



# 江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230329D-01

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 2 月 17 日

发行人及评级结果	江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司	A <sup>+</sup> /稳定
----------	-------------------	--------------------

本次债项评级结果	A <sup>+</sup>	
----------	----------------	--

发行要素	拟发行金额为不超过 5.34 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次、到期一次还本。募集资金拟用于寡核苷酸单体产业化生产项目、原料药制造与绿色生产提升项目、原料药产品研发项目和补充流动资金项目。	
------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

评级观点	<p>中诚信国际肯定了江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司（以下简称“诺泰生物”或“公司”）定制类产品及技术服务业务与下游客户建立了长期稳定合作关系且产品梯队结构合理、自主选择产品管线较为丰富且产品涵盖治疗领域范围较广、债务规模较小、资本结构稳健等方面的优势及良好的医药研发行业外部发展环境。同时中诚信国际也关注到海外市场拓展效果、下游创新药研发落地与商业化进程、其他供应商竞争等因素对 CDMO 业务收入的影响，主要自主选择产品管线研发进展与新产品商业化及放量情况，盈利与经营获现水平、公司治理与核心人员稳定性等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

评级展望	中诚信国际认为，江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
------	--------------------------------------------------	--

调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>公司资本质量显著提升，资本实力显著增强，新产品上市丰富产线，收入和盈利大幅增长且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>产品质量安全事故严重影响生产经营，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱，核心研发团队流失或其他导致信用水平显著下降的因素。</p>	
------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 医药研发服务行业外部发展环境良好</li> <li>■ 定制类产品及技术服务业务与下游知名创新药企客户建立了长期稳定合作关系，自主选择产品管线较为丰富，产品涵盖治疗领域范围较广</li> <li>■ 债务规模较小，资本结构稳健</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 海外市场拓展效果、下游创新药研发落地与商业化进程、其他供应商竞争等因素对 CDMO 业务收入的影响</li> <li>■ 主要自主选择产品管线规模较小且其研发申报与商业化推广仍具有不确定性，需关注主要产品管线研发进展、新产品商业化及放量情况</li> <li>■ 盈利及经营获现水平稳定性</li> <li>■ 近年来存在部分被证券监管部门和交易所采取监管措施的情况，且 2022 年以来部分核心人员及主要管理人员离职，公司治理与核心人员稳定性有待关注</li> </ul>		

项目负责人：田梦婷 mtian@ccxi.com.cn  
 项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn  
 袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：  
 电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

## 财务概况

诺泰生物（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	12.45	13.96	21.27	23.77
所有者权益合计（亿元）	8.39	9.66	18.09	18.51
总负债（亿元）	4.06	4.30	3.18	5.26
总债务（亿元）	2.09	2.59	1.38	3.56
营业总收入（亿元）	3.72	5.67	6.44	3.82
净利润（亿元）	0.45	1.20	1.09	0.49
EBIT（亿元）	0.57	1.59	1.34	--
EBITDA（亿元）	1.03	2.36	2.23	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.46	1.41	1.81	-0.15
营业毛利率(%)	53.37	58.16	55.76	53.77
总资产收益率(%)	--	12.07	7.63	--
EBIT 利润率(%)	15.35	28.10	20.87	--
资产负债率(%)	32.59	30.78	14.96	22.14
总资本化比率(%)	19.94	21.17	7.09	16.13
总债务/EBITDA(X)	2.02	1.10	0.62	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.25	18.36	36.51	--
FFO/总债务(X)	0.45	0.57	1.19	--

注：1、中诚信国际根据诺泰生物提供的其经中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019~2020 年财务数据分别采用 2020~2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用 2021 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2021 年数据）

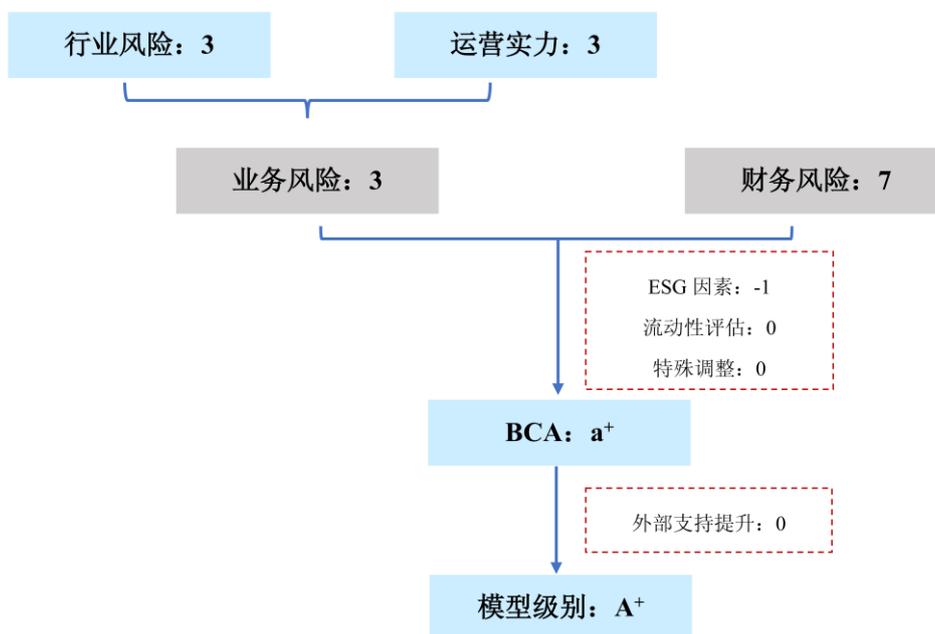
公司名称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	期间费用率 (%)	研发投入占比 (%)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
药明康德	229.02	51.36	36.28	17.15	4.11	551.27	29.69
山河药辅	6.17	0.86	28.89	13.02	4.35	9.63	26.66
诺泰生物	6.44	1.09	55.76	34.65	10.68	21.27	14.96

**中诚信国际认为，诺泰生物在市场地位及业务规模方面与行业内龙头企业药明康德仍存在明显差距，但公司聚焦多肽药物及小分子化药，毛利率水平高于药明康德。与山河药辅相比，公司收入规模较大，且其研发投入占比及毛利率亦处于较高水平，但由于期间费用率较高，二者盈利水平相当。公司财务杠杆水平在可比企业中处于较低水平，资本结构较为稳健。**

注：“药明康德”为“无锡药明康德新药开发股份有限公司”简称，“山河药辅”为“安徽山河药用辅料股份有限公司”简称。

## 评级模型

江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司评级模型打分(2022\_01)



## 方法论

中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100\_2022\_04

### ■ 业务风险:

诺泰生物属于医药制造行业，因近年来药品刚性需求旺盛令医药行业运行态势整体良好，中国医药制造行业风险评估为中等；诺泰生物核心产品具有一定竞争优势，但目前自主选择产品管线规模较小且其研发申报与商业化推广仍具有不确定性，进入商业化销售阶段的品种仍较为有限，业务风险评估为较高。

### ■ 财务风险:

诺泰生物盈利及经营获现能力存在一定波动，且2022年以来债务增速较快，但整体来看，公司目前债务规模较小，资本结构稳健，同时凭借较为通畅的权益融资渠道和较好的财务弹性，能够实现到期债务续接，整体偿债压力可控，财务风险评估为极低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，由于公司因信息披露、会计处理差错等被采取监管措施，2022年以来部分核心技术人员及主要管理人员离职，人员稳定性有待持续关注，故在ESG因素项目下调1个子级，诺泰生物具有a+的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和极低的财务风险。

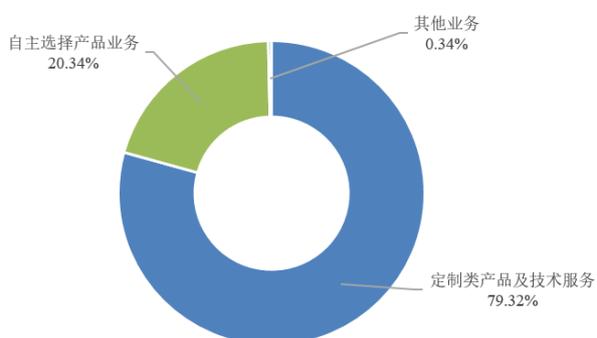
### ■ 外部支持:

诺泰生物系实际控制人核心资产，其对公司支持意愿很强，但协调当地政府和金融机构等资源的能力有限。

## 发行人概况

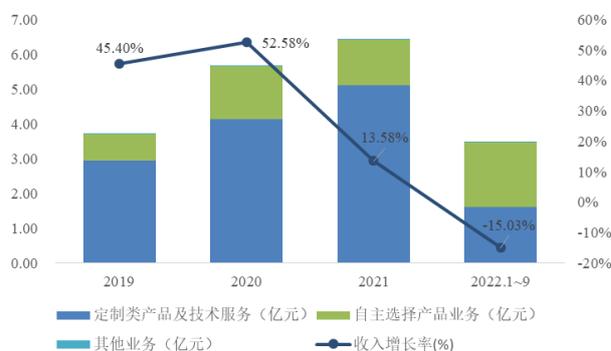
公司前身为成立于 2009 年 4 月的江苏诺泰制药技术有限公司，2015 年 9 月整体变更设立为股份有限公司；2016 年 1 月挂牌新三板，次年 4 月公司定向发行收购杭州澳赛诺生物科技有限公司（以下简称“澳赛诺”）100% 股权<sup>1</sup>，并于当年 5 月变更为现名；2021 年 2 月公司在新三板摘牌，于同年 5 月在上海证券交易所科创板上市<sup>2</sup>。公司主营业务聚焦多肽药物及小分子化药自主研发与定制研发生产，近年来随着产品研发及业务拓展已逐步形成以定制类产品及技术服务业务为收入主要来源、自主选择产品收入及占比快速增长的发展格局。2021 年公司实现营业总收入 6.44 亿元，近三年营业总收入复合增长率达 31.64%。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**产权结构：**经定向发行、股权转让及公开发行股票，截至 2022 年 9 月末，公司股本为 2.13 亿元，控股股东及实际控制人为赵德毅、赵德中，合计直接及间接持有或控制公司 30.885% 股权<sup>3</sup>。

表 1：截至 2022 年 9 月末公司主要子公司情况（亿元）

全称	持股比例	简称	2022 年 9 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
杭州澳赛诺生物科技有限公司	100.00%	澳赛诺	7.29	5.44	3.21	0.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本次债券概况

本次可转换公司债券拟发行总额不超过 5.34 亿元（含），期限为 6 年，募集资金扣除发行费用后拟用于投入原料药产品研发项目、原料药制造与绿色生产提升项目、寡核苷酸单体产业化生产项

<sup>1</sup> 2016 年 9 月，公司与澳赛诺直接或间接股东签署了《发行股份购买资产的附条件生效协议》，交易双方以澳赛诺全部股东权益经评估市场价值 2.51 亿元为基础协商确定交易价格为 2.44 亿元，支付方式为发行股份，发行价格为 4.16 元/股，发行股份数量 5,873 万股，上述交易因公司支付的投资成本超过被合并企业澳赛诺股权的公允价值，产生商誉 1.56 亿元，澳赛诺于 2017 年 2 月纳入公司合并范围，交易导致公司控股股东、实际控制人赵德毅、赵德中直接与间接持股比例由 85.14% 稀释至 42.57%，引入建德市五星生物科技有限公司、建德市宇信企业管理有限公司、建德市睿信企业管理有限公司、杭州彭亨贸易有限公司、杭州伏隆贸易有限公司等新进股东。

<sup>2</sup> 以每股 15.57 元公开发行股票 5,329.595 万股，占发行后总股本比例 25%，募集资金总额 8.30 亿元拟用于杭州澳赛诺医药中间体项目、106 车间多肽原料药产品技改项目、多肽类药物及高端制剂研发中心项目、多肽类药物研发项目。截至 2022 年 6 月末，公司累计使用募集资金 4.04 亿元，其中使用募集资金投入募投项目（包括置换先期投入金额）1.39 亿元，部分超募资金永久偿还银行贷款金额 0.50 亿元，永久补充流动资金 0.40 亿元，部分募投项目结项结余募集资金永久补充流动资金 0.31 亿元，暂时性补充流动资金 1.00 亿元。

<sup>3</sup> 赵德毅、赵德中签署了《一致行动协议》，两人系兄弟关系，赵德毅、赵德中分别直接持有公司 1,341.40 万股股票，持股比例为 6.29%；赵德中系连云港诺泰投资管理合伙企业（有限合伙）普通合伙人，连云港诺泰投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“诺泰投资”）直接持有公司 2,000 万股股票，持股比例为 9.38%；赵德毅、赵德中系杭州伏隆贸易有限公司、杭州鹏亨贸易有限公司控股股东及实际控制人，对上述两家公司的合计持股比例均为 70.58%，上述两家公司分别直接持有公司 950.69 万股股票，持股比例均为 4.46%。

目以及补充流动资金。

本次可转换公司债券附有有条件赎回条款、有条件回售条款和附加回售条款。在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照以债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。在最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，本次可转债持有人，有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本次可转债募集资金运用的实施情况，与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会、上交所认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转换债券成功发行后，公司长期债务规模及财务杠杆水平将有所上升；随债券持有人在转股期内选择转股，公司所有者权益将根据转股情况相应提升，财务杠杆水平相应回落。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，疫情扰动之下 2022 年全年宏观经济修复受阻、整体偏弱，GDP 同比增长 3%，弱于上年同期及上年两年复合增速。展望 2023 年，支撑经济修复的积极因素正在增多：疫情防控措施调整或推动中国经济较快走出疫情拖累；稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；地方政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或总体呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。不过，经济修复预期虽有增强，但仍面临多重风险挑战：其一，俄乌冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，疫情防控政策虽已调整，但仍需关注疫情“疤痕效应”对中国经济的中长期影响；其三，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其四，房地产对经济的拖累虽不会继续加深，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策将进一步加力提效，或通过上调赤字率、加大中央政府杠杆水平、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大稳增长，并通过准财政工具的接续加强与货币政策的协调，承担起稳增长的主力作用。货币政策将以“总量要够、结构要优”为主线，结构性政策工具的使用力度或将加大。同时，2022 年末中央经济工作会议对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9706?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好。

## 医药制造

2021 年药品从需求端和供给端逐步恢复，叠加医保谈判、集中采购等行业政策持续推进，医药制造行业收入及利润稳步增长，整体保持较强的盈利能力。在医保控费和鼓励创新的政策深化作用下，行业竞争回归药品成本把控以及提升效用与质量，经营重点聚焦在提高经营效率和增强研发能力等方面，医药制造企业较好的经营获现能力能够为产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏有所放缓，财务杠杆水平稳健，信用水平保持稳定；但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配，且尾部企业面临较大流动性压力，需关注行业内企业信用水平分化情况。中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，其长期向好趋势不变。

详见《中国医药制造行业展望,2023 年2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9724?type=1>

## 医药研发外包

在大型制药企业外包比例提升、中小型制药公司需求不断增长的背景下，全球医药研发生产服务行业有望保持较快增长。根据 2022 年 7 月最新的 Frost & Sullivan 报告预测，全球医药行业研发投入将由 2022 年的 2,437 亿美元增长至 2026 年的 3,288 亿美元，复合年增长率约 7.8%。中国医药产业由仿制为主向创新为主的战略转变，预计研发投入将保持快速增长。我国药品医疗器械审评审批制度改革、上市许可人制度（MAH）、仿制药一致性评价和带量采购、创新药医保谈判等一系列政策的不断推进将带动国内创新药研发生产市场需求持续增长。根据 Frost & Sullivan 报告预测，中国医药研发投入外包比例将由 2022 年的 42.6% 提升至 2026 年的 52.2%，全球医药研发投入外包比例将由 2022 年的 46.5% 提升至 2026 年的 55.0%。

## 运营实力

**中诚信国际认为，诺泰生物聚焦多肽药物与小分子化药的自主研发与定制研发生产，定制类产品及技术服务业务产品梯队较为合理，自主选择产品管线较为丰富，但产品多元化程度仍有待提升，CDMO 业务系公司收入的主要来源，其业绩易受下游创新药研发落地与商业化进程等多种因素影响，自主选择产品上市及放量情况亦有待关注，近年来公司研发投入不断加大且已在多个主要业务领域建立核心技术平台，具备一定研发实力。**

*公司业务聚焦多肽药物与小分子化药的自主研发与定制研发生产，定制类产品及技术服务业务与下游知名创新药企客户建立了长期稳定合作关系，产品梯队结构合理；自主选择产品管线较为丰富，产品涵盖治疗领域范围较广，但目前收入仍以 CDMO 业务为主，自主选择产品进入商业化销售放量阶段的品种较为有限，产品多元化程度有待提升。*

作为自主研发与定制研发生产相结合的生物医药企业，公司聚焦多肽药物与小分子化药，产品类型涵盖高级医药中间体、原料药到制剂等，其中定制类产品及技术服务业务方面，公司在艾滋病、肿瘤、关节炎等重大疾病领域，采用定制研发+定制生产的方式为下游客户的创新药研发项目提供高级医药中间体或原料药的定制研发生产服务（以下简称“CDMO”），主要从创新药研发的临床 I 期和临床 II 期开始介入，由客户明确所需产品的分子结构及相关质量要求，公司自主完成复杂高难度化合物的合成路线设计开发、工艺优化与中试放大、杂质分析、质量和稳定性等方面研

究，服务创新药企从临床 I、II、III 期到药品成功获批上市后的阶段，解决其研发过程中的技术瓶颈、生产工艺路径优化及放大生产等难题，截至 2022 年末，公司 CDMO 项目中有 19 个项目处于商业化阶段、17 个项目处于临床 III 期，超过 50 个项目处于临床 II 期及以前阶段，产品梯队结构合理；此外，公司凭借在药品开发领域积累的丰富经验，亦能为客户提供医药定制研发服务（以下简称“CRO”），以药学研究为主，同时兼顾注册申报服务。

表 2：截至 2022 年 9 月末公司 CDMO 业务主要产品管线情况

公司产品	技术创新	下游产品 治疗领域	下游药品 所处阶段
APC137 系列	自主开发了关键原料廉价绿色合成工艺，攻克了避免脱氟杂质的产生的关键技术，并使其生产更具规模化、经济化	艾滋病	商业化
APC037	支持原研药鲁索替尼首次商业化生产，将其原先采用的难以规模化生产的碘化物前体改为溴化物，突破了商业化生产的技术瓶颈	骨髓癌/关节炎	商业化
APC039	利用天然原料源在五元环分子中构建多个手性中心，应用高压氨化反应技术平台和开发重结晶技术获得具有高光学纯度的高附加值产品	抗病毒	商业化
APC199	利用天然原料源在五元环分子中构建多个手性中心，应用高压氨化反应技术平台和开发重结晶技术获得具有高光学纯度的高附加值产品	抗病毒	商业化
APC242	利用主族元素金属有机低温反应技术构建复杂双环体系，避免了柱层析等难于放大的纯化手段，多步反应采用了叠缩工艺过程技术最终获得了高质量的产品	癌症	临床 III 期
APC249	成功开发二代工艺，避免了原工艺需要使用昂贵的原材料和贵金属催化剂的缺点，缩短反应路线，降低了物料成本和三废，生产过程更绿色高效	肾病	临床 III 期
APC282	用廉价易得的成环反应缩合剂替代原有工艺中的高价试剂，并成功地开发出从复杂反应体系中一步结晶法除去大量副产物工艺技术，原材料成本和生产成本实现大于 50% 的降幅。	抗肿瘤	临床 II 期
APC285	克服了原始工艺反应选择性差、纯化困难而导致无法规模化生产的缺点，应用具有高活性（高不稳定性）的反应试剂使高效的成环反应成为可能，原创性地开发成功一条全新的适合于规模化生产的工艺路线	癌症	临床 II/III 期
APC295	借助于多肽液相反应技术平台中获取的技术经验，高效实现了氨基酸的偶联反应，避免了难于除去杂质的形成，利用温和的氧化反应条件实现了关键反应物的转化，并开发成功不稳定产物的纯化冻干技术	抗病毒	临床 II/III 期
APC312	成功开发了连续流光化学规模化生产反应技术，实现了复杂小碳环体系构建的绿色环保工艺	癌症	临床 I 期

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自主选择产品方面，公司主要围绕糖尿病、心血管疾病、肿瘤等疾病治疗方向，自主选择具有较高技术壁垒和良好市场前景的仿制药药品（包括原料药及制剂）进行研发、生产、注册申报和销售，截至 2022 年 9 月末，公司自主选择产品已完成 26 种仿制药原料药及制剂的研发布局，产品管线涵盖利拉鲁肽、司美格鲁肽、苯甲酸阿格列汀、依替巴肽、醋酸兰瑞肽、磷酸奥司他韦、胸腺法新等知名品种；同期末，公司已取得药品注册批件 4 项，均已通过或视同通过一致性评价（其中注射用胸腺法新和磷酸奥司他韦胶囊纳入国家集采），11 个原料药品种获得境内原料药登记（其中 8 个原料药已批准在上市制剂使用），已取得 12 个美国 FDA 的 DMF 编号和 1 个兽药 VMF 编号。

表 3：截至 2022 年 9 月末公司自主选择产品情况

原料药/制剂	治疗领域	产品名称	产品类别	产品进程
原料药	糖尿病	利拉鲁肽	多肽	国内外原料药登记
		苯甲酸阿格列汀	小分子化药	通过与制剂的关联审评
		司美格鲁肽（索玛鲁肽）	多肽	国内外原料药登记
		依帕司他	小分子化药	工艺验证
	心血管疾病	比伐芦定	多肽	通过与制剂的关联审评
		依替巴肽	多肽	通过与制剂的关联审评
		醋酸兰瑞肽	多肽	支持制剂注册申报
	肿瘤	醋酸奥曲肽	多肽	通过与制剂的关联审评

制剂	其他领域及相关品种	氟维司群	小分子化药	通过与制剂的关联审评
		胸腺法新	多肽	通过与制剂的关联审评
		磷酸奥司他韦	小分子化药	通过与制剂的关联审评
		醋酸西曲瑞克	多肽	国内外原料药登记
		匹克硫酸钠	小分子化药	国内外原料药登记
	糖尿病	利拉鲁肽注射液	多肽	工艺验证
		苯甲酸阿格列汀片	小分子化药	药品注册批件
		司美格鲁肽（索玛鲁肽）	多肽	小试
		依帕司他片	小分子化药	中试
	心血管疾病	注射用比伐芦定	多肽	支持制剂注册申报
		依替巴肽注射液	多肽	药品注册批件
		氨氯地平阿托伐他汀钙片	小分子化药	制剂注册申报
		奥美沙坦酯氨氯地平片	小分子化药	制剂注册申报
	其他领域及相关品种	注射用胸腺法新	多肽	药品注册批件
		磷酸奥司他韦胶囊	小分子化药	药品注册批件
		磷酸奥司他韦干混悬剂	小分子化药	BE 试验
		注射用醋酸西曲瑞克	多肽	小试
		复方匹克硫酸钠颗粒	小分子化药	工艺验证

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从产品结构看，公司 CDMO 业务下游药品布局医药研发各个阶段，多个自主选择原料药品种生产工艺已较为成熟，产品管线布局亦较为丰富，但目前收入仍以 CDMO 业务为主，自主选择产品进入商业化销售放量阶段的品种较为有限，产品多元化程度有待提升。

**公司拥有建德和连云港两大生产基地，CDMO 业务系公司收入的主要来源，其业绩易受海外市场拓展效果、下游创新药研发落地与商业化进程、其他供应商竞争等多种因素影响，当前公司自主选择产品管线当前规模较小且其研发申报与商业化推广仍具有不确定性，需关注后续新产品上市及放量情况，核心产品竞争力有较大提升空间。**

公司在连云港（公司本部）和建德（澳赛诺）拥有两大生产基地<sup>4</sup>，受益于新生产基地投产、生产工艺和 EHS 标准进一步提升，2020 年末建德基地反应釜总体积增至 107.40 万升，加之当年 CDMO 订单的快速增长，产能利用率保持较高水平，但 2021 年以来受疫情影响国外客户现场审计交流受阻、订单向国外供应商倾斜及疫情封控等因素导致该基地产能利用率呈下降趋势；连云港基地方面，公司主要产品管线产能较为充足，但受到下游制剂客户产品大多处于研发阶段、商业化阶段客户较少以及公司部分自主选择制剂产品尚处于研发或注册申报阶段等影响，该基地多数产品管线产能利用率偏低，随着注射用胸腺法新制剂产品进入商业化阶段及部分自主选择原料药产品下游市场拓展，2020 年以来部分生产线产能利用率已有所提升。

公司产品销售以直销为主、经销为辅，定制类产品及技术服务业务已与美国因赛特（Incyte）、美国吉利德（Gilead）、德国勃林格殷格翰（Boehringer Ingelheim）、硕腾（Zoetis）等国内外多家知名创新药企建立了长期稳固的合作关系，有助于公司持续取得客户的定制研发生产订单；自主选择产品业务主要通过自主拓展包括印度、美国、欧洲等海外市场制剂厂商在内的重要目标客户，同时也借助熟悉海外市场且具有一定客户资源的经销商进行市场开拓。2021 年公司以 Zoetis、Gilead 等创新药企为主的前五大客户销售占比为 44.22%，集中度较高。近年来随着生产能力建

<sup>4</sup> 连云港生产基地主要从事多肽及小分子化药原料药、制剂以及少量医药中间体的生产；建德生产基地主要从事小分子化药高级医药中间体的生产，由于原有生产基地产能利用率趋于饱和，公司于 2019 年在杭州市建德高新技术产业园新建现代化医药中间体生产基地，于 2020 年初完成整体搬迁。

设及下游客户推广，公司经营体量不断扩张，但中诚信国际关注到，CDMO 业务作为公司收入的主要来源，其收入易受海外市场拓展效果、下游创新药研发落地与商业化进程、其他供应商竞争等多种因素影响，公司自主选择产品管线当前规模较小且其研发申报与商业化推广仍具有不确定性，未来仍需关注后续新产品上市及放量情况，核心产品竞争力有较大提升空间。

表 4：近年来公司主要产品条线产能及产能利用率情况

生产基地	产品类别	车间	项目	2019	2020	2021	2022.1-9	折算方式
建德生产基地	小分子化药中间体		产能（万升）	41.43	107.40	107.40	107.40	按反应釜体积折算
			产能利用率(%)	107.14	107.14	76.69	54.15	
	101 车间（老区）	产能（千克）	36.86	36.86	10.00	25.73	按产品折算	
		产能利用率(%)	72.30	60.27	105.10	97.99		
连云港生产基地	多肽原料药	101 车间（A 区）	产能（kg）	-	-	18.00	38.40	按产品折算
			产能利用率(%)	-	-	69.20	90.75	
	106 车间	产能（kg）	55.00	55.00	13.43	86.83	按产品折算	
		产能利用率(%)	96.04	55.83	78.31	98.41		
连云港生产基地	小分子化药原料药及中间体	103、105、107、109、501 车间	产能（万升）	30.365	30.365	30.365	30.365	按反应釜体积折算
			产能利用率(%)	10.79	21.03	41.96	18.55	
	口服固体制剂	201 车间	产能（亿片/粒）	2.50	2.50	2.50	2.50	按实际生产折算
			产能利用率(%)	1.72	1.74	14.51	24.11	
注射剂	202 车间	产能（万支）	385	385	385	385	按注射用胸腺法新折算	
		产能利用率(%)	3.51	15.74	32.37	18.22		

注：1、上表数据按每年 300 个工作日作为计算基数；2、同类产品可以共用同一生产车间，公司可对生产车间个产品品种的生产进行灵活调整，公司按照代表性产品的产量或反应釜的体积等来衡量产能和产能利用率。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

近年来公司研发投入不断加大，目前已在多个主要业务领域建立核心技术平台，具备一定研发实力，主要研发管线集中于自主选择产品领域的原料药及制剂产品，应用前景覆盖领域较广，但需对其主要产品管线研发进展、商业化进程以及新产品市场竞争情况等对公司盈利能力的影响保持关注。

公司高度重视研发创新，近年来研发投入规模不断上升，现有杭州余杭研究院和杭州下沙医药港研发中心两大研发基地<sup>5</sup>，主要围绕高级医药中间体及原料药的生产工艺研究（包括合成路线设计、工艺条件选择、起始原料和试剂选择、工艺优化与中试放大、杂质分析、三废处理等）以及制剂剂型和处方工艺研究、质量研究、稳定性研究等药学基础研究开展研发工作，本部通过与澳赛诺研发团队相互融合、自主研发取得固-液相结合的多肽合成技术，解决了快速高效合成困难序列、困难肽段和杂质谱复杂等技术难题，提高了合成收率和效率。目前公司已在多肽药物合成与规模化大生产、小分子化药合成与规模化大生产、制剂研发和多肽新药研发等领域建立了多肽规模化生产技术平台、手性药物技术平台、绿色工艺技术平台、制剂给药技术平台、多肽类新药研发技术平台、寡核苷酸研发中试平台等行业领先的核心技术平台，广泛应用于产品的研发生

<sup>5</sup> 杭州余杭研究院主要负责小分子化学工艺研发、多肽药物合成开发、制剂合成、临床研究等研发工作，杭州下沙医药港研发中心主要负责开展多肽 CDMO、寡核苷酸等研发工作。

产。截至 2022 年 9 月末，公司共拥有 55 项专利，其中发明专利 31 项，实用新型专利 24 项，具备一定研发实力。从在研项目来看，截至 2022 年 9 月末，公司主要研发管线集中于自主选择业务中的原料药及制剂产品，应用前景覆盖领域较广，但药品研发具有技术难度大、研发周期长、投入要求高等特点，中诚信国际将持续关注公司主要产品管线研发进展、商业化进程以及新产品市场竞争情况等对其盈利能力的影响。

表 5：近年来公司研发投入及人员情况

项目	2019	2020	2021
研发投入总额（亿元）	0.51	0.67	0.69
其中：费用化研发投入（亿元）	0.46	0.61	0.63
资本化研发投入（亿元）	0.05	0.06	0.06
研发投入占比(%)	13.71	11.83	10.68
研发人员数量（人）	160	167	183
研发人员占比(%)	20.13	18.39	16.77

资料来源：公司年度报告、招股说明书，中诚信国际整理

表 6：截至 2022 年 9 月末公司主要在研项目情况

项目名称	预计总投资	累计已投入	进展或阶段性成果	应用前景
多肽降糖和减肥新药项目	60,783.00	2,037.11	临床前申报	糖尿病和减肥
司美格鲁肽	2,350.00	1,783.12	稳定性研究	糖尿病和减肥
AXN—157	4,000.00	1,322.35	小试阶段	抗焦虑
奥美沙坦酯氨氯地平片	1,068.40	951.76	注册申报阶段	降血压
磷酸奥司他韦干混悬剂	1,008.30	645.78	预 BE 阶段	抗病毒
依帕司他原料药	698.00	673.77	注册申报阶段	糖尿病并发症
复方匹克硫酸钠颗粒	730.00	492.92	注册申报阶段	清肠
去氨加压素原料药	496.00	337.92	稳定性研究	中枢性尿崩症
利拉鲁肽注射液	1,802.00	1,039.49	稳定性研究	糖尿病和减肥
注射用比伐芦定	2,000.00	1,423.18	注册申报阶段	抗凝血

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在建项目拟投资规模不大，资本支出压力较为可控。**

在建项目方面，截至 2022 年 9 月末，公司主要在建项目为杭州澳赛诺新厂区二期工程和诺泰多肽研发中心等，计划拟投资额合计 2.38 亿元，未来尚需投资 1.22 亿元；此外，公司本次可转债募投项目拟投资总额 6.72 亿元，扣除拟使用的募集资金外尚需投入 1.38 亿元，若公司在建和本次募投项目顺利建成投产和完成，将有助于提升研发和产业化实力，推进战略布局寡核苷酸药物，进一步增强竞争优势和可持续发展能力，但需关注未来产能释放及投后效益实现情况，公司在建及拟建项目的主要资金来源包括自有资金、前期募股资金及可转债募集资金等，总体来看，未来项目建设资本支出压力较为可控。

表 7：本次可转换公司债券募投项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	募集资金拟投入额	项目情况
寡核苷酸单体产业化生产项目	1.74	1.32	项目利用诺泰生物现有研发基础和资源投入生产，利用诺泰生物北厂区预留发展用地建设，新增总建筑面积 9,174 平方米，新购置搪玻璃反应釜、不锈钢釜、衬氟高位罐、不锈钢热水罐等各种工艺生产设备及软件若干，生产产品为寡核苷酸单体（PMO-A、PMO-C、PMO-G、PMO-T）
原料药制造与绿色生产提升项目	2.73	2.10	项目利用诺泰生物厂区现 501B 车间及 109 车间南侧预留发展用地，合计新建建筑面积 23045 平方米，改造提升全厂环保、安全及职业健康设备设施、罐区设施，以及各项配套公辅设施，实现绿色生产，将新购置原料药产品地克珠利、二

			嗒农（二嗒磷）、增效醚、癸氧喹酯生产线设备，实现地克珠利 75t/a、二嗒农 200t/a、增效醚 90t/a、癸氧喹酯 100t/a 的年生产能力
原料药产品研发项目	0.65	0.32	项目计划利用企业现有研发基础和资源投入研发 9 种原料药新产品，分别是地克珠利、二嗒磷、增效醚、硝酸益康唑、甲基萘醌、噻嘧啶、泊沙康唑、乙酰半胱氨酸、吡罗昔康。项目开发的主要内容包含工艺开发研究、小试批的验证工作、质量研究工作、中试批的生产、验证三批的生产、稳定性考察等工作，使得产品的整体工艺稳定，质量可控，稳定性好
补充流动资金项目	1.60	1.60	使用本次募集资金中的 1.60 亿元用于补充流动资金
<b>合计</b>	<b>6.72</b>	<b>5.34</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，近年来受海外疫情及下游客户需求变化等影响，公司盈利及经营获现能力存在一定波动，后续盈利稳定性需持续关注，但持续开展产能建设及 2021 年首次公开发行股票令公司总资产及所有者权益规模持续提升，目前债务规模较小，资本结构稳健，加之货币等价物较为充裕，整体偿债压力很小。

## 盈利能力

*公司收入及盈利来源以 CDMO 业务为主，但近年来受海内外疫情反复、下游客户需求波动等影响，收入及利润总额呈先升后降态势，后续盈利稳定性仍有待观察。*

2019~2021 年，公司营业总收入稳步增长，具体来看，2020 年产能提升和产品需求上升带动当年 CDMO 业务收入实现较大增幅，拉鲁肽原料药及氟维司群系列产品销售增加亦使得当年原料药及中间体业务收入增速较快；2021 年 CDMO 业务同比有所下滑，主要系当年海外新冠疫情对公司境外业务造成了一定影响所致，但 CMO 及技术服务与转让业务收入增长带动当年营业总收入保持上升态势。2022 年前三季度，受国内疫情反复、客户排产及终端项目申报节奏因素的影响，下游客户需求下降令当期定制类产品及技术服务收入和营业总收入同比均有所下滑。整体来看，2021 年以来 CDMO 业务收入占营业总收入比例虽有下降，但仍是公司营业收入的主要来源。毛利率方面，近年来毛利率随定制类产品毛利率波动呈先升后降态势，主要系 2020 年部分定制类产品利润水平较高，但 2021 年以来人工及直接制造费用上升令该业务毛利率下降所致。近年来期间费用率有所波动，其中 2022 年前三季度，由于当期营业收入同比下降，但以工资薪酬和环境污染防治及安全生产费为主的管理费用仍保持一定规模，使得期间费用率显著上升，对利润形成一定侵蚀。此外，2021 年以来，疫情原因导致客户的相关产品研发进度有所推迟，部分定制类产品计提了存货跌价准备，使得公司确认了部分存货跌价损失及合同履行成本减值损失，但 2022 年前三季度公司出售杭州新博思生物医药有限公司（以下简称“新博思”）45.00% 股权<sup>6</sup>确认的投资收益对当期利润总额形成一定补充。受上述因素共同影响，近年来公司利润总额及 EBIT 利润率呈先升后降态势，后续盈利稳定性仍有待观察。

<sup>6</sup> 根据公司发展战略规划，为进一步聚焦公司核心优势，优化资源配置，提升公司盈利能力，公司于 2022 年 6 月 28 日召开第三届董事会第三次会议通过议案，拟将持有的新博思 45% 股权转让给浙江众成医药有限公司，转让对价为人民币 1,350 万元；截至 2021 年末，新博思总资产为 8,662.00 万元，所有者权益为 574.33 万元，2021 年实现营业收入 8,619.45 万元，净利润 206.43 万元。截至 2022 年 6 月末，本次股权转让已完成并产生投资收益 0.19 亿元，公司继续持有新博思的股权比例为 15.00%，新博思已不再纳入公司合并财务报表。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
定制类产品及技术服务	2.93	52.83	4.12	61.09	5.11	57.13	1.94	42.59
其中：CDMO 业务	2.28	59.78	3.50	64.07	3.08	56.46	1.09	47.53
CMO 业务	0.42	25.15	0.61	42.83	1.21	41.60	0.52	32.01
技术服务与转让业务	0.24	34.89	0.02	96.83	0.82	82.43	0.33	42.96
自主选择产品	0.77	55.52	1.53	50.36	1.31	50.63	1.86	65.63
其中：原料药及中间体	0.77	55.52	1.45	50.31	1.20	54.07	1.27	64.80
制剂	-	--	0.08	51.24	0.11	14.27	0.60	67.39
其他业务收入	0.01	43.61	0.02	50.54	0.02	41.38	0.02	32.71
营业总收入/营业毛利率	3.72	53.37	5.67	58.16	6.44	55.76	3.82	53.77

注：1、其他业务收入主要为少量氨水等副产品的销售收入；2、因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~9
期间费用率(%)	38.19	36.16	34.65	48.10
经营性业务利润	0.56	1.51	1.42	0.27
资产减值损失	0.05	0.08	0.16	0.17
投资收益	0.004	0.06	0.03	0.20
利润总额	0.53	1.47	1.26	0.42
EBIT 利润率(%)	15.35	28.10	20.87	6.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**持续开展产能建设及 2021 年首次公开发行股票令公司总资产及所有者权益规模不断提升，资本结构稳健，但债务结构有待改善。**

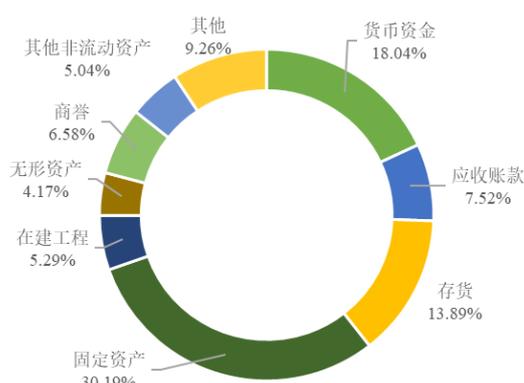
近年来公司总资产规模持续增长。具体来看，2021 年首次公开发行股票令货币资金规模显著上升，2022 年 9 月末随项目建设投入有所下降，但仍保持一定规模，且截至 2022 年 9 月末受限比例较低，为公司提供了一定的流动性；以库存商品为主的存货近年来保持增长态势，主要系公司为进一步扩大经营规模进行了一定备货，加之 2022 年以来疫情对发货速度造成一定影响所致；应收账款规模亦持续上升，截至 2022 年 9 月末账龄在 1 年以内的应收账款占比为 97.77%。近年来，公司持续开展产能建设，固定资产及在建工程整体呈上升态势，其中 2020 年杭州澳赛诺新厂区及澳赛诺二期工程转固较多令年末固定资产显著增加，随着澳赛诺二期工程建设持续开展，2022 年 9 月末在建工程余额亦有所上升；商誉主要系公司 2017 年收购澳赛诺时形成，近年来公司未对澳赛诺计提商誉减值准备，由于 2022 年出售部分股权后新博思不再纳入公司合并范围，公司不再确认此项商誉令 9 月末商誉余额有所下降。负债方面，应付账款主要系尚未支付的材料采购款、设备采购款及工程款项，近年来有所波动；2021 年首次公开发行股票募得资金后公司偿还了部分短期银行借款和全部长期银行借款，令当年末总债务下降，所有者权益亦大幅上升，财务杠杆水平随之显著下降；但随着业务规模持续扩大，且进行了一部分备货，日常经营性资金需求上升令短期借款有所增加，2022 年 9 月末总债务增速较快，财务杠杆水平亦有所回升，但仍处于较低水平。债务结构方面，以短期债务为主的债务结构有待改善，但整体来看公司债务规模较小，资本结构稳健。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元，%）

	2019	2020	2021	2022.9
货币等价物	0.62	1.49	6.39	4.83
应收账款	0.76	1.07	1.39	1.79
存货	1.15	1.85	2.51	3.30
流动资产/总资产(%)	23.60	34.96	51.91	42.88
固定资产	3.78	6.04	6.65	7.18
在建工程	2.77	0.10	0.35	1.26
商誉	1.62	1.62	1.61	1.56
其他非流动资产	0.05	0.06	0.34	1.20
<b>总资产</b>	<b>12.45</b>	<b>13.96</b>	<b>21.27</b>	<b>23.77</b>
应付账款	1.48	1.05	0.77	0.92
总债务	2.09	2.59	1.38	3.56
短期债务/总债务(%)	71.76	85.38	98.01	99.99
<b>总负债</b>	<b>4.06</b>	<b>4.30</b>	<b>3.18</b>	<b>5.26</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>8.39</b>	<b>9.66</b>	<b>18.09</b>	<b>18.51</b>
资产负债率(%)	32.59	30.78	14.96	22.14
总资本化比率(%)	19.94	21.17	7.09	16.13

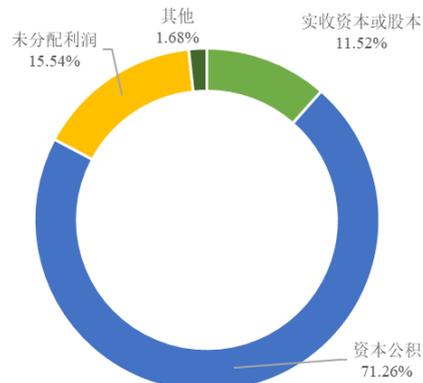
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债情况

公司经营性现金流水平有所波动，但债务规模较小，整体偿债压力可控。

2019~2021 年，公司收入规模不断扩大且回款情况较好令经营获现水平持续上升，但 2022 年前三季度经营活动净现金流由正转负，主要系当期营业收入同比下降，加之部分客户受疫情、排产及终端项目申报节奏影响因素影响，实际付款时间比计划有所延迟所致。投资活动方面，由于公司持续开展在建项目建设，投资活动现金流保持净流出态势。近年来筹资活动现金净流入规模有所波动，其中 2021 年公司首次公开发行股票令筹资活动现金净流入规模较大，2022 年前三季度新增部分短期银行借款使得当期筹资活动现金净流入保持一定规模。

偿债能力方面，收入规模扩大及经营获现水平提升令 2019~2021 年 EBITDA 及经营性现金流对债务本金的覆盖能力保持上升态势，但 2022 年前三季度经营活动现金流转为净流出，加之总债务增速较快，经营性现金及货币等价物对债务本金的覆盖能力有所下降，但公司债务规模较小，整体偿债压力可控。

表 11: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.9/2022.1-9
经营活动产生的现金流量净额	0.46	1.41	1.81	-0.15
投资活动产生的现金流量净额	-2.76	-1.63	-2.37	-3.49
筹资活动产生的现金流量净额	0.99	0.40	5.35	2.19
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.25	18.36	36.51	--
FFO/总债务(X)	0.45	0.57	1.19	--
总债务/EBITDA(X)	2.02	1.10	0.62	--
货币等价物/总债务(X)	0.30	0.57	4.63	1.36

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年 9 月末, 公司以银行承兑汇票保证金为主的受限货币资金合计为 0.28 亿元, 占期末总资产的 1.17%, 无其他受限资产。

截至 2022 年 9 月末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼及仲裁事项及对外担保事项。

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料, 2019~2022 年 10 月 12 日, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

## 预测与假设<sup>7</sup>

### 假设

——2022 年, 受疫情等不利因素影响, 诺泰生物 CDMO 业务订单获取及市场开拓受阻, 收入增速有所放缓。

——2022 年, 诺泰生物为满足项目建设及研发支出等资金需求, 债务融资力度加大。

——2022 年, 诺泰生物在建项目持续推进, 相关投资规模增加。

### 预测

表 12: 预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率(%)	21.17	7.09	16.50~18.24
总债务/EBITDA(X)	1.10	0.62	1.37~1.67

资料来源: 中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为, 诺泰生物资金平衡状况尚可, 未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖。**

公司经营获现有所波动, 截至 2022 年 9 月末账面货币资金为 4.29 亿元, 其中受限占比为 1.17%,

<sup>7</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

在手理财产品 0.52 亿元。同期末，公司共获得银行授信额度 9.34 亿元，其中尚未使用额度为 6.10 亿元，备用流动性尚可。同时，公司为 A 股上市公司，权益融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、项目建设及研发支出，资金平衡状况尚可。近年来公司年度资本开支逐年增加，随着公司推进在建项目、募投项目建设及主要产品管线研发，未来或将维持一定的投资规模，其中在建项目及募投项目建设支出主要由相关专项募集资金进行匹配；同时，根据规划，公司将进一步扩大业务规模，日常经营性资金需求或令其短期债务亦保持一定规模。综上所述，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖。

表 13：截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年以上
合并口径	3.55	0.0005
银行融资	2.98	-
公开债务	-	-
应付票据	0.55	-
其他	0.02	0.0005

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析

中诚信国际认为，公司较为重视安全生产与环保投入，子公司环保处罚事项影响较小；作为上市公司，治理结构较优，内控制度较为完善，但存在部分被证券监管部门和交易所采取监管措施的情况，且 2022 年以来部分核心技术人员及主要管理人员离职，人员稳定性有待持续关注。

环境方面，公司在生产经营过程中产生的主要污染物包括废水、废气、噪声、固废等，被列入连云港市重点排污单位名录，子公司澳赛诺被列入杭州市水环境、大气环境重点排污单位名录。对此，公司高度重视环境污染防治工作，根据跨国制药公司对上游绿色供应链的要求建立了一套基于国际最佳实践的 EHS 管理体系。具体来看，公司各生产基地均设立专门的 EHS 部门，负责公司生产过程中的环境、职业健康安全等相关事宜。公司的产品质量管理体系和 EHS 体系符合国际法规市场标准，并多次通过了国内外知名制药公司的现场审计。2022 年 6 月 2 日，根据连云港市生态环境局出具《行政处罚决定书》（连环行罚字【2022】23 号），2022 年 2 月 8 日检查时发现，公司违反《中华人民共和国水污染防治法》第十条之规定，排放废水中总氮含量超标，连云港市生态环境局对公司处以 290,000 元罚款，截至目前公司已缴纳罚款，并对上述行为进行纠正。该项处罚不涉及停业、关闭，连云港市生态环境局已认定上述违法事项不属于重大违法违规事项。除此之外，公司不存在其他因违反环保法规而受到重大行政处罚的情况。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，但 2022 年以来部分核心技术人员及主要管理人员离职，人员稳定性有待持续关注；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

表 14：2022 年以来公司核心技术人员及主要管理人员离职及就任情况

时间	姓名	职务	离职及就任情况
2022.2.19	丁建圣	新博思研发总监	因个人原因离职
2022.6.28	王万青	新博思研发人员	公司处置新博思部分股权，新博思不再纳入公司合并范围，但相关人员仍在新博思任职
	朱伟英	新博思研发人员	
2022.8.29	张建兴	澳赛诺质量中心副总经理	因个人原因离职
2022.8.30	郭婷	董事会秘书	因个人原因离职
2022.11.17	徐东海	财务总监	因个人原因离职

2023.2.7	丁伟 周骅	财务总监 董事会秘书	经董事会审议聘任
----------	----------	---------------	----------

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

公司治理方面，公司新一届董事会于 2022 年 5 月 28 日完成换届，董事会由 11 名董事构成，其中外部独立董事 4 名。董事会完成换届后，董事长及总理由童梓权先生担任，实际控制人赵德毅先生不再担任董事长，赵德中先生不再担任副董事长，但继续担任公司非独立董事。内控方面，公司建立健全各项内部控制制度，包括投资管理制度、关联交易管理办法等，下属子公司财务独立核算，资金未向上归集管理。2019 年 12 月 26 日，全国中小企业股份转让系统公司监管部向公司出具《关于对江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司及相关责任主体采取自律监管措施的决定》（股转系统公监函[2019]085 号），认为公司在 2016 年进行的重大资产重组中，交易对手方中存在未披露关联方，关联董事、股东赵德毅、赵德中未回避表决，违反了相关规定，决定对公司、时任董事赵德毅和赵德中采取出具警示函的自律监管措施；2022 年 6 月 13 日，上海证券交易所科创板公司管理部下发《关于对江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证科创公监函【2022】008 号文），公司因 2021 年三季度报告中部分会计处理存在差错，导致 2021 年第三季度报告相关财务信息披露不准确<sup>8</sup>，上交所科创板公司管理部对公司及时任财务总监徐东海予以监管警示。针对上述情况，公司已积极进行整改，进一步优化内部控制制度。除上述事项外，公司近三年来不存在其他被证券监管部门和交易所处罚或采取监管措施的情况。战略方面，公司将聚焦多肽药物及小分子化药，并战略布局寡核苷酸药物，以创新驱动发展，不断加大研发创新力度和市场推广能力，不断提升公司在医药定制服务领域的市场地位，将公司打造为一家“小而美”、并富有自身特色及发展潜力的生物科技公司。

## 外部支持

**公司为实际控制人核心资产，其对公司支持意愿很强，但协调当地政府和金融机构等资源的能力有限。**

诺泰生物系实际控制人赵德毅先生及赵德中先生持有资产中最核心企业，因此实际控制人对公司支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，支持能力较弱。

## 同行业比较

中诚信国际选取了无锡药明康德新药开发股份有限公司（以下简称“药明康德”，603259.SH）、安徽山河药用辅料股份有限公司（以下简称“山河药辅”，300452.SZ）作为诺泰生物的可比公司，药明康德主要从事小分子化学药的发现、研发及生产，为全球制药、生物科技和医疗器械公司提供新药研发和生产服务，在业务内容方面与诺泰生物具有一定的可比性；诺泰生物与山河药辅均为医药产品生产企业，且与山河药辅业务规模相当，在业务和财务方面具有一定的可比性。

**中诚信国际认为，在市场地位及产品多元化程度方面，诺泰生物与行业内龙头企业药明康德仍存在明显差距，**

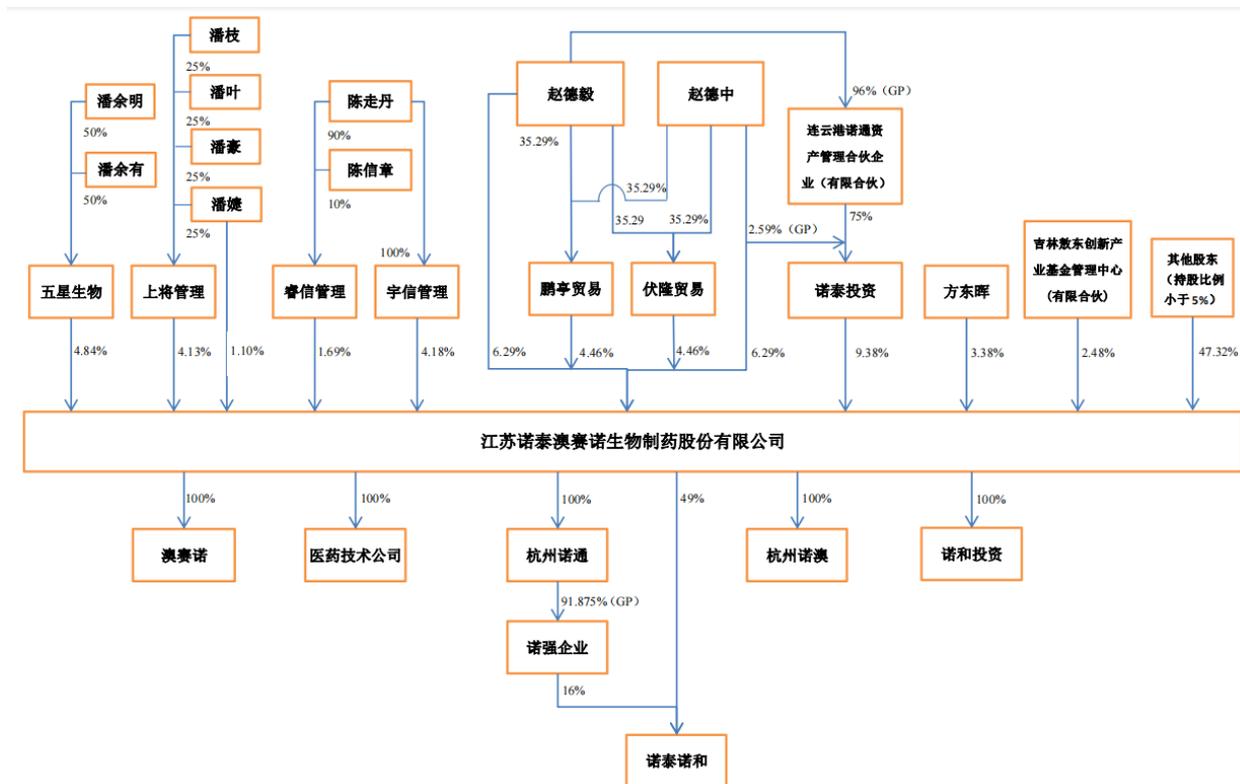
<sup>8</sup> 公司进行 2021 年年度报告审计时，基于取得更加完善的资料，从谨慎性原则出发，决定将 2021 年第三季度收到的部分政府补助的会计处理从与收益相关的政府补助调整为与资产相关的政府补助。调整后，2021 年第三季度报告归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润未受影响，归属于上市公司股东的非经常性损益金额减少 1,530 万元，归属于上市公司股东的净利润减少 1,530 万元。本次更正事项主要系公司编制 2021 年第三季度财务报表时未能够取得有关扶持金业务背景的完整信息。2021 年，公司已实际取得 1800 万元扶持金，本次更正不影响公司现金流，且对公司 2021 年第三季度及 2021 年度扣除非经常性损益后的净利润均无影响。

收入及利润亦显著低于药明康德，但公司聚焦多肽药物及小分子化药，毛利率水平高于药明康德；此外，由于公司目前收入规模较小，其研发投入占比高于药明康德，但研发投入金额相对较小。与山河药辅相比，公司收入规模较大，且由于所处医药行业细分领域具有较高的技术水平要求，其研发投入占比显著高于山河药辅，毛利率亦处于较高水平，但由于期间费用率较高，二者盈利水平相当。此外，公司财务杠杆水平在可比企业中处于较低水平，资本结构较为稳健；预计随在建项目、募投项目及主要产品管线研发的持续投入，公司杠杆水平或有上升但仍将保持行业较低水平。

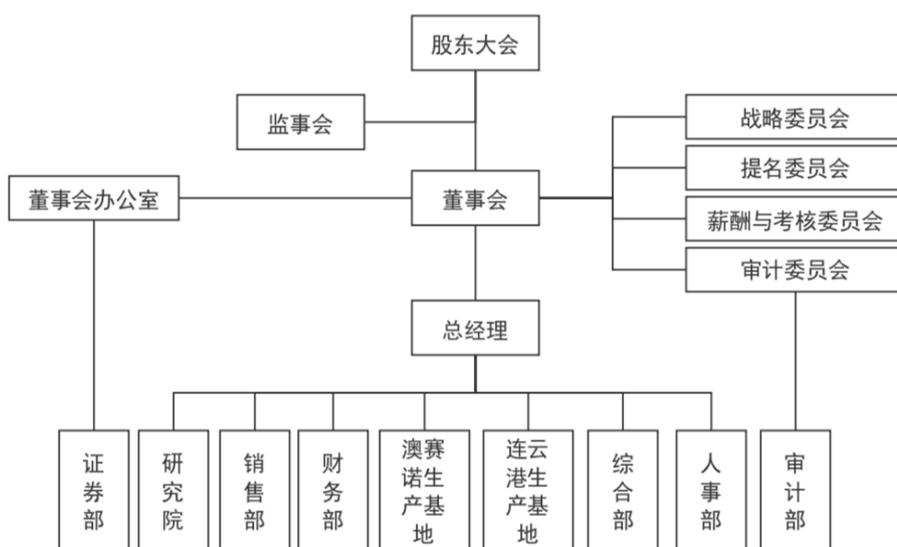
## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司主体信用等级为  $A^+$ ，评级展望为稳定；评定“江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为  $A^+$ 。

### 附一：江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



注：1、“五星生物”为“建德市五星生物科技有限公司”简称；“上将管理”为“建德市上将企业管理有限公司”简称；“睿信管理”为“建德市睿信企业管理有限公司”简称；“宇信管理”为“建德市宇信企业管理有限公司”简称；“鹏亨贸易”为“杭州鹏亨贸易有限公司”简称；“诺泰投资”为“连云港诺泰投资管理合伙企业（有限合伙）”简称；2、潘余明、潘余有系兄弟关系，潘枝、潘叶系潘余明的子女，潘婕、潘豪系潘余有的子女，陈走丹系公司副董事长金富强的配偶，陈信章系陈走丹的父亲；除潘余明任公司董事外，上述其他人员在公司均无任职。



资料来源：公司提供

## 附二：江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	5,809.57	6,971.19	59,187.61	42,880.52
应收账款	7,553.02	10,742.25	13,937.50	17,883.63
其他应收款	290.83	505.49	104.81	827.43
存货	11,530.35	18,499.53	25,081.60	33,017.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	9,450.00
固定资产	37,760.05	60,385.56	66,459.18	71,757.15
在建工程	27,730.19	987.95	3,485.43	12,583.63
无形资产	8,506.81	8,710.98	8,857.48	9,917.57
资产总计	124,451.19	139,557.35	212,690.59	237,671.07
其他应付款	285.85	83.65	186.16	473.47
短期债务	14,996.30	22,155.28	13,518.45	35,583.54
长期债务	5,900.52	3,794.67	273.87	5.08
总债务	20,896.82	25,949.95	13,792.33	35,588.62
净债务	15,087.25	19,142.85	-40,956.97	-7,291.90
负债合计	40,553.63	42,954.86	31,813.74	52,612.27
所有者权益合计	83,897.56	96,602.49	180,876.85	185,058.80
利息支出	844.27	1,287.84	611.83	--
营业总收入	37,153.06	56,687.25	64,386.95	38,223.87
经营性业务利润	5,638.46	15,061.86	14,229.12	2,664.68
投资收益	43.21	642.76	308.53	1,981.35
净利润	4,480.59	12,002.79	10,880.82	4,865.32
EBIT	5,704.85	15,927.11	13,437.25	--
EBITDA	10,338.61	23,638.75	22,338.79	--
经营活动产生的现金流量净额	4,613.59	14,138.13	18,074.62	-1,542.53
投资活动产生的现金流量净额	-27,571.38	-16,317.51	-23,693.07	-34,919.02
筹资活动产生的现金流量净额	9,859.13	3,950.24	53,489.10	21,884.00

财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率(%)	53.37	58.16	55.76	53.77
期间费用率(%)	38.19	36.16	34.65	48.10
EBIT 利润率(%)	15.35	28.10	20.87	--
总资产收益率(%)	--	12.07	7.63	--
流动比率(X)	0.88	1.28	4.01	2.11
速动比率(X)	0.53	0.79	3.10	1.43
存货周转率(X)	1.50	1.58	1.31	0.81*
应收账款周转率(X)	4.92	6.20	5.22	3.20*
资产负债率(%)	32.59	30.78	14.96	22.14
总资本化比率(%)	19.94	21.17	7.09	16.13
短期债务/总债务(%)	71.76	85.38	98.01	99.99
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.15	0.24	0.77	-0.06*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.21	0.28	0.78	-0.06*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	5.46	10.98	29.54	--
总债务/EBITDA(X)	2.02	1.10	0.62	--
EBITDA/短期债务(X)	0.69	1.07	1.65	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.25	18.36	36.51	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.76	12.37	21.96	--
FFO/总债务(X)	0.45	0.57	1.19	--

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”的“已背书未到期的信用等级较低的银行承兑汇票”计入短期债务，将公司计入“长期应付款”的“非银行金融机构抵押贷款”计入长期债务；3、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资产化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360 天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/ (营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn