

# 联合

# Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2026 JANUARY

新兴产业与未来产业



## 战略性新兴产业—低空经济行业

## 战略性新兴产业—人形机器人行业

## AI赋能制造业，打造新质生产力

## ——《“人工智能+制造”专项行动实施意见》点评



联合信用



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

# 联合资信研究报告获评“第三届中债估值杯” 征文活动优秀作品

| “第三届中债估值杯”<br>征文活动获奖作品揭晓 |                    |          |
|--------------------------|--------------------|----------|
| 三等奖                      |                    |          |
| 文章题目                     | 作者                 | 作者单位     |
| ESG如何“因企施策”管控债务风险？       | 徐阳、陈玉洁、<br>王自迪、郑中兴 | 联合资信研究中心 |
| 优秀奖                      |                    |          |
| 文章题目                     | 作者                 | 作者单位     |
| 基于轮动策略的科创资产配置研究          | 徐阳、陈玉洁、<br>王自迪、郑中兴 | 联合资信研究中心 |

近年来，可持续金融与固收量化研究不断深化，逐渐成为债券市场的重要研究方向。近日，中债估值中心主办的“第三届中债估值杯”征文活动评选结果在其官方微信公众号公布。本次征文活动得到了政产学研各界专家学者及行业从业人员的广泛关注和积极参与。由联合资信研究中心完成的两篇研究成果——《ESG如何“因企施策”管控债务风险？》和《基于轮动策略的科创资产配置研究》分别荣获三等奖和优秀奖。

其中，《ESG如何“因企施策”管控债务风险？》一文系统分析了企业ESG表现对债务风险的影响机制。研究指出，良好的ESG表现可通过“外部支持效应”和“监督约束效应”显著缓解企业债务风险，但同时也可能受到“软预算约束效应”和“资源挤占效应”的负向调节，从而呈现出对债务风险影响的双重作用特征。并进一步对上述作用机制进行了实证检验，为推进差异化、精细化的ESG治理实践提供了有价值的经验证据。

《基于轮动策略的科创资产配置研究》则以科创领域债券资产与权益资产为研究对象，并引入国债作为无风险收益率基准及流动性管理工具，系统分析了三类资产之间的动态联动关系及其在资产配置中的作用。研究构建了基于动量因子和IRF信号驱动的两类轮动策略。回测结果显示，动量策略能够通过有效识别并捕捉资产价格趋势获取显著超额收益，而IRF策略则依托冲击响应信号动态调整资产权重，实现更优的风险收益比和夏普比率，对多资产组合构建具有较强的实践参考价值。

# 联合信用研究

Lianhe Credit Research

## 主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司  
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

## 编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

|     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 丁继平 | 于良  | 万华伟 | 王安娜 | 王丽娟 | 王妍  | 王治  | 王宝卉 | 王娟  | 王越  | 王蛟龙 | 申中一 | 冯锐  | 成斐  |
| 任贵永 | 庄园  | 刘克东 | 刘洪涛 | 刘晓佳 | 刘晓濛 | 刘颖  | 刘睿  | 闫蓉  | 孙与  | 孙汝汀 | 杜洲  | 李小建 | 李天娇 |
| 李云  | 李少龙 | 李为峰 | 李珍  | 李晶  | 杨世龙 | 杨爽  | 时南  | 张永杰 | 张丽  | 张连娜 | 张祎  | 张勇  | 张莉  |
| 张雪  | 陈诣辉 | 陈茵  | 陈剑锋 | 陈凝  | 邵天  | 林青  | 罗伟成 | 罗娟  | 周晓辉 | 周旭  | 郑洁  | 官雪  | 郎朗  |
| 孟悦  | 赵晓丽 | 钟用  | 袁芳  | 贾二柳 | 徐阳  | 徐博闻 | 高宇欣 | 高景楠 | 高鹏  | 高鑫磊 | 唐玉丽 | 黄凯伦 | 鹿永东 |
| 韩夷  | 雷君  | 谭心远 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |

|        |                   |
|--------|-------------------|
| 编委会主任  | Managing Director |
| 王少波    | Wang Shaobo       |
| 主编     | Editor in Chief   |
| 陈茵     | Chen Yin          |
| 本期责任编辑 | Executive Editor  |
| 张岩     | Zhang Yan         |
| 美术编辑   | Art Editor        |
| 谷春立    | Gu Chunli         |

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层  
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing  
电话 (Tel) : (010) 85679696 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228  
网址 (Website) :www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code) :100022

## 市场部门联系人 Marketing Department Contact

崔雪松 Cui Xuesong  
13820512650 | cuixs@lhratings.com

庄园 Zhuangyuan  
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

## 投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen  
电话 (Tel) : (010) 85172818-8088 | 邮箱 (Email) investor@lhratings.com  
地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层  
Address:17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

# Contents

2026 JANUARY

## 目录



### 特别策划 Feature

战略性新兴产业—低空经济行业 P02

联合资信 邓博文 李小建 崔濛骁 金 剑 李天娇 孙巧莉 李子昕

战略性新兴产业—人形机器人行业 P07

联合资信 邓博文 李小建 崔濛骁 金 剑 李天娇 孙巧莉 郭佳航

AI赋能制造业，打造新质生产力 ——《“人工智能+制造”专项行动实施意见》点评 P12

联合资信 宁立杰 崔濛骁 侯珍珍

### 行业研究 Industry Research

房地产开发经营行业2026年度信用风险展望 P15

联合资信 罗星驰 张 超 朱一汀

融资租赁行业信用风险展望 P22

联合资信 刘 鹏 张 帆

新一轮上升周期下面板行业信用风险研究 P29

联合资信 侯珍珍

### 专项研究 Monograph

电解液：“一超两强”格局的稳固与挑战 P37

联合资信 王佳晨子

创新药企业的信用风险特征研究：行业变革中的主体类别差异 P41

联合资信 蒲雅修 王 玥

### 信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P47

### 政策资讯 Policy & Information

政策指南 P48

市场动向 P49

### 市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P50

宏观经济及债券市场数据 P52



# 引言

“十五五”规划将新兴产业与未来产业作为构建现代化产业体系、发展新质生产力的核心抓手，明确提出系统性培育路径，聚焦战略性新兴产业集群化发展与未来产业前瞻性布局，推动科技自立自强与产业链自主可控。本期《信用研究》聚焦新兴产业与未来产业，以低空经济、人形机器人、人工智能三个行业为例，解读行业现状、分析相关政策和展望发展前景。

低空经济自2023年被列为战略性新兴产业以来，我国空域管理改革加快步伐，应用场景加速落地，各类资本亦纷纷涌入，新型低空飞行器不断出现，市场规模快速增长，整个产业呈现蓬勃发展之势。人形机器人近年来发展如火如荼，有望成为继计算机、智能手机、新能源汽车后的颠覆性产品，将深刻变革人类生产生活方式，重塑全球产业发展格局，被视为科技竞争的新高地和未来产业的新赛道。展望未来，随着低空经济和人形机器人行业的发展壮大，将有更多低空经济整机企业具有股权和债务融资需求，亦将陆续登录资本市场，针对低空经济整机和人形机器人企业专用的信用评级方法及模型将随之推出并持续完善，以更精准评价企业的信用水平，为其通过债券市场融资提供有效支持。

《“人工智能+制造”专项行动实施意见》的出台，契合全球产业竞争以及国内制造业转型的需求。其核心定位在于推动“AI+”向制造业精准赋能并落地实施，以“筑牢新质生产力培育底座”为核心，构建了涵盖“技术支撑—场景赋能—产品创新—生态激活—安全保障”的全链条发展体系。从长远来看，由AI驱动的创新生态以及产业体系趋于成熟后，将推动我国在核心技术、产业规模与应用成效方面构筑起全球性的竞争优势，引领全球制造业向智能化方向转型。



# 战略性新兴产业—低空经济行业信用研究

文 | 联合资信 邓博文 李新建 崔濛骁 金剑 李天娇 孙巧莉 李子昕

## 一、低空经济行业发展现状及趋势

### 低空经济的定义及行业特征

#### 1. 低空经济的定义

低空经济是指在距正下方地平面垂直距离1000米以下(根据应用需要可扩展至3000米)空域内,以民用有人和无人驾驶航空器以及辅助作业设备为载体,依托低空空域及其相关数据资源等新型生产要素,以载人、载物以及其他作业等多种场景低空飞行活动为牵引,带动相关领域融合发展的综合经济形态。

#### 2. 低空经济行业特征

作为一种新兴经济形态,低空经济是新质生产力的典型代表,具有产业链条长、应用场景广、融合性强、地理环境依赖大、安全要求高和汇聚大量创新要素等特征。

### 低空经济相关产业政策

自2021年《国家综合立体交通网规划纲要》首提低空经济以来,我国相继发布了一系列政策鼓励和支持低空经济发展,2024年两会期间低空经济首次写入政府工作报告,2024年12月国家发展改革委低空经济发展司成立。各地方政府亦积极响应低空经济的发展要求,从各地方政府工作报告可以看出,低空经济发展前期的重点工作集中在基础设施建设、产业集聚与应用场景开发三方面。

### 低空经济产业链分析

低空经济横跨一、二、三产业,具有较长的产业

链。产业链上游为原材料、零部件及低空基础设施。产业链中游为飞行器制造及配套服务。产业链下游为低空飞行运营及服务。

### 低空经济行业发展现状

#### 1. 低空管理和基础设施

随着低空飞行技术日益成熟和应用日益广泛,全球主要经济体先后出台一系列法律法规,为低空经济发展提供制度保障,推动低空经济商业化落地和规模化发展。美国率先提出“城市空中交通(Urban Air Mobility, UAM)”,后升级为“先进空中交通(Advanced Air Mobility, AAM)”。欧盟先后发布《2022年管理计划:机动性与运输战略》《欧洲无人机战略2.0》等十几项战略指南,致力于建立统一的空域管理系统,包含空中交通服务与管理网络等。

我国2010年出台了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》,明确了深化低空空域管理改革的总体目标、阶段步骤和主要任务。2023年,民航局发布《国家空域基础分类方法》。我国已初步完成低空经济政策体系、法律规范和行业标准的构建工作,为低空经济的发展打造了良好的市场环境。

在低空基础设施方面,我国低空飞行服务保障体系基本成型,截至2024年底,全国在册管理的通用机场数量达到475个,完成国家信息管理系统、7个区域信息处理系统建设,上线民用无人驾驶航空器综合管理平台,实现低空飞行监管、服务全覆盖。

#### 2. 低空飞行器

当前使用较为广泛的低空飞行器包括直升机、无

人机和eVTOL(电动垂直起降飞行器),其中:直升机分为旅客用直升机、通用运输直升机、公共服务直升机、特种作业直升机、起重直升机和教练直升机等;无人机分为固定翼无人机、旋翼无人机、扑翼无人机和伞翼无人机等;eVTOL分为多旋翼型、复合翼型和倾转旋翼型等。三类低空飞行器具有各自的特点。

### 3. 低空经济应用场景

按照服务对象,低空经济应用场景可分为面向政府用户(to G)、面向企业用户(to B)和面向个人用户(to C)三类。在面向政府用户中,又可分为城市管理、国土管理和应急救援等几类。在面向企业用户中,包括农林植保、地理测绘、矿产勘察、工业巡检、物流运输和空中广告等。在面向个人用户中,则涵盖交通出行、文化旅游、运动娱乐等。

### 4. 行业增长及面临的问题

从产业生命周期看,我国低空经济产业正从导入期迈入成长期,呈技术加速突破、市场规模快速增长、应用场景不断扩展等特征。据中国民航局预测,2035年我国低空经济市场规模有望达到3.5万亿元,2026—2035年复合增长率将达到14.14%。

我国低空经济产业快速增长的同时,也面临一些问题,一是相关政策法规尚不够健全。二是低空经济基础设施供给不足。三是部分核心零部件国产化能力较弱。四是空管技术面临挑战。五是低空经济尚未形成规模化效应。

## 低空经济行业发展趋势

2024年是低空经济发展的元年,随着相关政策不断落地,低空基础设施持续完善,低空飞行技术有效突破,预期低空经济将由点及面,迎来爆发式增长,成为我国重要的战略性支柱产业。总体来看,低空经济行业未来将呈以下发展趋势:

### 1. 应用场景拓展

低空经济已在农林植保、物流运输、工业巡检等

场景中得以落地,目前主要是用于载物,载人则主要是景区旅游观光,从应用场景拓展来看,总体上将遵循“先物后人、从特殊到一般”的路线。

### 2. 空管系统提升

由于低空飞行环境高度复杂,飞行活动具有异构、高密度、高频次、高复杂性的特点,对空管系统提出更高要求,需要提供更加灵活、适应性强、精细化的空中交通管理服务,才能适应低空经济发展的需要。我国空管系统过去多应用于军机、民航等飞行场景,需提升数字化、智慧化和现代化水平。

### 3. 低空物流规模化

低空物流的优势一是提高效率,实现快速运输;二是扩大服务范围,通过空中运输到达陆地运输无法到达的地点。低空物流凭借先进的低空飞行技术和智能物流系统,实现高效、快捷的货物配送,将由试点迈入规模化运营阶段。

### 4. 城市空中交通商业化

城市空中交通将交通从二维平面拓展至三维立体,从根本上颠覆了工业革命以来以地面交通为核心的城市交通体系,有助于破解城市交通拥堵难题,拓展经济空间。随着低空飞行器技术的不断进步,在航程、载重和安全性等方面得到显著提升,以及垂直起降机场、充电设施、空域管理系统等基础设施的逐步完善,城市空中交通将迈入商业化阶段。

### 5. 新型低空飞行器普及化

相比于传统直升机,eVTOL、飞行汽车等新型低空飞行器具有低噪声、低排放、高舒适度、低运营成本等优势,有望成为未来低空出行的主流方式。

## 二、低空经济行业内企业信用状况

本报告的低空经济行业内企业是指从事与低空飞行活动相关的研发、制造、运营和服务的企业,分为整机企业、零部件企业、运营服务企业三类。低空经济

整机企业指从事低空飞行器整机制造及系统集成的企业，低空经济零部件企业指从事电机、雷达、航空发动机、航空锻造件、机载电子系统、空管系统和导航系统等飞行器零部件生产制造的企业，低空经济运营服务企业指从事低空运输、机体维修维护、机载设备维修维护等低空运营服务的企业。本报告通过统计低空经济行业内企业的债券发行情况、信用评级分布及变化、核心偿债指标的变化、资本市场表现，对其信用状况进行梳理和总结。

### 行业内企业发行债券情况

截至2025年6月底，低空经济行业内共有20家企业发行了146只债券，发行金额合计1628.61亿元。从债券发行上市地点来看，以银行间为主，发行数量134只，占比91.78%，发行规模1529.70亿元，占比93.93%。

从债券品种来看，以超短期融资券、一般中期票据和一般短期融资券为主，发行规模占比分别为41.27%（672.18亿元）、27.66%（450.50亿元）和13.37%（217.80亿元）。

从发行期限看，1年以内（含1年）、5年期、3年期和6年期（均为可转债）的债券占比较高，发行规模占比分别为55.11%、26.59%、7.15%和4.71%。

从债券发行信用评级分布来看，除79只债券无评级外，其余63只债券信用等级集中于AAA、A-1、AA和AA+级。

### 行业内企业信用评级分布

低空经济行业内发债企业共20家，从企业属性来看，中央国有企业（12家）和地方国有企业（1家）为发债的重要主体，分别发行债券110只和27只，发行金额分别为1492.70亿元和95.00亿元。从发债企业最新主体信用等级看，主要分布于AA+、AA-、AAA、AA和A+等级别，具有较高的分散度。



### 行业内企业近三年信用变化

近三年（2022—2024年），行业信用状况总体较为稳定。行业内发债企业20家，其中信用等级调升和调降各1家。总体看，行业内发债企业的财务杠杆风险有所下降，短期偿债能力和长期偿债能力有所弱化，需重点关注经营性现金流和现金及其等价物对短期债务偿付的保障能力，外部融资环境变化可能对保障能力较低的企业带来重大冲击。

### 行业内上市公司资本市场表现

我们统计了行业内上市公司2022年—2025年上半年期间的营收、利润、股权融资和市值情况，从营业收入和归母净利润看，样本企业总营收呈增长趋势，总归母净利润有所波动。从股权融资看，行业内上市公司在2022年和2023年股权融资规模较高，

2024年和2025年上半年则明显下降。从市值表现看,行业内上市公司总市值在2022年7月—2025年6月期间波动范围-30%~20%,高于沪深300指数的波动范围-20%~15%;行业内上市公司总市值期间增长率20.44%,高出沪深300指数6.40个百分点。

### 三、低空经济整机企业的信用特征及分析

本报告的低空经济整机企业如前所述,是指从事低空飞行器整机制造及系统集成的企业。低空经济整机企业在低空经济产业链中占据主导地位,价值占比最高,约为50%,在信用特征上与低空经济零部件企业和运营服务企业显著不同,因此本报告仅对该类企业的信用特征进行总结和分析。为客观评价该类企业的信用风险,以下对该类企业的信用特征进行总结分析,探索提出该类企业的信用分析思路及要点,以及信用评价要素及指标。

#### 低空经济整机企业的信用特征

低空经济整机企业信用特征整体表现为高成长性、高经营风险和高财务风险。高成长性主要表现为政策驱动的爆发式场景落地、技术迭代驱动的成本下降与性能跃迁、资本认可、产业链的协同和应用场景的裂变式拓展。高经营风险主要表现一是高研发投入和技术路线分化,适航认证壁垒高且周期不确定;二是成本敏感度高,应用场景处于培育期,市场需求不确定性高,安全事故引发技术信任危机等商业化风险;三是供应链端存在关键零部件依赖,自主可控不足;四是行业政策敏感度高,合规与安全监管影响较大。高财务风险主要体现为前期股权投资退出的不确定性、投资活动现金净流出对现金产生的消耗和资产流动性偏弱。

#### 低空经济整机企业信用分析的思路及要点

基于以上对低空经济整机企业的信用特征分析,

我们提出对其信用分析的总体思路:首先看团队;其次看产品;再次看产业链整合能力;继而看资本实力;最后看资金保障能力。

对企业团队,分析要点包括:(1)研发团队规模、构成及稳定性;(2)核心技术人员的专业背景、职业经历、过往成功研发产品的经验;(3)企业团队专业构成的多元化和互补性;(4)企业领航人(通常是企业创始人)的专业背景和经历。

对产品,主要分析要点为:(1)产品类型,企业开发的低空飞行器类型;(2)产品技术先进性;(3)产品竞争力。

对产业链整合能力,主要分析要点包括:(1)低空经济整机企业对上游原材料和零部件供应的掌控力;(2)低空经济整机企业对下游应用端的整合能力。

对资本实力,分析要点包括:(1)企业自身的资本实力;(2)股东的资本支持;(3)政府提供的资本支持。

对资金保障能力,主要分析要点为:(1)低空经济整机企业存量货币资金对研发支出、运营开支、短期债务、长期债务的保障倍数;(2)企业的经营现金流;(3)企业可获融资情况;(4)综合分析企业存量货币资金加上经营现金流和筹资现金流对未来研发支出、运营开支、投资项目和债务的保障能力。

#### 低空经济整机企业信用评价的要素及指标

基于上述信用分析的思路及要点,我们从经营能力、财务能力和可持续发展能力三个方面对低空经济整机企业进行信用评价。在经营能力方面,主要对科技创新竞争力、市场竞争力和经营效率三项评级要素进行分析,评级要素下面设若干评级指标。科技创新竞争力下面包括研发团队、研发能力和科技创新管理三项指标;市场竞争力下面包括低空机型谱系及竞争力和低空产业链整合能力两项指标;经营效率下面包括应收账款周转率和存货周转率两项指标。

在财务能力方面, 主要对盈利能力、杠杆水平和偿债能力三项评级要素进行分析, 盈利能力下面为EBITDA利润率指标, 杠杆水平下面为所有者权益和资产负债率两项指标, 偿债能力下面为现金及现金等价物/短期债务、经营现金净流量/流动负债、EBITDA利息保障倍数、EBITDA/负债总额、资金保障能力五项指标。

在可持续发展能力方面, 主要对发展韧性、财务弹性、ESG三项评级要素进行分析, 发展韧性下面为成长性和低空机型迭代能力两项指标, 财务弹性下面为再融资能力指标, ESG下面为环境责任、社会责任、公司治理三项指标。

#### 四、总结与展望

低空经济作为战略性新兴产业, 我国相继出台了一系列政策鼓励和支持该产业发展。从产业发展趋势看, 主要特征包括: 一是应用场景将遵循“先物后人、从特殊到一般”的路线快速拓展; 二是空管系统将朝着精细化、智能化、网联化和绿色化方向发展; 三是低空物流凭借先进的低空飞行技术和智能物流系统, 实现高效、快捷的货物配送, 将实现规模化运营; 四是城市空中交通把交通从二维平面拓展至三维立体, 将实现商业化运营; 五是eVTOL、飞行汽车等新型低空飞行器具有绿色环保、方便快捷、低运营成本等优势, 将成为未来低空出行的主流工具。

低空经济行业内企业主要包括从事与低空飞行活动相关的研发、制造、运营和服务的企业, 近年来在债券市场上发债不多, 以超短期融资券、一般中期票据和一般短期融资券为主, 债券信用评级以AAA、A-1、AA和AA+级为主。发债企业主体评级主要分布于AA+、AA-、AAA、AA和A+等级别, 具有一定的分散度, 近三年来信用水平总体保持稳定。

低空经济整机企业信用特征总体表现为高成长

性、高经营风险和高财务风险。对低空经济整机企业的信用分析思路为: 首先看团队, 其次看产品, 再次看产业链整合能力, 继而看资本实力, 最后看资金保障能力。对低空经济整机企业可从经营能力、财务能力和可持续发展能力三个方面进行信用评价, 在经营能力方面关注科技创新竞争力、市场竞争力和经营效率等, 在财务能力方面关注盈利能力、杠杆水平和偿债能力等, 在可持续发展能力方面关注发展韧性、财务弹性和ESG等。

随着低空经济应用场景的不断落地, 新型低空飞行器逐步普及, 低空物流和城市空中交通迈向规模化运营, 预计低空经济将迎来爆发式增长。为把握低空经济未来的市场机遇, 预计低空经济行业内企业将持续加大研发支出和资本支出。在未来研发支出和资本支出持续增长的趋势下, 低空经济行业内企业将产生新的融资需求。我国债券市场“科技板”自今年5月推出以来, 为科技型企业 and 科技创新领域发展融资提供了便捷、高效的通道, 支持科技创新融资的相关配套政策及措施日益完善。eVTOL、飞行汽车等新型低空飞行器企业, 很多具有科创属性, 可通过发行科创债融资以满足未来的运营和发展需要。直升机、通用飞机等传统飞行器及零部件生产制造企业, 以及低空经济运营服务企业, 亦可通过发行科创债用于科技创新领域, 以提升自身的科技创新竞争力。

低空经济作为新兴产业, 目前登陆资本市场(包括股票和债券市场)的低空经济整机企业相对较少, 还没有针对该类企业的专用信用评级方法及模型。展望未来, 随着低空经济行业的发展壮大, 将有更多低空经济整机企业具有股权和债务融资需求, 亦将陆续登录资本市场, 针对低空经济整机企业专用的信用评级方法及模型将随之推出并持续完善, 以更精准评价低空经济整机企业的信用水平, 为其通过债券市场融资提供有效支持。■

# 战略性新兴产业—人形机器人行业信用研究

文|联合资信 邓博文 李小建 崔濛骁 金 剑 李天娇 孙巧莉 郭佳航

## 一、人形机器人行业发展现状及趋势

### 行业概况

人形机器人,也称为仿人机器人,是一种旨在模仿人类外观和行为的机器人,具有类人的外观、感知、决策、行为和交互能力。它们通常具有与人类相似的身体结构和功能,通常拥有头部、躯干、四肢等类人形态,可以行走、说话、感知环境、做出决策和与人类交互等。在本文中,人形机器人行业是指从事人形机器人本体及零部件生产制造的企业集合,人形机器人企业是指从事人形机器人本体生产制造及系统集成的企业。

#### 1. 机器人分类

根据国家标准《机器人分类》(GB/T 39405-2020),按照不同的分类方法,可将机器人分为不同种类。按照应用领域,可分为工业机器人、个人/家用服务机器人、公共服务机器人、特种机器人和其他应用领域机器人。按照运动方式,可分为轮式机器人、足腿式机器人、履带式机器人、蠕动式机器人、浮游式机器人、潜游式机器人、飞行式机器人和其他运动方式机器人。按照使用空间,可分为地面/地下机器人、水面/水下机器人、空中机器人、空间机器人和其他使用空间机器人。

人形机器人在国家标准《机器人分类》(GB/T 39405-2020)中并没有被归为单独一类,其是基于外观形态和能力进行定义,可用于各类应用领域和各种使用空间,在运动方式上则更多为足腿式,也有部分采用轮式。

#### 2. 人形机器人构成

人形机器人由三大部分八大模块构成,三大部分分别为感知、决策和运控部分,八大模块包括环境感知、决策控制、运动控制、机械本体、人机交互、能源管理、通信和安全模块。

#### 3. 人形机器人发展历程

人形机器人概念最初来自15世纪达芬奇的设想,进入20世纪后半叶,人们对人形机器人进行正式探索,以WABOT-1为标志,全尺寸人形机器人进入初级行走阶段。此后ASIMO和Atlas的出现,则标志系统高度集成的人形机器人已可制造。随着人工智能、机器学习、计算机视觉等技术的飞速发展,人形机器人的智能化水平得到显著提升。以特斯拉的Optimus为标志,人形机器人进入高度智能化阶段,且加速产业化进程。总的来看,人形机器人的发展可分为探索阶段(1970—2000年)、早期发展阶段(2001—2018年)、快速发展阶段(2019—2024年)、爆发期(2025年以来)四个阶段。

#### 4. 人形机器人相关产业政策

我国针对人形机器人产业发展,相继出台了一系列配套政策。2023年11月,工业和信息化部印发《人形机器人创新发展指导意见》,提出人形机器人有望成为继计算机、智能手机、新能源汽车后的颠覆性产品,并明确2025年实现批量生产,2027年相关产品深度融入实体经济,成为重要的经济增长新引擎。该指导意见是国家层面首个仅针对人形机器人的政策方案,地方配套政策也陆续出台。

## 5. 人形机器人相关产业链

人形机器人产业包括零部件、软件开发、本体制造、系统集成等多个环节,涉及机械、电气、材料、半导体、软件等众多行业,具有较长的产业链条,总体上可分为上游、中游和下游:上游包括零部件制造商和软件提供商,中游包括本体制造商及系统集成商,下游则包括众多工业和服务业。人形机器人产业链的上中下游存在紧密联系,相互促进和协同发展。

## 6. 人形机器人应用场景

根据应用场景的环境复杂度,可分为结构化场景和非结构化场景。结构化场景是指具有明确结构和规则的场景,工业场景通常被认为是结构化场景。非结构化场景是指那些复杂、多变、难以预测和不受限制的场景,服务场景通常被认为是非结构化场景或半结构化场景。总的来看,人形机器人的应用场景将不断丰富和拓展,可做人能做但不想做的工作,也可做人想做但是不能做的工作。

## 竞争格局

人形机器人已逐步成为激烈的产业竞争领域,欧美企业整体领先,但中国企业进步迅速,既有大型科技企业的积极投入,也涌现出众多新兴机器人企业。

### 1. 国际竞争格局

从国际竞争格局看,美国科技企业领先,欧洲紧跟,日韩处于商业化初期。

美国科技公司具备算力和大模型优势,引领整个人形机器人产业发展。在欧洲,以1X Technologies和Neura Robotics为首引领发展。在日韩,波士顿动力较为领先,川崎重工已有相对成熟的人形机器人产品。

### 2. 国内竞争格局

随着人工智能的快速突破,资本的大量涌入,相关配套产业政策的落地,我国人形机器人产业正进入爆发的前夜,涌现出一批代表性人形机器人企业,呈现百花齐放、群雄逐鹿的竞争格局。

从参与企业看,主要分为四类:一类是初创机器人企业,如智元、宇树、普渡、傅利叶、银河通用、众擎、星动纪元等。第二类是大型科技企业,如华为、小米等。第三类企业是互联网企业,如腾讯、阿里、百度等。第四类企业是整车企业,如广汽、小鹏、奇瑞等。

从竞争态势看,智元、宇树、优必选、乐聚进度较为领先。智元全栈布局,宇树科技2025年1月发布新升级的人形机器人G1,优必选2024年发布全新一代工业人形机器人Walker S1,乐聚2024年推出KUAVO-MY。

### 3. 国际代表性企业

人形机器人国际代表性企业包括特斯拉、Figure AI、1X Technologies和波士顿动力等。

### 4. 国内代表性企业

国内代表性人形机器人企业包括智元机器人、宇树科技、优必选、乐聚机器人等。

## 发展趋势

当前人形机器人技术加速演进,预计未来将呈现以下发展趋势:

### 1. 能力演进

从能力演进看,一是泛化能力持续提升,向通用智能和更高级的具身智能发展;二是多元感知交互能力显著增强;三是运控能力不断进步。

### 2. 生产制造

从生产制造看,人形机器人将实现规模化量产和定制化生产,产品成本则大幅下降。

### 3. 应用场景

从应用场景看,由于工业场景通常结构化程度较高,商用场景次之,家庭场景则大多非结构化,因此人形机器人总体上将遵循工业场景——商用场景——家庭场景落地应用路径,最后进入大众消费品时代。

### 4. 竞争格局

从竞争格局看,当前参与者包括初创机器人企业、大型科技企业、互联网企业和整车企业等,部分

企业已进入量产阶段，人形机器人市场呈充分竞争状态。随着大型科技企业和互联网企业相继发力，预计人形机器人市场将过渡到寡头竞争阶段。

## 二、人形机器人行业内企业信用状况

鉴于目前通过债券市场进行融资的人形机器人企业较少，可获数据有限，本报告进行了适当拓展，对人形机器人行业内企业的信用状况进行了梳理和总结。本报告人形机器人行业内企业是指从事人形机器人本体及零部件生产制造的企业，我们对上市和发债企业进行筛选，共筛选出60家人形机器人行业内企业，其中有16家企业截至2024年底有发债记录。

### 行业内企业发行债券情况

截至2024年底，人形机器人行业内共有16家企业发行了43只债券，发行规模合计754.79亿元。从债券发行上市地点来看，以银行间市场为主，发行数量29只，占比67.44%，发行规模583.40亿元，占比77.29%。从债券品种来看，以超短期融资券、可转债和一般短期融资券为主；从发行期限看，1年以内（含1年）和6年期（均为可转债）的债券占比较高；从债券发行信用评级分布来看，除13只债券无评级外，其余30只债券信用等级集中于A-1、AA和AA+级。

### 行业内企业信用评级分布

人形机器人行业内发债企业共16家，从企业属性看，以民营企业为主，占比75%。从发债企业最新主体信用等级看，主要分布于AA、AA+、AA-几个级别，具有一定的分散度。

### 行业内企业近三年信用变化

近三年（2022—2024年），行业内发债企业主体信用评级无调整，评级展望亦无调整，未发生信用风险

事件，整体信用状况较为稳定。从发债企业的杠杆状况和偿债能力指标看，行业内发债企业的财务杠杆风险有所下降，长期偿债能力有所增强，短期偿债能力有所弱化，在信用风险整体有所改善的同时，需关注流动性风险所带来的压力。

## 三、人形机器人企业的信用特征及分析

本文人形机器人企业是指从事人形机器人本体生产制造及系统集成企业，鉴于目前专做人形机器人本体生产制造及系统集成的上市公司和发债企业较少，可获数据有限，本文进行适当拓展，把从事机器人本体生产制造及系统集成的上市公司和发债企业一并纳入考察，作为广义的人形机器人企业样本。为全面和准确评价该类企业的信用风险，以下对该类企业的信用特征进行总结分析，并探索该类企业的信用分析思路及要点，以及信用评价要素及指标。

### 人形机器人企业的信用特征

人形机器人企业主要为民营企业。人形机器人企业信用特征整体表现为较高经营风险、高增长潜力及较高财务风险。较高经营风险主要表现一是高研发投入、迭代周期长、专利壁垒与侵权风险；二是场景落地难度大、成本敏感度高、TOC端市场接受度低等商业化风险；三是供应链端存在关键零部件依赖、本土化替代挑战和地缘政治风险加剧等风险；四是该行业政策敏感度高，合规与安全监管影响较大。高增长潜力主要表现为行业内企业将依托技术突破加速商业化进程、政策红利释放产业动能、需求场景爆发式扩展、资本密集投入与跨界协同等多重驱动因素，实现企业的高增长。较高财务风险主要表现为融资依赖与现金流管理压力。

### 人形机器人企业信用分析的思路及要点

根据人形机器人企业的信用特征，我们认为对其

信用分析的总体思路为：首先看团队，然后看企业的核心技术及产品，再看企业的产业化能力，继而看资本支撑能力，最后看货币资金加上经营和融资现金流对未来研发、运营开支和债务的保障能力，保障能力越强，则企业的信用水平越高。

对企业团队，分析要点包括：(1) 研发团队规模及稳定性；(2) 核心技术人员的专业背景及经验；(3) 团队成员的专业知识多元化及互补性；(4) 企业领航人（通常是企业创始人）的专业背景和知识。

对核心技术及产品，分析要点包括：(1) 企业通过研发掌握的核心技术；(2) 企业拥有的有效专利数量、种类及应用价值；(3) 研发成功发布的核心产品。

对产业化能力，主要分析要点为：(1) 规模量产能力；(2) 落地应用能力。

对资本支撑能力，主要分析要点为：(1) 企业自身资本实力；(2) 股东资本支持的能力；(3) 政府提供的资本支持。

对货币资金加上经营和筹资现金流对未来研发、运营开支和债务的保障能力，主要分析要点为：(1) 存量货币资金的保障能力；(2) 企业经营现金流的情况；(3) 可获得融资情况；(4) 对存量货币资金、经营现金流、筹资现金流进行综合评估，分析存量货币资金加上经营和筹资现金流净流量对未来研发、运营开支和债务的保障倍数。

### 人形机器人企业信用评价的要素及指标

基于上述信用分析的思路及要点，我们从经营能力、财务能力和可持续发展能力三个方面对人形机器人企业进行信用评价。在经营能力方面，主要对研发能力、产业化能力和市场竞争力三项评级要素进行分析，评级要素下面设若干评级指标。

在财务能力方面，主要对盈利能力、杠杆水平和偿债能力三项评级要素进行分析，评级要素下面设若干评级指标。

在可持续发展能力方面，主要对发展韧性、财务弹性、ESG三项评级要素进行分析，评级要素下面设若干评级指标。

### 四、总结与展望

人形机器人作为战略性新兴产业，相关部门出台了一系列政策支持该产业发展，各类企业纷纷布局该产业，既有初创机器人企业和汽车制造企业，也有大型科技企业和互联网企业等，人形机器人产业联盟亦相继成立，目前呈百花齐放、群雄逐鹿的竞争格局。目前的发展趋势具有四个特征，一是泛化能力持续提升，向通用智能和更高级的具身智能发展；二是逐步实现规模化量产和定制化生产，产品成本将大幅降低；三是由工业场景、商用场景，逐步进入家庭场景，最后将进入大众消费品时代；四是产业竞争格局将由充分竞争过渡到寡头竞争。

人形机器人行业内企业主要包括人形机器人核心零部件制造商和本体制造商，信用评级覆盖AAA、AA+、AA、AA-、A+、BBB+、BBB等，近三年来信用水平保持稳定，未发生信用风险事件。

人形机器人企业信用特征整体表现为较高经营风险、高增长潜力及较高财务风险，对其信用分析思路为首要看团队，其次看核心技术及产品，再次看产业化能力，继而看资本支撑能力，最后看货币资金加上经营和筹资现金流对未来研发、运营开支和债务的保障能力。对人形机器人企业可从经营能力、财务能力和可持续发展能力三个方面进行信用评价，在经营能力方面关注研发能力、产业化能力和市场竞争力等，在财务能力方面关注盈利能力、杠杆水平和偿债能力等，在可持续发展能力方面关注发展韧性、财务弹性和ESG等。

人形机器人作为新兴产业，目前登陆资本市场（包括股票和债券市场）的样本企业相对较少，还没有针对该行业的专用信用评级方法及模型。展望未

来, 随着人形机器人行业的发展壮大, 将更多人形机器人企业具有股权和债务融资需求, 亦将陆续登录资本市场, 针对人形机器人行业专用的信用评级方法

及模型将随之推出并持续完善, 以更精准评价人形机器人企业的信用水平, 为其通过债券市场融资提供有效支持。■



# AI赋能制造业, 打造新质生产力

## ——《“人工智能+制造”专项行动实施意见》点评

文 | 联合资信 宁立杰 崔濛骁 侯珍珍

### 一、出台背景与核心定位

在全球产业竞争格局深度重塑的背景下, 人工智能与制造业的深度融合已成为重塑产业优势、抢占发展先机的必然举措。2026年1月7日, 工业和信息化部、中央网信办等八部门联合印发《“人工智能+制造”专项行动实施意见》(以下简称《意见》), 以加快推动人工智能技术在制造业的融合应用。从国际视角来看, AI作为驱动制造业智能化转型的“核心引擎”, 正成为主要经济体角力的关键赛道。美国2022年8月通过《芯片与科学法案》聚焦AI芯片、工业软件等核心领域, 欧盟2021年提出的《人工智能法案》规范技术应用并强化产业扶持, 德国、日本等制造业强国纷纷加码“工业4.0”“社会5.0”战略升级, 均试图通过构建AI与制造业融合的技术壁垒、标准体系, 抢占全球产业升级制高点, 全球范围内的技术博弈与产业竞争, 倒逼中国必须加快制造业智能化转型步伐, 以AI技术突破巩固产业优势。从国内现实来看, 我国作为制造业第一大国, 虽拥有门类齐全、规模庞大的产业体系, 但“大而不强、全而不优”的痛点长期存在。在全球产业链分工重构、贸易保护主义抬头的背景下, 制造业转型升级迫切。新质生产力的提出, 为破解这一困境指明了方向——以技术创新为核心驱动力, 推动制造业从“规模扩张”向“质量效益”转型。人工智能作为新质生产力的关键支撑技术, 能够深度渗透研发设计、生产制造、仓储物流和售后服务等全流程, 通过工业大模型、智能检测、预测性维护等应用, 破解生产

效率瓶颈、优化资源配置、提升产品质量, 推动制造业实现智能化、绿色化、融合化深度跃迁。

《意见》的核心定位, 在于承接顶层设计、聚焦细分场景, 实现从“AI+”到“制造赋能”的精准落地与纵深推进。《意见》并非对宏观导向的简单重复, 而是立足制造业产业特性与发展需求, 将“AI+”的广谱性政策转化为针对性强、可落地、可考核的细分领域行动方案。《意见》精准聚焦制造业生产全流程、产业链各环节, 涵盖工业母机、电子信息制造到装备制造、汽车工业等重点行业, 从研发设计、生产调度到质量检测、供应链管理关键场景, 构建起全覆盖、多层次的融合应用体系, 加快实现从“AI+”到“制造赋能”的精准落地与纵深推进。

《意见》明确提出到2027年, 我国人工智能关键核心技术实现安全可靠供给, 产业规模和赋能水平稳居世界前列。要求突破AI芯片、工业软件、大模型等“卡脖子”技术, 保障产业链供应链安全; 也强调通过量化指标(如培育3—5个制造业通用大模型、500个典型应用场景)推动技术落地, 形成“技术突破—产业应用—效益提升”的良性循环。其逻辑的核心在于构建“技术供给—产业应用”双向循环的赋能体系, 搭建全链条协同、全要素保障的发展生态。

### 二、核心政策解读

《意见》以“筑牢新质生产力培育底座”为核心,

推出五大维度核心举措,构建起涵盖“技术支撑—场景赋能—产品创新—生态激活—安全保障”的全链条发展体系。

**创新筑基:构建AI赋能制造的全链条技术支撑体系。**《意见》聚焦全链条技术支撑能力建设,通过算力、模型、数据的协同突破破解核心瓶颈。算力供给端强化聚焦智能芯片自主研发与智算设施集群化布局,推进云边端一体化协同架构,精准匹配制造场景对实时性、高密度算力的差异化需求,从根源上解决算力“卡脖子”问题。

**赋智升级:推动全流程+全行业场景深度赋能落地。**推动AI技术从单点应用向系统集成升级,覆盖研发设计、中试验证、生产制造、营销服务、运营管理全链条。针对原材料及装备制造(含工业母机)、消费品、电子信息、软件和信息技术服务相关重点行业,结合产业特性精准施策,打造差异化融合路径。同时,通过培育1000家标杆企业与500个典型应用场景,提炼可复制的实践经验,加速行业整体转型进程。

**产品突破:催生智能装备与新业态新模式迭代升级。**《意见》推动智能装备、终端与新业态迭代升级,一方面助力工业母机、工业机器人等各类工业装备搭载嵌入式智能体,研发新一代AI数控系统,提升自主决策、分析和执行能力等能力;另一方面加速端侧AI模型轻量化部署,推动AR/VR可穿戴设备、脑机接口等新型终端产业化、商业化进程,打造人形机器人标杆产线,在典型制造场景率先应用等;同时构建开放协同的工业智能体生态,支持应用商店建设与规模化商用。

**生态培育:激活市场主体协同创新活力。**构建“生态主导型龙头企业+专精特新中小企业+专业化赋能服务商”三级梯队,形成大中小企业融通发展格局。通过强化国家制造业创新中心、中试基地、开源社区等平台支撑,搭建“研发—中试—产业化”全周期创新服务体系;创新推出“算力券”“模型券”等支持方式,降低中小企业转型门槛,同时建立央地联动机制,引导资源集

中投向关键领域,避免无序竞争。

**安全护航:筑牢创新与发展的双重底线。**安全护航作为底线保障,构建多维度安全防护体系与现代化治理机制,将数据安全、模型安全、供应链安全、网络安全纳入协同管控,实现全链条、全生命周期安全防护;通过建立分类分级管理制度、完善风险监测预警与应急处置体系、强化伦理规范约束,在鼓励创新的同时守住安全底线,实现“发展与安全”的动态平衡。

从实践层面看,《意见》不仅是对当下算力供给与制造需求错配这一问题的应对,更体现了对产业安全以及技术自主可控的长远规划。例如,智能芯片的自主研发不可脱离产业实践,需结合实际工业场景的算力需求,使芯片性能与工业场景深度契合,避免陷入“研发与应用相脱节”的资源内耗困境。在云边端一体化架构的推进进程中,不同层级算力节点的协同调度是核心难题,特别是工业场景对数据传输低延迟、算力分配动态化有着极为严格的要求,更需要打破行业壁垒,推动人工智能企业、芯片厂商与制造企业的联合研发,让技术创新切实贴合生产实际。

《意见》的出台,为我国制造业转型升级与产业链提质增效提供了顶层指引,推动制造业实现从要素驱动向创新驱动、单点突破向系统集成、规模扩张向质量跃升的根本性转变。未来,AI技术将渗透研发、生产、供应链等全环节,打造差异化融合路径。在汽车、家电、航空航天等行业,AI赋能可以缩短研发周期、提升生产效率与产品质量,优化供应链协同韧性,应对市场波动与供应链风险。同时,《意见》提出催生智能装备升级与新型终端产业化,构建工业智能体生态,拓展产业链价值空间,将为中小企业提供低成本转型方案,激活行业创新活力。

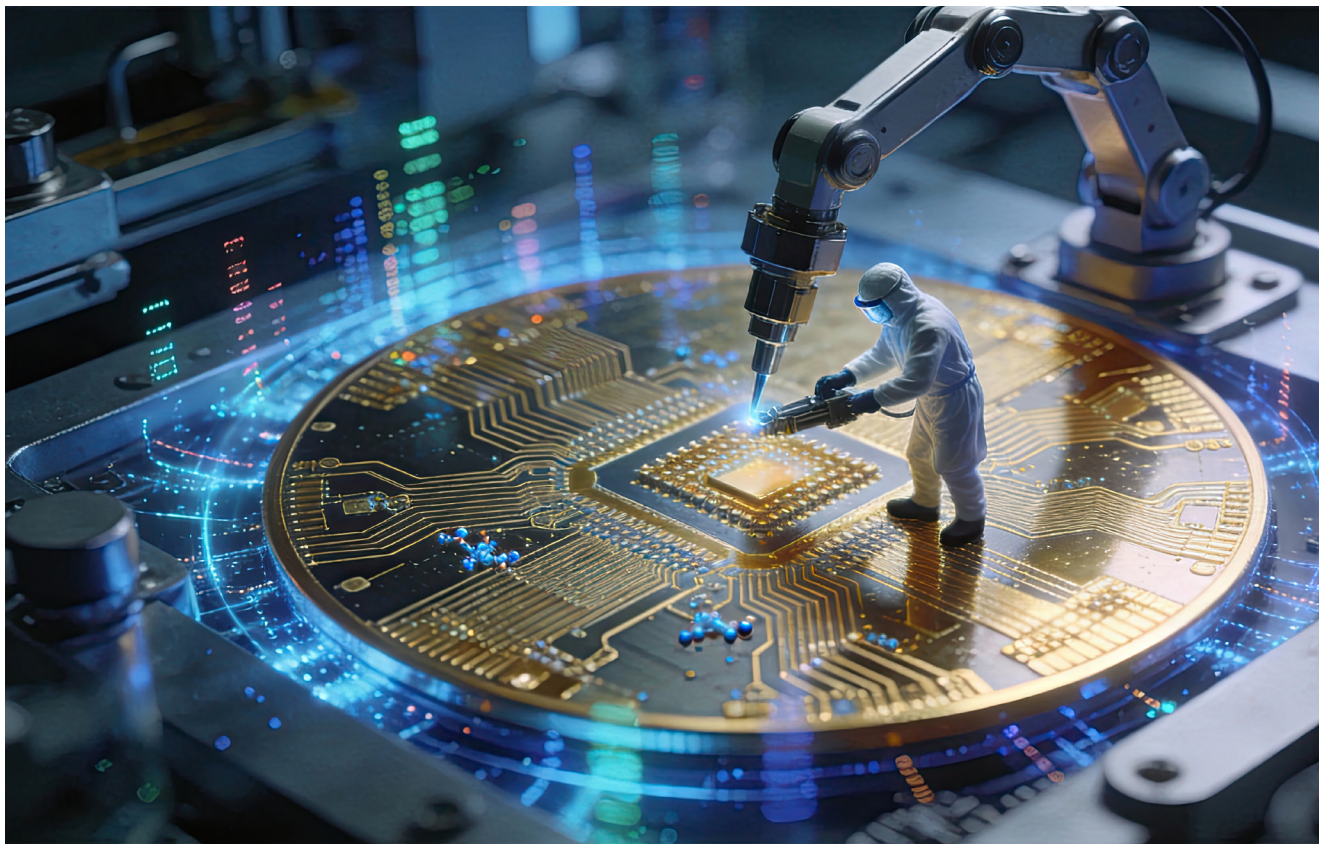
### 三、挑战与展望

新质生产力作为经济高质量发展的核心动力,将

推动我国制造业在全球产业竞争中占据主动地位。但在AI与制造业深度融合的进程中,当前仍面临以下挑战,在技术适配层面,工业大模型的落地应用受限于关键性能短板,在制造场景亟需的实时响应速度、极端工况可靠性、复杂流程适配性上仍有差距;同时,工业数据呈现碎片化分布特征,不同企业、不同设备的数据格式不统一、标准化程度低,部分数据存在缺失、失真等问题,“数据孤岛”制约模型训练的精准度与泛化能力。产业落地层面,中小企业为转型中的薄弱环节,算力采购、技术研发、人才引进的成本压力并叠加转型投入回报周期长;行业内技术标准、接口规范、效果评估体系的缺失,使得跨企业、跨领域的融合协同困难,存在重复建设与资源浪费问题。安全合规层面, AI技术的不确定性存在一定的风险隐患,可能存在生产操作失误,数据泄露、模型投毒、供应链安全等风险,而相关伦理规范与监管体系的建设滞后于技术应用速

度,进一步制约AI在核心制造场景的深度渗透。

联合认为,在我国相关政策的有力推动下,短期看(1~2年),制造业领域将步入标杆引领成效显现阶段。2027年,500个典型应用场景将形成可复制、可推广的实践经验,在工业质检、设备运维等重点领域实现规模化落地;工业大模型的实时性、可靠性短板将得到初步改善,核心硬件与软件的适配性显著提升。中期看,制造业行业将进入融合深化期。AI技术将深度融入制造全流程、全产业链,从研发设计到生产制造、从供应链管理到营销服务,智能化转型实现全覆盖,新质生产力形成规模化效应;中小企业转型成本大幅降低,产业整体智能化水平将大幅提升。从长远来看,由AI驱动的创新生态以及产业体系趋于成熟后,将推动我国在核心技术、产业规模与应用成效方面构筑起全球性的竞争优势,引领全球制造业向智能化方向转型。///



# 房地产开发经营行业2026年度信用风险展望

文|联合资信 罗星驰 张超 朱一汀

## 一、行业基本面

### 宏观环境

房地产销售端持续低迷，继续拖累全国固定资产投资，投资增速转负；全国融资环境仍宽松，融资成本处于低位。

2025年前三季度，我国GDP为101.50万亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%；三季度当季环比增长1.1%，低于过去两年1.5%左右的水平，经济复苏的动力有所减弱。2025年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）37.15万亿元，同比下降0.5%，为2020年8月以来首次转负。其中，前三季度房地产开发投资同比下降13.9%，降幅较上半年进一步扩大，继续成为拖累整体投资的核心因素。销售端持续低迷，商品房累计销售金额与销售面积跌幅扩大，新开工、施工等活动受制于房企资金困境与严控增量政策导向仍处低位。

2025年前三季度，我国M2增速呈波动增长态势，其在7月达到年内高点8.80%后，持续回落至2025年11月末的8.00%。全国社融同比增速维持相同的波动态势，增速自7月后持续回落，11月末增速为8.50%。社会融资成本方面，2025年5月，5年期LPR下调10bp至3.50%；央行数据显示，9月，企业新发放贷款加权平均利率约3.1%，较上年同期低40bp，个人住房新发放贷款利率3.1%，较上年同期低20bp，融资成本处于低位。

### 行业政策与监管环境

政策端延续稳楼市基调，从去库存、扩需求两方面推动市场止跌回稳。

2025年1—11月，中央延续“推动房地产市场止跌回稳”的政策基调，从供需两方面入手，推动闲置土地、存量商品房收购去库存，以城中村改造、建设“好房子”来扩需求。由于多数城市已无限制性购房政策，地方层面主要围绕贷款额度、购房补贴等方面激活购房需求，以及落实中央相关政策。此外，2025年12月8日，中央政治局会议在部署2026年经济工作时未专门提及房地产，预示着房地产行业风险基本可控，未来工作重心将转向“构建长效机制”（见表1）。

### 行业运行情况

2025以来，行业销售市场仍继续下行，库存去化周期仍处于高位；房价继续下降，其中一线城市房价在下半年迎来加速下降；房地产行业外部融资环境维持宽松，但房企融资改善效果有限；在此背景下，房企投资积极性不足，开发投资额继续收缩。

#### 1. 供给端

住宅用地推出及成交面积持续下降，核心城市与三四线城市分化加剧。

根据中指研究院统计，2025年1—11月，全国300城住宅用地推出面积同比下降18.5%，住宅用地成交面积同比下降16.2%，但土地出让金同比增长3.7%，平均溢价率8.9%，较去年同期提升2.4个百分点；热门地块主要集中在北上深、杭州、成都等核心城市核心区域，核心城市郊区地块及大多数城市土拍仍保持平淡。分城市来看，300城中一线城市推出、成交面积均增长，分别同比增长5.3%和7.1%；二线城市推出面积同比下降12.6%；三四线城市推出和成交面积降幅均超过20%。

销售不佳制约房企开工动力，新开工、施工均未出现拐点，房企开发投资继续收缩。

2025年1—11月，全国房屋新开工面积5.35亿平方米，同比下降20.50%，降幅自2025年8月以来持续扩大；房屋施工面积65.61亿平方米，同比下降9.60%，降幅在下半年有所扩大；房屋竣工面积3.95亿平方米，同比下降18.00%，较上年同期收窄8.20个百分点；全国房地产开发投资7.86万亿元，同比下降15.90%，年内降幅持续扩大（见图1）。

2. 需求端

行业销售继续下行，广义住宅库存虽持续下降，但去化周期仍处高位。

从销售情况看，2025年1—11月，全国商品房销售

面积与销售额分别为7.87亿平方米和7.51万亿元，同比分别下降7.80%和11.10%，降幅较上年同期分别收窄6.50个百分点和8.10个百分点；但受政策利好效应衰减以及二手房持续降价等因素影响，销售额降幅自4月

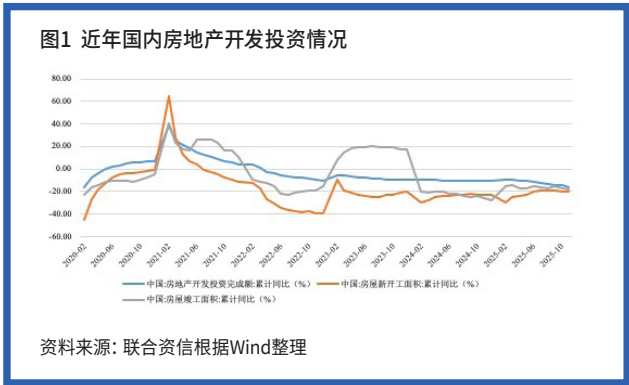


表1 2025年以来中央及地方层面房地产行业主要政策汇总

| 时间          | 政策来源       | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025年3月5日   | 国务院政府工作报告  | 持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子” |
| 2025年3月11日  | 自然资源部和财政部  | 发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，明确运用专项债券支持土地储备工作的多项细则                                                                                                                                                                                                           |
| 2025年4月25日  | 中央政治局会议    | 加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势                                                                                                                                                                                     |
| 2025年5月8日   | --         | 全国公积金贷款利率下调0.25个百分点。首套住房公积金贷款利率：5年以下（含5年）利率调整为2.1%，5年以上利率调整为2.6%；第二套住房公积金贷款利率：5年以下（含5年）利率不低于2.525%，5年以上利率不低于3.075%                                                                                                                                              |
| 2025年6月13日  | 国务院常务会     | 要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持；进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳                                                                                                                                             |
| 2025年8月9日   | 北京市        | 发布《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》，推出五环外购房套数松绑政策：京籍家庭及连续缴纳社保/个税满2年的非京籍家庭，在五环外购买商品住房（含新建房与二手房）不限套数；五环内限购政策（京籍2套、非京籍1套）保持不变                                                                                                                                                |
| 2025年8月25日  | 上海市        | 发布《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》，进一步调减住房限购政策：符合条件居民家庭在外环外购房不限套数；成年单身人士按照居民家庭执行住房限购政策。同时，非沪籍居民家庭和非沪籍成年单身人士，在外环外购房不限套数；在外环内限购1套住房                                                                                                                                           |
| 2025年9月15日  | 国务院        | 发布《住房租赁条例》，规范租赁市场，对出租住房条件、合同备案、押金管理、企业规范等作出明确规定；要求建立住房租金监测机制，强化对住房租赁企业和经纪机构的管理                                                                                                                                                                                  |
| 2025年10月    | 深圳市        | 印发《关于既有非居住房屋改建保障性租赁住房的通知》，支持将闲置和低效利用的商业、办公、旅馆（酒店）、厂房、研发用房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改建为保障性租赁住房                                                                                                                                                                             |
| 2025年10月21日 | 上海市人民政府办公厅 | 印发《上海市促进建筑业高质量发展加快培育增长新动能行动方案》，提出构建房地产发展新模式，推动“好房子”建设，为好设计、好建造、好服务提供应用场景                                                                                                                                                                                        |
| 2025年11月26日 | “十五五”规划建议  | 首次将房地产纳入“民生保障”板块，核心主题转向“高质量发展”，标志着房地产正在从驱动经济的“发动机”角色，转变成兜底民生的“基础设施”                                                                                                                                                                                             |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

以来持续扩大。2025年1—11月，全国商品房销售均价为9546元/平方米，较上年同期下降3.43%（见图2）。截至2025年11月底，全国商品住宅广义库存去化周期为23.34个月，自2024年9月出现下降拐点后持续下降，但目前趋于稳定；去库存略显成效，但库存去化周期仍处高位，短期内去库存仍是行业重点（见图3）。

中国房地产市场价格仍处于下降阶段，后续复苏态势并不显著。

根据70大中城市二手房价格变化来看，一线城市二手房价2023年二季度开始下跌，降幅在2024年10月出现反弹，但在2025年5月重新进入下降区间；二三线城市二手房价于2021年三季度开始下跌，降幅在2023年小阳春微幅反弹后一路下降，并于2024年10月触底，随后迎来降幅收窄并趋于稳定。新建商品住宅价格变化方面，2024年以来，一线、二线及三线城市价格指数当月同比情况变动趋势趋同，均实现“V型”反转，但进入11月，房价指数同比均有所回落，后续走势不明朗。

### 3. 房企融资

房企银行融资总额同比小幅增长。

从房企主要融资渠道银行信贷来看，受行业下行影响，近年来金融机构信贷流向房地产领域的增速大幅下降。2024年9月中央政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”“加大‘白名单’项目贷款投放力度”，房地产贷款余额同比增速开始回升，并于2025年二季度末转正，但9月末增速回落至-0.10%。2025年1—9

月，金融机构房地产贷款余额合计159.70万亿元，同比小幅增长0.11%（见图4）。

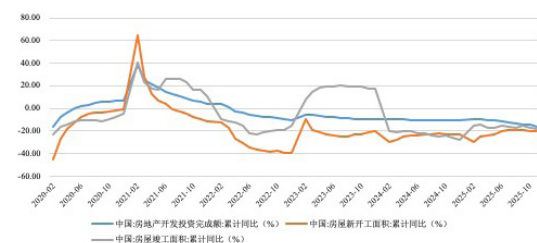
房企境内信用债净融资额继续大幅净流出。

2025年1—11月，房地产开发经营企业境内信用债发行金额合计4745亿元，同比小幅增长2.18%，规模有所企稳。但从净融资额看，2024年及2025年1—11月，房企境内信用债净融资额分别为-227.91亿元和-310.46亿元，持续净流出主要系销售市场短期无回暖预期、投资信心缺失所致（见图5）。

### 行业竞争格局

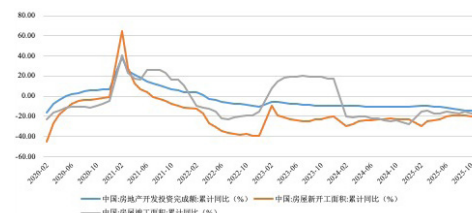
目前行业仍处于充分竞争状态，但随着行业的深度调整，地方国企替代民营企业成为行业的新生力量。近年来受多重因素影响，TOP10房企的销售集中度持续走低，但新增货值占比已提升至较高水平，未来集中度有望实现“V型”反转。

图2 近年国内商品房销售情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

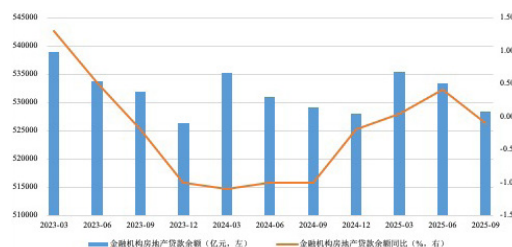
图3 广义住宅库存及库存去化周期情况



注：广义库存去化周期=（累计新开工面积-累计销售面积）/近12个月移动平均销售面积

资料来源：联合资信根据Wind整理

图4 金融机构房地产贷款余额及增速



资料来源：联合资信根据Wind整理

目前我国房地产行业呈现充分竞争状态,行业参与者众多,且竞争特征以区域竞争为主。在此轮行业深度调整过程中,较多民营企业缩减开发陆续出清,地方国企拿地和销售占比加大,成为行业主要的增长力量。此外,由于民营企业面临的流动性压力相对较大,降价销售加速回款的意愿较强烈,近两年民营房企在行业销售额中占比仍较高。上述因素导致行业TOP10(以全国性央国企为主)集中度在近两年持续走低,2024年权益销售额占比大致为15.20%,较前期高点大幅回落。

从新增货值角度看,大型央国企在行业下行过程中,综合竞争力显著提升。依托于强大的融资优势, TOP10房企在百强中的新增货值占比持续提升, 2025年1—10月已提升至70%的较高水平。从拿地销售比看, 2022—2024年, TOP10房企的拿地销售比整体在0.20~0.30之间波动; 2025年1—10月, TOP10房企的拿地力度显著加大,拿地销售比超过0.4倍,预计未来TOP10房企的销售集中度将随之加速提升。

## 二、行业财务状况<sup>1</sup>

### 行业的增长性

房地产开发经营行业回归健康高质量运行,未来

一段时间市场容量仍存在下降空间。

自2021年三季度房地产开发经营行业进入下行周期至今已接近4年时间,行业从高速发展回归高质量发展,伴随“三高”民营房企及部分边缘化国有房企的出清,行业规模不断收缩。受销售结转时间差的影响, 2024年房地产开发经营行业营业总收入及营业利润增速首次呈现双位数下降, 2025年上半年依旧维持负增长。在人口下降、城镇化率放缓、经济增长动力缺乏、居民收入预期降低的大背景下,未来一段时间市场容量仍存在下降空间(见图6)。

### 盈利水平

房地产开发经营行业盈利水平仍处于下行通道, 2025年上半年盈利依然承压。

随着2020年及2021年高价拿地项目陆续进入结转期,以及为保现金流部分房企选择“以价换量”快速清货,叠加行业持续深度调整带来的存货计提跌价准备等因素的影响,房地产开发经营行业盈利表现仍处于下行通道。2024年,房地产开发经营行业营业利润率同比下降2.14个百分点,净利润同比未能扭亏,总资产报酬率仍为负值。2025年上半年房地产开发经营行业盈利依然承压,营业利润率进一步下降,年化后的总

图5 房地产开发类企业境内信用债发行情况(单位:亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图6 房地产开发经营行业增长性指标



资料来源: 联合资信根据Wind整理

<sup>1</sup> 本文分析的样本房企选取披露年度及半年度财务数据的124家房企, 含出险房企。

资产报酬率略有回升（见图7）。

### 现金流情况

房企经营活动现金流表现趋弱，面临一定流动性管理压力。

受房地产市场下行影响，房企销售回款规模不断下降，同时面对较为刚性的建设支出压力，房企选择“以销定产”严控开发节奏，并保守拿地以规避低能级市场波动风险，资本支出幅度也随之下降。在行业转型期，房企流动性管理持续面临挑战（见图8）。

### 杠杆水平和偿债能力

房企债务杠杆仍处于较高水平，同时现金短期债务比表现趋弱，需关注销售回款及再融资与到期债务的匹配情况。在对存货跌价准备计提比例的加压测试下，已有一定比例的房企存在资不抵债的风险。

除少数稳健央企为巩固行业地位之需，保持了一定规模的债务增速外，大部分房企自2020年“三道红线”出台以来主动或被动缩减债务规模。但由于行业的整体亏损，近年来房企杠杆指标不降反升，剔除预收款后的资产负债率持续增长，全部债务资本化比率波动增长，房企债务杠杆仍处于较高水平（见图9）。

受出险房企偿债能力指标的拖累，2021年底以来房地产开发经营行业现金短期债务比表现趋弱，叠加预售监管账户管理从严等因素的影响，房地产开发经

营行业资金面承压；同时销售端恢复不及预期，房企销售回款对流动负债的覆盖倍数有所降低，房地产开发经营行业流动性压力较大。

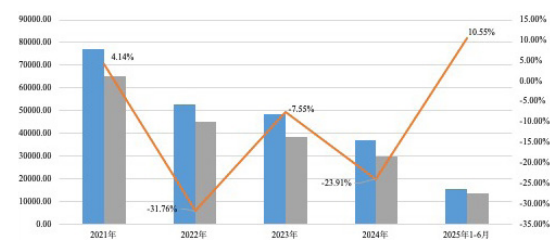
以2025年6月底的数据进行计算，考虑到房地产销售价格仍处于下降阶段、后续复苏态势尚不明朗，存货仍面临减值风险。在对存货跌价准备计提比例加压的测试下，行业整体权益规模对存货减值空间的覆盖程度尚可。从样本企业各自数据来看，在加压20%的情景下，所有者权益/存货减值空间覆盖倍数在1倍以下的企业数量占25%，以出险房企为主，部分存货布局偏弱的地方国企长期偿债能力指标表现也较弱。

## 三、行业债券市场表现

### 行业发债企业概况

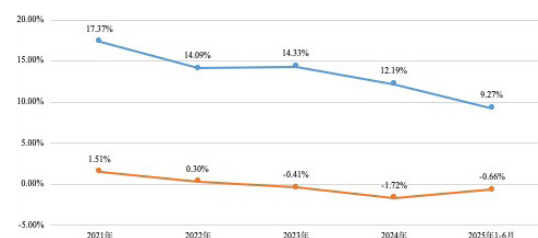
房地产开发经营行业已出险发债企业数量较多。

图8 房地产开发经营行业销售回款及资本支出情况



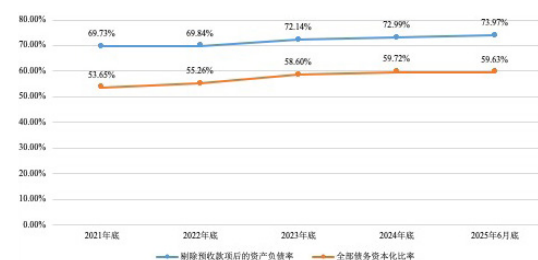
数据来源：Wind，联合资信整理

图7 房地产开发经营行业盈利指标



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 房地产开发经营行业杠杆水平指标



数据来源：Wind，联合资信整理

截至2025年11月底,房地产行业有存续债券的主体共137家(含已出险房企56家)。其中,债券展期的房企23家,债券已发生实质违约的房企33家。已出险房企中,中央国有企业1家(远洋)、地方国有企业1家(天房)、民营房企44家、公众房企2家、外资及中外合资企业8家。未出险的房企中,中央国有企业20家、地方国有企业47家、民营企业10家、公众企业4家。2025年以来,境内出险房企新增正兴隆房地产(深圳)有限公司和万科企业股份有限公司两家,无级别迁移的情况。

### 债券市场情况

在目前低利率环境下,房企发债平均融资成本同比呈下降趋势,但融资资源仍集中倾向于央国企背景房企,多数非国有房企发债仍依赖外部增信担保。从债券到期情况来看,房企在未来1~2年仍面临较大到期偿付压力。此外,出险房企化债周期较为漫长,后续债务处置情况需持续关注。

在间接融资成本不断优化以及面对“刚兑”压力的背景下,2025年以来,房企债券融资力度同比继续收缩。2025年上半年,房企债券发行数量及发行金额分别同比下降13.25%和22.69%。其中,中期票据及公司债仍为房企主要的发行品种,且3年期及5年期的债券占比较高,与房企开发周期较为匹配。从发行成本来看,目前低利率环境下,房企发债平均融资成本环比有所波动但同比呈下降趋势,部分优质央企如中海、招商蛇口、华润置地控股等将发债利率进一步压缩至1.80~1.90%区间。

2025年以来房地产开发经营行业信用利差仍处于高位。其中,市场对于部分非国有房企及弱资质国有房企的风险预期较高,加之房地产行业前期政策刺激的传导效果逐步趋弱、销售不及预期以及行业基本面承压,综合导致部分AAA房企信用利差显著高于AA+及AA房企,主体级别与信用利差存在一定倒挂情况。考虑到市场对于房地产企业的投资偏好仍属谨慎,部分

资质偏弱的房企较为依赖高成本融资或非公开渠道融资,个体信用资质仍存在分化加剧的可能。

目前房企境内信用债融资格局已较为稳定,融资资源集中倾向于央国企背景房企;债券融资规模呈波动下降趋势。从发行主体情况来看,国有房企净融资空间有所波动,整体融资能力较强;非国有房企融资规模较小且发行大多依赖于中债增等外部机构提供的增信担保,难以实现融资资金的净流入,债务持续处于净偿还状态,债券再融资渠道有待恢复。

截至2025年12月23日,房地产开发经营企业境内存续信用债规模合计14067.67亿元(含出险房企债券展期及违约金额3939.32亿元),其中2026年及2027年房企仍面临较大到期偿付压力。考虑到已出险房企化债周期较为漫长,后续债务处置情况需持续关注。

### 四、展望

未来一段时间房地产行业将保持深度调整,市场容量继续收缩,同时行业向着“存量、高质量”发展推进。

2025年以来房地产行业调控政策已进入常态化宽松状态,并通过控增量、去库存、优供给的方式持续调整市场结构,目前房地产行业深度调整仍在持续。2025年12月召开的中央政治局会议虽未明确提及房地产相关表述,但2026年经济工作计划中的“优化供给、做优增量、盘活存量”“推动投资止跌回稳”“高质量推进城市更新”等内容从侧面反映出房地产行业将继续保持“去库存”“稳楼市”的主基调,向着“存量、高质量”发展推进。从需求端来看,限购的进一步放开(目前北、上、深等城市的销售政策仍有所保留)及信贷支持力度的延续等,对于阶段性刺激市场需求仍为有效手段。但长期来看,随着经济增速放缓、消费者预期趋于谨慎、出生人口减少、老龄化加速、城镇化率下降以及保障房及租赁住房市场的逐步完善,房地

产市场容量收缩是必然趋势。

核心城市的高端改善类项目可支撑房企销售回款，具备天然融资优势的央国企房企能够较为稳定的维持融资能力，而民营房企融资则依赖担保及资产抵押，需关注其资产质量以及金融机构和增信机构的支持意愿。

企业端方面，销售及融资仍是影响房企生存及竞争的重要因素。从2025年1—11月全国新建商品房销售数据来看，销售面积及销售额均同比下降，但部分核心城市的高端改善类项目可实现逆势突围，保证现金流回款效率。同时，面对复杂波动的销售环境，部分存在低能级城市存货的房企也需抓住清盘时机，对积压库存适时采取去化措施，避免因市场下行造成资产价值的进一步缩水。在融资方面，行业整体融资环境仍偏紧，2025年1—11月房企到位资金持续下降，且现阶段融资差距拉大，具备天然融资优势的央国企房企可较为稳定的维持融资能力；民营房企再融资空间不断被压缩，融资主要依赖担保及资产抵押，需关注民营房企资产质量以及金融机构和增信机构的支持意愿。

预计2026年房企盈利表现将有所修复，但债务到期偿还压力仍较大。此外，部分出险房企完成债务重组也为行业信心的恢复释放一定积极信号。

2025年以来房企盈利能力依然承压，但随着近年来房企新增土储质量的提高以及持续消化高价拿地库存，2026年房企盈利表现有望得到一定修复。债务方面，行业虽已度过偿债最高峰，但未来1~2年到期债券规模仍较为集中。此外，2025年以来，部分出险房企在风险化解方面有所突破，通过“实质消债”或“债转股”等方式完成债务重组。截至2025年10月底，共计21家出险房企完成约1.2万亿元的债务化解，为行业信心的恢复释放一定积极信号。

综上所述，2025年房地产开发经营行业基本面复苏态势尚不明朗，市场销售价格和房企盈利水平仍呈下降态势，未来1~2年内行业整体仍面临较大到期偿付压力，房地产开发经营行业信用品质表现差。另一方面，随着市场深度调整的推进，房地产开发经营行业由过去的高速发展转向高质量发展，预计未来行业信用风险将保持稳定。///



# 融资租赁行业信用风险展望

文|联合资信 刘 鹏 张 帆

## 一、行业政策与监管环境

监管层面细化业务开展规范,延续“融物”的监管指导,鼓励融资租赁公司服务实体经济。

2025年1月,国家金融监督管理总局发布《金融租赁公司监管评级办法》,通过五大维度(公司治理、资本管理、风险管理、专业能力、信息科技管理,权重分别为20%、15%、30%、25%、10%)进行评价,“信息科技管理”要素为新增要素。监管评级结果从优到劣分为1—5级和S级,金融租赁公司出现重大风险的,直接划分为5级。处于重组、被接管、实施市场退出等情况的金融租赁公司可以列为S级,评级结果与监管强度挂钩。2025年12月,国家金融监督管理总局印发《金融

租赁公司融资租赁业务管理办法》,自2026年1月1日起施行,引导金融租赁公司聚焦主业,发挥“融资+融物”特色,服务实体经济,金融租赁公司开展售后回租业务时,应当加强对租赁物适格性、租赁物所有权转移真实性、承租人融资和租赁物使用需求真实性、合法性和合理性的审查,比如,监管规定租赁期限最长不得超过租赁物的剩余使用年限,租金的支付频率原则上不得低于每年两次,承租人向某一交易对象单笔支付金额超过一千元人民币的,金融租赁公司应当委托承租人相关开户银行做好账户资金监管,或由金融租赁公司对承租人的提款申请材料进行审核后,委托相关开户银行予以受托支付。国家金融监督管理总局对金融租赁行业的监管思路未来可能延续到融资租赁行业。

表1 2025年以来融资租赁行业重要的政策概览

| 发布时间     | 发布部门       | 文件名称                        | 政策目标(主要内容)                                                                                         |
|----------|------------|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025年1月  | 国家金融监督管理总局 | 《金融租赁公司监管评级办法》              | 建立六级评级体系,评级结果与监管强度挂钩                                                                               |
| 2025年5月  | 天津市地方金融管理局 | 《关于进一步加强融资租赁公司监管工作的通知》      | 2025-2026年分别完成50%、30%的机构现场检查,实现三年全覆盖;聚焦虚假出资、大股东占款等问题开展专项检查;对航空航天、算力中心设备等领域的B级以上公司,可适当调整业务集中度和关联度要求 |
| 2025年7月  | 广东省地方金融管理局 | 《广东省融资租赁公司监督管理实施细则》         | 负面清单:禁止与网约车平台等合作开展“≤50万元、≥10笔”批量自然人业务;禁止与银行合作开展“租金贷”类信贷产品;重申不得“低值高买”回租物                            |
| 2025年8月  | 上海市地方金融管理局 | 《上海市融资租赁公司监督管理暂行办法》         | 注册资本不低于1.7亿元人民币且需实缴计划,控股股东3年内不得转让股权;航空航天、集成电路等特定领域公司可适当调整集中度比例                                     |
| 2025年9月  | 浙江省地方金融管理局 | 《浙江省运用融资租赁工具支持设备更新奖励实施细则》   | 省级财政每年拿出不超过5000万元,对“以优惠费率支持浙江省内企业设备更新”的融资租赁(含经营性租赁)业务,按上年度实际投放额给予最高1%的奖励                           |
| 2025年11月 | 湖北省地方金融管理局 | 湖北省融资租赁公司监督管理实施细则(2025年修订版) | 修订内容明确要求注册资本不低于1亿元且须一次性实缴,并强化了对股东出资、关联交易等方面的监管                                                     |
| 2025年12月 | 国家金融监督管理总局 | 《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》          | 引导金融租赁公司聚焦主业,发挥“融资+融物”特色,服务实体经济                                                                    |

数据来源:公开资料,联合资信整理

2025年以来,多个省市发布融资租赁相关的监管细则、细化业务开展规范(见表1),加强现场监管,放宽了特定领域的集中度限制等。比如,2025年7月,广东省地方金融管理局发布《广东省融资租赁公司监督管理实施细则》,对业务开展设置了负面清单,禁止与银行合作开展“租金贷”类信贷产品。2025年9月,浙江省地方金融管理局发布了《浙江省运用融资租赁工具支持设备更新奖励实施细则》,通过省级财政出资引导本地区的企业进行设备租赁。2025年11月,湖北省地方金融管理局明确要求融资租赁企业注册资本不低于1亿元且须一次性实缴,并强化了对股东出资、关联交易等方面的监管。

## 二、行业竞争状况

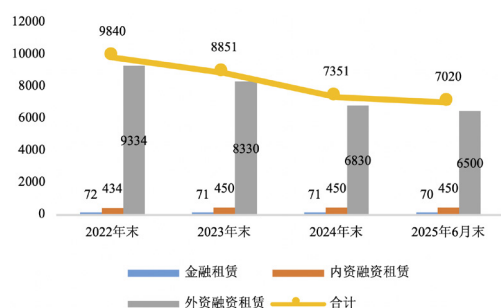
2022年以来,租赁行业整体处于收缩状态,预计未来行业合同余额将逐步企稳,同时,商租企业面临着

来自金融同业很强的竞争压力。

长期以来,我国有两类融资租赁公司:一类是由原中国银行保险监督管理委员会(以下简称“原银保监会”)批准成立的金融租赁公司,属于非银行金融机构;另一类是由商务部批准成立的融资租赁公司<sup>1</sup>,该类租赁公司主要是由非金融机构设立,一般简称商租企业。受监管趋严和宏观经济增长压力加大影响,自2022年以来,融资租赁公司数量持续减少(见图1),业务规模持续收缩。截至2025年6月末,全国融资租赁企业总数继续下降至7020家,构成以外资融资租赁公司为主,金融租赁企业数量少且保持稳定。

从合同余额来看,2022—2024年末,全国融资租赁合同余额持续下降(见图2),2023年末、2024年末合同余额较上年末的降幅分别为3.59%、3.19%,降幅有所收窄,截至2025年6月末,全国融资租赁合同余额约为54240亿元,较上年末小幅下降0.66%,降幅进一步显著收窄,全国融资租赁合同余额规模开始企稳。从合同

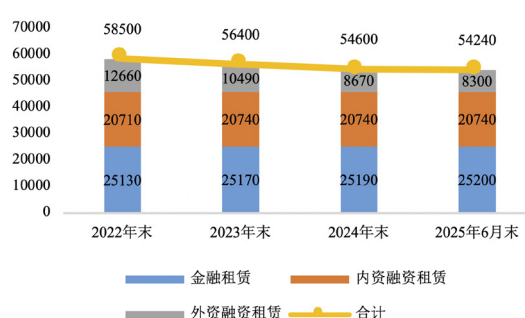
图1 融资租赁企业数量情况(单位:家)



注:不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司,不含已正式退出市场的企业,包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业

资料来源:中国租赁联盟、南开大学当代中国问题研究院、租赁联合研究院,联合资信整理

图2 融资租赁企业合同余额情况(单位:亿元)



注:不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司,不含已正式退出市场的企业,包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业

资料来源:中国租赁联盟、南开大学当代中国问题研究院、租赁联合研究院,联合资信整理

<sup>1</sup> 2018年5月,商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给原中国银行保险监督管理委员会。2023年11月10日,国家金融监督管理总局发布了《国家金融监督管理总局职能配置、内设机构和人员编制规定》,文件提到打击非法金融活动局负责拟定融资租赁公司等地方金融组织监管制度,指导和监督地方金融监管部门相关业务工作。

余额的构成来看, 2022—2024年末, 金融租赁企业的合同余额持续小幅增长, 金融租赁企业相对商租企业具有较强的资金成本优势, 对其产生很强的竞争压力。同时, 其他金融机构也可能对融资租赁企业产生竞争。

未来, 考虑到监管继续清理僵尸企业、行业竞争加剧和宏观经济不稳定等, 融资租赁行业的企业数量仍将持续下降, 但合同余额预计将逐步企稳。

### 三、行业经营与财务状况

#### 经营业绩

2022—2024年, 样本融资租赁企业平均营业收入持续增长, 期末平均资产总额、平均实收资本均实现持续增长。2025年前三季度, 样本融资租赁企业平均营业收入实现同比增长, 期末平均资产总额、平均实收资本均较年初进一步增长。

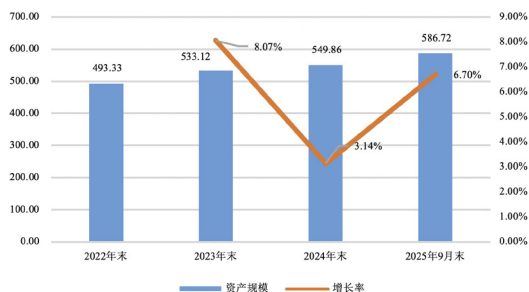
2023年末, 样本融资租赁企业<sup>2</sup>平均资产总额较上年末增长8.07% (见图3), 2024年末, 样本融资租赁企业平均资产总额较上年末增长3.14%, 增速有所下降, 2025年9月末, 样本融资租赁企业平均资产总额较上年

末增长6.70%。

2023年末, 样本融资租赁企业平均实收资本较上年末增长8.52% (见图4), 2024年末, 样本融资租赁企业平均实收资本较上年末增长1.42%, 增速有所下降, 实收资本增长企业数量为7家。2025年9月末, 样本融资租赁企业平均实收资本较上年末增长5.26%, 实收资本增长企业数量为9家, 股东对样本融资租赁企业持续支持, 比如融资租赁企业A实收资本由80.00亿元增至95.00亿元, 融资租赁企业B实收资本由13.12亿元增至26.68亿元。2022—2024年, 实收资本占所有者权益的比例持续下降, 股东权益增长主要来源于留存收益。未来, 随着留存收益增加和股东的持续增资, 样本融资租赁企业的规模仍将保持持续增长。

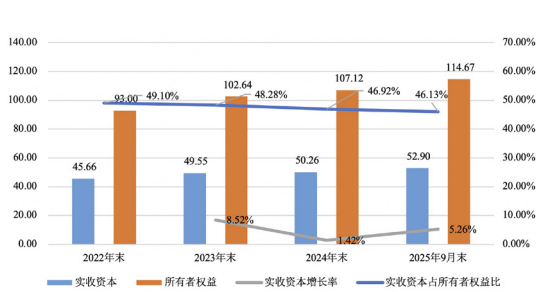
受益于业务规模增长, 2024年, 样本融资租赁企业平均营业收入同比增长2.69% (见图5), 2025年前三季度, 样本融资租赁企业平均营业收入同比增长4.10%, 平均营业收入增速低于平均资产总额增速, 一方面, 新增租赁资产投放产生收入存在一定时间延迟, 另一方面, 市场利率下行导致租赁公司净息差收窄。未来, 在规模增长和净息差收窄的综合影响下, 预计样本

图3 样本融资租赁企业的平均资产总额情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 样本融资租赁企业的平均实收资本情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

<sup>2</sup> 选取公开发债且数据披露较为完善的 50 家融资租赁企业; 本节所列示的指标均为样本企业的平均值。

融资租赁企业平均营业收入仍将保持一定的增速。

## 资产质量

2022—2024年，样本融资租赁企业的各项减值损失波动增长，期末不良率持续下降，样本融资租赁企业的资产质量持续改善。

2022—2024年，样本融资租赁企业的各项减值损失波动增长，样本融资租赁企业的期末不良资产规模持续下降，2023年末、2024年末，样本融资租赁企业的平均不良资产规模分别较上年末下降6.80%、2.81%。2022—2024年末，样本融资租赁企业的平均不良率分别为1.06%、0.84%和0.78%，呈持续下降趋势，整体来看，样本融资租赁企业的资产质量持续改善。

## 盈利水平

2022—2024年，样本融资租赁企业平均利润总额波动下降，平均净息差持续收窄，非经常损益对利润总额有一定正向影响。2025年前三季度，样本融资租赁企业平均利润总额同比小幅增长，平均净息差进一步收窄。

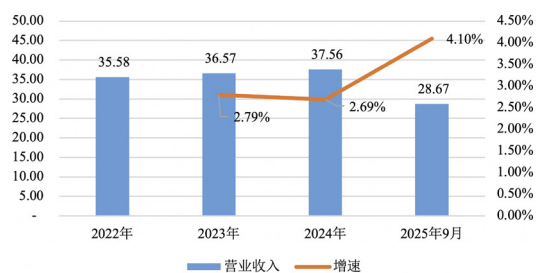
2022—2024年，样本融资租赁企业平均利润总额波动下降（见图6），2023年，样本融资租赁企业平均利润总额同比增长4.05%，2024年，样本融资租赁企业平

均利润总额同比下降4.41%，存在增收不增利的情况，主要系部分融资租赁企业投资收益下降导致，投资收益主要来源于融资租赁企业投资自身发行资产证券化产品的次级部分、购买的理财产品等。2022—2024年，非经常性损益对利润总额有一定的正向影响。2025年前三季度，样本融资租赁企业利润总额同比小幅增长0.46%。2022—2024年，样本融资租赁企业的平均净息差持续下降，2025年前三季度，平均净息差进一步收窄至3.43%，随着市场利率下行，预计平均净息差将进一步收窄。

从盈利结构来看，2022—2024年，样本融资租赁企业的平均投资收益持续下降，投资收益相对利润总额规模较小。2022—2024年，样本融资租赁企业的各项减值损失波动增长，2024年各项减值之和同比扩大21.22%，其中，样本企业甲2024年计提的各项减值之和同比增长84.46%至17.75亿元，由于自身规模较大，当期净利润仍然实现同比增长；样本企业乙2024年计提的各项减值之和同比增长78.95%至19.39亿元，当期净利润受到较大影响；样本企业丙2024年计提的各项减值之和同比增长69.10%至9.71亿元，规模较大，当期净利润受到较大影响。

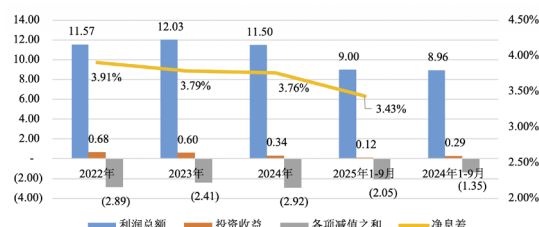
未来，预计投资收益仍然对样本融资租赁企业的盈利有一定的贡献，同时各项减值对样本融资租赁企

图5 样本融资租赁企业的平均营业收入及增长情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

图6 样本融资租赁企业的盈利情况（单位：亿元）



注：图表的利润总额、投资收益、各项减值之和均为样本融资租赁企业的平均值

数据来源：Wind，联合资信整理

业的盈利产生较大压力，融资租赁行业的盈利能力预计将面临一定压力。

### 短期和长期偿债水平

2022—2024年末，样本融资租赁企业平均杠杆倍数持续下降，流动性指标表现较好，但是债务规模较大，短期债务占比较高，需要对流动性保持关注，截至2025年9月末，平均杠杆倍数进一步下降。

2022—2024年末，样本融资租赁企业的平均流动资产、平均流动负债均持续增长，平均流动比率有所波动，维持在85%以上，处于很好水平，截至2025年9月末，样本融资租赁企业的平均流动比率较年初小幅增长至87.25%。

2022—2024年末，随着业务规模的增长，样本融资租赁企业的平均债务规模持续增长，且债务以短期债务为主，现金类资产/短期债务持续下降，但是整体维持在较好水平。截至2025年9月末，样本融资租赁企业的全部债务仍然以短期债务为主，现金类资产/短期债务小幅上升至0.75倍。考虑到样本融资租赁企业的债务规模较大，且短期债务占比较高，未来需要对融资租赁企业的流动性保持关注。

2022—2024年末，随着平均所有者权益的增长，样本融资租赁企业的平均杠杆倍数持续下降，截至2025年9月末，平均杠杆倍数进一步下降至4.83倍，处于适中水平。整体来看，2022年以来，样本融资租赁企业对杠杆水平进行了有效管控。未来，预计样本融资租赁企业的平均杠杆倍数仍将维持在适中水平。

无论从外部环境，还是自身发展需要，都促使融资租赁公司开始进行业务转型。在一揽子化债政策的背景下，城投平台基本面也产生了变化。根据2025年中央政治局会议及《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》等政策，要求2027年6月底之前地方政府融资平台清零、地方政府隐性债务清零、城投公司退出融资平台名单，剥离政府投融资职能。城投平

台转型进程将加快，信用分化将进一步加剧，租赁企业的业务风险或将提升。根据样本融资租赁企业是否涉足城投业务以及是否进行转型，将样本融资租赁企业分为未涉足城投业务样本、未转型样本、转型样本。对比2024年末和2022年末的业务规模变动情况，未涉足城投业务样本中有17%的企业出现业务规模下降，未转型样本中有25%的企业出现业务规模下降，而转型样本中则有36%的企业出现业务规模下降，占比最高。对于积极进行转型的样本融资企业而言，业务规模下降的风险较大。

## 四、行业债券市场表现

### 行业发债企业概况

2025年1—10月发行证券的企业数量变化不大，无级别主体以资产证券化产品为主；2025年以来，融资租赁企业存在级别提升的情况，未出现级别下调情况。

2024年，融资租赁行业合计185家企业发行债券及资产证券化产品，其中，AAA级别主体50家，AA+主体29家，AA主体7家，无级别主体99家。2025年1—10月，融资租赁行业合计180家企业发行债券及资产证券化产品，其中，AAA级别主体50家，AA+主体30家，AA主体8家，无级别主体92家。无级别主体主要发行资产证券化产品。

2025年以来，浙江浙商融资租赁有限公司由AA+上调至AAA，上调原因主要是公司股东对公司进一步增资，支持力度进一步加强。江苏徐工工程机械租赁有限公司由AA+上调至AAA，上调原因主要是较强的业务背景资源优势、资本实力不断增强、业务发展持续向好等。

### 债券市场情况

2024年，融资租赁行业的债券融资成本与主体级别、发行期限显著相关，2024年的发行成本显著下降，低级别的融资租赁企业成本下降更大，2025年1—10月

的发行成本进一步下降。2025年1—10月,新增发行的债券以短期融资券和资产支持证券为主,信用债发行规模同比小幅下降,截至2025年10月末,融资租赁行业到期债券较为集中。

从到期期限分布来看(见图7),截至2025年10月末,融资租赁企业债券到期较为集中,其中,2026年到期金额最大,占比33.42%,需要关注融资租赁企业的到期兑付情况。

从发行期限来看,2024年1—10月融资租赁行业发行的债券(不含资产支持证券)合计3112.16亿元,期限1年以内占比54.39%,1~3年(含)占比33.58%,3年以上占比12.03%。

2025年1—10月发行的债券(不含资产支持证券)合计3022.15亿元,同比小幅下降2.89%,仍以期限以1年为主,占比53.69%,其中,超短期融资券占比很高。1~3年期限的债券占比33.99%,以中期票据(占1~3年期限的55.94%)和公司债(占1~3年期限的35.72%)为主,3年期以上债券规模合计372.10亿元,占全部发行规模12.31%。2025年1—10月发行的债券各期限分布同比变化不大。

考虑到租赁资产投放期限一般为3年,因此,融资租赁行业存在一定程度的资产负债久期不匹配状况。

从发行债券种类看,融资租赁企业以资产支持证

券、超短期融资债券为主要融资手段,其中,ABS发行规模最大。

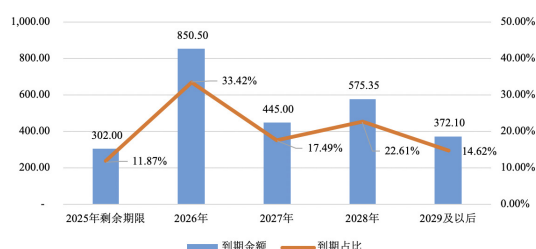
从发行的融资成本来看(见图8),融资租赁企业2024年发行的公司债票面利率整体同比出现显著下降,其中仅公司11的公司债票面利率有所增长,发行时点对票面利率有所影响,从2025年1—10月来看,公司债票面利率整体进一步下降。

2023年、2024年AAA级别主体票面利率低于AA+主体(见图9),从2025年1—10月发行的债券利率来看,AAA级别融资租赁企业发行的债券票面利率显著低于AA+级别融资租赁企业发行的同期限债券票面利率,主体级别对融资成本具有显著影响。2024年,不同级别主体的融资成本均有所下降且下降幅度很大,由于AAA级别主体融资成本已经处于较低水平,因此降幅较AA+主体小,不同级别之间的融资成本利差有所缩窄。

## 五、展望

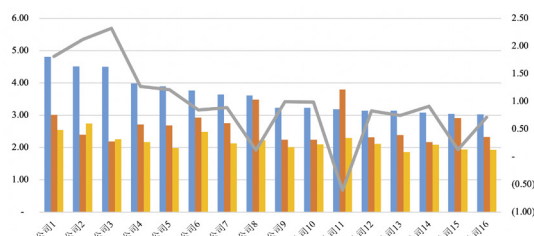
未来,融资租赁企业仍将面临债务规模较大、盈利能力承压等挑战,但是考虑到融资租赁企业的规模及营业收入增长、资本实力持续增加、杠杆水平适中、资产质量较好等因素,在趋严的监管环境下,预计未来一年内融资租赁行业信用风险将保持稳定。

图7 融资租赁行业债券到期分布情况(单位:亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图8 样本融资租赁企业的公司债融资成本变化情况(单位: %)



注: 图表融资租赁公司为2023年、2024年以及2025年1—10月均发行过一般公司债的融资租赁企业, 融资成本为加权平均利率  
资料来源: Wind, 联合资信整理



短期来看,融资租赁行业仍将面临流动性压力、盈利能力承压等问题。融资租赁企业往往通过筹资活动的资金支撑租赁资产投放,且存在一定程度的资产负债久期不匹配状况,随着业务规模的增长,融资租赁行业的债务规模持续增长,预计未来债务规模较大且短期债务占比较高的情况仍将持续,需要关注融资租赁企业债务集中兑付导致的流动性压力。另外,融资租赁行业各项减值之和规模较大,对融资租赁行业的盈利能力产生较大压力,同时,投资收益会出现较大波动,进而影响了租赁企业的盈利稳定性。

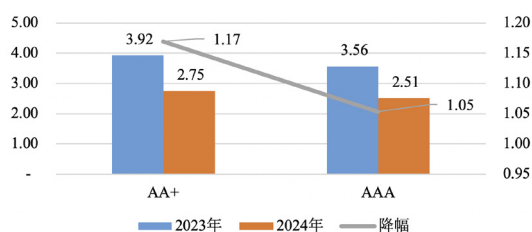
长期来看,随着融资租赁行业的内生性增长、股东支持、不良率下降、监管政策逐渐细化等,融资租赁

行业将稳定发展。一方面,融资租赁行业内生性增长较好,2022—2024年,样本融资租赁企业平均营业收入实现持续增长,2025年前三季度样本融资租赁企业平均营业收入实现同比增长且增速有所提升,另一方面,随着股东持续投入资本金,预计融资租赁企业的资本实力未来仍将保持增长,融资租赁企业的杠杆倍数亦随之下降,未来将保持在适中水平。另外,从资产质量来看,预计融资租赁企业的不良率将保持在较低水平,资产质量保持较好水平。受益于市场利率的整体下行,未来,融资租赁企业融资成本预计将进一步下行。综合影响下,预计未来部分融资租赁企业的主体级别将得到提升。最后,融资租赁公司业务转型是大势所趋,虽然面临业务规模下降的转型风险,但若转型成功,融资租赁公司业务结构将更加合理,实现企业良性发展,最终提升自身信用水平。

政策方面,各地方金融监管局仍将严格监管,同时,鼓励融资租赁公司服务实体经济,过去“类信贷”的简单模式将难以为继,未来,预计监管政策将进一步放松芯片、航天、船舶等硬科技、关键领域等方面的租赁集中度,并进一步鼓励相关领域的“融物”业务。

综上,预计未来一年内融资租赁行业信用风险将保持稳定。■

图9 融资租赁公司利差变动情况 (单位: %)



注: 票面利率为各级别主体发行的公司债加权平均利率  
资料来源: Wind, 联合资信整理

# 新一轮上升周期下面板行业信用风险研究

文 | 联合资信 侯珍珍

## 一、面板行业周期及影响信用风险重点因素

### 面板行业周期

自2012年起，面板行业在供需关系、技术迭代等因素的驱动下经历了三轮完整的周期，2023年起由强周期向弱周期过渡，2024年至今，面板行业开启了第四轮的上行周期。

面板行业具有强周期性特征，复盘面板行业周期，供需变化、技术迭代、竞争格局变化贯穿面板行业发展始终。在每轮周期上升阶段，面板行业供需关系和企业业绩均得到改善；在下行阶段，面板供给过剩，价格下跌，企业亏损数量增加（见表1）。

#### 第一轮周期（2012—2016年）

2012年起，LCD面板凭借成本优势彻底取代PDP面板（等离子显示面板）市场空间，消费电子（手机、PC）等中小尺寸终端产品兴起，对LCD面板需求稳步

扩张，需求支撑行业景气度开始上行。2014年9月—2015年6月，韩国、中国台湾头部企业产能输出稳定，中国大陆厂商如京东方、中电熊猫等加速建设LCD8.5代生产线，但仅少数产线投产，因此整个行业产能扩张节奏温和，LCD面板供需基本达到平衡，价格开始上行。2015年7月—2016年8月，中国大陆多家企业LCD8.5代生产线集中投产，行业产能大幅增长，供给过剩，面板价格承压下行。2012—2014年行业盈利情况稳定；2015—2016年韩企及中国台湾部分企业盈利下滑，京东方、TCL华星等中国大陆企业凭借产业链及产品结构优势，盈利处于行业前列。

#### 第二轮周期（2016—2019年）

2016年9月—2017年11月，液晶电视大尺寸趋势带动了全球面板需求增长，智能手机面板出货量也持续增长，手机用OLED面板需求更是强劲。同时由于韩国企业收缩LCD面板产能转向OLED，行业实现了供需

表1 面板行业周期情况

| 周期    | 阶段   | 时间                | 周期特征                                                      |
|-------|------|-------------------|-----------------------------------------------------------|
| 第一轮周期 | 上行阶段 | 2014年9月—2015年6月   | LCD面板需求增长，行业景气度上行，面板企业满产满销，面板价格上涨。                        |
|       | 下行阶段 | 2015年7月—2016年8月   | LCD8.5代生产线集中投产，行业产能大幅增长，供给过剩，面板价格承压下行                     |
| 第二轮周期 | 上行阶段 | 2016年9月—2017年11月  | 大尺寸液晶电视、手机用OLED屏幕需求增长，韩国企业收缩LCD产能，行业实现了供需平衡，面板价格上涨。       |
|       | 下行阶段 | 2017年12月—2019年12月 | LCD10.5代生产线集中投产，供给过剩，面板价格下跌。                              |
| 第三轮周期 | 上行阶段 | 2020年4月—2021年7月   | 疫情催生的“宅经济”使得显示器、笔记本等终端需求爆发，韩企加速退出LCD产能，面板价格上升。            |
|       | 下行阶段 | 2021年8月—2022年10月  | “宅经济”效应断崖式消退，供给过剩，面板价格暴跌。                                 |
|       | 调整阶段 | 2022年11月—2023年底   | 面板厂商控产降低库存，面板价格低位调整，2023年3月起，面板价格开始恢复上涨。                  |
| 第四轮周期 | 上行阶段 | 2024年至今           | 以旧换新政策激活终端需求，车载、平板等中尺寸OLED应用需求持续释放，面板厂商控产，面板价格在供需平衡下保持稳定。 |

数据来源：公开资料，联合资信整理

平衡，景气度开始上行，面板价格上升。2017年12月—2019年12月，消费电子终端需求增长乏力，而中国大陆企业开启新一轮的扩张，京东方、TCL华星及日本夏普公司等多条高世代LCD（10.5代线）生产线集中投产，全球面板产能大幅增长，行业供需平衡被打破，陷入供给过剩困境，行业转入下行周期，面板价格下降。2016—2017年面板企业业绩亮眼；2019年行业利润大幅下滑，京东方利润骤降，但仍然盈利，群创、友达由盈转亏，三星、LG的LCD业务持续亏损，坚定其退出LCD领域的决心。

### 第三轮周期（2020—2023年）

2020—2021年，由疫情催生的宅经济使得显示器、笔记本等终端需求爆发，韩系厂商加速退出LCD领域，面板价格持续上涨，中国大陆企业京东方、TCL华星等企业趁机扩产，填补了韩企退出后的产能空缺。但从2021年下半年开始，随着宅经济效应消退，叠加全球通胀以及地缘政治因素，消费电子终端需求开始下降。同时因前期中国大陆厂商大规模扩产能集中释放，行业供给严重过剩，面板价格又开始大幅下跌。直至2023年2月，经过面板厂商一系列控产措施，LCD面板价格才从低谷爬升。2020—2021年行业盈利丰厚；2022年全行业业绩大幅下滑，多家企业亏损；2023年行业分化，京东方净利润大幅下降但亏损幅度收窄，维信诺、深天马等仍大幅亏损。

### 第四轮周期（2024年至今）

自2024年起，面板行业开启了第四轮的上行周期。国内以旧换新政策促消费激活了终端需求，中小尺寸显示领域需求复苏，车载、平板等中尺寸OLED应用需求持续释放，折叠屏等高端手机需求推动柔性OLED需求增长。从竞争格局看，大陆厂商占据全球LCD产能75%以上，京东方和TCL华星份额合计超50%，主导行业供需与价格；头部面板厂商调整稼动率、延长假期等控产方式稳住供给，面板行业实现价格稳步回升。

## 影响面板行业信用风险的核心因素

结合2012年至今面板行业四轮周期的演变规律可以看出，供需情况、技术迭代、市场竞争和企业财务风险是衡量面板企业信用风险的核心因素。

### 供需情况

供需变化会导致面板价格波动，决定了企业的营收与现金流，进而影响偿债能力，是信用风险的首要来源。在上行周期，如2020—2021年宅经济带动下，面板需求爆发且供给处于紧平衡，各类面板价格持续上涨，企业营收和净利润大幅增长，盈利丰厚使其偿债能力增强，行业信用风险处于低位。而到了下行周期，此前扩产释放的产能会形成供给过剩，如2022年因宅经济退潮，面板供给过剩问题凸显，面板价格大幅下跌甚至逼近成本线。此时企业盈利急剧收缩甚至亏损，资金回笼困难，不仅难以偿还银行贷款等债务，还可能因现金流紧张拖欠上游供应商货款，信用风险大幅攀升。

### 技术迭代

技术迭代有利于生产成本下降和生产效率提升，也会使旧技术生产线加速淘汰，从而促使行业竞争格局发生变迁，加剧企业经营压力与信用分化。面板行业技术迭代速度快，每轮技术迭代都需要企业不断投入大量资金进行技术研发和设备更新，以保持竞争力。若企业未能跟上技术趋势，存量产能可能快速“过时”，如PDP面板被LCD替代，相关企业直接退出市场；2016年后韩企收缩LCD转向OLED，而固守LCD且未布局OLED的企业（如部分中国台湾中小厂商）在后续周期中盈利持续承压。同时，技术转型需大额研发与资本开支，若企业研发能力不足或资金链紧张，无法跟上技术迭代，将面临产品滞销、产能闲置，进一步推升信用风险。

### 市场竞争

行业竞争格局重构会引发市场份额争夺风险，上行周期时，市场需求旺盛，行业内多数企业都能盈利，竞争压力较小，中小厂商也可凭借产能获得稳定收益，

信用风险整体可控。但下行周期中,市场份额争夺白热化,头部企业通过规模优势和成本控制挤压中小厂商生存空间。例如2020—2023年周期内,韩企退出LCD领域后,大陆头部厂商持续扩产,中国台湾企业群创因价格策略调整流失客户,出货量大幅下滑,经营压力下其偿债能力减弱,信用风险高于头部企业。

### 财务杠杆、盈利水平

面板行业是典型的资本密集型行业,建设一条高世代产线通常需要投资超数百亿元,企业扩产高度依赖债务融资,因此财务风险也是面板行业的重要风险因素之一。在上行周期,企业为抢占市场份额会大举扩产,多通过银行贷款、发行债券等方式融资,这会显著推高企业的资产负债率和财务杠杆。此阶段行业供需情况良好,企业毛利率较高,盈利能力和偿债能力同步增强,信用风险处于较低水平。若行业进入下行周期,面板需求下降引发产能利用率下滑(如2022年全球LCD面板产能利用率跌破70%),盈利空间持续收窄,叠加高额债务本息偿付压力,将进一步加剧企业现金流紧张,增加信用风险。另外,面板企业产线建设回收期长,若债务期限过于短期化,会引起“短债长投”的期限错配,在周期下行期易引发流动性风险。

## 二、本轮上行周期(2024年至今)信用风险因素变化情况

### 供需情况

在本轮上升周期中,消费电子终端产品需求升级及国家以旧换新政策共同驱动面板需求增长。面板供需整体处于紧平衡状态。低端面板产能维持稳定,高端面板呈现产能快速扩张以追赶高端产品增长需求的状态。面板价格在供需博弈下基本保持稳定。

2024年至今,面板行业需求增长主要受消费电子终端产品需求升级及国家以旧换新政策驱动。根据中商产业研究院发布的《2025—2030全球及中国显示

面板市场现状研究分析与发展前景预测报告》显示,2024年全球显示面板市场规模达到1.3万亿元,较上年增长9.41%。预测2025年全球显示面板市场规模将达到1.4万亿元。

电视机大屏化是近几年全球电视市场的确定性发展趋势,2024年全球LCD电视面板平均尺寸已达51.4英寸,较上年增加了1.4英寸,全球电视市场出货量同比增长2%。此外,大屏化和Mini-LED技术相互协同,Mini-LED技术能够更好的支撑大屏幕画面,2024年Mini-LED电视销量达556.3万台,同比增长490.6%。2024年全球平板电脑呈现出稳健复苏态势,出货量同比增长9.2%。另外,全球显示器市场品牌整机出货量同比增长1.5%,其中拥有高刷新率、高分辨率性能电竞显示器面板需求量同比增长12%。2024年全球智能手机显示面板出货量同比增长7%,OLED显示面板已广泛用于智能手机,OLED智能手机出货量为7.84亿台,同比增长26%,市场份额占比提升至51%。

2024年1月,工信部等7部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》明确要加快量子点显示、全息显示等技术研究,突破Micro—LED、激光、印刷等核心显示技术并实现规模化应用,还提出要推动这些技术在智能终端、智能网联汽车等多场景快速推广,为面板行业技术升级划定了重点方向。

2025年1月,国家发展改革委、财政部印发《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》及《手机、平板、智能手表(手环)购新补贴实施方案》,“两新”政策补贴范围进一步扩大,将手机、平板、智能手表(手环)纳入补贴范围,对消费电子终端的补贴力度进一步加强。消费品以旧换新补贴方面,实施手机等数码产品购新补贴,享受以旧换新补贴的家电产品也由2024年的8类增加到12类,单件最高可享受销售价格20%的补贴。个人消费者购买手机、平板电脑、智能手表(手环)3类数码产品,单件销售价格不超过6000元,可享受购新补贴(见表2)。

从供需情况看，低端面板产能维持稳定，高端面板呈现产能快速扩张态势，以追赶高端产品增长需求。在本轮上升周期中，2024—2025年，全球TFT-LCD和AMOLED面板合计产能持续增长，其中AMOLED面板产能占比约10~15%。大量产能集中于标准分辨率、60Hz刷新率的中低端TV面板，高端面板产能占比相对较少。对于大尺寸高端电视面板，厂商采取“按需生产策略”；在IT产品等中尺寸领域，因换机需求和AI技术赋能，高端IT面板供应短缺；车载等新型显示领域面板需求旺盛，供需相对紧平衡。在此情况下，各大厂商纷纷布局高世代面板生产线以生产高端面板。目前全球OLED8.6代生产线在建项目共计4条，规划投产时间为2026—2028年，产品定位中尺寸IT高端面板赛道。从行业供需情况演变趋势看，预计未来1~3年内（即2026—2028年投产周期内），随着新建产能逐步释放与市场需求稳步增长形成匹配，高端面板市场将实现供需平衡；而2028年之后，若新增产能持续落地且需求增长不及预期，高端面板领域或将面临产能过剩的风险。

2024年至今，面板价格在供需博弈下基本保持稳定。在本轮上升周期，国家“两新”政策扩围刺激了终端产品（手机、平板电脑）等终端销量，而面板厂商利用岁休、调整稼动率等方式控制产能，需求复苏和产能控制使得面板供需达到平衡，共同支撑了面板价格。根据CINNO Research预测，2025年11月面板价

格将开启普降通道，第四季度是面板企业冲业绩的关键期，行业控产节奏难以统一，平均稼动率预计维持在80%左右，供需博弈下，50寸至85寸等主流尺寸面板价格预计下滑2美元，超大尺寸面板跌幅将更显著，这一拐点是短期需求回落与供给调控不充分共同导致的阶段性调整。

技术迭代

当前全球显示面板市场呈现技术路线多元化发展。LCD技术凭借成本优势和稳定的性能，在中低端电视、入门级手机等成本敏感型领域占有主导地位。OLED技术凭借显示效果好、轻薄、能弯折等优势，在手机、IT产品的中高端领域市场份额持续提升。Mini-LED技术同时兼具寿命长、成本低优势，填补了普通LCD与高端OLED之间的市场空白，成为大众消费者高性价比选择。Micro LED技术受制于高成本及技术瓶颈，尚未实现商业化（见表3）。

显示面板按技术路线可以分为几大类：LCD（液晶显示，主要为TFT-LCD）、OLED（有机发光半导体显示，主要为AMOLED），Mini-LED（LCD背光升级）及Micro LED。

TFT-LCD技术作为当前最成熟的显示技术，在电视、显示器及平板电脑等大尺寸与中尺寸产品领域仍占据主导地位，凭借成本优势和稳定的性能，保持着较高的市场份额，2024年市场规模占比为56.25%。TFT-

表2 2024年以来面板行业政策情况

| 发布时间       | 行业政策                                | 发布部门        | 政策目标                                                    |
|------------|-------------------------------------|-------------|---------------------------------------------------------|
| 2024年1月    | 《关于推动未来产业创新发展的实施意见》                 | 工信部等7部门     | 推动量子点显示、全息显示等技术研究，突破Micro LED、激光、印刷等核心显示技术并实现规模化应用。     |
| 2024年3月    | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》             | 国务院         | 将家电以旧换新作为重点内容，提出支持企业开展以旧换新促销，鼓励地方对绿色智能家电给予补贴，为全年政策定下基调。 |
| 2025年1月5日  | 《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》 | 国家发展改革委、财政部 | 落实“两新”政策，补贴范围进一步扩大，力度进一步加强。扩大有效投资、提振消费需求、促进产业升级、支撑绿色转型  |
| 2025年1月13日 | 《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》            | 商务部等5部门     | 提振数码产品消费，拉动内需，激发产业链活力，推动产业升级与高质量发展                      |

数据来源：公开资料，联合资信整理

LCD技术在中低端电视、入门级手机、监控设备、成本敏感型商显等领域仍具备不可替代性，虽在高端显示市场受到OLED的挤压，但依托入门级消费电子、主流电视等场景的稳定需求，当前在整体显示面板市场份额仍超50%，且短期内这一格局难以大幅改变。

OLED技术具备自发光、高对比度、柔性等特性，更倾向于应用在高端智能手机、折叠屏手机、高端笔记本电脑及车载显示等产品上。尽管技术优势突出，但受限于成本与产能，目前整体市场份额相对较少，2024年市场规模占比14.51%。2025年，手机用OLED面板首次超过LCD面板，同时OLED面板在中尺寸IT面板（笔记本电脑、平板电脑）市场对需求也日益攀升。

Mini-LED作为高画质与高性价比的均衡方案，填补了普通LCD与高端OLED之间的市场空白，Mini-LED技术本质是基于LCD的背光升级方案，经过技术的不断迭代，如今Mini-LED的画质表现已经不逊色于OLED。通过精细化的背光控制提升显示对比度与清晰度，主要与大尺寸产品（如大尺寸电视、高端显示器）协同，满足用户对高画质的需求。更重要的是，Mini-LED显示技术较OLED使用寿命长、成本低，更容易受到大众消费者的欢迎。2025年，Mini LED电视出货量首次超过了OLED电视出货量，现阶段Mini LED技术成本是OLED一半左右，随着技术继续迭代，

未来成本会进一步降低。

Micro LED属于新一代自发光技术，拥有高亮度、长寿命、快响应等优势，但目前受限于技术成熟度、量产难度及高成本，实际商用场景较少，尚未大规模普及。

市场竞争

在本轮上升周期中，面板行业主要由韩国、中国两个国家的企业主导，竞争格局基本稳定，集中度很高。中国企业在LCD领域拥有话语权，韩国厂商在OLED领域凭借先发技术优势和专利壁垒仍占据主导地位，Mini-LED技术领域，中韩企业在产业链的不同环节集中度和竞争态势均存在差异。

在LCD领域，2024年中国大陆产能占全球产能72.7%，中国台湾产能约占20%。京东方、TCL华星、惠科合计拥有12条G8.5+代LCD面板生产线，主导了大尺寸面板的供应。受制于工厂成本压力和利润挑战，低世代的LCD产线加速出清，中尾部面板企业不断被收购整合，行业集中度持续提升，强者恒强。2025年前三季度，京东方、TCL华星保持了“双巨头”格局，两者合计占据全球LCD面板市场超50%份额。

在OLED等高阶技术领域，韩国厂商凭借先发技术优势和专利壁垒目前仍占据主导地位，2024年韩国

表3 面板行业技术路线优势和劣势表现

| 技术路线                  | 优势                                               | 劣势                                                           | 主要应用场景                                               |
|-----------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| LCD                   | 技术与生产体系成熟，使用寿命长。制造成本极低。                          | 机身较厚，对比度低，暗场细节表现差，易出现边缘漏光，高速运动画面易出现拖影。技术创新空间有限。              | 适合监控、地铁广告屏等长期显示静态内容的场景，车载显示、中低端电视等对成本敏感领域以及超大屏LCD电视。 |
| OLED                  | 超高对比度，暗场层次感极强，响应速度达微秒级。结构轻薄且支持柔性折叠。              | 有机材料易老化，有烧屏风险，显示大面积高亮画面时会触发自动降亮度机制。大尺寸面板制造工艺复杂，良率低，成本远高于LCD。 | 折叠手机、高端穿戴设备等对柔性显示需求高的场景。                             |
| Mini-LED<br>(LCD背光升级) | 对比度接近OLED，成本低于OLED和Micro LED，同尺寸产品价格仅为OLED的一半左右。 | 背光技术易产生光晕问题，影响暗场观看体验。高端芯片、驱动IC部分依赖进口，国产替代率不足30%              | 高端大屏电视、电竞显示器、车载等消费与商用领域。                             |
| Micro LED             | 寿命可达10万小时以上，对比度与OLED相当，响应速度为纳秒级。支持模块化拼接，可定制任意尺寸。 | 巨量转移技术难度大，良率低。生产成本极高（65英寸产品价格超百万元），产业链未成熟。                   | 高端电竞、AR/VR、车载HUD等场景，超大屏商用显示和小型微显设备。                  |

数据来源：公开资料，联合资信整理

厂商占据全球AMOLED面板一半以上的产能,中国大陆占AMOLED全球产能38.0%。韩国OLED面板企业在材料和工艺成熟度上部分领域具有相对优势,并在大尺寸OLED面板上面出货量较多。中国企业在OLED领域正逐步实现技术突破,但与三星市场份额相比仍有一定差距。

在Mini-LED技术领域,中韩企业互相角逐,产业链不同环节集中度和竞争态势差异显著。2021年,三星、LG等韩国品牌主导全球高端Mini-LED电视市场。但到2024年第四季度, LG被海信、TCL等中国品牌逐步赶超, 2025年第一季度, 三星以28%的市场份额位列第一, 海信和TCL以19%、20%的份额跃居前三, LG以16%的份额排在第四。另外, 中国企业通过绑定终端品牌、优化供应链管理, 通过性价比优势在Mini-LED产业链上游实现差异化突围。比如华灿光电(京东方控股子公司)、三安光电在Mini-LED芯片领域有所突破, 通过不断微缩芯片尺寸, 提升良率, 降低成本, 成为京东方、TCL、三星等终端巨头的核心供应商, 2024年合计占据全球MiniLED芯片市场超过60%的份额。

### 财务杠杆及盈利水平

在本轮上行周期中, 面板企业财务杠杆仍处于较高水平, 头部企业全部债务资本化比率在50%左右, 中尾部企业超过60%。面板企业通过控产稳价盈利情况改善, 但毛利率仍处于较低水平, 头部企业毛利率在13%~16%之间, 尾部企业毛利率低于7%, 甚至为负。

面板行业单条高世代产线投资达几百亿元, 企业普遍依赖债务融资(银行借款、发债)支撑扩产与技术迭代, 高资产负债率易引发偿债压力。但在本轮上行周期, 从样本企业财务杠杆情况看, 截至2025年6月底, 样本企业全部债务资本化比率中位值51.13%, 较上年底基本持平, 但仍处于近五年中的较高水平。

京东方、深天马全部债务资本化比率在50%左

右, 债务水平较高, 主要因前期产线建设投入较多, 随着产能折旧进入尾声, 叠加盈利改善带来的现金流增长, 财务杠杆有下降趋势。华映科技、维信诺、和辉光电全部债务资本化比率均超过60%。华映科技受历史遗留债务问题及市场竞争激烈导致产能利用率不足等影响陷入了“高负债低盈利”的恶性循环; 维信诺近几年持续亏损, 同时投资的新生产线尚未转化为盈利, 债务负担重; 和辉光电债务规模持续攀升。彩虹光电和龙腾光电因近年来未新建产能财务杠杆保持在较低水平。

在本轮上行周期, 面板企业通过控产稳价, 面板行业盈利情况有所好转。从净利润看, 2025年上半年, 8家中国大陆面板企业(含TCL华星)中有4家面板企业实现盈利, 较上年同期增加1家。

从毛利率水平看, 2025年上半年, 京东方、深天马、彩虹股份毛利率最高, 在13%~16%之间, 这三家企业依靠产品多元化布局及规模效应优势维持了高毛利。龙腾光电、维信诺、华映科技、和辉光电毛利率均低于7%, 甚至为负, 这几家企业产品受市场竞争、对客户议价能力弱影响, 盈利空间被挤压(见表4)。

另外, 三星、京东方、TCL华星、维信诺4家企业正加速布局OLED8.6代线, 预计投产时间为2026—2028年。OLED8.6代线相较于6代线单平米成本可以降低35%~40%。短期内, 这些企业新生产线研发投入较高, 而且前期折旧和摊销压力较大, 会对其盈利数据形成一定拖累。但高世代产线规模化生产后, 将快速抢占中尾部企业高端客户资源, 其成本优势也会传导至低端市场并引发价格战。届时未布局新生产线的企业为维持出货只能被迫降价, 盈利空间将被继续压缩。

## 三、本轮上行周期面板行业信用风险总结及展望

(一) 消费电子高端化需求是本轮面板行业上行

的中长期核心驱动，但国补政策延续的不确定性可能带来需求波动风险。消费电子高端化需求增长及国补政策驱动了本轮上行周期。消费电子高端化需求已成为中长期确定的发展趋势，但国补政策延续时间存在一定不确定性，若未来国补政策突然结束或力度大幅减弱，可能导致面板需求下降。

(二) 在本轮上行周期，低端面板产能稳定而高端面板产能快速扩张，2026—2028年高端面板有望实现供需平衡，2028年后若供需错配则可能面临产能过剩风险。从供需情况看，低端面板产能维持稳定，高端面板呈现产能快速扩张态势，以追赶高端产品增长需求。在本轮上升周期中，各大厂商纷纷布局高世代面板生产线以生产高端面板。目前全球OLED8.6代生产线在建项目规划投产时间为2026—2028年，从行业供需情况演变趋势看，预计未来1~3年内（即2026—2028年投产周期内），随着新建产能逐步释放与市场需求稳步增长形成匹配，高端面板市场将实现供需平衡；而2028年之后，若新增产能持续落地且需求增长不及预期，高端面板领域或将面临产能过剩的风险。

(三) 面板行业将长期呈现多技术并行格局，LCD稳固主流地位，OLED向中高端渗透，Mini-LED填补细分高端市场空白，Micro LED因技术瓶颈短期难成主流。LCD面板凭借成熟技术工艺和低

成本，中长期仍是主流技术。OLED技术凭借显示效果好、轻薄、能弯折等优势，在手机、IT产品的中高端领域市场份额持续提升。Mini-LED技术作为LCD的升级方案，虽无法替代OLED和LCD，但会在细分高端场景成为主流补充技术。作为新一代自发光技术，Micro LED具备高亮度、长寿命、快响应等极致优势，但受限于技术成熟度不足、量产难度大及高成本等问题，目前商用场景极少，尚未实现大规模普及，短期内难以成为市场主流。

(四) 在本轮上行周期，中国企业垄断LCD市场且集中度持续提升，OLED领域2026—2028年将迎来中韩高世代产线对决。韩国厂商基本已完全退出LCD领域，将资源转向OLED等高端技术，而京东方、TCL华星等中国企业在LCD持续占主导地位。同时LCD中小产能持续淘汰，头部企业出货占比还将提升，未来控产稳价将成常态，进一步巩固垄断地位，LCD领域集中度将持续提升。2026—2028年将成为中韩企业8.6代OLED产线量产对决的关键年，随着产能释放，中国企业在OLED市场份额有望进一步逼近韩国企业。中国在Mini-LED产业链的优势贯穿上下游，从芯片、外延到背光板、控制芯片的供应链均快速发展，再加上TCL、海信等终端品牌的强力推广，未来中国企业将在高端显示器、大尺寸电视等Mini-LED核心应用场景

表4 2021—2024年及2025年1—6月样本企业毛利率

| 证券简称 | 2021年   | 2022年   | 2023年   | 2024年   | 2025年1—6月 |
|------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 深天马  | 17.72%  | 12.36%  | 6.16%   | 12.72%  | 14.86%    |
| 华映科技 | 11.25%  | -17.60% | -57.94% | -28.09% | -27.67%   |
| 京东方  | 28.41%  | 11.07%  | 11.98%  | 14.64%  | 13.87%    |
| 维信诺  | -3.99%  | -5.56%  | -36.67% | -8.78%  | -3.56%    |
| 彩虹股份 | 28.44%  | -22.87% | 14.40%  | 18.85%  | 15.74%    |
| 龙腾光电 | 27.89%  | 18.48%  | 6.54%   | 6.65%   | 6.68%     |
| 和辉光电 | -13.09% | -24.28% | -78.41% | -30.89% | -20.67%   |

数据来源：公开资料，联合资信整理

将持续扩大领先优势。

(五) 财务杠杆呈分化态势, 头部企业随产能折旧完成和现金流改善将稳步降杠杆, 中尾部企业除少数细分赛道优势企业外, 多数杠杆高企且风险加剧。头部企业当前高杠杆多源于此前产线建设投入, 而未来随着产能折旧进入尾声, 叠加盈利改善带来的现金流增长, 财务杠杆将稳步下行。中尾部企业杠杆分化, 少数聚焦车载显示等细分赛道且具备技术优势的企业, 可能借助市场需求增长实现盈利回暖, 通过经营现金流偿还部分债务, 杠杆率小幅下降; 多数缺乏核心竞争力的中尾部企业, 因面临头部挤压, 产能利用率不足, 且无足够资金投入技术升级, 不仅难以降低现有债务, 还可能为维持运营被迫继续举债。

(六) 盈利水平头部集中趋势显著, 头部企业受益于产线折旧完成、技术迭代及控价策略盈利持续提升, 中尾部企业受挤压盈利低迷, 部分企业或遭淘汰。

对于头部企业, 2025年LCD8.5代产线折旧基本完成, 2026年起10.5代产线折旧结束, 大尺寸面板成本优势凸显, 加上LCD面板控产稳定价格策略常态化, 预计未来1~2年大尺寸面板价格将维持稳定, LCD面板毛利率有望提升。2026—2028年为OLED高世代线集中投产期, OLED8.6代线相较于6代线单平米成本可以降低35%~40%, OLED技术迭代将使材料成本下降以及良率提升, 将进一步扩大盈利空间。对于中尾部企业, 行业集中度提升将进一步挤压中尾部企业的生存空间, 中尾部企业盈利水平难有大幅改善。多数企业因技术和规模劣势, 只能聚焦低毛利的标准LCD产品, 毛利率大概率维持在7%以下。而那些技术迭代滞后、无法切入增量赛道的企业, 不仅难以扭转亏损局面, 还可能因供需失衡和成本高企, 出现毛利率持续为负的情况。随着行业竞争加剧, 这类企业最终可能被整合或退出市场, 行业盈利向头部集中的趋势会更加明显。



# 电解液：“一超两强”格局的稳固与挑战

文|联合资信 王佳晨子

## 一、行业概况

电解液行业位于新能源产业链中游，上游为锂盐、有机溶剂，下游为电芯企业。行业当前处于去库存后的再扩张初期。与其他锂电材料（正极、负极、隔膜、电芯）相比，电解液行业进入壁垒较低。

电解液为锂电池的关键组成部分，主要负责离子传导，其成本约占锂电池制造成本的10~20%。电解液主要成份为锂盐、有机溶剂和添加剂。其中，主流锂盐为六氟磷酸锂（LiPF<sub>6</sub>），主流溶剂为碳酸酯类溶剂，主流添加剂为碳酸亚乙烯酯。2022—2024年，得益于下游锂电池需求增长，电解液全球出货量持续增长，其中中国企业出货量占比持续提升，至2024年已超过90%。然而，由于电解液价格的显著下滑，全球市场的销售规模在此期间呈现收缩态势（见表1）。

电解液行业位于新能源产业链中游，上游为锂盐、有机溶剂，下游为电芯企业。与其他锂电材料（正极、负极、隔膜、电芯）相比，电解液行业进入壁垒较低。电解液行业的核心壁垒在于配方专利，但其研发投入相对较低（研发费用率普遍低于4%），新进入者可通过模仿或合作快速掌握技术。电解液生产工艺简单，本

质是将锂盐、有机溶剂、添加剂按配方比例在反应釜中物理混合过程，不涉及复杂化学变化。核心设备（反应釜、过滤装置）投资强度低，且部分产能可转产其他化工产品，降低了规模壁垒和退出难度。

电解液制造成本中原材料约占75%。原材料成本中，锂盐、有机溶剂和添加剂分别约占电解液成本的50~60%、25~30%、10~20%。近年来，主要原材料价格因产能结构性过剩而持续下行，单一电解液企业难以影响市场价格，多为市场价格的接受者（见图1）。

产能方面，2022—2024年，电解液产能扩张速度

图1 2022—2025年12月电解液主要原材料价格变化



资料来源：Wind

表1 电解液市场规模变化

| 年份    | 全球出货量 (万吨) | 中国出货量 (万吨) | 中国占全球比重 | 全球市场规模 (亿元) |
|-------|------------|------------|---------|-------------|
| 2022年 | 104.3      | 89.1       | 85.4%   | 824.8       |
| 2023年 | 131.2      | 113.8      | 86.7%   | 522.1       |
| 2024年 | 166.2      | 152.7      | >90%    | 409.8       |

资料来源：EVtank

高于市场需求增速,导致行业出现结构性产能过剩。根据隆众资讯数据,2024年中国电解液产能超过500万吨,但行业平均产能利用率在25~35%之间。下游客户中锂电池厂或整车厂相对强势,使得电解液企业议价能力弱,应收账款账期普遍较长。受此影响,电解液价格2022—2024年持续下降,2025年以来维持在2万元/吨以下的低位,至年底有所回升(见图2)。

受产品价格下降、下游账期延长影响,行业内企业盈利情况承压,应收账款周转变慢。2022—2024年,代表性电解液企业合计营业总收入、净利润、销售毛利率及净资产收益率均持续下降;同时,应收账款周转率持续恶化,由3.02次上升至5.11次,反映出电解液企业回款效率降低,资金压力增大的窘境(见图3)。

## 二、竞争格局

成本控制能力是当前电解液行业竞争的核心。中国电解液企业在全球市场中占主导地位,国内市场集中度较高。电解液第一梯队企业普遍通过产业链一体化构建竞争优势,但路径各有侧重,呈“一超两强”格局。第二梯队企业通常专注于某细分领域,电解液业务常为化工主业延伸,但普遍面临特定结构性风险。

中国电解液企业在全球市场中占有主导地位,

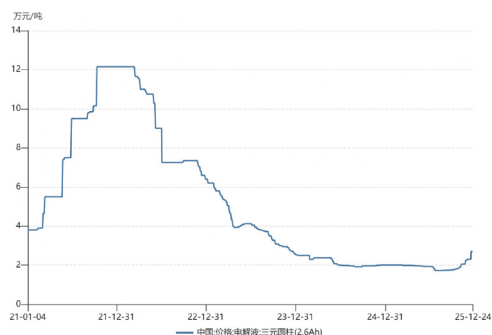
2024年出货量占全球比重超过90%;剩余市场份额主要由日本三菱化学、宇部兴产、韩国Enchem、Soulbrain、LG化学等公司占据。

中国电解液企业优势体现在产能、技术与成本三方面。截至2024年底,中国已形成超过500万吨产能,产能规模全球领先,并在配方优化与添加剂研发上积累了丰富经验。目前电解液原材料中,基础溶剂和常规添加剂已基本实现国产化,六氟磷酸锂主流产品也实现了国产替代,但高端锂盐、高端特种溶剂以及核心的配方专利添加剂等领域,对外依存度仍然较高。成本方面,中国企业依托国内丰富的锂盐资源和完善的化工产业链,具备明显成本优势,能快速响应市场需求。

然而,严重的产能过剩导致行业竞争异常激烈。根据EVtank数据计算,2024年,电解液行业国内产能利用率不足30%。由于生产工艺相对简单,头部企业难以通过技术代差建立绝对壁垒,竞争焦点高度集中于成本控制。

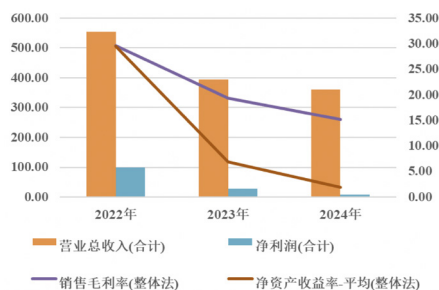
国内电解液市场呈现显著集中趋势,呈“一超两强”格局。第一梯队为天赐材料、比亚迪和新宙邦,合计市场占有率约为60%(见图4)。其中,天赐材料作为全球电解液龙头,其核心竞争力在于成本控制和技术积累,具备较为完整的电解液产业链“硫酸→氢氟酸→六氟磷酸锂→电解液”,并横向拓展至磷酸铁锂正

图2 2022—2025年12月中国三元圆柱(2.2Ah) 电解液价格变化



资料来源: Wind

图3 部分电解液公司2022—2024年盈利指标变化(单位: 亿元、%)



注: 样本公司包括天赐材料、新宙邦、瑞泰新材、石大胜华、永太科技、海科新源

资料来源: Wind

极材料; 比亚迪作为全球销量领先的整车厂, 比亚迪具备很强产业链地位优势, 对上游材料具备很强议价能力, 并对供应商进行很大规模资金占用; 新宙邦电解液业务核心竞争力主要来自于海外产能布局形成优质客户结构, 以及原材料自供带来的成本优势。

第二梯队包括瑞泰新材、昆仑新材、珠海赛纬、石大胜华、法恩莱特等公司, 出货量5~10万吨为主, 2024年整体市占率约20%, 通过技术创新、客户绑定及产业链延伸实现快速突围, 但各家面临独特的结构性挑战。根据EVTank及高工锂电 (GGII) 数据, 2025年上半年该梯队出货量合计约25万吨, 同比增长约40%, 预计全年将进一步蚕食第一梯队份额。瑞泰新材具备固态电池技术先发优势及全球化优势, 添加剂产品已批量应用与固态电池; 公司客户集中度高, 易受单一订单波动影响; 石大胜华为全球电解液溶剂龙头, 并依托溶剂业务延伸出电解液业务。得益于环氧丙烷溶剂业务, 公司电解液具备一定成本优势, 但其溶剂业务占比超60%, 易受化工原料价格波动拖累毛利率。珠海赛纬在钠离子电池电解液领域具备较早技术积累, 但钠电池商业化进程仍有较大不确定性。昆仑新材具备匈牙利产能, 对大客户宁德时代依赖大, 被认为研发费用投入不足, 于2024年5月

撤回IPO材料。法恩莱特

法恩莱特专注半固态电解质中试及钠电高压产品, 进入瑞浦兰钧、蜂巢能源供应链, 印尼10万吨/年项目推进中, 但多基地运营导致管理复杂度高; 威海财金作为新进入者, 依托母公司山东亘元添加剂龙头地位及宁德时代战略投资设立, 高度依赖宁德时代订单, 供应链绑定虽稳固却放大单一客户议价压力; 永太科技原为氟化工企业, 电解液业务占比仅40%, 客户中宁德时代及中创新航占比较高。总体而言, 第二梯队企业正以细分技术与客户生态构建差异化壁垒, 但需警惕各自特有风险以及对其维持增长韧性的威胁。

第三梯队为众市占率较低的众多中小型厂商, 年出货量在5万吨以下。随着行业集中度提升, 被出清风险较大。

### 三、主要企业运行情况

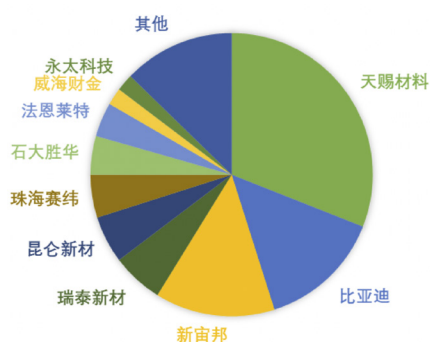
2024年, 电解液样本企业营业总收入有所下降, 收入实现质量降低, 资产负债率与短期偿债指标表现尚可。

本文选择了4家电解液上市公司作为样本, 分析电解液企业经营及财务情况, 分别为天赐材料、新宙邦、瑞泰新材、石大胜华。

从盈利能力看, 2024年, 受电解液行业竞争加剧影响, 样本企业利润总额与销售毛利率均有所下降; 新宙邦营业总收入有所上升, 主要得益于电子信息化学品业务收入增长, 其他样本企业营业总收入均有所下降。

从资产结构看, 截至2024年底, 样本企业资产结构较去年底变化不大, 应收款项占比普遍较高, 对营运资金存在一定占用; 固定资产占比较高, 未来可能有较大折旧压力; 存货占比较低, 反映了行业以销定产的特征。2024年, 天赐材料应收款项占比进一步上升; 石大胜华在建工程占比大幅下降, 主要系一系列产能建设与技改项目转固所致; 瑞泰新材现金类资产占比较高,

图4 2024年电解液市场占有率分布



资料来源: Wind



主要系其2022年首次公开发行股票，募集资金尚未使用完毕所致。

从经营现金流看，2024年，样本企业经营活动现金流净额普遍下降，主要系营业总收入与收入实现质量同时下降。天赐材料收入实现质量较差，但其被下游占款的同时也占用上游资金，经营活动现金仍保持净流入；得益于海外收入占比较高，新宙邦与瑞泰新材收入实现质量相对较好；石大胜华经营活动现金持续净流出，主要系收入下降的同时期间费用刚性所致。

从资本结构和短期偿债能力看，截至2024年底，除石大胜华外，样本企业资产负债率尚可，较上年底变化不大；天赐新材和新宙邦流动比率尚可，瑞泰新材流动比率较高；石大胜华资产负债率有所上升，主要系新增银行借款所致，流动资产对流动负债的保障程度较低。

#### 四、总结展望

未来，随着新能源汽车与储能产业的快速扩张，电解液发展呈现出多元化、结构性调整和技术迭代加速的趋势。

需求方面，未来几年，全球电动化进程和储能市场的爆发将继续支撑电解液需求保持增长，但增速将逐步从高速扩张转向结构性升级驱动。高镍三元、钠离子、硅碳负极等新技术的应用，将推动电解液向高电压、高安全性、宽温域方向升级，添加剂体系的复杂性和价值量将随之提升。欧洲、北美开始加速本地化供应链建设，推动电解液企业向海外产能布局。

供给方面，受海外市场政策影响，电解液企业扩建海外产能成为主流趋势。未来1~3年，海外布局领先的企业仍具备先发优势，但优势可能被追平。国内产能预计仍存在结构性过剩，但上游六氟磷酸锂价格回升，或预示过剩程度有所好转。高端电解液（如高电压、快充、低温产品）将成为竞争焦点与利润来源。

随着行业成熟度上升，竞争格局趋于分化。技术研发、质量管控、海外供货资质成为关键壁垒，能够进入国际一线电池厂供应链的企业将获得更大的市场份额。价格战、客户认证门槛提高以及海外壁垒使技术实力不足的企业更难维持盈利。新型添加剂研发、复配体系设计、安全性提升、高电压兼容等能力，将逐渐替代低成本扩产成为企业竞争的主方向。

固态电池的兴起为电解液行业带来结构性挑战。短期看，全固态电池尚未规模化应用，半固态电池反而催生对凝胶电解质、复合固液电解质的需求。中期看，随固态电池的逐步商业化，传统液态电解液的需求可能趋于平缓甚至下降，但新型固态界面电解液、固液共存体系将成为新的增长点。长期看，若全固态电池成熟，传统电解液需求将压缩，但行业中掌握核心添加剂、固态界面材料技术的企业仍能实现转型升级。 ▮

# 创新药企业的信用风险特征研究： 行业变革中的主体类别差异

文 | 联合资信 蒲雅修 王 玥

## 一、国内创新药的发展情况

### 创新药的定义

在中国，创新药是指含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，且具有临床价值的药品；在美国食品药品监督管理局的评审标准中，新分子实体和获得新生物制品许可的药物均属于创新药。

按照中国2007年出台的《药品注册管理办法》界定，新药是指未曾在中国境内上市销售的药品。2016年3月，国家药品监督管理局发布了《关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告》，将化药新药分为创新药和改良型新药，其中创新药是指含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，且具有临床价值的药品。2020年7月，国家药品监督管理局发布了《生物制品注册分类及申报资料要求》，将治疗用生物制品（生物药）分为创新型生物制品、改良型生物制品和境内或境外已上市生物制品。根据这两个文件以及当前国内创新药行业发展现状，可将1类、2类化学药和治疗用生物制品归为创新药（见表1）。

在美国食品药品监督管理局（FDA）的评审标准中，新分子实体（New Molecular Entity, NME）和获得新生物制品许可的药物（Biologic License Application, BLA）均属于创新药。

### 创新药市场的发展历程

自2015年以来，中国出台了多项政策，促进创新

药发展的同时进一步压缩了低技术门槛仿制药的市场空间，促使国内医药企业和研发单位积极参与创新制药。国内创新药发展初期主要采用fast-follow模式，形成了新药研发热门靶点“扎堆”、大适应症竞争激烈、各家企业的商业化投入快速增长、价格内卷等的竞争格局。截至目前，以上竞争模式仍未完全消退，但竞争格局逐步趋于理智，主要原因如下：

全球创新药领域一级市场融资总额于2021年冲高回落，2022年以来，国内创新药领域一级市场融资额呈下降趋势，“热钱”带来的盲目投资和内卷降温，市场逐步回归理性。从融资情况来看，根据医药魔方InvestGO®数据库的数据，2015—2021年，国内国外创新药领域一级市场融资额均呈上升趋势。受政策红利、公共卫生事件催生热钱涌入医疗赛道等多重因素影响，国内创新药领域一级市场融资额由2015年的31.9亿美元快速增长至2021年的270.5亿美元。2022年起，受全球经济环境波动以及利好因素逐步消化等因素影响，国内国外创新药领域一级市场融资热度下降，2022—2024年，国内创新药领域一级市场融资额由2022年的117.3亿美元下降至2024年的48亿美元（见图1）。

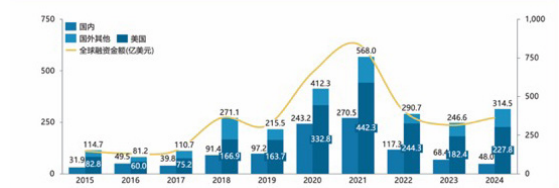
人口结构老龄化催生肿瘤等疾病的治疗需求，2024年以来国内创新药支付端改革有望带来创新药行业的新一轮发展。截至2024年底，中国65周岁以上人口已达2.2亿，较2023年底增长1.36%，人口老龄化趋势明显，人们对于肿瘤、自身免疫病等疾病的治疗

需求持续增长；与此同时，中国陆续出台了各项政策鼓励帮扶创新药行业发展。2024年7月，国务院常务会议审议通过的《全链条支持创新药发展实施方案》显示，国家不仅从研发端为创新药企业提供一定的资金支持、在审评审议实行流程优化和提速并推动国际互认试点，并且在支付端提出创新药医保支付标准动态调整，增设商业健康保险创新药品目录（商保目录），重点纳入临床价值高、超出基本医保范围的创新药，协商定价并探索价格保密机制，相关药品不计入医保自费率指标。支付端的优化和改善有利于中国创新药企业摆脱“价格战”，中国创新药行业及企业有望迎来新一轮快速发展。

由于大型跨国药企进入专利悬崖阶段，许多产

品的专利即将到期，大型跨国药企的BD（Business Development，商务拓展）采购需求大，中国创新药企业的BD模式盈利空间大。中国创新药企业经过多年发展，已经在研发方面积累了一定实力，因此，中

图1 2015—2024年创新药领域全球一级市场融资金额(单位: 亿美元)



注：左轴为国内、国外其他、美国数据的柱形图，右轴为全球融资金额的曲线图  
 资料来源：医药魔方《从资本驱动到价值创造：中国创新药投融资十年全景透视》

表1 注册分类情况汇总

| 项目      | 注册分类 | 分类说明                                       | 包含的情形                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------|------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 化学药     | 1类   | 境内外均未上市的创新药                                | 含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，且具有临床价值的原料药及其制剂                                                                                                                                                                                                                   |
|         | 2类   | 境内外均未上市的改良型新药                              | 2.1含有用拆分或者合成等方法制得的已知活性成份的光学异构体，或者对已知活性成份成酯，或者对已知活性成份成盐（包括含有氢键或配位键的盐），或者改变已知盐类活性成份的酸根、碱基或金属元素，或者形成其他非共价键衍生物（如络合物、螯合物或包合物），且具有明显临床优势的原料药及其制剂<br>2.2含有已知活性成份的新剂型（包括新的给药系统）、新处方工艺、新给药途径，且具有明显临床优势的制剂<br>2.3含有已知活性成份的新复方制剂，且具有明显临床优势<br>2.4含有已知活性成份的新适应症的制剂 |
|         | 3类   | 仿制境外上市但境内未上市原研药品的药品                        | 具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂                                                                                                                                                                                                             |
|         | 4类   | 具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂 | 具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂                                                                                                                                                                                                             |
|         | 5类   | 境外上市的药品申请在境内上市                             | 5.1境外上市的原研药品（包括原料药及其制剂）申请在境内上市<br>5.2境外上市的非原研药品（包括原料药及其制剂）申请在境内上市                                                                                                                                                                                      |
| 治疗用生物制品 | 1类   | 创新型生物制品                                    | 境内外均未上市的治疗用生物制品                                                                                                                                                                                                                                        |
|         | 2类   | 改良型生物制品                                    | 2.1在已上市制品基础上，对其剂型、给药途径等进行优化，且具有明显临床优势的生物制品<br>2.2增加境内外均未获批的新适应症和/或改变用药人群<br>2.3已有同类制品上市的生物制品组成新的复方制品<br>2.4在已上市制品基础上，具有重大技术改进的生物制品，如重组技术替代生物组织提取技术；较已上市制品改变氨基酸位点或表达系统、宿主细胞后具有明显临床优势等                                                                   |
|         | 3类   | 境内或境外已上市生物制品                               | 3.1境外生产的境外已上市、境内未上市生物制品申报上市<br>3.2境外已上市、境内未上市生物制品申报在境内生产上市<br>3.3生物类似药<br>3.4其他生物制品                                                                                                                                                                    |

资料来源：公开信息，联合资信整理

国创新药企业的优质项目成为欧美大型跨国药企的首选。创新药交易来看,根据NextPharma®数据库的数据,2021—2024年,全球创新药交易总金额呈波动增长趋势,其中,中国创新药交易总额持续增长。2025年1—9月,中国创新药交易总额达937亿美元,同比增长64%,已超过2024年全年水平。2025年1—9月,海外创新药交易总额为973亿美元,中国创新药交易总额在全球占比近半。由此可见,一方面,BD模式已成为中国创新药企业重要的盈利模式,另一方面,中国创新药企业在全球创新药市场的影响力和活跃程度持续增长。

2025年5月,三生制药将SSGJ-707在全球(不含中国内地)的开发、生产和商业化及其他方式开发的权利授予辉瑞,三生制药因此将收到12.50亿美元首付款,该款项不可退还且不可抵扣,并可获得总额最多为48亿美元的潜在付款,包括开发、监管批准及销售里程碑付款等,为历史总金额最大的BD订单。

## 十五五规划全文发布,明确支持创新药械发展

2025年10月28日,中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议正式发布。规划首次明确提出要推动生物制造、脑机接口、具身智能等成为新经济增长点、支持创新药和医疗器械发展、医疗、医保、医药“三医”协同发展等。对于创新药,需增加研究资金投入,引导社会资本参与,发挥商保多元支付作用,提升企业研发能力,加强研究型医院和病房建设等。对于医疗器械,要解决技术落地难题,加大临床教育、专业人才、学术研究投入,应对国际市场中的专利诉讼等问题。在此背景下,中国创新药企业有望迎来加速发展。

## 科技创新债为创新药企业提供新的融资渠道

2025年5月,中国人民银行与证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》,科技型企

业募资可用于研发投入、项目建设、并购重组等全链条科技创新活动。2025年5月份科创债新政出台后,科技创新债单月发行规模迅速攀升至3513.83亿元,6—7月的发行规模也维持在2200亿元至2500亿元的高位区间。据Wind资讯数据统计,2025年前三季度,全市场科技创新债累计成交金额达7925.09亿元,较去年同期增长55.53%。其中,新政落地以来,累计成交4655.37亿元,占前三季度总成交额的58.74%。

以往创新药企业传统的融资方式为股权融资和银行融资。对于创新药企业而言,特别是早期的创新药,股权融资的方式除了可以为企业带来大量资金的同时,还可以获取产业资源与管理指导,但股权融资对企业的股权也存在稀释,且股权稀释不可逆。银行融资一般需要增信措施,同时对于尚无能够提供稳定营业收入和稳定现金流产品的企业而言,融资成本较高。科技创新债为创新药企业提供了新的融资渠道,其融资成本相对较低(相较于普通信用债),且其发行周期能够与医药研发里程碑时点相匹配。但债券融资具有刚兑的特性,对创新药企业的信用风险识别的要求较高。

## 二、创新药企业信用风险

### 创新药企业的常见风险概述

对于创新药企业来说,最大的风险是研发风险。2022年,葛兰素史克(GSK)看好CD226轴心作为下一代免疫肿瘤疗法的前景,在此领域投入了大额的资金和资源。2025年10月,GSK称已彻底放弃了其在CD226癌症免疫疗法领域的所有希望,并终止了该模式下剩余的所有处于临床二期阶段的资产。此前,GSK曾放弃了与iTeos Therapeutics合作的抗TIGIT抗体belrestotug(即EOS-448),导致4.71亿英镑(约合6.29亿美元)的减值费用。

创新药的研发风险可能是由于上文提到的临床效果未达预期,或者是安全性方面的问题

(如Intellia于2025年10月宣布公司暂停部分MAGNITUDE相关临床试验,原因是一名在MAGNITUDE试验中接受了nex-z给药的患者出现了4级肝转氨酶和总胆红素升高触发了试验方案中定义的暂停标准)。根据会计准则的要求,企业的研发支出资本化需满足一定条件,包括完成药品研发并上市在技术上具有明确可行性(如获得III期临床批件)、企业有明确意图完成药品开发并用于销售或自用、药品未来能产生经济利益(存在市场需求或内部价值)等。一旦出现研发风险,公司研发支出资本化后形成的开发支出将面临减值风险,对公司当年利润和权益均会产生一定负面影响。若研发支出不符合资本化的标准,公司将当期研发支出全部费用化,发生研发风险后虽不涉及资产端的减值风险,但对应的研发费用将直接影响当期利润,并将不再有支撑未来形成利润的可能性。融资来看,部分机构可能因为研发失败的信息而审慎选择对公司的融资,已经在二级市场交易的股票也可能会受其影响造成股价下降。融资作为部分创新药企业的命脉,一旦融资环境收紧,可能对大幅抬升公司的信用风险。

此外,创新药的研发风险还体现在靶点和适应症高度集中的激烈内卷竞争中。此前很长一段时间内,国内创新药企业在靶点和适应症方面集中度很高,热门靶点“扎堆”,且大量研发集中于肺癌等大癌种,同质化现象严重。此种同质化研发加剧了行业内的竞争烈度,此时,适应症储备丰富、具备一定差异化竞争优势的创新药企业或有望降低此类风险。

研发能否成功有效仅是创新药企业的能够持续经营的第一步,创新药产品能否成功商业化或为公司带来足够的现金流则是创新药企业面临的第二个重大挑战。一方面,国内知名创新药企业如百济神州有限公司(以下简称“百济神州”)、信达生物制药(以下简称“信达生物”)等均组建了大型专业商业化团队,并自建渠道覆盖医院、药房等主流终端,在商业化方

面大量投入。另一方面,创新药上市进度也是决定创新药企业商业化成功与否的关键因素,以PD-1为例,君实生物、信达生物、恒瑞医药、百济神州等企业先后在2018—2019年推出PD-1产品,率先上市的几家企业较快推进商业化,借助先发优势获得了较高的市占率,而上市进度较缓慢的PD-1产品则需通过更大的商业化投入,甚至采用价格战的方式才可能从先发者手里抢夺市场份额。

### 根据不同的创新药企业类型区分信用风险

分企业类型来看,大型药企(Big Pharma)的信用风险对较低。对于葛兰素史克这类大型药企来说,虽然巨大投入项目的失败为公司带来了损失,但受益于整体经营规模庞大且拥有众多市占率高、利润丰厚、能够稳定产生现金流的产品,研发失败的风险尚不会对公司经营造成致命影响。

国内方面,以江苏恒瑞医药股份有限公司(以下简称“恒瑞医药”)为代表的部分大型药企与其情况



类似。这一类企业通常依靠仿制药起家，经营规模大，随着公司的持续发展转型创新药研发。因为其本身拥有能够提供稳定收入的产品，资金垫较厚，创新药的研发失败带来的负面影响尚且可控，并且此类企业的创新药研发对外界融资的依赖度相对较低。从发行科创债的信用风险来看，此类企业的整体安全性高于规模较小或者没有形成多品种稳定销售产品的企业。大型药企的信用风险方面：（1）需要关注研发风险（研发失败、安全性风险、适应症和靶点过度集中+储备不足）；（2）需关注已稳定销售的产品是否能够保持竞争力，比如行业政策等带来的降价冲击是否会对公司造成重大影响；（3）大型药企通常具备较为成熟的进院渠道和商业化团队，但此前仿制药营销的逻辑和商业化团队未必能够适应创新药的商业化要求，因此也需关注其商业化团队的转型情况。

规模相对较小的创新药企业（Biotech公司）信用风险相对较高，与大型药企相比，其对融资的依赖性强，且在国内市场的渠道建设和商业化团队组建方

面相对缺乏经验，需要大量投入。由于近十年来国内创新药行业快速发展，尤其在2021年之前，大量热钱涌入中国创新药市场，叠加国家政策的扶持和鼓励，出现了众多规模相对较小的Biotech公司。由于创新药研发的周期和成本非常高，此类公司对融资依赖程度大，相比于债权融资，股权融资是它们的首选。从信用风险的角度来看，对于规模小且尚未有现金牛产品的创新药企业，债权融资的风险较高。若考虑债权融资，需关注：（1）公司现有融资的可持续性，这与公司在研产品在资本市场的认可度以及研发风险息息相关；（2）公司在研产品在偿债期限内License-out（对外授权）或者商业化的可能性；（3）Biotech公司若不选择License-out而是自行商业化，则后续的生产 and 商业化对资金规模的要求较高，需关注创新药商业化为公司带来的现金流与其融资类型、期限的匹配程度，以及是否存在新的融资压力；（4）轻资产小型创新药企业若出于成本考量仅从事BD业务，那么需关注极端情况下此类企业治理风险，如大规模BD首付款到账后资金的分配和用途，对大额现金的管理和使用是否和公司发展战略规划相匹配，同时应关注实控人风险，如可能存在利益输送或资产转移等情况。

近年来中国创新药企正加速从Biotech向Biopharma转型，核心驱动力在于研发管线的深度布局与商业化能力的系统性提升。Biopharma与Biotech公司相比，通常已完成了多元化的构建和高壁垒创新药产品组合，实现从单一产品到多管线协同的商业模式，盈利模式也从“烧钱研发”转向“销售驱动，盈利改善”，如康希诺2025年三季度已实现单季度扭亏。Biopharma的融资环境优于Biotech，部分企业通过港股的18A政策上市融资，在行业内具备一定竞争实力和品牌认可度。但和Big Pharma相比，其规模相对小、产品品类相对较少、国内市场渠道建设起步时间相对较晚，但它们在创新药研发团队和商业化团队方面更加专精，具备细分领域的竞争优势。信用风险来





看：(1) 所有创新药企业共性存在的研发风险（研发失败、安全性风险、适应症和靶点过度集中+储备不足）；

(2) 由于此类企业通常对单一产品的盈利依赖性较强，需关注公司业绩可持续性，若单一产品竞争格局变化或价格大幅下降，公司业绩承压，或将影响偿债以及持续融资；(3) 此类企业虽然拥有部分盈利单品，但由于研发和商业化支出庞大，整体仍对融资存在一定依赖，需关注其融资环境以及融资的可持续性。

### 三、总结

近年来在政策驱动和市场需求的综合作用下，我国创新药企业快速发展，行业发展也从早期fast-follow模式下的靶点“扎堆”与盲目内卷，行业发展回归理性，“热钱”也逐步从创新药中退出，全球创新药融资总

额回落。2025年前三季度，跨国药企从中国License-in（引进授权）的交易总额占全球交易总额的近四成。

在此背景下，国内创新药企业融资环境有所改善。2025年，中国人民银行与证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，科技型企业募资可用于研发投入、项目建设、并购重组等全链条科技创新活动；股权投资机构资金可投向私募股权投资基金设立与扩募，填补早期科创企业融资缺口。这一政策的出台，为创新药企业拓宽了融资途径，但同时也需关注创新药企业的信用风险。对于创新药企业的债券投资者而言，需建立“行业前景+企业类型+管线质量”的三维评估框架——在把握行业成长机遇的同时，识别不同企业的风险特征，尤其关注研发管线的临床价值、商业化落地能力及现金流与债务期限的匹配度，以实现风险与收益的平衡。 

# 债市信用风险事件统计

## 一、违约情况

2025年12月，债券市场<sup>1</sup>新增违约<sup>2</sup>主体2家，新增到期违约债券3期，新增违约债券规模26.17亿元；无新增重复违约<sup>3</sup>主体。

截至12月31日，2025年我国债券市场新增违约主体13家<sup>4</sup>，到期违约债券23期，到期违约债券规模233.63亿元，违约家数、期数和规模较上年（17家、34期、336.61亿元）均有所下降。重复违约主体5家，涉及到期违约债券10期，到期违约规模约41.67亿元，违约主体家数、期数和规模较上年（14家、38期和278.25亿元）均有所减少（见表1）。

## 二、信用等级调整<sup>5</sup>情况

2025年12月，债券市场有9家发行人主体级别发生上调，无发行人主体级别发生下调；无发行人主体展望发生调整。

截至12月31日，2025年我国债券市场有69家发行人主体级别发生上调，较上年同期（55家）有所增加；有52家发行人主体级别发生下调，较上年同期（60家）有所下降。有3家发行人主体展望发生上调，较上年同期（2家）有所上升，有5家发行人主体展望发生下调，较上年同期（10家）下降。///

表1 2022年—2025年我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

|      | 2022年 |    |        | 2023年 |    |        | 2024年 |    |        | 2025年 |    |        |
|------|-------|----|--------|-------|----|--------|-------|----|--------|-------|----|--------|
|      | 家数    | 期数 | 规模     | 家数    | 期数 | 规模     | 家数    | 期数 | 规模     | 家数    | 期数 | 规模     |
| 新增违约 | 14    | 57 | 322.55 | 7     | 25 | 201.40 | 17    | 34 | 336.61 | 13    | 23 | 233.63 |
| 重复违约 | 10    | 24 | 173.26 | 12    | 30 | 115.61 | 14    | 38 | 278.25 | 5     | 10 | 41.67  |

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金  
数据来源：联合资信整理

表2 2022年—2025年我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

| 发行人主体   | 信用等级  |       |       |       | 评级展望  |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
| 调升数量（家） | 25    | 86    | 55    | 69    | 6     | 7     | 2     | 3     |
| 调降数量（家） | 86    | 37    | 60    | 52    | 25    | 26    | 10    | 5     |

注1.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；2.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；  
数据来源：联合资信整理

<sup>1</sup> 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

<sup>2</sup> 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。

<sup>3</sup> 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

<sup>4</sup> 数据统计有追溯调整。

<sup>5</sup> 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

# 政策指南 Policy Guidelines

## 工业和信息化部办公厅、中国人民银行办公厅发布《关于用好绿色金融政策支持绿色工厂建设的通知》

2025年12月12日,工业和信息化部办公厅、中国人民银行办公厅发布《关于用好绿色金融政策支持绿色工厂建设的通知》。《通知》指出拓宽直接融资渠道。支持符合条件的企业发行绿色债券和转型债券,募集资金加大绿色工厂建设投入,鼓励金融机构做好绿色债券发行承销和投资等配套服务。鼓励地方将有发展潜力、优质的绿色工厂纳入发债项目库,强化培育辅导,推动更多企业在银行间债券市场和交易所债券市场融资。有助于推动绿色债券市场进一步扩容。

(摘自人民银行, 2025年12月12日)

地区在转型金融标准应用方面开展合作,支持通道领域低碳经济发展。鼓励信用评级机构开展绿色债券评级服务,支持符合条件的融资租赁公司发行绿色债券。有助于支持绿色债券市场进一步扩容。

(摘自人民银行, 2025年12月26日)

## 上交所、深交所分别联合中国结算发布《关于支持境外机构投资者开展上海证券交易所债券回购业务有关事项的通知》和《关于支持境外机构投资者开展深圳证券交易所债券回购业务有关事项的通知》

2025年12月19日,沪深交易所分别联合中国结算发布《关于支持境外

机构投资者开展上海证券交易所债券回购业务有关事项的通知》和《关于支持境外机构投资者开展深圳证券交易所债券回购业务有关事项的通知》。《通知》明确了境外机构投资者可参与的债券回购业务范围,包括债券质押式协议回购、债券质押式三方回购,以及在债券通用质押式回购业务中作为逆回购方融出资金。同时明确,沪深交易所和中国结算可根据市场发展需要,动态调整业务范围,保障政策的灵活性与适配性。有助于支持境外机构投资者在交易所市场开展债券回购业务,提升债券市场对外开放水平。

(摘自上交所官网, 2025年12月19日)

## 人民银行发布《关于金融支持加快西部陆海新通道建设的意见》

2025年12月26日,人民银行发布《关于金融支持加快西部陆海新通道建设的意见》。《意见》指出鼓励东南亚、港澳地区投资者投资沿线省(区、市)金融机构或企业发行的绿色债券。与东南亚、港澳



# 市场动向 Market Trends



## 全国首单工业厂房持有型不动产ABS落地

2025年12月1日,“中信建投—外高桥集团持有型不动产资产支持专项计划”在上交所设立,发行规模18.30亿元,是全国首单以工业厂房作为底层资产的持有型不动产ABS(以下称为“机构间REITs”)。本项目底层资产为4个标准厂房项目,主要租户涵盖IDC数据中心、智能制造、生物医药研发等行业。本项目的成功发行既扩

充了机构间REITs的资产范围,又为地方国企存量资产盘活开创了新的权益融资渠道,具备极强的示范效应。

(摘自中证网, 2025年12月1日)

## 全国首单火电持有型不动产ABS挂牌

2025年12月30日,“国金资管—新疆国信持有型不动产资产支持专项计划”挂牌仪式在上海证券交易所举行,本次ABS发行规模为54.60亿元,产品期限约22.1年,对

应的期间现金分派率预计不低于8%,为全国首单火电持有型不动产ABS。产品采用分层结构设计,实现风险共担与收益共享,面向二级市场合格投资者进行交易,募集资金定向投入清洁能源技术研发领域。本项目的成功发行,在有效优化财务结构、降低资产负债率的同时,也为一系列重大战略项目提供坚实资金保障。

(摘自21经济网, 2025年12月30日)

# 1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2025年12月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计37361.00亿元，逆回购到期34542.00亿元，实现净投放2819.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作4000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）3000.00亿元，实现净投放1000.00亿元。在此背景下，2025年12月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（2.11%、2.10%和2.46%）均较2025年11月（1.99%、1.97%和2.29）有所上升。

表1 2025年11—12月债券平均发行利率（%）

| 信用等级   | 1年期短融    |          | 3年期公司债   |          | 5年期中票    |          |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|        | 2025年11月 | 2025年12月 | 2025年11月 | 2025年12月 | 2025年11月 | 2025年12月 |
| AAA    | 1.81     | 1.84     | 1.92     | 2.04     | 2.13     | 2.26     |
| AA+    | 2.11     | 2.34     | 2.22     | 2.22     | 2.39     | 2.68     |
| AA     | 2.22     | 1.96     | 2.15     | --       | 2.94     | 2.80     |
| 平均发行利率 | 1.99     | 2.11     | 1.97     | 2.10     | 2.29     | 2.46     |

注：1年期短融及其他券种无债项评级债券信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别





2025年12月，银行间固定利率国债1年期到期收益率走势略有下降。2025年12月，AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.84%和2.34%）均较2025年11月（1.81%和2.11%）有所上升，AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.96%）较2025年11月（2.22%）有所下降。

2025年12月，交易所国债3年期到期收益率略有下降。2025年12月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（2.04%）较2025年11月（1.92%）有所上升；AA+级公司债的平均发行利率（2.22%）与2025年11月持平。

2025年12月，银行间固定利率国债5年期到期收益率走势平稳。2025年12月，5年期AAA级和AA+级中票平均发行利率（2.26%和2.68%）较2025年11月（2.13%、2.39%）均有所上升，AA级中期票据平均发行利率（2.80%）较2025年11月（2.94%）有所下降。

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

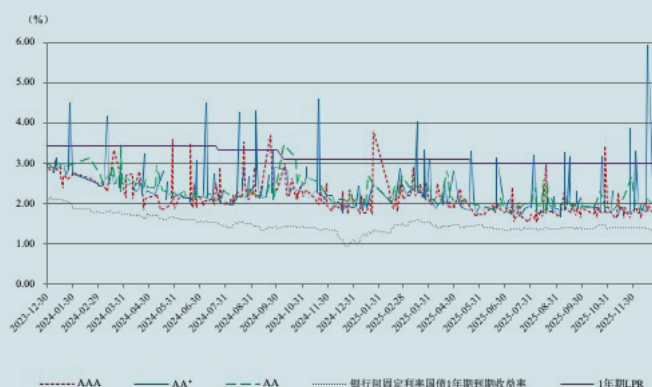


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

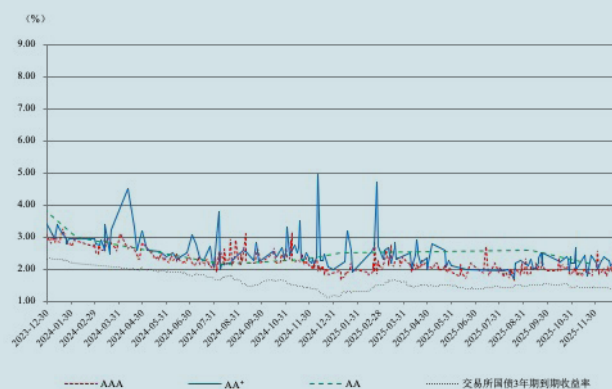
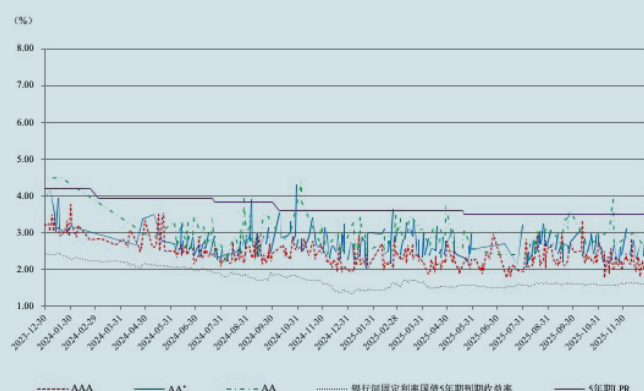


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2022年—2025年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

| 指标              | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年    |      |
|-----------------|-------|-------|-------|----------|------|
|                 |       |       |       | 数值 (万亿元) | 同比   |
| GDP             | 3.1   | 5.4   | 5.0   | 140.19   | 5.0  |
| 规模以上工业增加值       | 3.6   | 4.6   | 5.8   | --       | 5.9  |
| 固定资产投资总额 (不含农户) | 5.1   | 3.0   | 3.2   | 48.5     | -3.8 |
| 社会消费品零售总额       | -0.2  | 7.2   | 3.5   | 50.1     | 3.7  |
| 出口总额            | 9.0   | 0.6   | 7.1   | 27.0     | 6.1  |
| 进口总额            | 3.9   | -0.3  | 2.3   | 18.5     | 0.5  |
| CPI             | 2.0   | 0.2   | 0.2   | --       | 0.0  |
| PPI             | 4.1   | -3.0  | -2.2  | --       | -2.6 |
| 社会融资规模存量        | 9.6   | 9.5   | 8.0   | 442.1    | 8.3  |
| M2余额            | 11.8  | 9.7   | 7.3   | 340.3    | 8.5  |
| 人民币贷款余额         | 11.1  | 10.6  | 7.6   | 271.9    | 6.4  |

注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币  
资料来源: Wind, 联合资信整理

2022年—2025年我国债券发行情况

| 券种类别           | 发行期数 (期) |       |       |       |             | 发行规模 (亿元) |           |           |           |             |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
|                | 2022年    | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2025年同比 (%) | 2022年     | 2023年     | 2024年     | 2025年     | 2025年同比 (%) |
| 政府债            | 2330     | 2366  | 2224  | 2652  | 19.24       | 172648.49 | 205924.08 | 221731.49 | 263098.86 | 18.66       |
| 国债             | 183      | 192   | 194   | 203   | 4.64        | 99082.70  | 112670.40 | 123970.61 | 160197.90 | 29.22       |
| 地方政府债          | 2147     | 2174  | 2030  | 2449  | 20.64       | 73565.79  | 93253.68  | 97760.88  | 102900.96 | 5.26        |
| 央行票据           | 12       | 12    | 13    | 1     | -92.31      | 600.00    | 600.00    | 1068.40   | 550.00    | -48.52      |
| 同业存单           | 25805    | 26903 | 26507 | 21913 | -17.33      | 204969.90 | 257134.40 | 314208.20 | 338172.90 | 7.63        |
| 金融债(人民银行)      | 1417     | 1470  | 1457  | 1692  | 16.13       | 88595.12  | 85418.50  | 90905.00  | 110341.20 | 21.38       |
| 政策银行债          | 871      | 823   | 756   | 865   | 14.42       | 59709.60  | 54741.20  | 53696.70  | 66665.80  | 24.15       |
| 商业银行债          | 298      | 312   | 317   | 411   | 29.65       | 24003.72  | 24402.90  | 29488.90  | 35748.70  | 21.23       |
| 保险公司债          | 11       | 23    | 17    | 27    | 58.82       | 224.50    | 1121.70   | 1175.00   | 1042.00   | -11.32      |
| 融资租赁公司债        | 5        | 12    | 43    | 32    | -25.58      | 74.00     | 305.00    | 961.00    | 640.00    | -33.40      |
| 资产管理公司债        | 5        | 3     | 2     | 2     | 0.00        | 475.00    | 170.00    | 120.00    | 130.00    | 8.33        |
| 证券公司短期融资券      | 223      | 285   | 275   | 326   | 18.55       | 3988.30   | 4529.70   | 4761.40   | 5741.70   | 20.59       |
| 其他金融机构债        | 4        | 12    | 47    | 29    | -38.30      | 120.00    | 148.00    | 702.00    | 373.00    | -46.87      |
| 债务融资工具(NAFMII) | 8761     | 9642  | 10448 | 9896  | -5.28       | 84833.00  | 85799.94  | 97179.57  | 95095.89  | -2.14       |
| 中期票据           | 2659     | 3189  | 4872  | 4977  | 2.16        | 28059.30  | 29643.97  | 48647.78  | 50427.87  | 3.66        |
| 定向工具           | 1102     | 1225  | 1237  | 1072  | -13.34      | 6784.22   | 7522.02   | 6840.46   | 5726.27   | -16.29      |
| 一般短期融资券        | 558      | 704   | 658   | 675   | 2.58        | 5150.30   | 5300.71   | 6281.24   | 5404.57   | -13.96      |
| 超短期融资券         | 4437     | 4520  | 3677  | 3161  | -14.03      | 44674.18  | 43173.25  | 35210.09  | 33092.18  | -6.02       |
| 外国政府类机构债       | 1        | 1     | 0     | 3     | --          | 20.00     | 35.00     | 0.00      | 70.00     | --          |
| 国际开发机构债        | 4        | 3     | 4     | 8     | 100.00      | 145.00    | 125.00    | 200.00    | 375.00    | 87.50       |
| 公司债(证监会)       | 4681     | 5809  | 5390  | 6649  | 23.36       | 44508.12  | 52866.93  | 49512.77  | 58778.17  | 18.71       |
| 公募公司债          | 1703     | 1779  | 1971  | 2427  | 23.14       | 21070.04  | 23742.66  | 24644.88  | 30572.41  | 24.05       |
| 私募公司债          | 2306     | 3590  | 3283  | 4114  | 25.31       | 17110.91  | 25358.81  | 23560.65  | 27029.42  | 14.72       |
| 可转债            | 149      | 142   | 43    | 49    | 13.95       | 2200.93   | 1423.60   | 387.77    | 648.43    | 67.22       |
| 可交换债           | 36       | 29    | 14    | 26    | 85.71       | 422.94    | 334.06    | 319.40    | 285.50    | -10.61      |
| 企业债            | 487      | 269   | 79    | 33    | -58.23      | 3703.30   | 2007.80   | 600.07    | 242.41    | -59.60      |
| 政府支持机构债        | 25       | 21    | 2     | 25    | 1150.00     | 2760.00   | 1930.00   | 100.00    | 1390.00   | 1290.00     |
| 资产支持证券         | 4480     | 4785  | 5702  | 6597  | 15.70       | 20043.92  | 18773.77  | 20416.91  | 23251.86  | 13.89       |
| 证监会主管ABS       | 3280     | 3667  | 3780  | 4439  | 17.43       | 11862.80  | 12058.00  | 12470.19  | 14606.11  | 17.13       |
| 交易商协会ABN       | 821      | 629   | 1495  | 1640  | 9.70        | 4624.27   | 3220.08   | 5242.94   | 5730.53   | 9.30        |
| 金监总局主管ABS      | 379      | 489   | 427   | 518   | 21.31       | 3556.84   | 3495.69   | 2703.79   | 2915.22   | 7.82        |
| 合计             | 47511    | 51008 | 51743 | 49425 | -4.48       | 618958.55 | 708447.63 | 795122.34 | 890678.88 | 12.02       |

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年1月19日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2025年及之前的数据进行追溯调整  
资料来源: Wind

# 多维度践行责任担当： 联合资信发布2025年可持续发展报告



2025年12月31日，联合资信发布《2025年可持续发展报告》，首次系统性呈现公司在环境保护、社会责任和公司治理方面的战略、实践和成效，展现作为负责任金融中介机构，以专业力量服务市场高质量发展、推动可持续未来的坚定承诺与坚实行动。

面向未来，联合资信将继续秉持可持续发展理念，深化绿色金融实践、强化社会责任担当，提升专业服务水平，为债券市场高质量发展与国家可持续发展目标落地注入更多“评级力量”。





专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



联合信用管理有限公司  
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

编辑部: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编: 100022 电话: (010) 85679696 传真: (010) 85679228 Email: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)