

宁波美诺华药业股份有限公司相 关债项 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【469】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

宁波美诺华药业股份有限公司相关债项2025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-

评级日期

2025年6月25日

联系方式

项目负责人：刘书芸
 liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：李楠
 linan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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，跟踪期内新产品研发及注册持续推进，制剂产品陆续获批叠加产能释放、欧洲核心大客户业务放量，带动公司营业收入同比增长。但同时中证鹏元也关注到，公司仍以海外销售为主，对欧洲单一大客户依赖度进一步加深，下游应收账款集中度较高，仍面临汇率波动风险及坏账风险。公司短期债务规模及占比提升，有一定的集中偿付压力，以及公司在信息披露方面待继续加强。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	46.45	46.51	44.24	44.19
归母所有者权益	22.19	21.93	20.96	20.85
总债务	15.82	16.04	15.23	14.03
营业收入	2.76	13.73	12.16	14.57
净利润	0.23	0.76	0.16	3.68
经营活动现金流净额	-0.25	0.98	0.09	2.77
净债务/EBITDA	--	3.86	4.64	1.24
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	3.80	6.38
总债务/总资本	40.54%	41.18%	41.06%	39.23%
FFO/净债务	--	11.87%	3.24%	47.58%
EBITDA 利润率	--	16.43%	14.05%	23.21%
总资产回报率	--	2.98%	0.84%	9.72%
速动比率	0.65	0.76	0.83	0.95
现金短期债务比	0.69	0.82	1.00	1.46
销售毛利率	31.42%	32.61%	30.87%	40.10%
资产负债率	50.05%	50.73%	50.59%	50.83%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司产品线较为丰富，2024 年以来新产品研发及注册持续推进取得较好成果，未来择机商业转化基础较好。**公司核心产品覆盖心血管、中枢神经、降血糖、胃肠消化道等治疗领域，产品线丰富。原料药方面，2024 年共计 8 个品种递交海外市场（涉及欧洲、美国、韩国、俄罗斯等其他市场）注册认证，8 个品种递交国内 CDE 登记，9 个原料药产品通过国内 CDE 审批，1 个产品获得 CEP 证书，2025 年 1-5 月原料药沙库巴曲缬沙坦钠通过 CDE 技术审评；制剂方面，19 个产品（25 个批文）获得中国市场药品注册证书，进入商业化阶段，2025 年 1-5 月奥美拉唑碳酸氢钠胶囊&奥美拉唑碳酸氢钠胶囊（II）获得药品注册证书。
- **2024 年公司制剂产能快速释放、欧洲核心大客户实行全产业链合作以及部分制剂产品集采放量等共同带动公司经营收入增长。**2024 年公司制剂产品陆续获批进入商业化阶段，宁波美诺华天康药业有限公司（以下简称“美诺华天康”）“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂项目”产能迅速爬坡，公司与欧洲核心大客户的合作模式由中间体原料药延伸至“原料药+CDMO+制剂”一体化全链条合作，部分制剂产品集采放量及新增中标产品，2024 年制剂业务收入同比上涨 83.52%，继而带动公司 2024 年营业收入同比增长 12.85%。

关注

- **公司对单一大客户依赖度进一步加深，下游应收账款集中度较高。**2024 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”）销售占比较上年进一步提升至 49.25%，需关注单一大客户的运营及其与公司的合作情况对公司收入及盈利能力的影响。公司账期继续拉长，前五大客户应收款合计占比仍然较高，需关注可能存在的坏账风险。
- **公司海外市场占比继续提升，仍面临汇率波动风险。**公司仍以海外市场销售为主，2024 年海外销售收入占主营业务收入比重提升 9.06 个百分点至 69.77%，海外销售主要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，公司仍面临一定的汇率波动风险。
- **短期债务规模及占比提升，面临一定的集中偿付压力。**2024 年公司短期债务规模增至 9.40 亿元、占比增至 58.61%，债务期限结构有待优化，现金类资产虽有提升但对短期债务的覆盖度进一步下降，流动性指标表现仍一般。
- **公司内部管理和信息披露管理待继续加强。**公司于 2024 年 11 月 11 日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）下发的《关于对宁波美诺华药业股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证公监函〔2024〕0235 号）、于 2024 年 12 月 3 日收到中国证券监督管理委员会宁波监管局下发的《关于对宁波美诺华药业股份有限公司、应高峰采取出具警示函措施的决定》（〔2024〕57 号），主要系公司未按规定及时履行可转债转股价格修正相关审议程序及信息披露义务，且违规行为持续时间较长，上交所对公司及时任董事会秘书应高峰予以监管警示。

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，新产品研发及注册持续推进，制剂产能快速释放，原料药制剂一体化成效初显，未来营业收入规模有望继续增加。

同业比较

指标	华海药业	天宇股份	九洲药业	公司
总收入（亿元）	95.47	26.31	51.61	13.73
净利润（亿元）	11.07	0.56	6.07	0.76
总资产（亿元）	202.61	65.79	111.27	46.51
资产负债率（%）	55.48	46.83	22.63	50.73

销售毛利率（%）	61.91	34.66	33.78	32.61
净营业周期（天）	345.35	365.71	170.36	205.22
研发费用/营业收入	12.57%	9.99%	6.76%	9.56%

注：以上各指标均为 2024 年度（末）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
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	弱
	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		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）考虑到 2022 年非经常性业务对公司盈利的扰动、2024 年制剂业务放量带动收入增长及 2025 年公司与大客户制剂业务的预期，补充调整上调 1 个级别。

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	4.7652	2025-5-19	2027-1-14

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于高端制剂项目以及补充流动资金。根据公司2025年4月18日发布的公告《宁波美诺华药业股份有限公司2024度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2024年末，本期债券募集资金专项账户余额为2,681.34万元，使用本期债券闲置募集资金进行现金管理尚未到期的金额为12,000万元¹。

本期债券募投项目高端制剂项目主体建筑已完工，受原选定的制剂产品升级迭代较快、集采中标价格偏低、市场竞争激烈且已饱和等因素影响，2025年5月²公司变更募投项目，将部分募集资金用于“浙江美诺华药物化学有限公司年产734吨医药原料药技术改造及绿色节能增效项目”（以下简称“新募投项目”），新募投项目由控股子公司浙江美诺华药物化学有限公司（以下简称“浙江美诺华”）负责实施，公司将位于浙江美诺华厂区内的3车间、11车间、12车间、15车间进行技改，对RTO末端增加余热回收系统，项目建成后主要用于满足欧洲市场原料药需求。新募投项目拟总投资额22,000万元，拟使用募集资金13,834.70万元（具体金额以实际结转时项目专户资金余额为准），剩余资金由公司自筹，项目建设期26个月，公司预计于2027年3月产生收益。目前新募投项目已进行备案、项目能评和环评正在推进中³。

二、 发行主体概况

2024年公司控股股东及实际控制人未发生变化，截至2025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20.72%，姚成志先生仍为公司实际控制人，对公司直接持股比例为5.52%、对美诺华控股持股比例为90.00%，股权结构图见附录二。2024年公司董事会和监事会换届，董事会成员由7人变为5人，含2名独立董事，监事会成员为3人。

2024年公司发行限制性股票增加股本5,399,000.00元，“美诺转债”转股合计增加股本4,924.00元⁴，回购并注销部分离职激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票减少股本56,056.00元，2024年末，公司股本增至21,875.50万元。截至2025年3月末，公司股本下降至21,860.91万元。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，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。

¹2024年公司累计使用可转债闲置募集资金现金管理总金额30,000万元，到期赎回18,000万元（包括2023年购买报告期内赎回的理财产品17,000万元），获得收益531.91万元（包括2023年购买报告期内赎回的理财产品收益524.12万元）。

²2025年5月8日公司召开股东大会和“美诺转债”2025年第一次债券持有人会议，分别审议通过《关于变更部分募集资金投资项目的议案》。

³中证鹏元已就该事项出具中证鹏元公告【2025】234号。

⁴2021年7月20日进入转股期，经历多次转股价格调整，最新转股价为25.73元/股；2025年6月18日，公司因实施2024年度权益分派，调整转股价为25.68元/股，转股价格调整起始日期为2025年6月25日。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

2025年医保控费阵痛持续，医药制造业业绩继续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加大，创新药上市及出海加速；中长期来看，医药需求较为刚性、政策影响边际减弱，医药制造业行业将企稳向好

随着集采、医保谈判、DRG/DIP支付改革等医保控费政策持续推进，近年来我国药品价格整体呈下降趋势，药品推广亦受到一定影响。受药品价格下降、推广受限等因素影响，医药制造业企业业绩持续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。化学仿制药、疫苗行业高度内卷，原料药制剂一体化持续推进，中药注射剂市场规模大幅萎缩，口服中成药、血液制品行业发展相对稳健，创新药上市及出海加速。2025年药品价格将继续呈下降趋势，医药制造业企业业绩继续承压，行业内部分化继续加大。

预计未来国内药品消费需求将持续增长，其中抗生素类、慢性病治疗类、肿瘤治疗及免疫调节类、保健品类需求最为突出。同时，随着医保谈判、全国带量采购等政策规则持续优化，竞价合理性不断提升，对药品价格的冲击将边际减弱。此外，随着DRG/DIP2.0版本的推出、医保预付费制度的落实，商业

健康保险的加快推进等，药品支付端未来将逐渐改善。中长期来看，我国医药制造业结构逐步调整优化、企稳向好，创新转型、并购整合以及集中度提高为行业发展主旋律。

详见《[医药制造业：医保控费阵痛持续，行业“腾笼换鸟”、分化加大](#)》。

四、 经营与竞争

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。2024年及2025年一季度公司分别实现营业收入13.73亿元、2.76亿元，分别同比增长12.85%、5.22%，其中原料药及中间体业务仍是公司最主要的收入来源。受公司产能释放、欧洲核心大客户业务放量影响，2024年公司制剂业务收入同比接近翻番；原料药及中间体业务收入同比提升6.10%，系受大客户业务带动、西格列汀系列产品增量显著所致；国内CDMO行业竞争加剧、客户受地缘政治等多因素扰动，公司CDMO业务收入降幅明显。毛利率方面，2024年公司主营业务毛利率同比略有提升，其中原料药及中间体业务受益于生产工艺优化，毛利率同比小幅提升，制剂业务因产能提升、成本摊销变大，毛利率同比下降8.85个百分点。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
原料药及中间体	7.93	57.93%	32.79%	7.47	61.81%	29.69%
制剂	4.05	29.64%	34.14%	2.21	18.28%	43.00%
CDMO	1.22	8.90%	31.85%	2.01	16.59%	26.36%
贸易	0.48	3.53%	20.16%	0.40	3.32%	13.06%
合计	13.68	100.00%	32.66%	12.09	100.00%	31.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续进行研发投入，原料药、制剂均有新增注册产品，在研项目数量较多，为下一步产品梯队扩容奠定基础

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，核心产品覆盖心血管、中枢神经、降血糖、胃肠消化道等治疗领域，截至2024年末，公司主要产品及用途未有明显变动。

公司仍依托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）3个研发中心开展新产品研发，2024年公司继续进行研发投入，新产品研发及注册持续推进，研发投入与上年规模基本持平，但受研发项目调整及营业收入规模增加的影响，2024年公司研发人员数量及占比、研发投入及在营业收入中的占比均有所下降。研发注册环节上，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，2024年共计8个品种递交海外市场（涉及欧洲、美国、韩国、俄罗斯等其他市场）注册认证，8个品种递交国内CDE⁵登记，

⁵国家药品监督管理局药品注册技术审评机构。

合计数量同比略有减少，9个原料药产品通过国内CDE审批，1个产品获得CEP证书，2025年1-5月原料药沙库巴曲缬沙坦钠通过CDE技术审评。截至2024年末，公司累计获得10个原料药CEP证书，24个原料药通过国内CDE审批。制剂方面，2024年公司制剂在研项目达50个以上，有15个项目在审评阶段，19个产品（25个批文）获得中国市场药品注册证书，进入商业化阶段，2025年1-5月奥美拉唑碳酸氢钠胶囊及奥美拉唑碳酸氢钠胶囊（II）获得药品注册证书。

公司产品研发及销售等受政策、市场需求等影响较大，需关注公司在研项目研发不达预期、审批不通过或者商业化销售不及预期等对公司经营的不利影响。

表2 公司研发投入情况

项目	2024年	2023年
研发人员数量（人）	569	633
研发人员数量占比	23.02%	26.90%
研发投入（万元）	13,119.67	13,752.14
研发投入占营业收入比例	9.56%	11.30%
研发支出资本化金额（万元）	3,154.44	4,222.47
资本化研发支出占研发投入的比例	24.04%	30.70%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司同欧洲核心大客户合作进一步加深扩充到制剂产品，国内制剂产品集采中标和续标范围扩大，推动公司制剂业务收入显著增长，但CDMO业务收入降幅明显；公司海外销售收入占比较高，需关注汇率波动风险及对单一大客户业务依赖较大的风险

公司销售模式未发生重大变化，下游销售仍以海外市场为主，与第一大客户的绑定进一步加深。公司原料药及中间体业务、CDMO及制剂业务的销售模式未发生重大变化，销售人员数量有所增加。从销售区域看，2024年公司海外销售占主营业务收入比重提升9.06个百分点至69.77%，其中欧洲业务收入占境外业务收入比重为81.88%，主要系对欧洲核心大客户的业务放量及对其销售由对关联方公司转为直接销售所致。除KRKA⁶以外，公司也一直保持与默沙东、施维雅及吉瑞制药等知名制药企业的合作关系。从前五大客户看，2024年公司对前五大客户销售金额占当期营业收入的比例继续提升，其中对主要客户KRKA的绑定进一步加深，占当期营业收入比重近五成。款项结算方面，公司对下游客户的账期整体略有拉长，海外销售结算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，公司面临一定的汇率波动风险，主要付款方式未发生变化。此外，公司对单一客户依赖程度非常高，未来若KRKA无法与公司继续合作或KRKA经营状况发生重大变化，将对公司收入及盈利产生一定不利影响。

表3 公司按地区主营业务收入及占比情况（单位：万元）

地区	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比

⁶ 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。

国外	95,459.52	69.77%	73,379.39	60.71%
国内	41,359.90	30.23%	47,491.38	39.29%
合计	136,819.43	100.00%	120,870.77	100.00%

资料来源：公司提供

表4 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
2024年	1	客户一	67,612.94	49.25%
	2	客户二	10,334.96	7.53%
	3	客户三	3,649.07	2.66%
	4	客户四	2,904.90	2.12%
	5	客户五	2,240.99	1.63%
			合计	86,742.86
2023年	1	客户一	54,465.07	44.77%
	2	客户二	7,153.56	5.88%
	3	客户三	4,491.15	3.69%
	4	客户四	2,890.50	2.38%
	5	客户五	2,849.07	2.34%
			合计	71,849.35

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

2024年，公司同欧洲核心大客户合作继续深化，原料药及中间体、制剂类产品产销量大幅提升，公司收入规模及毛利率水平均在增长。具体看，受大客户业务带动、西格列汀系列产品增量显著影响，2024年公司原料药及中间体业务收入同比提升6.10%、销量提升21.39%，原料药市场竞争加剧，产品平均单价下降12.59%。制剂集采持续进行，2024年培哌普利叔丁胺片中选多个省份第一轮续标，第二轮续标在河北省继续中选，盐酸莫西沙星片、阿派沙班片等产品中选多个省份带量采购或续标采购，受多个制剂产品获批、美诺华天康产能快速释放、欧洲核心大客户业务持续推进等因素影响，主要制剂产品放量明显，2024年公司制剂板块收入大幅增长83.52%、销量提升60.68%，制剂产品平均单价提升14.22%。受国内CDMO行业市场竞争加剧，海外客户地缘政治不稳定影响，2024年公司CDMO业务板块收入同比下降39.30%。

表5 公司原料药及中间体、制剂产品总产销情况

产品名称	项目	2024年	2023年
原料药及中间体（吨）	产量	886.99	673.07
	销量	870.97	717.49
	产销率	98.19%	106.60%
制剂类（千片）	产量	2,231,513.69	1,279,128.82
	销量	1,740,086.82	1,082,965.72
	产销率	77.98%	84.66%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

表6 2023-2024年主要原料药及中间体产品的产量、销量等情况（单位：吨）

产品名称	项目	2024年	2023年
品种一	产量	264.30	207.23
	销量	223.70	213.52
	产销率	84.64%	103.03%
品种二	产量	37.08	31.76
	销量	46.02	30.16
	产销率	124.12%	94.96%
品种三	产量	136.29	103.70
	销量	31.65	72.31
	产销率	23.23%	69.73%
品种四	产量	266.71	210.52
	销量	274.61	215.28
	产销率	102.96%	102.26%
品种五	产量	124.35	73.37
	销量	101.16	84.36
	产销率	81.35%	114.97%

注：本表产品不涉及CDMO业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 2023-2024年主要制剂产品的产量、销量等情况（单位：千片）

产品名称	项目	2024年	2023年
品种一	产量	257,128.96	186,372.04
	销量	190,088.61	167,740.75
	产销率	73.93%	90.00%
品种二	产量	226,858.80	112,023.87
	销量	211,391.64	112,023.87
	产销率	93.18%	100.00%
品种三	产量	184,177.97	125,411.49
	销量	149,410.04	118,254.89
	产销率	81.12%	94.29%
品种四	产量	127,334.03	65,979.87
	销量	92,960.82	65,687.17
	产销率	73.01%	99.56%
品种五	产量	111,306.84	146,559.74
	销量	105,462.17	142,682.72
	产销率	94.75%	97.35%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司生产模式未发生改变，制剂产能迅速爬坡。受市场环境变化等因素影响，公司于

2025年5月变更募投项目，宣城美诺华二期目前仍处于前期规划阶段，在建项目建成后可满足更多的市场需求，但项目进度、新增产能消化及项目收益情况均存在不确定性，同时需提高安全管理能力以降低安全生产风险

公司制剂类业务仍由子公司美诺华天康负责，原料药及中间体业务、CDMO业务由子公司浙江美诺华、安徽美诺华药物化学有限公司（以下简称“安徽美诺华”）、宣城美诺华药业有限公司（以下简称“宣城美诺华”）负责，2024年浙江美诺华“年产520吨原料药一期项目”部分车间已正式投产，美诺华天康制剂产能迅速爬坡，年末公司三大原料药生产基地（浙江美诺华、安徽美诺华、宣城美诺华）产能共计约1,760吨/年，美诺华天康（制剂）产能为45亿片/年。生产模式方面，公司产品仍然主要采用MTO（Make To Order，接单生产）的模式组织生产，未发生变化。

截至2025年3月末，公司在建项目如下表所示，浙江美诺华东扩项目基本接近尾声，宣城美诺华二期项目仍处于前期规划阶段。截至2025年5月末，公司在建项目主要系新募投项目及宣城美诺华二期项目，建成后可满足更多的市场需求，但也面临市场环境发生重大不利变化或产品更新迭代等造成产能消化不足导致收益不达预期的风险。

表8 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划投资	已投资	尚需投资	项目进度
浙江美诺华东扩项目	35,000.00	27,459.83	7,540.17	部分完工
高端制剂项目	45,931.00	30,223.51	15,706.49	部分完工
宣城美诺华二期项目	69,595.21	116.48	69,478.73	前期规划
合计	150,526.21	57,799.82	92,725.39	

注：已投资金额以实际付款金额为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式无重大变化，供应商集中度有下降的趋势，原材料价格多数下跌，但原材料供给、价格及质量等仍存在不确定性因素

2024年公司采购模式无重大变化，供应商集中度进一步下降。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，2024年除缬沙坦中间体价格存在大幅上涨外，其余主要原材料价格均不同程度下降。从前五大供应商来看，2024年前五大供应商集中度降至10%以内，供应商集中度尚可。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9 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
2024 年	1	供应商一	3,345.78	3.60%
	2	供应商二	1,560.68	1.68%

2023年	3	供应商三	1,437.59	1.55%
	4	供应商四	1,431.70	1.54%
	5	供应商五	1,181.54	1.27%
	合计		8,957.29	9.64%
	1	供应商一	3,113.00	4.78%
	2	供应商二	2,599.00	3.96%
	3	供应商三	1,838.00	2.82%
	4	供应商四	1,791.00	2.75%
	5	供应商五	1,505.00	2.31%
	合计		10,846.00	16.63%

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

五、 财务分析

财务分析基础说明

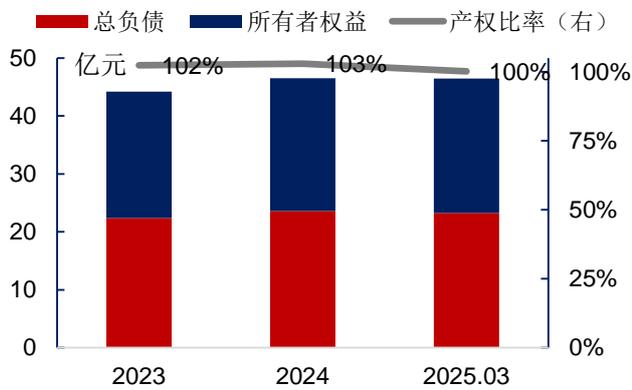
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，部分会计政策变更未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

跟踪期内，受益于公司主营业务增长，存货及应收账款规模增加带动公司资产规模小幅提升，应收账款周转速度放缓，且需关注应收账款集中度较高及可能存在的坏账风险。盈利能力同比有所提升，现金流及杠杆状况指标表现向好，但短期债务规模和占比提升，仍面临一定集中偿付压力

资本实力与资产质量

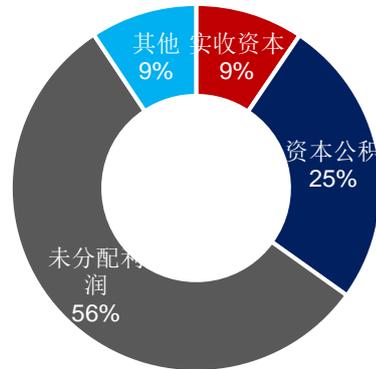
受益于利润水平提升，2024年公司净资产规模小幅提升，负债规模亦同步变化，综合看，产权比率变动不大。截至2025年3月末，公司净资产仍主要由未分配利润及资本公积构成。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司主营业务规模增长显著，相应存货及应收账款规模同步增长，公司资产规模小幅提升。

公司盈余资金主要分布在货币资金及其他非流动资产中，2024年货币资金规模增加主要系公司营业收入增长、经营现金流净额增加，其中受限规模2.72亿元，主要系质押的大额存单和保证金，其他非流动资产仍主要系大额存单。

伴随业务量提升，公司持续增加常规性原辅料战略储备以及客户订单增长，2024年库存商品及原材料均保持增长，年末公司存货计提跌价准备合计0.50亿元，若无法及时消化库存将存在较大的跌价风险。受公司业务量提升影响，2024年公司应收账款规模同比小幅增长，账龄主要为1年以内，年末前五大客户应收款合计占比57.59%，集中度同比有所降低但仍然较高，需关注可能存在的坏账风险。

公司仍从事特色原料药、医药中间体、制剂的生产，安徽、浙江等处的厂房及机器设备是公司的核心资产，2024年固定资产规模同比有所提升，主要系在建工程募投项目高端制剂项目、宣城技改工程、天康药业质检研发综合楼项目陆续转入所致，年末未办妥产权证书的固定资产账面价值0.98亿元。随之，2024年末公司在建工程规模下降，主要包含高端制剂项目、天康药业质检研发综合楼等投入。

截至2024年末，除货币资金受限2.72亿元外，还包括1.05亿元用于抵押的固定资产、0.18亿元用于抵押的无形资产及0.74亿元其他非流动资产中用于质押的大额存单，2024年末受限资产规模占同期净资产的比重为20.52%，资产流动性一般。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.36	11.55%	5.85	12.59%	4.56	10.31%
交易性金融资产	1.44	3.09%	1.54	3.32%	2.69	6.07%
应收账款	2.39	5.14%	3.08	6.63%	2.80	6.34%

存货	9.01	19.40%	7.74	16.64%	6.13	13.85%
其他流动资产	0.82	1.77%	0.83	1.79%	0.50	1.14%
流动资产合计	19.57	42.14%	19.71	42.39%	17.59	39.77%
长期股权投资	3.19	6.88%	3.17	6.82%	3.15	7.13%
固定资产	14.70	31.65%	15.15	32.57%	13.06	29.53%
在建工程	4.12	8.87%	3.58	7.70%	5.76	13.03%
无形资产	2.00	4.31%	2.03	4.37%	1.66	3.76%
其他非流动资产	1.55	3.34%	1.60	3.43%	1.67	3.78%
非流动资产合计	26.87	57.86%	26.80	57.61%	26.64	60.23%
资产总计	46.45	100.00%	46.51	100.00%	44.24	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

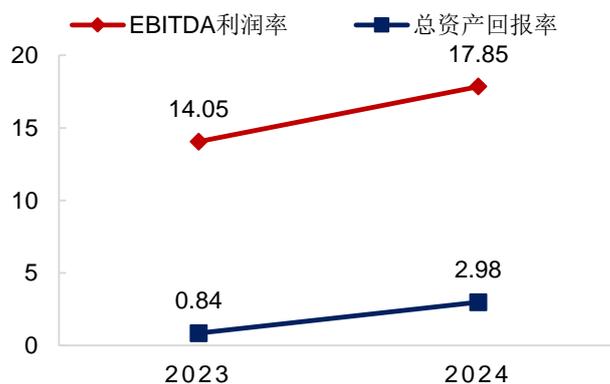
盈利能力

管理费用下降，EBITDA利润率提升。2024年，公司管理费用较上年同期下降3.47%，主要系股权激励费用分摊减少、降本增效等所致，EBITDA相较营业收入增长率更快，EBITDA利润率整体提升3.80个百分点。

资产回报率有所提升但仍不高。2024年公司主营业务发展较好，叠加降本增效等措施，利润总额规模提升，财务费用较上年同期增加2.75%，系本期债券募投项目部分达到可使用状态后，借款利息开始费用化所致，综上，公司总资产回报率提升但仍属于较低水平。

整体看，2024年公司盈利能力同比有所提升，但同2022年相比仍有一定差距，因此公司近年盈利波动性较大，同时新增产能放量不达预期及汇率波动风险可能使公司利润水平面临波动。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

为满足公司业务开展需求，公司有息债务规模继续小幅增长，截至2025年3月末公司刚性债务主要包

括本期债券及短期银行借款，整体债务期限较短，债务期限结构有待改善，有一定的集中兑付压力。经营性负债主要系应付账款、合同负债，其中合同负债为预收货款，两者合计规模整体变化不大。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.59	28.35%	4.79	20.30%	4.87	21.75%
应付票据	2.05	8.81%	2.63	11.13%	1.97	8.79%
应付账款	3.69	15.88%	3.71	15.73%	3.57	15.95%
合同负债	1.62	6.99%	1.48	6.26%	1.53	6.84%
一年内到期的非流动负债	1.27	5.46%	1.99	8.41%	0.56	2.51%
流动负债合计	16.23	69.80%	15.86	67.21%	13.78	61.59%
长期借款	1.08	4.65%	1.83	7.75%	3.02	13.50%
应付债券	4.68	20.14%	4.69	19.86%	4.42	19.75%
租赁负债	0.14	0.62%	0.12	0.52%	0.16	0.70%
非流动负债合计	7.02	30.20%	7.74	32.79%	8.60	38.41%
负债合计	23.25	100.00%	23.60	100.00%	22.38	100.00%
总债务	15.82	68.03%	16.04	67.98%	15.23	68.04%
其中：短期债务	9.91	62.66%	9.40	58.61%	7.63	50.11%
长期债务	5.91	37.34%	6.64	41.39%	7.60	49.89%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司主营业务发展良好，经营活动现金流保持净流入且规模大幅提升，但收现比继续降至88.59%。投资活动现金流量净额增加主要系本年购买银行存单及结构性存款等金融产品减少。

2024年资产负债率水平变化不大，相较公司有息债务规模，公司账面现金类资产规模不大，净债务规模仍为正。随着主营业务业绩增长，EBITDA、经营活动产生的现金流、FFO随之增加，三者对债务及利息的保障程度提升明显。2024年公司在建项目整体投入规模不大，当年资本支出规模同比下降，自由现金流虽有增加但仍为负。整体看，公司2024年现金流及杠杆状况指标表现有所向好。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.25	0.98	0.09
FFO（亿元）	--	1.03	0.26
资产负债率	50.05%	50.73%	50.59%
净债务/EBITDA	--	3.86	4.64
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	3.80
总债务/总资本	40.54%	41.18%	41.06%
FFO/净债务	--	11.87%	3.24%
经营活动现金流净额/净债务	-2.80%	11.21%	1.15%

自由现金流/净债务

-3.83%

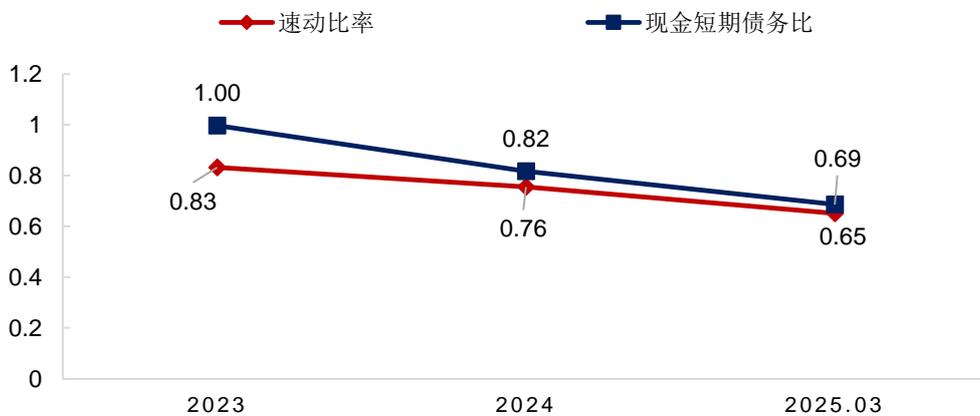
-9.41%

-26.51%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

长期借款即将到期，2024年末公司一年内到期的非流动负债规模进一步增加，相应流动负债规模提升，相较速动资产的增幅，流动负债增幅更大，现金类资产对短期债务的覆盖度、速动比率均进一步下降，整体看，公司流动性指标表现仍一般。截至2025年3月末，公司获得包括国内政策性银行、国有行及股份制银行等在内的多家银行提供的银行授信额度共计19.98亿元，其中未使用授信额度约17.37亿元，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，备用流动性较为充足。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

跟踪期内，公司因未按规定及时披露可转债转股价格修正信息收到上交所的监管警示决定，公司内部管理及信息披露管理仍有待加强

公司于2024年11月11日收到上交所下发的《关于对宁波美诺华药业股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证公监函〔2024〕0235号），对公司及时任董事会秘书应高峰予以监管警示，主要系公司股票收盘价于2023年5月15日首次触发转股价格修正条件，但公司未按规定在预计触发转股价格修正条件的5个交易日前及时披露提示性公告，且未按规定在转股价格修正条件触发当日召开董事会审议决定是否修正转股价格并及时披露，直至2024年9月14日，公司首次公告不向下修正“美诺转债”转股价格。公司未按规定及时履行可转债转股价格修正相关审议程序及信息披露义务，且违规行为持续时间较长。就同一事项，公司于2024年12月3日收到中国证券监督管理委员会宁波监管局下发的《关于对宁波美诺华药业股份有限公司、应高峰采取出具警示函措施的决定》（〔2024〕57号）。目前相关问题已整改完毕。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月21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，截至报告查询日（2025年6月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、 本期债券偿还保障分析

美诺华控股及姚成志先生为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保

根据《关于宁波美诺华药业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券担保函》，公司控股股东美诺华控股及公司实际控制人姚成志先生为本次发行可转债提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及债权人为实现债权而产生的合理费用。

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2025年5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，持股比例仍为90.00%。

根据公司提供的2024年未经审计的美诺华控股单体财务报表，截至2024年末，美诺华控股单体总资产3.82亿元，净资产2.15亿元，资产负债率43.79%，2024年，美诺华控股实现单体营业收入1.05亿元，净利润-564.50万元。

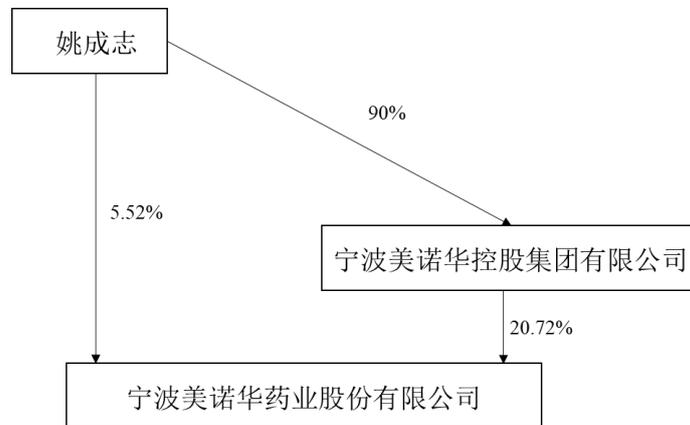
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	5.36	5.85	4.56	7.92
交易性金融资产	1.44	1.54	2.69	2.17
应收账款	2.39	3.08	2.80	1.69
存货	9.01	7.74	6.13	5.94
其他流动资产	0.82	0.83	0.50	0.59
流动资产合计	19.57	19.71	17.59	18.94
长期股权投资	3.19	3.17	3.15	3.00
固定资产	14.70	15.15	13.06	12.65
在建工程	4.12	3.58	5.76	5.03
无形资产	2.00	2.03	1.66	1.43
其他非流动资产	1.55	1.60	1.67	0.51
非流动资产合计	26.87	26.80	26.64	25.25
资产总计	46.45	46.51	44.24	44.19
短期借款	6.59	4.79	4.87	4.65
应付票据	2.05	2.63	1.97	1.92
应付账款	3.69	3.71	3.57	3.07
合同负债	1.62	1.48	1.53	1.95
一年内到期的非流动负债	1.27	1.99	0.56	0.32
流动负债合计	16.23	15.86	13.78	13.62
长期借款	1.08	1.83	3.02	2.60
应付债券	4.68	4.69	4.42	4.15
租赁负债	0.14	0.12	0.16	0.30
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.02	7.74	8.60	8.84
负债合计	23.25	23.60	22.38	22.46
总债务	15.82	16.04	15.23	14.03
其中：短期债务	9.91	9.40	7.63	6.97
长期债务	5.91	6.64	7.60	7.06
所有者权益	23.20	22.91	21.86	21.73
营业收入	2.76	13.73	12.16	14.57
营业利润	0.33	0.93	0.19	4.05
净利润	0.23	0.76	0.16	3.68
经营活动产生的现金流量净额	-0.25	0.98	0.09	2.77
投资活动产生的现金流量净额	0.65	-1.00	-3.24	0.50
筹资活动产生的现金流量净额	0.26	0.32	0.55	-1.78
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年

EBITDA (亿元)	--	2.26	1.71	3.38
FFO (亿元)	--	1.03	0.26	2.00
净债务 (亿元)	9.09	8.70	7.94	4.20
销售毛利率	31.42%	32.61%	30.87%	40.10%
EBITDA 利润率	--	16.43%	14.05%	23.21%
总资产回报率	--	2.98%	0.84%	9.72%
资产负债率	50.05%	50.73%	50.59%	50.83%
净债务/EBITDA	--	3.86	4.64	1.24
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	3.80	6.38
总债务/总资本	40.54%	41.18%	41.06%	39.23%
FFO/净债务	--	11.87%	3.24%	47.58%
经营活动现金流净额/净债务	-2.80%	11.21%	1.15%	66.00%
速动比率	0.65	0.76	0.83	0.95
现金短期债务比	0.69	0.82	1.00	1.46

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主要经营地	注册资本	持股比例	业务性质
浙江美诺华药物化学有限公司	浙江上虞	2,505.41 万美元	98.00%	工业
安徽美诺华药物化学有限公司	安徽广德	656.30 万美元	95.06%	工业
香港联合亿贸进出口有限公司	香港	10,000 港元	100.00%	商业
宁波联华进出口有限公司	浙江宁波	4,000 万人民币	100.00%	商业
杭州新诺华医药有限公司	浙江杭州	2,000 万人民币	100.00%	研发
上海新五洲药业有限公司	上海	500 万人民币	100.00%	研发
宁波美诺华天康药业有限公司	浙江宁波	26,000 万人民币	100.00%	工业
宣城美诺华药业有限公司	安徽宣城	19,607.85 万人民币	100.00%	工业
BIOMENOVNO RESEARCH PRIVATE LIMITED	印度	10,000 万卢比	99.74%	研发
宁波美诺华医药科技有限公司	浙江宁波	13,000 万人民币	100.00%	工业
宁波高新区美诺华医药创新研究院有限公司	浙江宁波	5,000 万人民币	100.00%	研发
宁波美诺华医药销售有限公司	浙江宁波	1,000 万人民币	100.00%	商业
杭州成喆生物医药有限公司	浙江杭州	1,000 万人民币	100.00%	研发

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号