



医药制造行业 2025 年半年度总结及展望

联合资信 工商评级一部 | 蒲雅修 | 邢霖雪

2025 年上半年，医药制造行业内分化程度持续加深，行业内企业数量有所下降，医药制造企业营业收入和利润总额同比基本维持稳定，整体毛利率较高，杠杆水平较为合理。医药行业对政策敏感性较高，中国已基本形成鼓励医药创新+提升医疗服务+优化医保支付的“三医联动”政策体系，在政策支持的背景下，创新药未来发展空间较为乐观。集采规则持续优化，注重质量、“反内卷”等原则的提出有助于推动行业良性竞争，集采降价或将更加温和，同时医保直接结算有望缩短医药企业回款周期，提高企业经营效率。随着中国创新药被更多国际合作方广泛认可，2025 年上半年 license-out 规模保持快速增长。随着医药行业集采规则进一步优化、反腐持续推进、创新药在政策支持背景下持续投入，预计 2025 年下半年，医药制造行业整体运行情况将保持稳定。



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

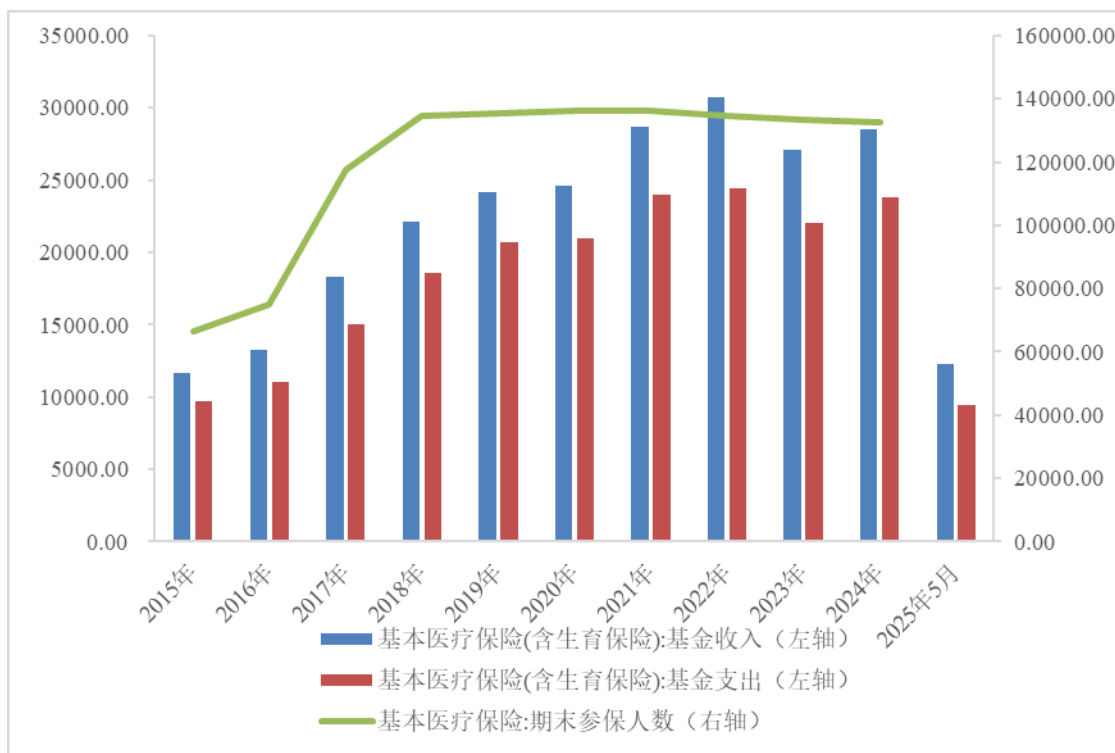


一、行业运行情况

截至 2024 年末，中国 65 岁以上人口持续增长，医药消费的基本盘仍然稳健。2024 年，医药制造企业数量有所增加，但亏损企业占比有所上升，2025 年 1—5 月，医药制造企业数量五年来首次出现下降，行业内分化程度加深。随着政策面逐渐趋稳，医药制造企业营业收入和利润总额同比基本维持稳定。医药制造企业持续加强创新研发投入，整体毛利率较高，应收账款周转效率有所下降，杠杆处于合理水平。

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。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。整体看，医药消费的基本盘仍然稳健（详见图 1.1）。2024 年，医疗总诊疗人次 101.1 亿人次，较上年增长 20.07%。

图 1.1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）

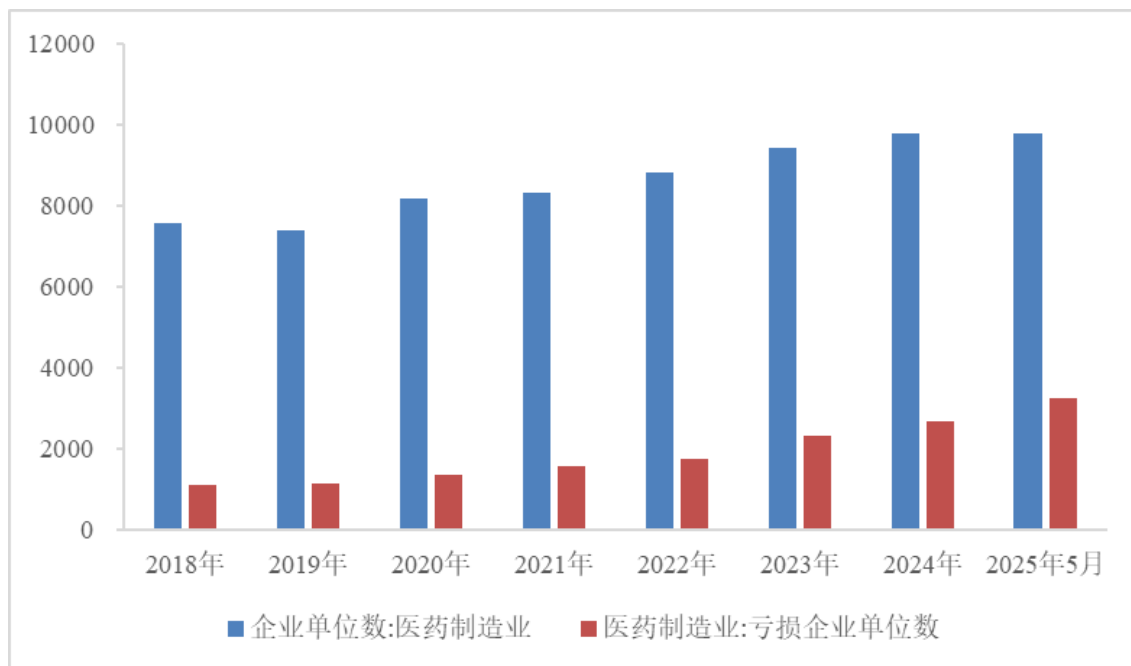


资料来源：Wind、联合资信整理

从企业数量来看（详见图 1.2），截至 2024 年底，中国医药制造企业合计 9793 家，较上年底增加 381 家；2024 年亏损企业合计 2682 家，较上年底增加 357 家。截至 2025 年 5 月底，医药制造企业合计 9791 家，较上年底减少 2 家；亏损企业 3262

家，较 2024 年增加 580 家。2024 年以来，医药制造企业数量增加较多，但亏损企业占比亦有所上升，进入 2025 年，医药制造企业数量近五年来首次出现下降，亏损企业仍保持较大数量，行业内分化程度持续加深。

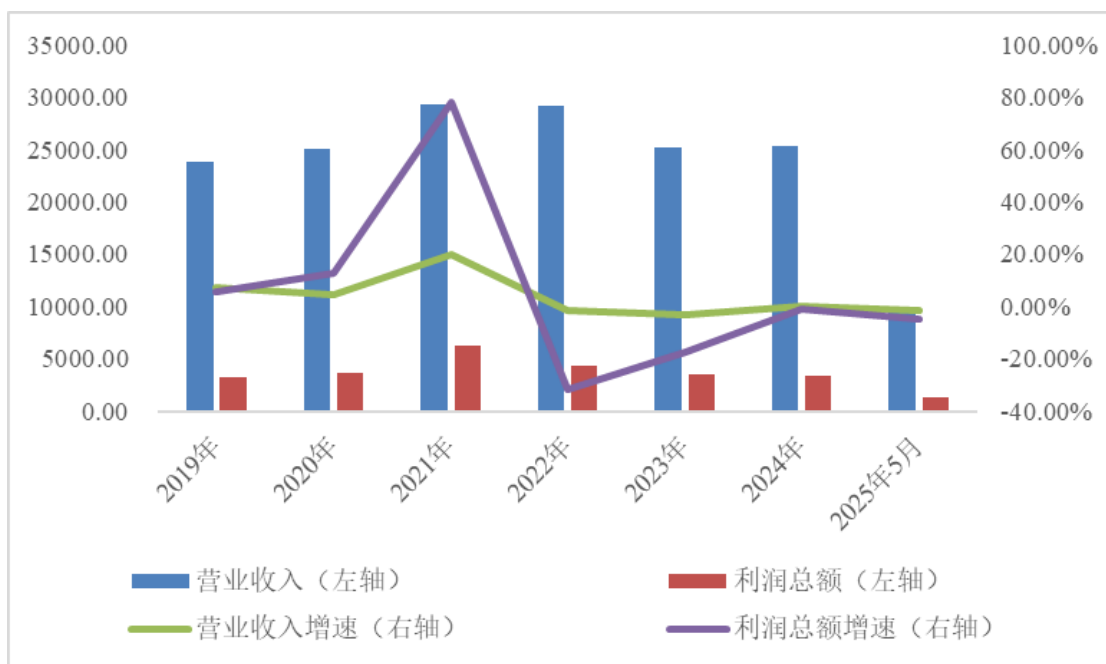
图 1.2 近年来医药制造企业单位数及亏损企业单位数情况（单位：家）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造企业营业收入和利润总额出现小幅波动（详见图 1.3）。2024 年，医药制造企业营业收入为 25298.5 亿元，利润总额为 3420.7 亿元，均同比变动不大。2025 年 1—5 月，医药制造企业营业收入为 9947.9 亿元，同比下降 1.40%；利润总额为 1353.20 亿元，同比下降 4.70%。随着政策面逐渐趋稳，医药制造企业营业收入同比基本维持稳定，利润总额略有下降。

图 1.3 近年来医药制造业营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、联合资信整理

从医药制造业的上市公司数据分析¹来看（详见表 1.1），在盈利能力方面，医药制造样本企业毛利率呈下降趋势，但仍属较高；医药制造样本企业销售费用率较为稳定。2022—2024 年，除四川科伦药业股份有限公司 2024 年销售费用率低于 20% 以外，其余头部企业销售费用率均大于 20.00%（详见表 1.2），处于较高水平，对利润水平存在一定影响。2022—2024 年，由于管理费用持续增长，而营业总收入波动下降，医药制造样本企业管理费用率持续增长。获现能力方面，2022—2024 年，医药制造样本企业经营活动产生的现金流量净额持续下降。杠杆水平方面，医药制造行业资产负债率较低，财务结构较为稳健。营运能力方面，样本企业应收账款周转天数持续增长，应收账款账期有所拉长，或存在潜在坏账风险。商誉减值方面，2022—2024 年，商誉占净资产的比重下持续下降；截至 2025 年 3 月底，商誉在净资产中的占比为 4.28%，较 2024 年末有所提升。研发投入方面，样本企业研发费用占营业收入的比重波动上升，体现出中国医药制造企业对创新研发的持续重视。

表 1.1 医药制造样本企业盈利状况（单位：亿元、天、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
销售毛利率	55.86	54.92	53.15	52.82
销售费用率	23.96	24.32	23.13	22.21
管理费用率	19.30	22.84	22.99	26.03

¹ 取自 Wind 三级子行业生命科技III、制药、生命科学工具和服务共 354 家上市公司相关财务数据。

研发费用率	10.49	12.77	12.23	/
经营活动现金流净额	1988.84	1817.43	1602.99	199.49
资产负债率	28.93	28.72	29.03	28.61
应收账款周转天数	80.35	97.59	110.09	134.32
商誉占净资产的比重	4.47	4.24	4.16	4.28

注：表中经营活动现金流净额为样本企业经营活动现金流净额之和；其余比值指标均为样本企业数据先求和后做商所得；未获取 2025 年 1—3 月研发费用率数据

资料来源：Wind，联合资信整理

表 1.2 2022—2024 年医药制造业样本企业和头部企业销售费用率情况（%）

时间	江苏恒瑞医药股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司	上海复星医药（集团）股份有限公司	丽珠医药集团股份有限公司	医药制造业样本企业
2022 年	34.54	24.78	20.87	30.78	23.96
2023 年	33.20	20.74	23.46	28.95	24.32
2024 年	29.79	16.01	21.14	27.55	23.13

资料来源：Wind，联合资信整理

表 1.3 2022—2024 年医药制造业样本企业和头部企业研发费用率情况（%）

时间	江苏恒瑞医药股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司	上海复星医药（集团）股份有限公司	丽珠医药集团股份有限公司	医药制造业样本企业
2022 年	22.97	9.49	9.79	11.30	10.49
2023 年	21.71	9.06	10.50	10.74	12.77
2024 年	23.52	9.95	8.87	8.75	12.23

资料来源：Wind，联合资信整理

二、行业政策

医药行业是对政策敏感性较高的行业。近年来，中国已基本形成鼓励医药创新+提升医疗服务+优化医保支付的“三医联动”政策体系，同时积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。未来，创新能力强的头部企业，在政策支持背景下，发展空间较为乐观。

2022 年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。

表 2.1 近年来医药行业相关重要政策汇总

时间	法条	主要内容
2022 年 2 月	《“十四五”医药工业发展规划》	强化关键核心技术攻关，推动创新产品研发、提高产业化技术水平。围绕核心装备，重点提升高端制剂生产技术，重点开发具有高选择性、长效缓控释等特点的复杂制剂技术。

2022 年 3 月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系,提升中医药健康服务能力,建设高素质中医药人才队伍,建设高水平中医药传承保护与科技创新体系,推动中药产业高质量发展,发展中医药健康服务业,推动中医药文化繁荣发展,加快中医药开放发展,深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障,并安排了 11 类共 44 项重大工程项目
2022 年 4 月	《关于做好支付方式管理系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》	2022 年 4 月开始选择部分省级医保信息平台进行测试,2022 年 6 月底选择部分新开展 DRG/DIP 支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台 DRG/DIP 功能模块,力争 2022 年 11 月底前实现 DRG/DIP 功能模块在全国落地应用
2022 年 5 月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从 520 种增加到 685 种;药品集中带量采购改革形成常态化机制;强调以临床需求为导向的合理用药;推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新,支持仿制,继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚
2023 年 7 月	《以患者为中心的药物临床试验设计技术指导原则》(试行)	“以患者为中心”的药物研发是指基于患者角度开展的药物开发、设计、实施和决策的过程,旨在高效研发更符合患者需求的有临床价值的药物,是当前各国药品监管机构积极探索的领域。该原则强调临床设计以患者需求为导向;要求选择最优对照方案,并合理设计临床结局评估终点
2023 年 8 月	《关于印发第四批鼓励研发申报儿童药品清单的通知》	为进一步做好保障儿童用药工作,促进儿童适宜品种、剂型、规格的研发创制和申报审评,满足儿科临床用药需求,国家卫生健康委同科技部、工业和信息化部、国家医保局和国家药监局,通过组织专家遴选、社会公示等,研究制定《第四批鼓励研发申报儿童药品清单》。第四批清单有 24 个品种,涉及 30 个品规、9 种剂型,覆盖神经系统用药、消化道和新陈代谢用药、抗肿瘤药及免疫调节剂等治疗领域
2023 年 8 月	《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序》	为鼓励以临床价值为导向的药物创新,加快具有突出临床价值的临床急需药品上市,国家药监局综合司发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)(修订征求意见稿)》(以下简称《工作程序》),并附政策解读,向社会公开征求意见。《工作程序》细化工作程序和具体要求,完善了快速通道与常规通道的转换机制,可以让快速通道获批的药物尽快进入常规通道,保证用药安全。此次药品附条件批准上市申请审评审批制度的修改提高了药品附条件批准的门槛,体现了药监局坚定鼓励差异化创新的态度,有利于发现未满足临床需求、助力研发具有差异化创新药能力药企的发展
2024 年 2 月	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》	坚持药品价格由市场决定,更好发挥政府作用,整体提高新药挂网效率,支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”
2024 年 3 月	《政府工作报告》	居民医保人均财政补助标准提高 30 元。推动基本医疗保险省级统筹,完善国家药品集中采购制度。城乡居民基础养老金月最低标准提高 20 元,继续提高退休人员基本养老金,完善养老保险全国统筹。促进中医药传承创新,加强中医优势专科建设。巩固扩大创新药等产业发展,积极打造生物制造等新增长引擎

2024 年 7 月	《全链条支持创新药发展实施方案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基
2024 年 7 月	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	持续深化药品审评审批制度改革，提升药品审评审批效能，支持创新药研发。该方案明确了优化创新药临床试验审评审批机制，强化药物临床试验申请人主体责任，提升药物临床试验相关方对创新药临床试验的风险识别和管理能力，探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现 30 个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2025 年 3 月	《政府工作报告》	健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展。居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高 30 元和 5 元。稳步推动基本医疗保险省级统筹，健全基本医疗保险筹资和待遇调整机制，深化医保支付方式改革，促进分级诊疗。扩大职工医保个人账户共济范围
2025 年 6 月	《关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》	对符合要求的创新药临床试验申请在 30 个工作日内完成审评审批
2025 年 7 月	《支持创新药高质量发展的若干措施》	提出了加强对创新药研发支持、支持创新药进入医保目录和商业健康保险创新药品目录、鼓励创新药临床应用、提高创新药多元支付能力、强化组织保障等

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、带量采购、医保目录谈判等政策实施影响分析

2018 年以来，带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格降幅明显，同时涉及的药品种类和治疗领域也逐步完善。2024 年，“全球新”类的创新药纳入医保目录的数量为历年最高，其谈判成功率超 90%，远高于本次平均谈判成功率，对创新药纳入医保的支持进一步体现。2025 年，国家第十一次集采规则继续优化，“反内卷”等四原则有助于推动行业良性竞争，促进行业健康发展。此外，医保直接结算有望缩短医药企业回款周期，提升企业经营效率。

自 2018 年第一次带量采购竞标结果公示以来，中国已经历了 10 次集采，累计采购药品超过 400 种，主要覆盖了心脑血管疾病、呼吸道疾病、抗感染、肿瘤、精神疾病、糖尿病等常见病、慢性病用药。通过带量采购、量价挂钩、以量换价的方式，大幅降低药品的价格，前九批化药集采平均降幅约为 53%，在刚过去的第十批药品集采中，采购药品价格平均降幅超 70%，创历史新高，降幅 50% 以上降幅品种占比超 50%，部分药品价格降幅超 95%，最高降幅达 99.42%。通过集中采购，大批已过专利期的经典药品全部由通过质量和疗效一致性评价的企业供应全国。

截至 2024 年末，第十批药品集采结果出炉，共有 62 种药品采购成功，234 家企业的 385 个产品获得拟中选资格，本次集采涉及的企业和药品数量均创历史新高。在本次药品集采中涉及的 62 种药品均为已过专利期、有多家企业生产具备充分竞争的药品，覆盖了高血压、糖尿病、肿瘤、心脑血管疾病、感染、精神疾病等领域。本次集采对报量要求明显提高，要求医药机构填报采购量时，要对实际用量做趋势性判断分析，分为呈上升趋势、可能降低及存在不确定性的三类品种。这一做法能更加合理的估算最终真实的采购量。与此同时，本次集采明确报量范围延伸到社区卫生服务中心、乡镇卫生院及其代管或实行统一采购药品的社区卫生服务站、村卫生室等，有助于进一步提高预计最终真实采购量的准确性。

表 3.1 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量	平均降价幅度
第一批	2018 年 12 月	25	52%
第二批	2020 年 1 月	100	53%
第三批	2020 年 8 月	55	53%
第四批	2021 年 2 月	45	52%
第五批	2021 年 6 月	61	56%
第六批（胰岛素专项）	2021 年 11 月	16	48%
第七批	2022 年 7 月	60	48%
第八批	2023 年 3 月	39	56%
第九批	2023 年 11 月	41	58%
第十批	2024 年 12 月	62	（超）70%

资料来源：公开资料，联合资信整理

2024 年 11 月，国家医保局正式公布 2024 版国家医保药品目录，于 2025 年 1 月 1 日起正式实施。《2024 版医保目录》相比于《2023 版医保目录》总数增加 71 种，其中西药总数增加 67 种，中成药总数增加 4 种，中药饮片总数不变；在新增药品中包括 38 种“全球新”的创新药，无论从占比和绝对数量来看都为历年新高。从纳入医保目录方式来看，2024 年通过参与谈判/竞价的方式纳入目录的药品共 89 种，成功率 76%（其中创新药的谈判成功率超过 90%），平均降价超 60%，成功率和降价幅度同比变动不大。经过本轮调整，国家医保药品目录内药品总数达 3159 种。

2025 年 7 月，为保证患者用药质量，国家针对第十一批集采规模进行了优化，提出“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。即报量方面，调整为两种报量方式并行，医疗机构可以选择按具体品牌报量，如果中选该品牌企业可以直接成为该医疗机构的供应企业；同时，医疗机构也可以维持过去的按药品通用名报量。此项报量

规则调整的目的是让医疗机构的需求与中选结果更好匹配，临床使用过渡更加平顺。保质量方面，进一步提高投标资质门槛，提高生产质量考察要求，加强质量监管；药监部门将继续对国家集采中选企业检查和产品抽检两个“全覆盖”；同时做好真实世界疗效评估。防围标方面，探索引入“首告从宽”机制，以此破除围标企业间的利益同盟，维护集采市场的公平竞争环境。反内卷方面，中选规则不再简单以最低价为锚点，优化了价差计算的“锚点”，即使出现个别企业报低价，也不会影响其他正常报价的企业。同时，要求报价最低企业公开说明报价合理性并承诺不低于成本，即实行“低价声明”，防止企业为中标而盲目压低价格，引导企业从“低价竞争”往“质量竞争+成本控制+合理利润”的方向转变。

此外，医保局探索医保基金对集采和国谈药品耗材企业的直接结算，推动药企的回款周期从 6 个月努力缩短到 30 天以内。这有助于减轻药企资金压力，让企业能够更专注于药品生产和研发，保障药品供应和质量，也有利于医药行业的健康可持续发展。

四、创新药领域

创新药研发领域持续发展，1 类创新药占比较高，其“金字塔”行分布的临床结构较为合理，为新药未来上市做好较为充足的准备。近年来，中国创新药被更多国际合作方认可，预计 2025 年全年 license-out 规模仍将保持增长，在行业政策支持背景下，创新药的发展将持续向好。

根据国家药监局药品审评中心发布《中国新药注册临床试验进展年度报告（2024 年）》（以下简称“《报告》”），2024 年中国药物临床试验登记总量高达 4900 项（以 CTR 计），同比增长 13.9%。分药物类型来看，2024 年中国药物临床试验以化学药品为主，占比为 76.9%；生物制品次之，占比为 21.1%；其余为中药，占比为 2.0%。从注册分类看，1 类创新药占比较高，创新质量有所提升。2024 年注册分类为 1 类的药物共登记临床试验 1735 项，占新药临床试验总数的 68.3%，其中化学药品占比 52.3%，生物制品占比 45.6%。从临床试验分期结构来看，2024 年新药临床试验中，I 期占比 39.9%（同比略降），II 期占比为 19.5%（同比略增），III 期占比为 24.5%（同比略增），更多创新药进入后期临床阶段，研发日益成熟。值得注意的是，1 类创新药的临床分期结构更加合理，I 期占比 46.9%，II 期占比 22.6%，III 期占比 17.2%，“金字塔”型分布代表创新药的研发推进梯度良好，为未来上市做好较为充足的准备。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国 1 类新药靶点白皮书》统计，2024 年我国 1 类新药合计受理 1992 个（按受理号计数），同比增长 4.13%，其中化学药 1175 个、生物药 817 个。截至 2024 年末，合计

手里新药 3318 款，涉及靶点总数 843 个，2024 年热门靶点集中度同比下降至 16.3%。在治疗领域方面，新药受理的治疗领域依然以肿瘤为主，占比在 47.9%，其余占比较高的领域包括感染、消化系统与代谢、神经系统、心脑血管与血液，占比均不到 10%。靶点方面，2019—2024 年间，TOP30 的热门靶点涉及药品占有受理新药的 26%，每个靶点涉及药品数量均在 8 款以上，2024 年的热门靶点前六名分别是：KRAS、EGFR、HER2、PD-L1、CD19、BCL2，作为热度最高的靶点，2024 年共受理 KRAS 靶点药品 14 个，在研发管线中，KRAS 在 IND（申报临床）及以上研发阶段的项目占比约 59.5%，其中 I 期临床管线占比约 21.4%，II 期临床管线占比约 16.7%，III 期临床管线占比约 8.3%，临床进度靠前的管线开发适应症为非小细胞肺癌。PD-1 等靶点热度在 2024 年显著下降，针对这些靶点的药物研发逐渐成熟，饱和度较高。

近年来，中国创新药被更多合作方认可，2025 年上半年 license-out 交易的首付款和交易总额均呈快速增长趋势。2020 年后，中国创新药企业快速发展，license-out（对外授权²）的首付款和交易总额均大幅增长。2025 年上半年，license-out 交易的首付款总额达 33 亿美元，交易总金额达到 480.9 亿美元，分别为 2024 年全年的 67.48% 和 88.50%，均呈现同比快速增长趋势，预计 2025 年全年仍将保持同比增长态势。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。随着更多的中国创新药在各类学术会议上陆续输出，国内创新药的全球竞争力得到持续提升，创新药价值也被更多合作方认可。根据 CNBC 报道，2020—2024 年，美国引进自中国授权项目（美国 license-in³）占比由 4% 提升至 27%，2025 年初，占比进一步提升至 42%。预计 2025 年全年，中国创新药 license-out 规模将同比提升，在行业政策支持的背景下，创新药的发展仍将持续向好。

五、行业内发债企业信用分析

（一）债券发行、偿还及存续情况

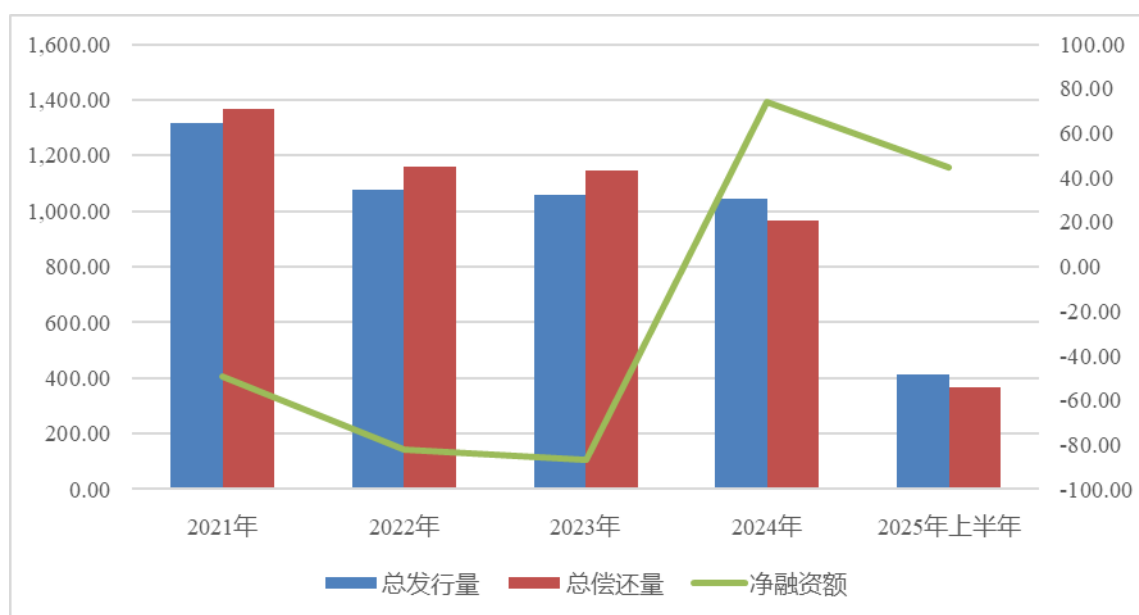
2024 年医药制造企业融资规模较大，净融资规模转变为净流入；2025 年 1—6 月，医药制造企业在债券市场的净融资保持净流入。行业内发债企业级别主要集中于 AA⁺，民营企业和国有企业占比高。2026 年，行业存续期债券到期规模较大。

² 企业进行药物早期研发，然后将项目授权给其他药企做后期临床研发和上市销售，按照里程碑模式获得各阶段临床成果以及商业化后的一定比例销售分成。

³ 医药企业从其他公司或机构引进药物研发项目、技术平台或产品，通过支付首付款、里程碑付款及销售分成等方式，获得相关药品的开发、生产和商业化权益。

2024 年，医药制造企业⁴共发行债券 148 只，规模合计 1042.48 亿元，同比增长 18.13%；兑付⁵债券 150 只（其中到期 94 只、提前兑付 19 只、回售 32 只、赎回 5 只），兑付规模合计 968.18 亿元，同比变动不大；医药制造企业在债券市场的净融资规模合计 74.30 亿元，融资同比转为净流入。2025 年 1—6 月，医药制造企业共发行债券 63 只，同比减少 14 只，规模合计 410.28 亿元，同比减少 168.74 亿元；兑付规模合计 365.62 亿元，同比减少 83.51 亿元；医药制造企业在债券市场的净融资规模合计 44.66 亿元，同比减少 85.23 亿元，保持净流入。

图 5.1 医药制造行业净融资规模情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

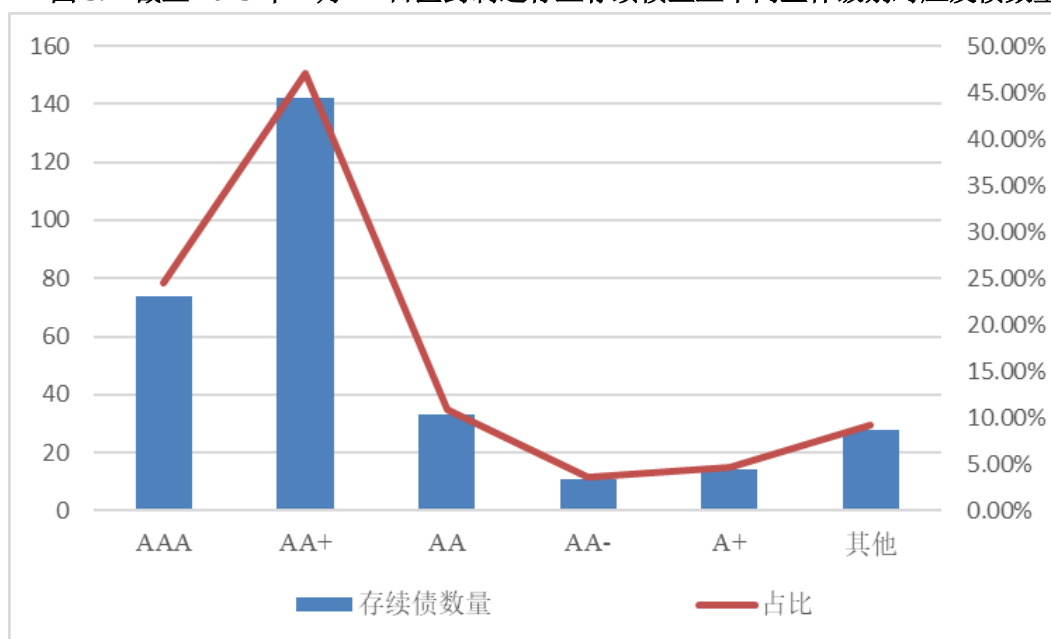
截至 2025 年 7 月 11 日，医药制造企业存续债券合计 315 只（含多期发行的资产支持证券），存续规模合计 1872.29 亿元。从主体级别分布看，AA⁺级别的发债企业存续债券数量最多，共 142 家，占 47.02%；从存续债规模看，存续债规模较大的主要集中于 AAA 和 AA⁺级别企业。其中，AAA 级别的企业存续债券规模合计 712.90 亿元，占存续债券总额的 38.08%；AA⁺级别的企业存续债券合计 724.11 亿元，占存续债券总额的 38.67%；AA 级别的企业存续债券合计 196.77 亿元，占存续债券总额的 10.51%；AA⁻级别的企业存续债券合计 88.70 亿元；A⁺级别的企业存续债券合计 62.43 亿元。从企业性质看（详见图 4.3），医药制造行业发债企业以民营企业和国有企业（含中央国有企业和地方国有企业）为主，合计占比为 90.69%。从债券品种看

⁴数据来自 Wind，行业分类为 Wind 行业-医疗保健。

⁵包含到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

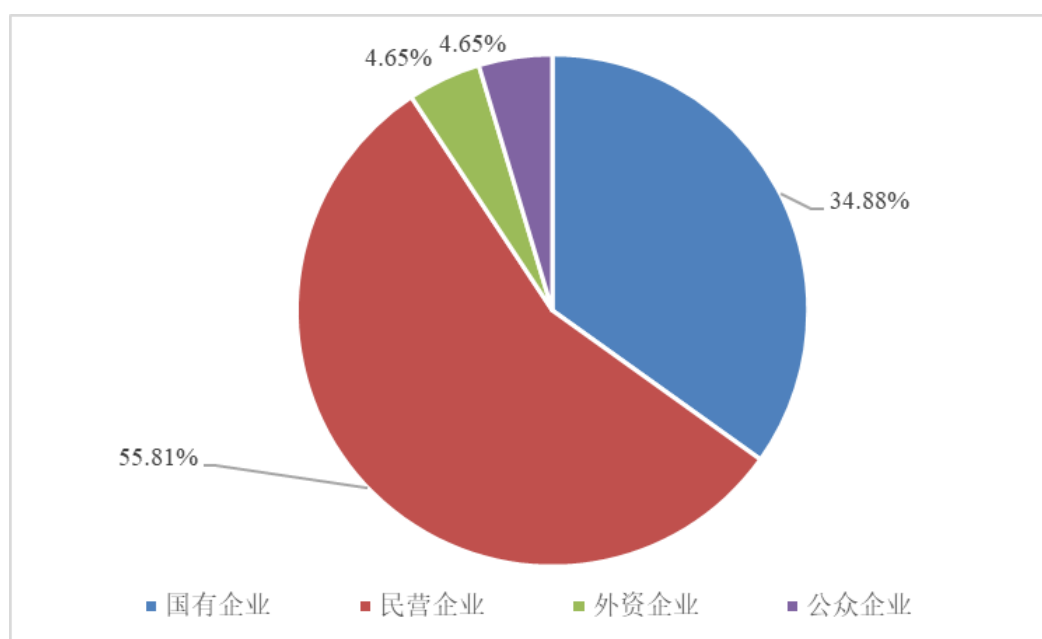
（详见图 4.4），医药制造企业发债以公司债、中期票据以及可转债为主，合计占比为 76.40%。从存续债券到期分布看（详见图 4.5），存续债券余额分布较为合理，2026 年行业存续债到期规模较大，需偿还规模为 413.54 亿元。

图 5.2 截至 2025 年 7 月 11 日医药制造行业存续债企业不同主体级别对应发债数量



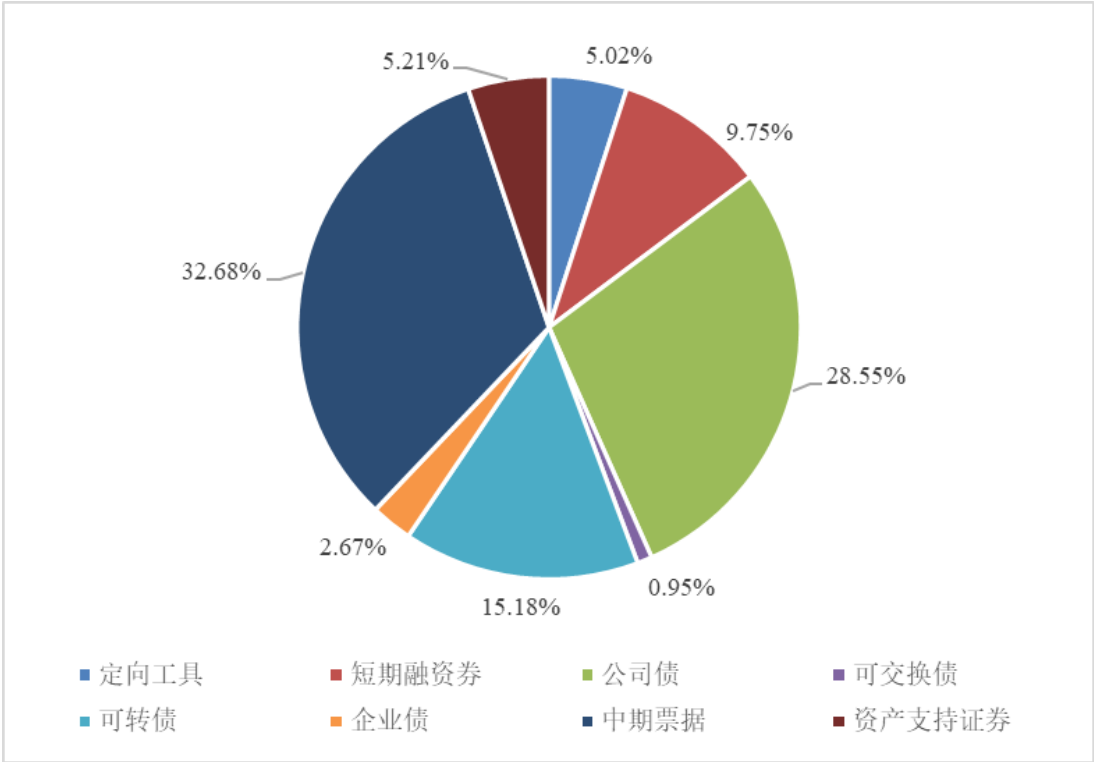
资料来源：联合资信根据公开数据整理

图 5.3 截至 2025 年 7 月 11 日医药制造行业存续债企业性质情况



资料来源：联合资信根据公开数据整理

图 5.4 截至 2025 年 7 月 11 日存续债券品种构成



资料来源：联合资信根据公开数据整理

表 5.1 截至 2025 年 7 月 11 日医药制造行业存续债余额期限分布情况（单位：亿元）

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年以后	合计
到期规模	263.65	413.54	288.71	228.62	379.24	284.53	1858.29
占比	14.08%	22.09%	15.42%	12.21%	20.26%	15.20%	99.25%

注：上表合计不到 100%系不包含已违约的债券余额 14.00 亿元；不考虑可转债提前赎回、回售的情况

资料来源：联合资信根据公开数据整理

（二）信用等级迁徙情况

2025 年上半年，医药制造行业发生级别迁移的企业共计 6 家，企业性质均为民营企业。

表 5.2 2025 年上半年发生级别迁移的医药制造企业汇总

评级机构 简称	公司名称	简称	调整时间	调整前 级别	调整后 级别	评级 展望	调整原因
------------	------	----	------	-----------	-----------	----------	------

中证鹏元	海南普利制药股份有限公司	普利制药	2025 年 4 月	BB	B ⁺	负面	深圳证券交易所决定终止普利制药股票及“普利转债”上市，普利制药品牌声誉与市场信任度严重受损，产品议价能力和市场份额可能进一步萎缩；普利制药流动性持续恶化，债务兑付风险加大。
中证鹏元	塞力斯医疗科技集团股份有限公司	塞力斯	2025 年 6 月 27 日	BBB ⁻	BB ⁺	稳定	塞力斯转让子公司拖累业绩，2024 年亏损幅度扩大；塞力斯客户回款周期仍较长，应收账款周转天数仍较大，面临信用减值风险；塞力斯控股股东及实际控制人股权质押比例保持高位，财务杠杆仍较高，备用流动性不足，部分用于补流的募集资金尚未归还，且征信报告存在不良类信贷记录，流动性压力仍较大；塞力斯及相关责任人员仍受到监管处罚。
东方金诚	浙江东亚药业股份有限公司	东亚药业	2025 年 6 月 26 日	AA ⁻	A ⁺	稳定	受 β-内酰胺类抗菌和皮肤用抗真菌药销量降低及主要产品销售价格下滑影响，东亚药业营业收入下降，期间费用大幅上升，存货及固定资产计提减值损失 1.44 亿元，利润总额亏损 1.18 亿元，经营活动现金净流出规模扩大；随着在建项目投入，东亚药业资产负债率增长较快，全部债务规模增加，短期存在一定集中偿付压力。
联合资信	蓝帆医疗股份有限公司	蓝帆医疗	2025 年 6 月 27 日	AA	AA ⁻	稳定	2024 年，蓝帆医疗期间费用高企叠加大额折旧和摊销费用影响，公司利润总额为-4.02 亿元，仍为亏损；蓝帆医疗控股股东股权质押比例高；蓝帆医疗商誉规模较大，且可能面临一定商誉减值风险；蓝帆医疗债务规模增长，债务负担有所加重，长期债务中需 2026 年集中偿付的规模较大。
东方金诚	湖北共同药业股份有限公司	共同药业	2025 年 6 月 20 日	A ⁺	A	稳定	受行业竞争加剧导致产品价格下降以及原材料价格上涨的双重挤压，叠加部分新产品前期试产阶段单位成本增加，以及期间费用持续增长等因素影响，共同药业利润总额亏损；受购买商品、接受劳务支付的现金增加影响，共同药业经营性净现金流转为净流出；共同药业全部债务保持增长，债务负担有所增加。
联合资信	黑龙江创达集团有限公司	黑龙江创达	--	AA	A ⁺	负面	--

注：上表中黑龙江创达集团有限公司发行私募债，无公开资料

资料来源：公开资料，联合资信整理

六、行业展望

（一）预计 2025 年，国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2025 年 1—5 月，我国基本医疗保险（含生育保险）基金收入 1.23 万亿元，基本医疗保险（含生育保险）基金支出 0.94 万亿元。

（二）预计“控费”仍将为医药行业政策的主线。医保目录持续调整，将给予创新药及具备临床价值的药品更多发展空间，集采降价或将更加温和，也将更加关注药品质量。

截至 2024 年底，国家医保局已经连续第 7 年开展医保药品目录调整工作。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制，临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录，对于疗效不确切和已被临床淘汰等类型的药品将被逐步调出，加快医保目录的腾笼换鸟，对于药品的创新成色和临床价值也给出了鲜明的价值导向。

集采方面，国家组织药品集中采购办公室从集采制度上规避了唯低价论的竞争，将药品生产质量、企业供应实力等因素纳入考量，仿制药一致性评价是企业进入集采的硬指标，国家医保局和药监局联合建立了质量监管的协同机制，对国采中选药品存在质量问题的企业进行惩戒，对质量问题“零容忍”。

（三）预计未来创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。

医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

（四）医疗反腐行动持续，推动行业更健康发展

2024 年 10 月 11 日，市场监管总局出台公开征求《医药企业防范商业贿赂风险合规指引（征求意见稿）》（以下简称“合规指引”）意见的公告，意在加强监管执法的同时，充分发挥医药企业主体作用，推动医药领域商业贿赂治理关口从事后执法向事前预防前移，推进医药领域商业贿赂治理长效机制建设。合规指引征求意见稿贴合行业实际、可操作性强，有利于预防和遏制医药领域商业贿赂行为，引导和帮助医药企业合规经营，净化医药行业环境，推动医药行业的高质量发展。

2025 年 6 月，国家卫健委等 14 部委联合发布《2025 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》指出，加强医药卫生领域新型、变异和隐形问题研判预警，紧盯“关键少数”和关键岗位，聚焦药品、高值医用耗材、医用设备、基建和信息化项目招投标、后勤服务等监管重点，持续规范检测样本外送、外配处方、项目审批、资金使用等关键环节行为，加大行政执法和司法办案力度。行业内反腐行动持续，有助于推动行业更健康发展。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[医药制造行业 2025 年度行业分析](#)

[医药制造行业观察及 2024 年信用风险展望](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。