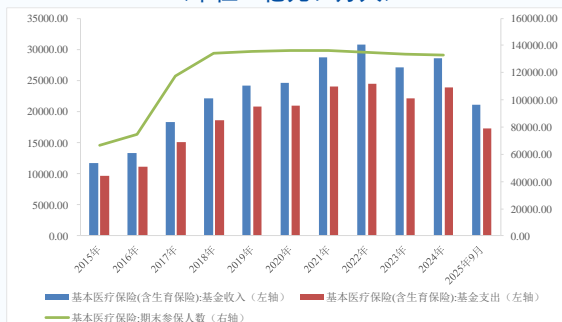


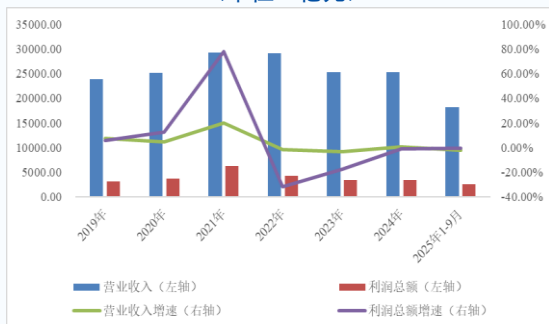
# 医药制造行业 2026 年度信用风险展望（2025 年 12 月）

工商评级一部 | 蒲雅修 丁媛香

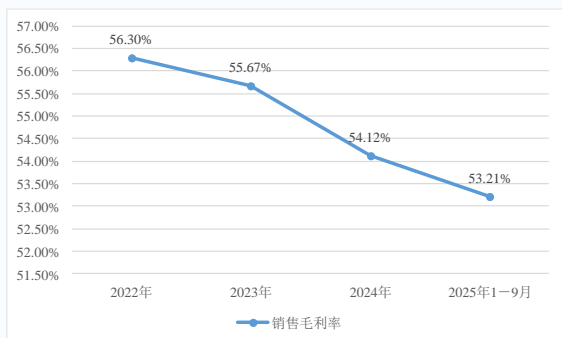
近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况  
(单位: 亿元、万人)



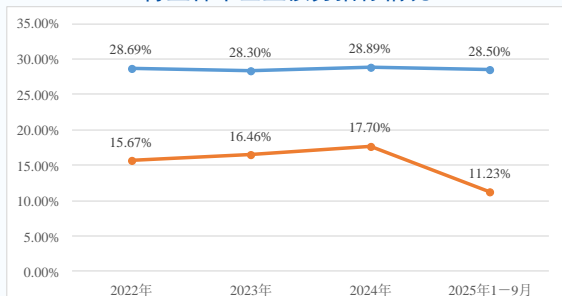
近年来医药制造业营业收入及利润总额情况  
(单位: 亿元)



行业样本盈利指标情况



行业样本企业债务指标情况



## 医药制造行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为，医药制造行业信用品质表现较好，预计未来行业信用风险将保持稳定。

### 摘要

- 2025 年前三季度，医药消费的基本盘仍然稳健。医药制造企业数量小幅增长，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。
- 2025 年，国家第十一次集采中标结果公示，“反内卷”等四原则推动行业良性竞争，促进行业健康发展。“十五五规划”支持创新药发展，2025 年前三季度医药企业 license-out 规模已超过 2024 年全年水平，在行业政策支持的背景下，创新药的发展将持续向好。
- 2025 年前三季度，医药制造企业在债券市场的净融资保持净流入。行业内存续期债券于 1 年内到期规模较大，但总体杠杆水平较低，偿债指标处于高水平，整体债务压力可控。
- 医药制造行业整体偿债风险可控，预计 2026 年医药行业整体经营业绩有望保持稳定；预计“控费”仍将为医药行业政策的主线，“唯低价论”或将破除，多方举措催动行业健康发展。



公司邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)  
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228  
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层  
**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 一、行业基本面

### 1 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，支持生物制造核心技术突破，支持创新药发展，鼓励优质中医药企业发展。“十五五规划”进一步提升了生物制造行业的战略地位，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，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。“十五五”规划提出推动生物制造等成为新经济增长点、推动生物制造等重点领域关键核心技术突破、支持创新药和医疗器械发展，推进中医药传承创新，健全医疗、医保、医药协同发展和治理机制等。“十五五”规划明确生物制造行业为未来重点发展产业之一，生物制造行业未来发展空间较为乐观。

图表 1 • 2022 年以来医药制造行业政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2022 年 4 月	《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》	国家医疗保障局办公室	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》	国务院办公厅	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	《以患者为中心的药品临床试验设计技术指导原则》（试行）	国家药监局药审中心	“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》	国家卫生健康委办公厅、科技部办公厅、工业和信息化部办公厅、国家药监局综合司	为进一步做好保障儿童用药工作，促进儿童适宜品种、剂型、规格的研发创新和申报审评，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》	国家药监局	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》	国家医保局	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》	国务院	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》	国务院审议通过	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》	国家药监局	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》	国务院	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）》	国家药监局	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》	国家医保局、国家卫生健康委	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
2025 年 10 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	二十届四中全会审议通过	提出了推进基本医疗保险省级统筹，优化药品集采、医保支付和结余资金使用政策、健全多层次医疗保障体系、健全医疗、医保、医药协同发展和治理机制，促进分级诊疗、支持创新药和医疗器械发展等
2025 年 10 月	《生物学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》	国务院	该条例共 7 章 58 条，自 2026 年 5 月 1 日起施行，涵盖了生物学新技术从临床研究到临床转化应用的全过程管理；为生物学新技术的研发、临床研究与临床转化建立全国统一的法律框架

数据来源：公开资料，联合资信整理

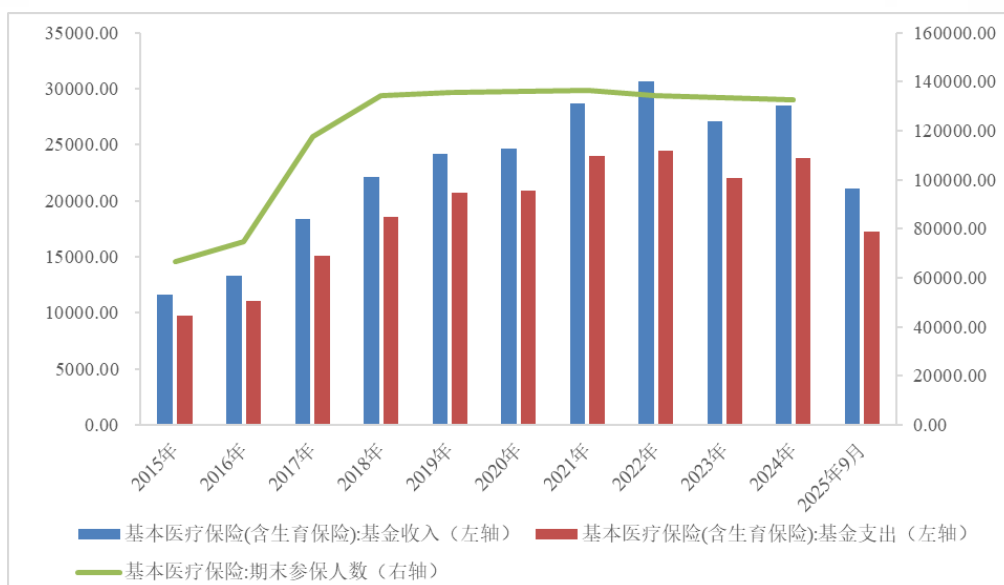
## 2 行业运行情况

截至 2024 年末，中国 65 岁以上人口保持增长，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—9 月，医药制造企业数量小幅增长，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（详见图表 2）。2024 年，医疗总诊疗人次 101.1 亿人次，较上年增长 20.07%。

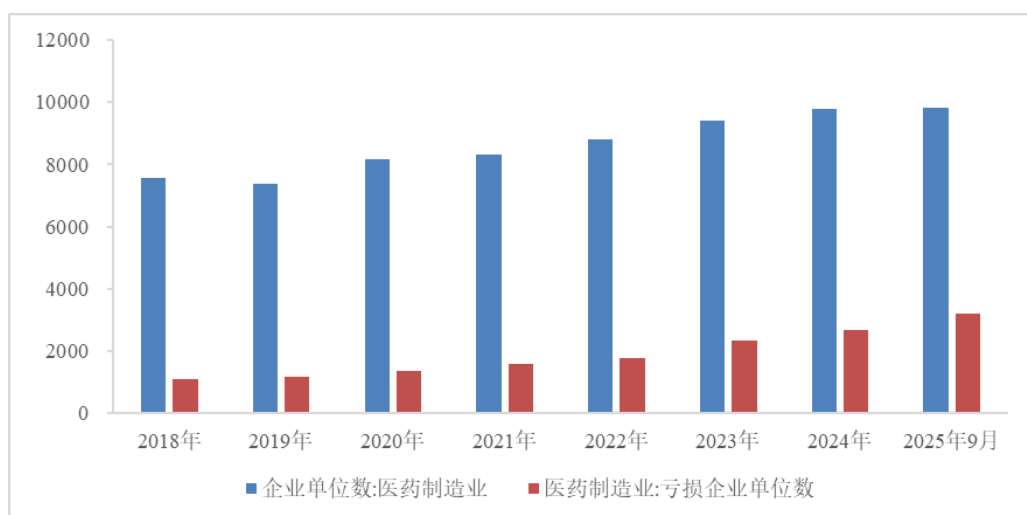
从企业数量来看（详见图表 3），截至 2024 年底，中国医药制造企业合计 9793 家，较上年底增加 381 家；2024 年亏损企业合计 2682 家，较上年底增加 357 家。截至 2025 年 9 月底，医药制造企业合计 9833 家，较上年底增加 40 家；亏损企业 3188 家，较 2024 年增加 506 家。2025 年 9 月底，医药制造企业数量仍小幅增长，亏损企业仍保持较大数量，亏损企业占比继续上升，行业内分化程度持续加深。

图表 2 • 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）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

图表 3 • 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）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

### 3 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。2025 年，新一轮医保谈判覆盖范围再次扩大，且首次发布了《商业健康保险创新药品目录》，对创新药的支持进一步加大。2025 年，国家第十一次集采中标结果公示，“反内卷”等四原则推动行业良性竞争，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 11 次集采，累计采购药品 490 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，前十批化药集采平均降幅约为 55%。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。



2025 年 11 月，第十一批药品集采结果正式公布，采购目录中的 55 种药品采购成功，实现零流标。第十一批涉及品种共有 1182 个产品过评，272 家企业的 453 个产品获得拟中选资格，中选率 57%，此次集采涉及的企业和药品数量均创历史新高。在此次药品集采中涉及的 55 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，覆盖了抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品。此次集采规则聚焦“稳临床、保质量、反内卷、防围标”，在入围标准、中选规则、报量分量等方面作出了重要优化。此次集采纳入品种的过评企业均不少于 7 家，远超早期标准，同时投标资质门槛提高，要求企业提高药品质量；优化“复活”机制，设置“锚点价”防止极端低价冲击；另外，此次集采首次采用灵活报量方式，77%的医疗机构选择厂牌报量，精准匹配减少临床用药的切换成本，保证用药连续性与稳定性。第十一批集采平均降价幅度为 53%，明显低于第十批，医疗机构产品报量的 75% 获得满足，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。

图表 4 • 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%
第十一批	2025 年 11 月	55	53%

数据来源：Wind，联合资信整理

2025 年 12 月，国家医保局现场发布了 2025 年《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》及《商业健康保险创新药品目录》，此轮国谈，国家医保药品目录新增了 114 种药品，有 50 种是一类创新药，总体成功率 88%，高于 2024 年的成功率 76%。与此同时，有 19 款药品纳入首版商保创新药目录。2025 年国家医保药品目录纳入了一些弥补基本医保保障空白的药品，如三阴乳腺癌、胰腺癌、肺癌等重大疾病用药；朗格汉斯细胞组织细胞增生症、螯合剂不耐受的地中海贫血症等罕见病用药；糖尿病、高胆固醇血症、自身免疫性疾病等慢性病用药。商保创新药目录中既有 CAR-T 等肿瘤治疗药品，也有神经母细胞瘤、戈谢病等罕见病治疗药品，还有阿尔茨海默病治疗药品等。

## 4 创新药领域分析

创新药研发领域持续发展，1 类创新药占比较高，其“金字塔”形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，2025 年前三季度 license-out 规模超过 2024 年全年水平，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，I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I类新药靶点白皮书》统计，2024年我国I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，合计受理新药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所有受理新药的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年前三季度license-out维持快速增长态势，交易数量、首付款和交易总额均超2024年全年水平。2020年后，中国创新药企业快速发展，license-out（对外授权）的首付款和交易总额均大幅增长。2025年前三季度，license-out交易数量为103笔，高于2024年全年交易量（94笔）；交易总金额达到920.3亿美元，较2024年全年交易总金额增长77%；首付款总额达45.5亿美元，高于2024年全年首付款（41亿美元）；2025年前三季度license-out首付款高于一级市场融资总额13.5亿美元，成为重要的资金回流渠道。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-in<sup>1</sup>）占比由4%提升至27%。2025年前三季度，中国企业License-out到美国企业的交易数量高达50笔，占比49%。预计2025年全年，中国创新药license-out规模将进一步提升，在行业政策支持的背景下，创新药的发展仍将持续向好。

## 二、行业财务状况

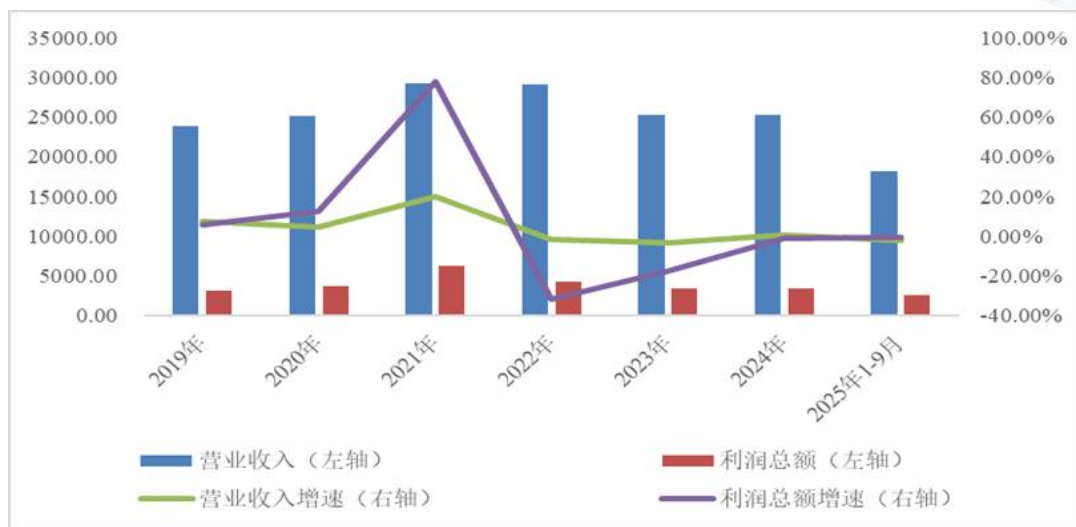
### 1 行业的增长性

2025年前三季度，医药制造行业营业总收入和利润总额同比基本维持稳定，利润总额略有下降。

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（详见图表5）。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—9月，医药制造企业营业收入为18211.40亿元，同比下降2.00%；利润总额为2534.80亿元，同比下降0.70%。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。

图表5·近年来医药制造业营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

<sup>1</sup> 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。



数据来源：Wind，联合资信整理

## 2 盈利水平

**2025 年前三季度，医药制造行业样本企业毛利率有所下降，销售费用和管理费用均小幅下降。**

从医药制造业的上市公司数据分析<sup>2</sup>来看，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，2025 年前三季度小幅下降。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%（详见图表 7），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上升；2025 年前三季度，管理费用率较上年底有所下降。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。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 9 月底，商誉在净资产中的占比为 4.82%，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持续上升，体现出中国医药制造企业持续重视。

图表 6• 药制造行业样本企业盈利情况（单位：亿元、天、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
销售毛利率	56.30%	55.67%	54.12%	53.21%
销售费用率	24.52%	24.72%	24.02%	23.24%
管理费用率	17.95%	20.78%	22.35%	21.95%
研发费用率	9.84%	11.23%	12.61%	/
经营活动现金流净额	1893.20	1717.77	1589.01	1229.86
应收账款周转天数	80.83	98.17	109.57	116.02
商誉占净资产的比重	4.76	4.56	4.48	4.82

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平均值，计算过程已剔除异常值；未获取 2025 年 1—9 月研发费用率数据

数据来源：Wind，联合资信整理

<sup>2</sup> 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 370 家上市公司相关财务数据。

图表 7 • 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	24.52
2023 年	33.20	20.74	23.46	28.95	24.72
2024 年	29.79	16.01	21.14	27.55	24.02

资料来源：Wind，联合资信整理

图表 8 • 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	17.95
2023 年	21.71	9.06	10.50	10.74	20.78
2024 年	23.52	9.95	8.87	8.75	22.35

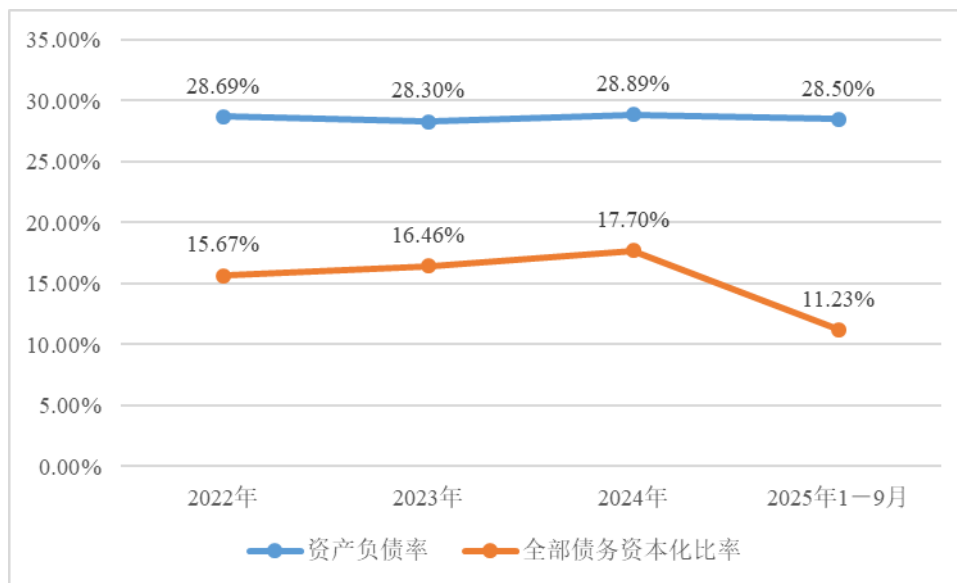
资料来源：Wind，联合资信整理

### 3 杠杆水平

医药制造行业杠杆水平较低，近年来小幅波动。

2022—2024 年，医药制造行业样本企业资产负债率较为稳定，全部债务资本化比率小幅提升；2025 年前三季度，医药制造行业样本企业杠杆水平仍较低，全部债务资本化比率下降，资产负债率小幅下降。

图表 9 • 医药制造样本企业杠杆水平指标



注：上图指标为样本企业平均值，计算过程已剔除异常值  
资料来源：Wind，联合资信整理

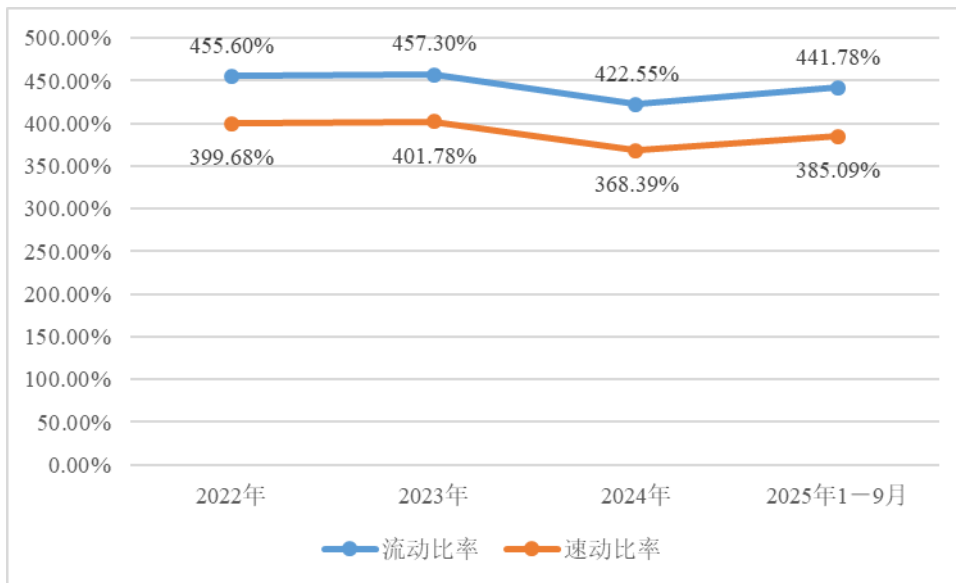
### 4 偿债水平

截至 2025 年 9 月底，医药制造行业偿债指标回升，整体仍处于高水平，偿债风险可控。

近年来，医药制造行业样本企业偿债指标有所弱化，整体仍处于高水平。2025 年 9 月底，医药制造行业样本企业流动比率和速动比率较上年底小幅提升。



图表 10 • 医药制造样本企业偿债水平指标



注：上图指标为样本企业平均值，计算过程已剔除异常值  
数据来源：Wind，联合资信整理

## 三、行业债券市场表现

### 1 行业发债企业概况

**2025 年前三季度，医药制造行业发债主体存在级别下调情况，均为民营企业。**

截至 2025 年 11 月 23 日，医药制造行业<sup>3</sup>存续发债主体共 93 家，按主体性质分，国有企业 33 家，民营企业 52 家，其他企业 8 家；按主体级别来分，主体级别为 AAA（含 AAA<sub>stt</sub>）的企业为 21 家，主体级别为 AA<sup>+</sup>的企业为 21 家，主体级别为 AA 的企业为 20 家。

2025 年前三季度，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。

图表 11 • 2025 年前三季度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 <sup>+</sup>	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 <sup>-</sup>	BB <sup>+</sup>	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 <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	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

<sup>3</sup> 数据来自 Wind，行业分类为 Wind 行业-医疗保健。

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	<p>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。</p> <p>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。</p>
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	<p>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。</p>
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

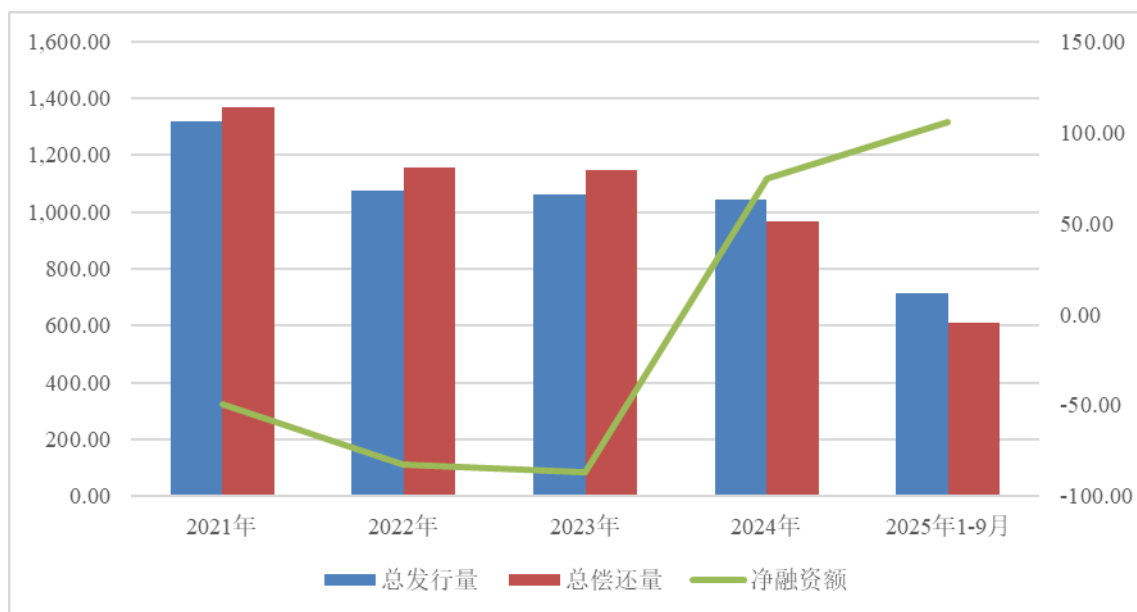
资料来源：公开资料，联合资信整理

## 2 债券市场情况

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—9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。行业存续期债券于1年内到期规模较大。

2024年，医药制造企业共发行债券148只，规模合计1042.48亿元，同比增长18.13%；兑付<sup>4</sup>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—9月，医药制造企业共发行债券104只，同比减少5只，规模合计713.80亿元，同比减少70.74亿元；兑付规模合计607.81亿元，同比减少35.70亿元；医药制造企业在债券市场的净融资规模合计106亿元，同比减少35.04亿元，保持净流入。

图表 12 • 医药制造行业净融资规模情况（单位：亿元）

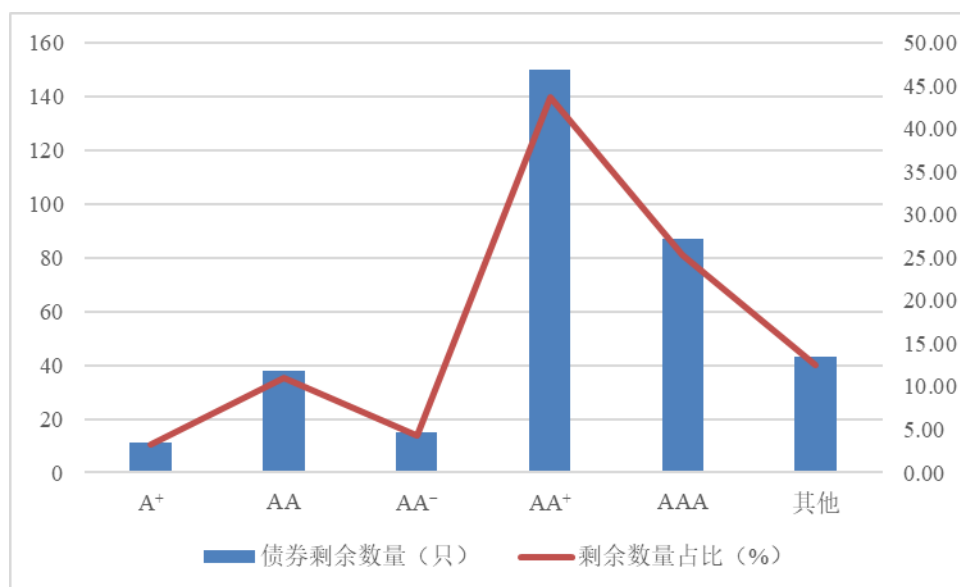


<sup>4</sup> 包含到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

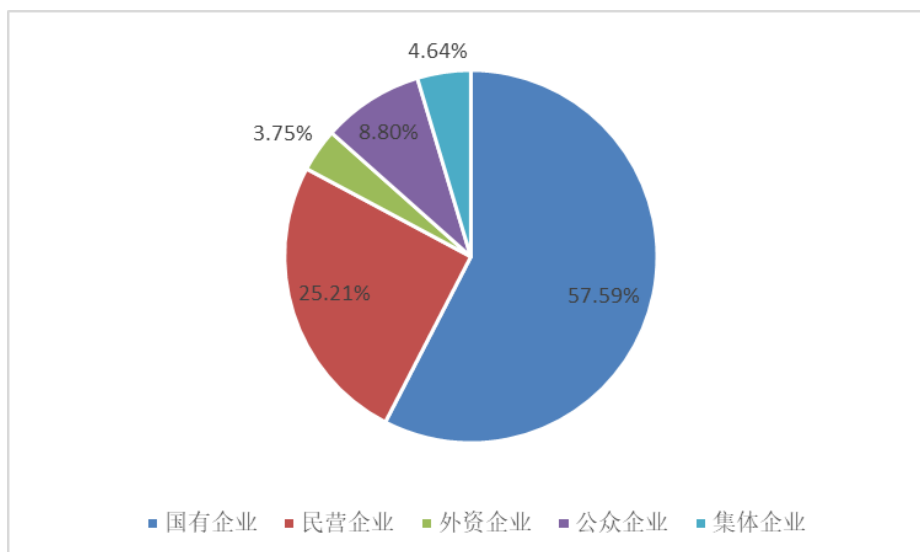
截至 2025 年 11 月 23 日，医药制造企业存续债券合计 344 只（含多期发行的资产支持证券），存续规模合计 2218.09 亿元。从主体级别分布看，AA<sup>+</sup>级别的发债企业存续债券数量最多，共 150 只，占 43.60%；从存续债规模看，存续债规模较大的主要集中于 AAA 和 AA<sup>+</sup>级别企业。其中，AAA 级别（含 AAA<sup>st</sup>）的企业存续债券规模合计 850.90 亿元，占存续债券总额的 38.36%；AA<sup>+</sup>级别的企业存续债券合计 860.19 亿元，占存续债券总额的 38.78%；AA 级别的企业存续债券合计 214.66 亿元，占存续债券总额的 9.68%；AA<sup>-</sup>级别的企业存续债券合计 88.47 亿元；A<sup>+</sup>级别的企业存续债券合计 46.96 亿元。从企业性质看（详见图表 14），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 82.80%。从债券品种看（详见图表 15），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 77.01%。从存续债券到期分布看（详见图表 16），存续债券余额分布较为合理，行业 1 年以内存续债到期规模较大，需偿还规模为 498.96 亿元。

图表 13 • 截至 2025 年 11 月 23 日医药制造行业存续债企业不同主体级别对应发债数量



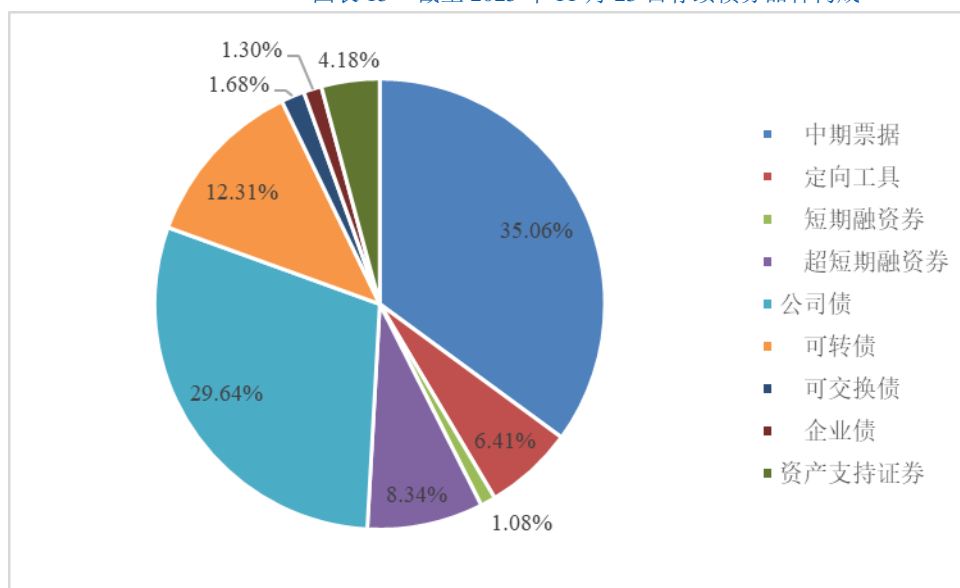
资料来源：联合资信根据公开数据整理

图表 14 • 截至 2025 年 11 月 23 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

图表 15 • 截至 2025 年 11 月 23 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

图表 16 • 截至 2025 年 11 月 23 日医药制造行业存续债余额期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上	合计
到期规模	498.96	313.20	332.23	323.81	281.96	467.94	2218.09
占比	22.49%	14.12%	14.98%	14.60%	12.71%	21.10%	100.00%

注：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



## 四、展望

**（一）预计 2026 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—9 月，我国基本医疗保险（含生育保险）基金收入 2.11 万亿元，基本医疗保险（含生育保险）基金支出 1.73 万亿元。预计 2026 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。

**（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。2025 年新一批医保目录发布，首次发布商保创新药目录，有望扩大药品可及性及降低患者使用成本。

集采方面，国家组织药品联合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”。第十一批集采平均降价幅度较上一批更加温和，未来集采有望逐步破除“唯低价论”，在降低用药成本的同时，保证药品质量。

**（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）医药制造行业信用风险将保持可控的状态；集采的常态化推进及医保目录的持续调整，将有利于创新能力及成本控制能力强的企业，部分小型企业或将逐步汰出，整体行业信用基本面将保持稳定。**

考虑到 2025 年前三季度医药消费的基本盘仍然稳健，医药制造企业数量小幅增长，随着政策面逐渐趋稳，医药制造行业整体信用基本面将保持稳定，但行业内分化程度加深，集采压力及市场竞争等因素将导致信用风险进一步向中小规模、创新力弱及成本控制能力差的企业集中；头部企业凭借创新能力、规模效应、品类及渠道优势、供应链与资金优势，信用状况将保持稳健。

## 相关研究

[《医药制造行业 2025 年度行业分析》](#)

[《医药制造行业半年度总结及展望》](#)

## 联系人

投资人服务    010-85172818-8088    [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 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资信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。联合资信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。