-0.17	2.77	2.21	2.52
投资活动产生的现金流量净额	-1.01	0.50	-6.03	-4.79
筹资活动产生的现金流量净额	0.24	-1.78	5.83	1.38
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	3.38	3.04	2.84
FFO(亿元)	--	2.00	2.20	1.83
净债务(亿元)	4.29	4.20	5.93	5.30
销售毛利率	31.36%	40.10%	37.29%	36.45%
EBITDA 利润率	--	23.21%	24.14%	23.76%
总资产回报率	--	9.72%	5.87%	8.38%
资产负债率	49.66%	50.83%	50.56%	42.45%
净债务/EBITDA	--	1.24	1.95	1.87
EBITDA 利息保障倍数	--	6.38	6.97	11.44
总债务/总资本	38.94%	39.23%	40.84%	33.22%
FFO/净债务	--	47.58%	37.11%	34.56%

速动比率	0.96	0.95	0.98	0.61
现金短期债务比	1.37	1.46	1.31	0.49

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录四 2023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	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 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	100.00%	工业	设立
BIOMENOVNO RESEARCH PRIVATE LIMITED	1,840 万卢比	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%	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	3,000.00	100.00%	研发	同一控制企业合并
宁波美诺华医药销售有限公司	1,000.00	58.00%	研发	设立
杭州成喆生物医药有限公司	1,000.00	100.00%	商业	设立
浙江乾丰生物科技有限公司	1,000.00	50.00%	研发	设立

注：2022年11月新设二级子公司浙江博同智能制造有限公司，但于2023年1月已转让完成工商变更，未在表中列示

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。