



# 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 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0064 号

---

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 2 月 21 日

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

**本次跟踪债项及评级结果** “诺泰转债” **A<sup>+</sup>**

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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、自主选择产品陆续放量、产品结构进一步丰富、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稳定性、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。

**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**

**可能触发评级上调因素：**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。

**可能触发评级下调因素：**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，核心研发团队严重流失或其他导致信用水平显著下降的因素。

**正面**

- 医药研发服务行业外部发展环境良好
- 定制类产品及技术服务业与下游知名创新药企客户保持长期稳定合作关系，自主选择产品管线产品陆续放量，产品结构进一步丰富
- 资本结构稳健

**关注**

- 未来海外市场拓展效果、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
- 自主选择产品业务仍处于发展中，主要产品管线研发进展、新产品商业化及放量情况需持续关注
- 债务增速及经营获现水平稳定性
- 跟踪期内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

**项目负责人：** 田梦婷 mtian@ccxi.com.cn  
**项目组成员：** 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）	2020	2021	2022	2023.1-9/2023.9
总资产（亿元）	13.96	21.27	25.22	29.13
所有者权益合计（亿元）	9.66	18.09	19.25	19.86
总负债（亿元）	4.30	3.18	5.97	9.28
总债务（亿元）	2.59	1.38	3.84	6.22
营业总收入（亿元）	5.67	6.44	6.51	7.09
净利润（亿元）	1.20	1.09	1.23	0.90
EBIT（亿元）	1.59	1.34	1.15	--
EBITDA（亿元）	2.36	2.23	2.20	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.41	1.81	0.29	2.35
营业毛利率(%)	58.16	55.76	57.57	60.69
总资产收益率(%)	12.07	7.63	4.96	--
EBIT 利润率(%)	28.10	20.87	17.69	--
资产负债率(%)	30.78	14.96	23.69	31.84
总资本化比率(%)	21.17	7.09	16.62	23.84
总债务/EBITDA(X)	1.10	0.62	1.74	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	18.36	36.51	23.74	--
FFO/总债务(X)	0.80	1.64	0.50	--

注：1、中诚信国际根据诺泰生物提供的其经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及 2023 年三季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 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（2022 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	393.55	89.03	37.30	12.51	4.10	646.90	27.46
山河药辅	7.05	1.31	29.77	11.90	4.89	11.81	33.20
诺泰生物	6.51	1.23	57.57	40.27	15.01	25.22	23.69

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。

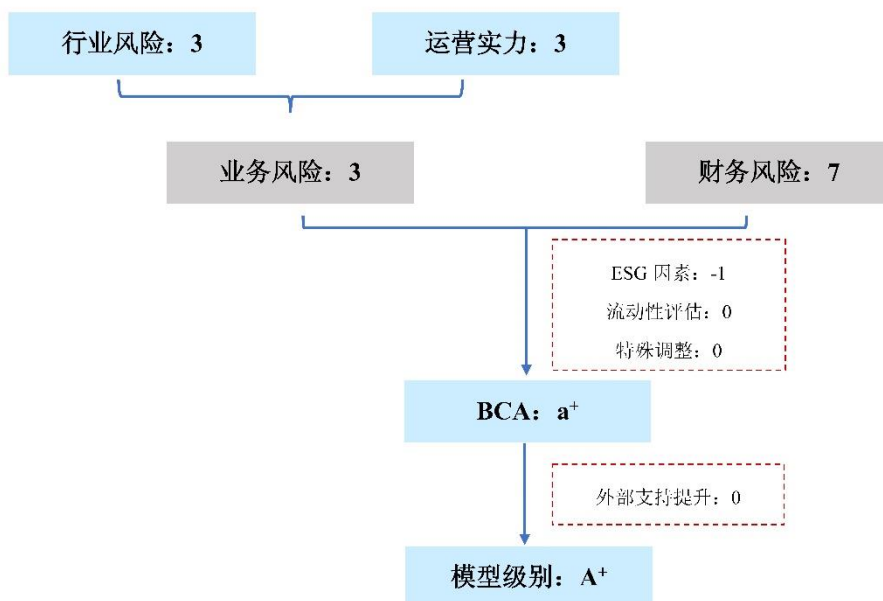
注：“药明康德”为“无锡药明康德新药开发股份有限公司”简称，“山河药辅”为“安徽山河药用辅料股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	上次评级有效期	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
诺泰转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	2023/02/17	2023/02/17 至 债券存续期	4.34	4.34	2023/12/15~2029/12/14	回售、赎回条款

● 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(2023\_02)



注:

**调整项:** 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, 对公司信用水平有不利影响。

**方法论:** 中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100\_2022\_04

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“诺泰转债”募集资金 4.34 亿元扣除发行费用后将投资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以及用于补充流动资金。截至本报告出具日，已使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金 0.37 亿元<sup>1</sup>。

## 宏观经济和政策环境

**中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。**

2023 年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP 同比增长 5.2%，较前值加快 2.2 个百分点，两年复合增速为 4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024 年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，并将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计 2024 年中国 GDP 增速将为 5.0%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

<sup>1</sup> 根据公司 2024 年 1 月 31 日发布的公告，公司尚有部分募集资金暂时闲置，将使用部分闲置的募集资金暂时补充流动资金及进行现金管理。其中，公司拟使用不超过人民币 1 亿元（包含本数）的闲置募集资金暂时补充流动资金，本次使用闲置募集资金暂时补充流动资金仅用于公司的业务拓展、日常经营等与主营业务相关的生产经营使用，不会通过直接或间接的安排用于新股配售、申购，或者用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等的交易，不会变相改变募集资金用途，不会影响募集资金投资计划的正常进行，使用期限自公司董事会审议通过之日起不超过 12 个月，公司将随时根据募投项目的进展及需求情况及时归还至募集资金专用账户；公司拟使用总额不超过人民币 2.50 亿元的闲置募集资金进行现金管理，购买安全性高、流动性好、有保本约定的投资产品，包括但不限于保本型理财产品、结构性存款、定期存款、大额存单等，使用期限自公司董事会审议通过之日起 12 个月内有效，在上述额度内，资金可循环滚动使用。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，2023 年以来医药制造行业主要经济指标下滑，但在良好的外部环境和刚性需求支持下，2024 年行业和企业有望逐步回归增长，医药行业运行态势整体良好。

### 医药制造

2023 年前三季度行业和企业主要经济指标出现下滑，但预计全年高基数效应将逐渐得到消化，在良好的外部环境和刚性需求支持下，2024 年行业和企业有望逐步回归增长，行业整体仍拥有较强的盈利能力。在医改各项工作按计划推进、政策鼓励高质量发展的大背景下，行业竞争逐步转向经营效率和研发能力的提升，费用结构实现优化，研发投入持续增加，创新属性不断增强。虽然利润增速放缓以及债务规模持续增长或将影响债务覆盖程度，同时尾部样本企业面临一定的短期债务偿付风险，但医药制造企业较好的经营获现能力能够为研发项目、产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏趋于平稳，财务杠杆水平稳健，行业整体偿债能力维持在较好水平，信用水平保持稳定。中长期来看，医药行业韧性强、潜力大的特点没有改变，未来随着医药行业政策落实持续推进、卫生服务体系不断健全、更多层次和多元化需求导向下，医药制造行业有望进一步实现转型升级和高质量发展，长期趋势保持向好。

详见《中国医药制造行业展望，2024 年 2 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10951?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 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%。

中诚信国际认为，跟踪期内，诺泰生物持续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，2023 年以来产品放量带动公司业绩持续向好；此外，CDMO 业务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，未来自主选择产品上市及放量情况亦有待关注，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，具备一定的研发实力。

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化，继续聚焦多肽药物与小分子化药的自主研发与定制研发生产，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，随着自主选择产品商业化销售持续放量，产品多元化程度有望提升。

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，跟踪期内业务模式未发生重大变化。定制类产品及技术服务业务<sup>2</sup>方面，公司持续发力艾滋病、肿瘤、关节炎等多个重大疾病领域，截至 2023 年 9 月末，公司定制研发生产服务（以下简称“CDMO”）项目中有 21 个项目处于商业化阶段、21 个项目处于临床 III 期，超过 60 个项目处于临床 II 期及以前阶段，产品梯队结构合理；此外，凭借在药品开发领域积累的丰富经验，公司继续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。自主选择产品<sup>3</sup>方面，跟踪期内，公司主要围绕糖尿病、心血管疾病、肿瘤等疾病治疗方向，稳步推进相关业务。截至 2023 年 6 月末，公司已取得药品注册批件 6 项，16 个原料药品种获得境内原料药登记，13 个原料药品种获得美国 FDA 药品 DMF 编号。除上述仿制药原料药及制剂产品外，公司也已在多肽类创新药领域进行研发布局，其中在研 GLP-1 受体单靶点激动剂 1 类新药已获得临床试验批准。

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，随着自主选择产品商业化销售持续放量，相关业务占比显著上升，产品多元化程度有所提升。

**跟踪期内，定制类产品及技术服务业务与下游知名创新药企客户保持长期稳定合作关系，但 CDMO 板块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；公司自主选择产品管线规模逐步提升，带动公司业绩持续向好，但仍需关注后续新产品上市与放量情况及海外经营风险，核心产品竞争力尚有较大提升空间。**

公司在连云港（公司本部）和建德（即子公司杭州澳赛诺生物科技有限公司，以下简称“澳赛诺”）拥有两大生产基地<sup>4</sup>，2022 年外部因素影响下订单量不足，跟踪期内建德基地产能利用率尚未恢复，但随着法国诺华赛（NOVASEP）、Mirati 等公司于 2022 年陆续对公司进行现场审计，公司在稳定老客户的基础上进一步拓展了海外新客户，未来产能利用率或将逐步恢复；连云港基地方面，公司主要产品管线产能较为充足，跟踪期内，随着公司及相关客户制剂研发进程不断推进以及进入商业化阶段客户数量不断增加和相关制剂的市场推广稳步进行，带动多肽原料药车间产能利用率迅速提高。

产品销售方面，定制类产品及技术服务业务与美国因赛特（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保持了长期稳固的合作关系，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，同时借助熟悉海外市场且具有一定客户资源的经销商进行开拓，2022 年及 2023 年上半年公司前五大客户销售占比分别为 49.58%和 45.35%，需关注单一客户订单变化对盈利稳定性的影响。跟踪期内，随着公司生产能力建设及下游客户推广，经营体量不断扩张，根据公司《2023 年度业绩预告》，受益于自主选择产品陆续获批，加之公司加大商务拓展力度，

<sup>2</sup> 公司采用定制研发+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（即“CDMO”），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。

<sup>3</sup> 自主选择产品指公司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。

<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。



部分制剂及多肽原料药品种的持续放量，带动业绩持续向好，但中诚信国际关注到，CDMO 板块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，同时自主选择业务后续新产品上市与放量情况及海外经营风险亦需持续关注，公司核心产品竞争力尚有较大提升空间。

表 1：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	2020	2021	2022	2023.6	折算方式
建德生产基地	小分子化药中间体		产能（万升）	107.40	107.40	107.40	107.40	按反应釜
			产能利用率(%)	107.14	76.69	61.49	53.68	体积折算
	101 车间（老区）	产能（千克）	36.86	10.00	36.86	36.86	按产品折算	
		产能利用率(%)	60.27	105.10	167.35	124.82		
连云港生产基地	多肽原料药	101 车间（A 区）	产能（kg）	-	18.00	38.40	38.40	按产品折算
			产能利用率(%)	-	69.20	98.09	97.22	
	106 车间	产能（kg）	55.00	13.43	86.83	86.83	按注射用	
		产能利用率(%)	55.83	78.31	129.07	129.09		
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
			产能利用率(%)	21.03	41.96	34.54	36.60	
	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(%)	1.74	14.51	50.88	121.05	
注射剂	202 车间	产能（万支）	385	385	385	385	按注射用	
		产能利用率(%)	15.74	32.37	28.10	25.11		

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，实际产能无明显变化。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**跟踪期内公司研发投入金额保持增长，研发成果转换情况良好，未来将持续关注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。**

跟踪期内，公司研发投入金额保持增长，且研发投入占比保持较高水平，但受限于业务规模，绝对金额仍较为有限。基于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>，公司继续发力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，六大核心技术平台<sup>6</sup>保持行业领先水平。截至 2023 年 6 月末，公司共拥有 71 项专利，其中发明专利 46 项，实用新型专利 25 项，2022 年以来新获得发明专利 17 项，实用新型专利 1 项，具备一定研发实力，跟踪期内研发成果转换情况良好。从在研项目来看，截至 2023 年 6 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。

<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。

<sup>6</sup> 六大核心技术平台指多肽规模化生产平台、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。

表 2：近年来公司研发投入及人员情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~6/2023.6
研发投入总额（亿元）	0.67	0.69	0.98	0.56
其中：费用化研发投入（亿元）	0.61	0.63	0.69	0.40
资本化研发投入（亿元）	0.06	0.06	0.28	0.16
研发投入占比(%)	11.83	10.68	15.01	13.96

注：因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：公司年度报告、招股说明书，中诚信国际整理

表 3：截至 2023 年 6 月末公司主要在研项目情况（万元）

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	2,237.47	获得临床批件	糖尿病和减肥
磷酸奥司他韦干糖浆	3,500.00	1,500.00	注册申报阶段	抗病毒
替尔泊肽	2,390.00	191.95	小试阶段	降血糖
司美格鲁肽	2,350.00	1,901.19	注册申报阶段	糖尿病和减肥
胸腺法新	2,000.00	496.92	注册申报阶段	免疫调节
利拉鲁肽注射液	1,802.00	1,300.93	补充研究阶段	糖尿病和减肥
磷酸奥司他韦干混悬剂	1,008.30	791.06	注册申报阶段	抗病毒
诺西那生钠	1,000.00	93.62	小试阶段	肌萎缩

注：本表列示的主要在研项目为预计总投资高于 1,000.00 万元的项目。

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 2023 年 6 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 4.27 亿元，已投资 2.94 亿元；此外，“诺泰转债”募投项目拟投资总额 5.72 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“诺泰转债”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。总体来看，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，未来项目建设资本支出压力较为可控。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内公司收入保持增长，但盈利及经营获现水平有所波动，后续盈利可持续性仍有待观察；公司不断推进产能建设令总资产持续增长，日常经营性资金需求上升令总债务保持较快增速，但资本结构仍较为稳健，整体偿债压力可控。**

**2022 年 CDMO 收入有所下滑，但受益于自主选择产品销售放量，2023 年以来公司收入显著增长，后续盈利可持续性有待观察。**

跟踪期内，公司营业总收入保持增长。具体来看，受客户排产及终端项目申报节奏及其他外部环境因素的影响，下游客户需求下降令 2022 年定制类产品及技术服务收入有所下滑，但公司积极推进特色品种的原料药-制剂一体化工作，带动当年自主选择产品及营业总收入均同比增长；2023 年以来，部分制剂及多肽原料药品种持续放量，带动自主选择产品销售收入及占比快速提升，公司营业总收入亦呈较大增幅，1~9 月公司营业总收入同比增长 85.61%。毛利率方面，2022 年以来利拉鲁肽等高毛利产品占比提升，带动自主选择产品业务及公司整体毛利率回升。跟踪期内，以佣金及推广费为主的销售费用同比增长令期间费用率显著上升，对利润形成一定侵蚀。此外，

2022 年以来部分定制类产品陆续计提存货跌价准备，使得公司确认部分存货跌价损失及合同履行成本减值损失，但 2022 年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>7</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，2022 年公司利润总额有所下降。但根据《2023 年年度业绩预告》，受益于自主选择产品业务发展，预计公司 2023 年度实现营业收入 9.00~10.00 亿元，同比增长 38.19%~53.54%，实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 1.50~1.60 亿元，同比增长 80.52%~92.56%，盈利能力显著恢复，后续盈利可持续性仍有待观察。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~6	
	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	4.12	61.09	5.11	57.13	3.92	55.38	1.52	50.79
其中：CDMO 业务	3.50	64.07	3.08	56.46	2.88	59.77	1.03	57.53
CMO 业务	0.61	42.83	1.21	41.60	0.71	43.29	0.43	29.91
技术服务与转让业务	0.02	96.83	0.82	82.43	0.33	42.87	0.06	83.70
自主选择产品	1.53	50.36	1.31	50.63	2.56	61.16	2.45	61.75
其中：原料药及中间体	1.45	50.31	1.20	54.07	1.73	65.57	1.54	68.68
制剂	0.08	51.24	0.11	14.27	0.84	52.07	0.94	50.36
其他业务收入	0.02	50.54	0.02	41.38	0.03	39.66	0.005	63.13
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>5.67</b>	<b>58.16</b>	<b>6.44</b>	<b>55.76</b>	<b>6.51</b>	<b>57.57</b>	<b>4.01</b>	<b>57.59</b>

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、2021 年，制剂业务毛利率显著下降，主要系当年注射用胸腺法新中标集采后销售价格下降所致，2022 年公司拓展毛利较高的其他制剂产品品种，当年毛利率有所回升；3、因四舍五入存在尾数差异。  
资料来源：公司提供

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~9
期间费用率(%)	36.16	34.65	40.27	41.24
经营性业务利润	1.51	1.42	1.20	1.44
资产减值损失	0.08	0.16	0.26	0.17
投资收益	0.06	0.03	0.20	0.02
利润总额	1.47	1.26	1.23	1.15
<b>EBIT 利润率(%)</b>	<b>28.10</b>	<b>20.87</b>	<b>17.69</b>	<b>--</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**持续推进产能建设令公司总资产持续增长，日常经营性资金需求上升令总债务保持较快增速，但资本结构整体仍较为稳健。**

跟踪期内公司总资产规模持续增长，其中，2022 年以来项目建设投入令货币资金规模持续下降，截至 2023 年 9 月末受限比例较低；应收账款随业务规模扩大而上升，截至 2022 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比为 95.84%；以库存商品为主的存货亦保持增长态势，主要系 2022 年外部环境因素对发货速度造成一定影响，加之公司为进一步扩大经营规模进行了一定备货所致；跟踪期内，公司持续推进产能建设，固定资产及在建工程保持增长，其中 2022 年公司购置杭州诺澳办公楼和研发大楼等令年末固定资产增幅较大，且随着澳赛诺二期工程建设进度推进，年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，跟踪期内未对澳赛诺计提商誉

<sup>7</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。

减值准备<sup>8</sup>，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年末商誉余额有所下降。此外，其他非流动资产为预付工程设备款，2022 年以来随工程及支付进度推进而保持增长。负债方面，跟踪期内业务规模扩大令应付账款规模持续增长；同时，备货等日常经营性资金需求上升令短期借款有所增加，跟踪期内总债务增速较快，财务杠杆水平持续增长，但仍处于较低水平。债务结构方面，跟踪期内总债务仍以短期债务为主，但公司已于 2023 年 12 月发行 4.34 亿元“诺泰转债”，长期债务占比将显著上升，亦将进一步推升财务杠杆水平，但整体来看公司资本结构仍较为稳健。

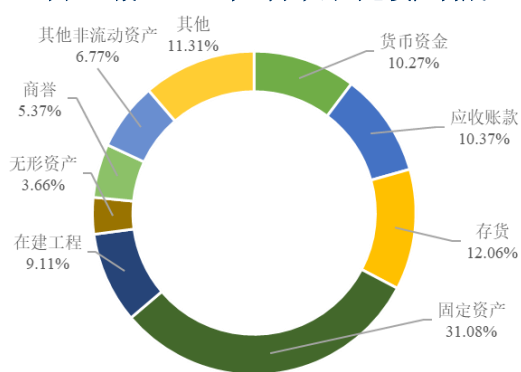
表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元，%）

	2020	2021	2022	2023.9
货币资金	0.70	5.92	4.00	2.99
应收账款	1.07	1.39	2.45	3.02
存货	1.85	2.51	3.23	3.51
固定资产	6.04	6.65	8.07	9.06
在建工程	0.10	0.35	1.80	2.65
商誉	1.62	1.61	1.56	1.56
其他非流动资产	0.06	0.34	0.65	1.97
<b>总资产</b>	<b>13.96</b>	<b>21.27</b>	<b>25.22</b>	<b>29.13</b>
应付账款	1.05	0.77	1.11	1.68
总债务	2.59	1.38	3.84	6.22
短期债务/总债务(%)	85.38	98.01	100.00	97.32
<b>总负债</b>	<b>4.30</b>	<b>3.18</b>	<b>5.97</b>	<b>9.28</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>9.66</b>	<b>18.09</b>	<b>19.25</b>	<b>19.86</b>
资产负债率(%)	30.78	14.96	23.69	31.84
总资本化比率(%)	21.17	7.09	16.62	23.84

注：2020 年，公司未进行分红；2021 及 2022 年，公司分别向股东派发度现金股利 0.32 亿元和 0.43 亿元。

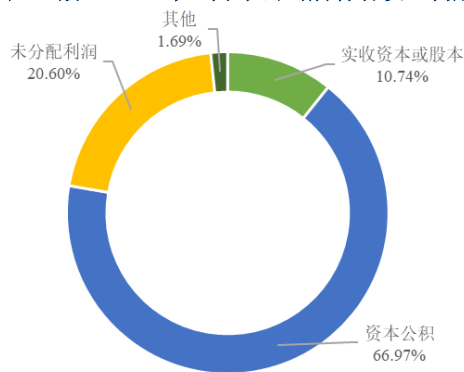
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 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 2：截至 2023 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

**公司经营性现金流水平有所波动，且保持一定规模的投资支出，债务增速较快，但盈利对利息覆盖能力保持较好水平，且公司备用流动性尚可，整体偿债压力可控。**

由于 2022 年第四季度发货较多，发货时间距离年末较近，部分应收账款于 2023 年收回，使得跟踪期内公司经营获现水平先降后升；投资活动方面，由于公司持续开展在建项目建设，投资活动

<sup>8</sup> 截至 2023 年 9 月末，收购澳赛诺形成的商誉账面价值为 1.56 亿元。

现金流保持净流出态势；新增短期银行借款使得跟踪期内筹资活动现金净流入保持一定规模。偿债能力方面，2022 年经营活动现金净流入规模下降，加之总债务增速较快，经营性现金对债务本金的覆盖能力有所下降；截至 2023 年 9 月末，公司账面货币资金为 2.99 亿元，其中 0.70 亿元使用受限，受限比例较低，同期末在手理财产品为 0.35 亿元，跟踪期内对外投资较多令货币等价物对债务本金的覆盖能力亦有所下滑，但 EBITDA 对利息的覆盖能力保持较好水平，同时，截至 2023 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 11.63 亿元，其中尚未使用额度为 6.17 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。整体来看，公司偿债压力仍较为可控。资金管理方面，下属子公司财务独立核算，资金未向上归集管理。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~9/2023.9
经营活动产生的现金流量净额	1.41	1.81	0.29	2.35
投资活动产生的现金流量净额	-1.63	-2.37	-4.50	-4.79
筹资活动产生的现金流量净额	0.40	5.35	2.37	1.13
EBITDA 利息保障倍数(X)	18.36	36.51	23.74	--
FFO/总债务(X)	0.80	1.64	0.50	--
总债务/EBITDA(X)	1.10	0.62	1.74	--
货币等价物/总债务(X)	0.57	4.63	1.07	0.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	一年以内	一年以上
银行融资	4.88	-
公开债务	-	-
应付票据	1.11	-
其他	0.05	0.17
合计	6.05	0.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 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 0.70 亿元，占当期末总资产的 2.42%，无其他受限资产。

截至 2023 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，截至 2023 年 12 月末，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。

## 假设与预测<sup>9</sup>

### 假设

——2023 年，外部不利因素逐步消除以及自主选择产品导入市场带动诺泰生物收入实现较好增长，盈利能力显著恢复。

<sup>9</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。

——2023 年，“诺泰转债”发行成功令债务规模有所上升。

——2023 年，诺泰生物持续推进项目建设及研发投入，相关投资规模增加。

## 预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率(%)	7.09	16.62	32.00~34.00
总债务/EBITDA(X)	0.62	1.74	3.00~3.50

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

## 调整项

### 流动性评估

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。近年来公司资本开支逐年增加，随着推进在建项目、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。

## ESG 分析<sup>10</sup>

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，但跟踪期内，连云港市生态环境局分别于 2022 年 6 月<sup>11</sup>及 2023 年 5 月<sup>12</sup>对公司出具与排放污水相关的《行政处罚决定书》。除此之外，跟踪期内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 10：2022 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 朱伟英	新博思研发人员 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

<sup>10</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

<sup>11</sup> 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 29.00 万元罚款，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。

<sup>12</sup> 2023 年 5 月 31 日，连云港市生态环境局出具《行政处罚决定书》(连环行罚[2023]25-1 号)，2023 年 2 月 28 日、2023 年 3 月 3 日、2023 年 3 月 30 日连云港市生态环境局检查时发现，公司未按照国家有关规定和监测规范安装水质自动采样单元的行为违反了《中华人民共和国水污染防治法》第二十三条第一款之规定，构成了“未按照规定安装水污染物排放自动监测设备”的违法行为，对公司处以 6.86 万元罚款。公司已缴纳罚款，并已于 2023 年 4 月安装了水质自动采样单元并已与生态环境部门联网，并扩建了在线监测房，2023 年 5 月公司已完成设备调试并验收，已按期完成了改正工作。

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	财务总监	经董事会审议聘任
	周骅	董事会秘书	
2023.3.10	李唐擎	副总经理	经董事会审议聘任
	李小华	副总经理	
2024.2.3	谷海涛	副总经理	因个人原因离职
	杨杰	子公司澳赛诺研发部研发总监	因个人原因离职
	张余	--	认定为核心技术人员
	刘婷	--	认定为核心技术人员

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<sup>13</sup>。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，但因信息披露不准确，上海证券交易所科创板公司管理部于 2022 年 6 月 13 日对公司及相关事项责任人予以监管警示<sup>14</sup>，除上述事项外，跟踪期内公司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。

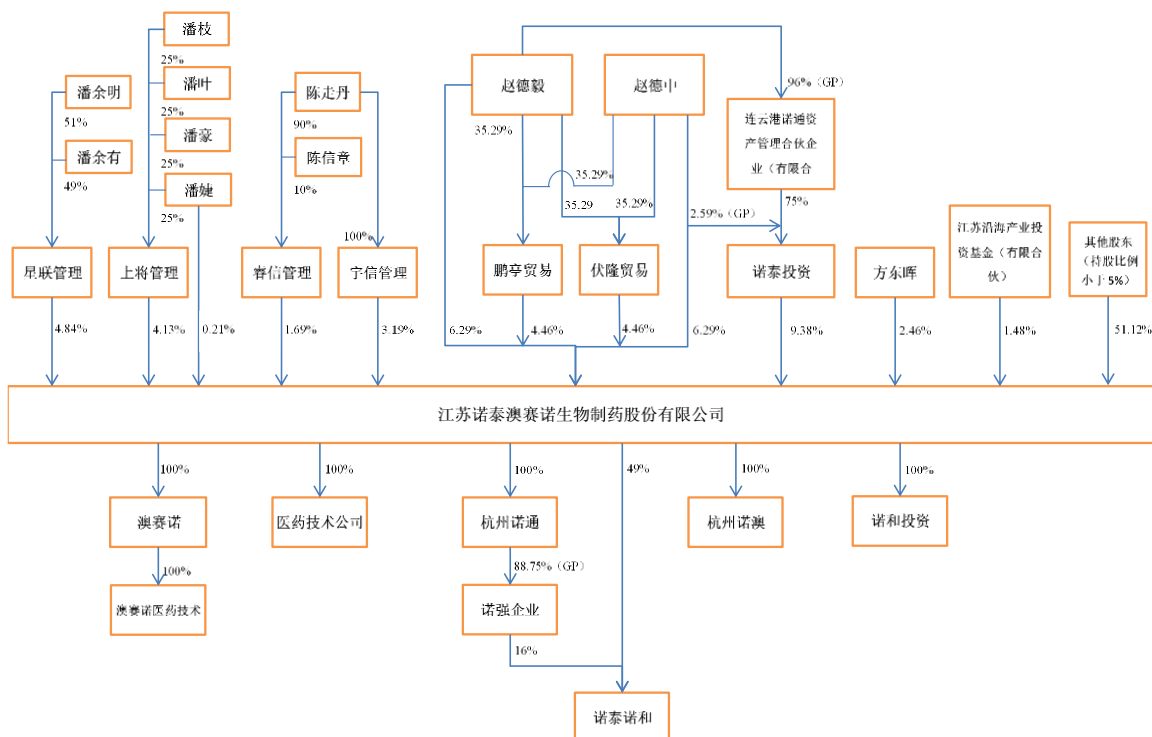
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司的主体信用等级为 **A<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“诺泰转债”的信用等级为 **A<sup>+</sup>**。

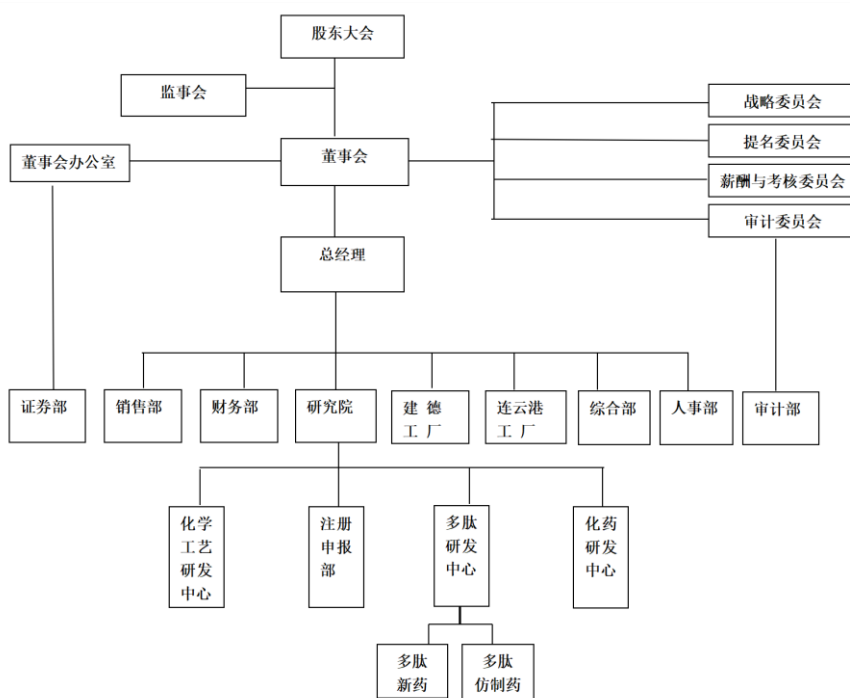
<sup>13</sup> 董事会完成换届后，董事长及总经理由童梓权先生担任，实际控制人赵德毅先生不再担任董事长，赵德中先生不再担任副董事长，但继续担任公司非独立董事。

<sup>14</sup> 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，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。

### 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 2023 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：截至 2023 年 6 月末公司 CDMO 业务主要产品管线及自主选择产品情况

CDMO 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	骨髓瘤/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
APC242	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
APC249	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
APC282	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
APC285	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
APC295	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

自主选择产品	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	支持制剂注册申报	
		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	支持制剂注册申报	
		依帕司他	小分子化药	国内外原料药登记	
	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	通过与制剂的关联审评	
	肿瘤	醋酸奥曲肽	多肽	通过与制剂的关联审评	
		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	
		其他领域及相关品种	醋酸西曲瑞克	多肽	支持制剂注册申报
			醋酸阿托西班	多肽	工艺验证
			匹克硫酸钠	小分子化药	支持制剂注册申报
			阿戈美拉汀	小分子化药	国内外原料药登记
			醋酸去氨加压素	多肽	国内外原料药登记
			利拉鲁肽注射液	多肽	制剂注册申报
制剂	糖尿病	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	
		注射用比伐芦定	多肽	药品注册批件	
	心血管疾病	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	制剂注册申报	
		注射用醋酸西曲瑞克	多肽	小试	
		醋酸阿托西班注射液	多肽	小试	
		复方匹克硫酸钠颗粒	小分子化药	制剂注册申报	
		阿戈美拉汀片	小分子化药	小试	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 附三：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）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
货币资金	6,971.19	59,187.61	39,996.47	29,919.85
应收账款	10,742.25	13,937.50	24,546.53	30,213.69
其他应收款	505.49	104.81	119.22	279.56
存货	18,499.53	25,081.60	32,348.37	35,124.59
长期投资	-	-	9,450.00	14,746.02
固定资产	60,385.56	66,459.18	80,712.64	90,552.09
在建工程	987.95	3,485.43	18,010.99	26,541.43
无形资产	8,710.98	8,857.48	9,818.49	10,658.36
资产总计	139,557.35	212,690.59	252,229.92	291,322.06
其他应付款	83.65	186.16	687.46	405.79
短期债务	22,155.28	13,518.45	38,372.04	60,496.55
长期债务	3,794.67	273.87	-	1,663.33
总债务	25,949.95	13,792.33	38,372.04	62,159.87
净债务	19,142.85	-40,956.97	2,100.17	39,283.50
负债合计	42,954.86	31,813.74	59,741.25	92,768.25
所有者权益合计	96,602.49	180,876.85	192,488.67	198,553.81
利息支出	1,287.84	611.83	926.32	--
营业总收入	56,687.25	64,386.95	65,129.17	70,946.64
经营性业务利润	15,061.86	14,229.12	11,959.38	14,441.77
投资收益	642.76	308.53	1,996.48	214.99
净利润	12,002.79	10,880.82	12,277.05	9,033.94
EBIT	15,927.11	13,437.25	11,522.68	12,097.51
EBITDA	23,638.75	22,338.79	21,990.70	12,097.51
经营活动产生的现金流量净额	14,138.13	18,074.62	2,929.21	23,516.54
投资活动产生的现金流量净额	-16,317.51	-23,693.07	-44,974.30	-47,868.39
筹资活动产生的现金流量净额	3,950.24	53,489.10	23,691.29	11,298.04
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
营业毛利率(%)	58.16	55.76	57.57	60.69
期间费用率(%)	36.16	34.65	40.27	41.24
EBIT 利润率(%)	28.10	20.87	17.69	17.05
总资产收益率(%)	12.07	7.63	4.96	--
流动比率(X)	1.28	4.01	1.91	1.19
速动比率(X)	0.79	3.10	1.32	0.79
存货周转率(X)	1.58	1.31	0.96	1.10*
应收账款周转率(X)	6.20	5.22	3.38	3.45*
资产负债率(%)	30.78	14.96	23.69	31.84
总资本化比率(%)	21.17	7.09	16.62	23.84
短期债务/总债务(%)	85.38	98.01	100.00	97.32
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.47	1.22	-0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.55	1.25	-0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	10.98	29.54	3.16	--
总债务/EBITDA(X)	1.10	0.62	1.74	--
EBITDA/短期债务(X)	1.07	1.65	0.57	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	18.36	36.51	23.74	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.37	21.96	12.44	--
FFO/总债务(X)	0.80	1.64	0.50	--

注：1、中诚信国际在分析 2020~2022 年财务数据时将公司计入“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；2、带“\*”指标已经年化处理。

## 附四：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。

## 附五：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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 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