

# 医药制造与流通行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望

工商企业评级部 朱侃 李雨聪

## 摘要

2024 年以来，我国医药行业整体收入小幅回升，但受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价以及行业控费政策等因素影响，利润同比仍小幅下滑，业绩短期承压但降幅同比显著收窄。近年来，医药行业研发投入保持高强度，创新药、高端医疗器械等领域创新成果不断涌现。政府支持行业创新驱动，产业发展内生动力不断增强；但受资本市场融资环境影响，医药行业投融资热度持续下滑。

2024 年以来，我国鼓励商业健康保险政策频出，积极推动“医保+商保一站式结算”及医保基金预付政策落地实施，从而缓解医保支付压力。此外，政策鼓励药企研制新药，加快新药商业化进程。

从样本企业整体数据看，(医药制造) 2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业营业收入同比下滑，除化学制药子行业受益于创新药产品商业化进程加快，销售进入快速放量期，以及随着下游厂商去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，企业出货量逐步恢复，业绩同比提升，其他子行业受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价及行业控费政策等因素影响，业绩均有不同幅度下降。同时得益于政策对创新药及创新医疗器械研发的支持，医药制造行业研发投入逐年增加。此外，行业内企业整体现金回笼及总体资产周转效率较高，经营效率仍处于较好水平。受益于股权融

资和经营积累，近年来医药制造行业样本企业资本实力不断提升。2024 年以来样本企业资产及负债规模持续上升，但资产负债率仍相对适中。样本企业资产流动性状况总体良好，经营环节资金回笼情况较好呈净流入状态，可为到期债务偿付提供很强支撑。（医药流通）2024 年（TTM）药品流通样本整体营收略有增加但利润下滑，且受地方财政资金紧张，医保支付压力加大因素影响，回款周期拉长。未来随着医保预付金制度的推行，预计资金周转压力有望缓解。“互联网+医疗健康”、比价平台等政策及措施持续推进，将助推线上线下融合发展。医药流通行业样本企业显著财务特征是经营环节占款规模大且债务依赖度高。近年来样本企业财务杠杆持续偏高，刚性债务有所增长且债务集中于短期，即期偿付压力相对较大。样本企业资产主要为存货及应收账款，下游客户主要为医疗机构等，回款周期较长但风险相对可控。

2024 年前三季度，医药制造与流通行业内发债样本企业中共 21 家新发行债券，发债企业主体信用等级绝大部分为 AAA 和 AA<sup>+</sup> 级（合计占比 95.24%），合计发行债券 50 支，发行规模合计 479.12 亿元；当期债券净融资额净增加 95.16 亿元。截至 2024 年 9 月末，医药制造与流通行业尚有债券存续的样本企业共计 71 家，主体级别分布较为分散，存续债券合计 116 支，待偿还本金余额合计 930.07 亿元。2023 年第四季度及 2024 年前三季度，行业内 5 户发债企业，因经营业绩下滑、流动性紧张和内部管控不力等因素被调降级别，行业内发债企业共发生违约/展期事件 7 起，涉及企业 2 户。

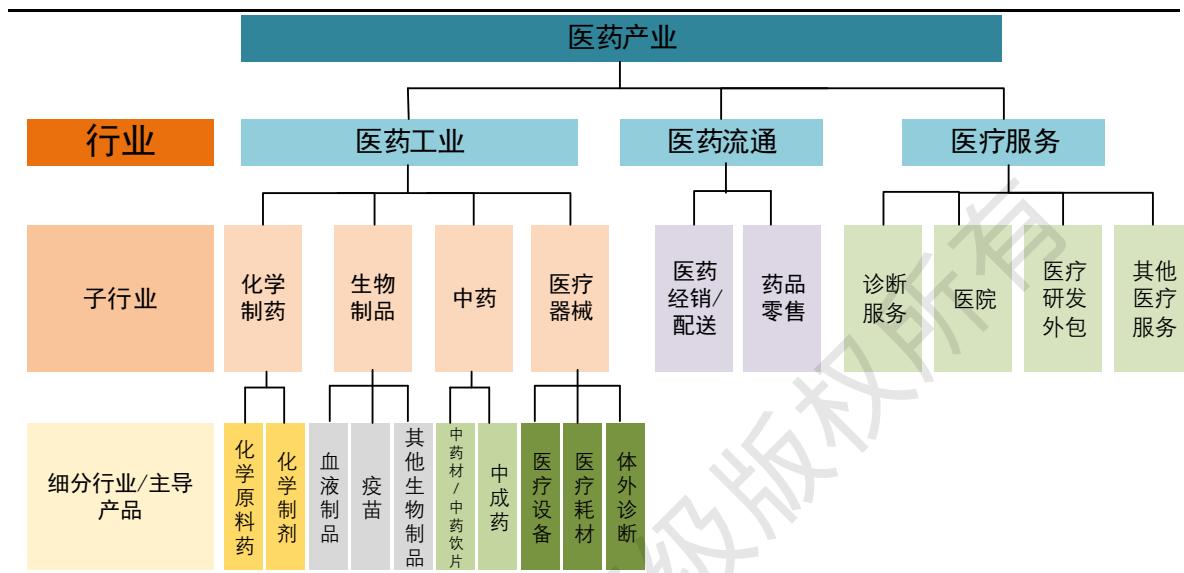
展望 2025 年，随着人口老龄化、慢性病发病率上升以及人们健康意识提高，预计我国医药行业的刚性需求不断扩大，行业总体发展前景仍保持良好。政府支持行业创新驱动，预计医药行业研发投入持续保持高强度，创

新成果仍将不断涌现。“控费”仍将是医药行业政策主线，行业同质化竞争仍较严重，预计行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中，行业并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望不断提升。随着医保政策改革及集采政策的持续深化，驱动相关企业加快拓展海外市场的步伐，美国等海外市场对中国生物药企出海的政策壁垒将逐步显现。医药流通市场方面，预计未来市场规模增速将有所放缓，市场份额将向头部企业集聚，此外，医药流通行业将向新业态发展。医药制造与流通行业内企业财务状况和现金流水平有望总体持稳，医药流通企业回款速度有望加快，在低利率和流动性充裕的货币政策环境下，预计企业到期债务正常滚续较有保障，债务偿付风险将维持较低水平。但仍需关注个别发债主体因经营不善造成大额亏损、过度并购扩张导致债务高企且偿债能力不足、公司治理不规范、资产流动性和现金流状况欠佳、关联方大额资金占用、外部融资受限等原因而导致的信用风险。

## 一、运行状况

医药产业链主要分为医药工业、医药流通、医疗服务三个部分。其中医药工业包括：化学制药（化学原料药、化学制剂），生物制品（血液制品、疫苗、其他生物制品），中药（中药材/中药饮片、中成药），医疗器械（医疗设备、医疗耗材、体外诊断）；医药流通包括医药商业和线下药店；医疗服务包括诊断服务、医院、医疗研发外包和其他医疗服务。

从企业性质看，在申万三级分类下的医药生物和 WIND 四级行业医疗保健分类下的医药制造及流通发债企业及上市公司中民营企业等非公所有制企业为 405 家，占比为 83.93%，民营企业占比较高。



注：根据公开数据数据整理绘制。

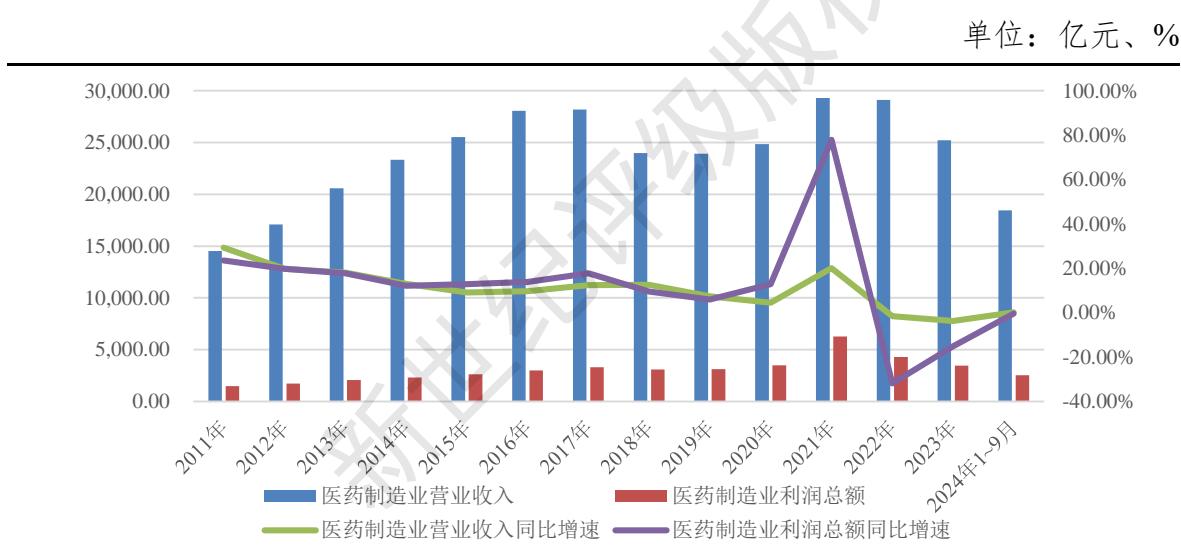
图 1. 医药产业链构成

2024 年以来，我国医药行业整体收入小幅回升，但受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价以及行业控费政策等因素影响，利润同比仍小幅下滑，业绩短期承压但降幅同比显著收窄。

医药制造与流通行业是我国国民经济的重要组成部分，与国计民生、

经济发展和国家安全息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国人民生活水平持续提高，城镇化速度不断加快，使得国民医疗保健意识增强，医疗服务便利性提高，从而促进了医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在老龄化趋势加剧的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了医药需求，促进我国医药制造与流通行业不断发展。

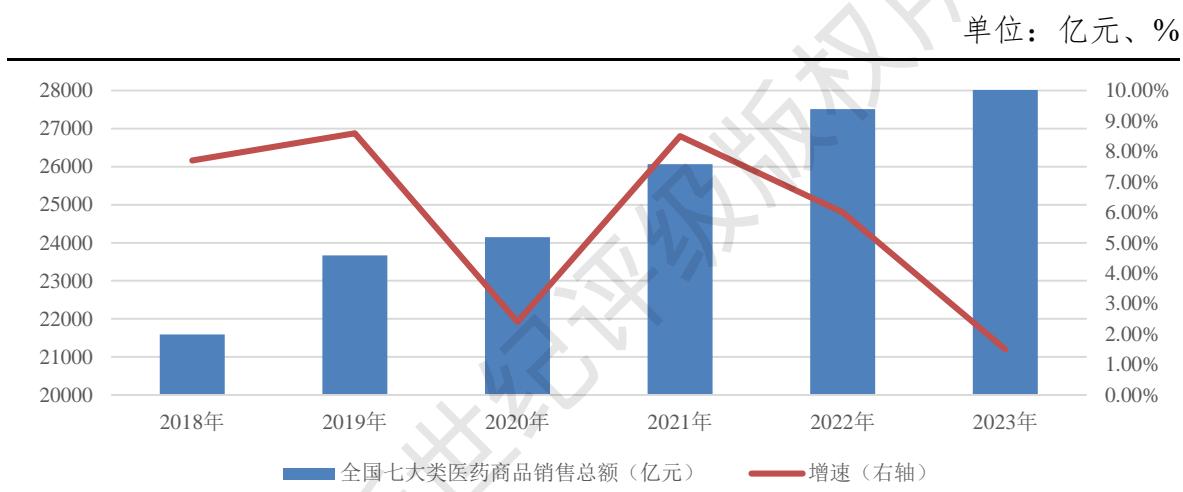
根据国家统计局数据，2023 年，我国规模以上医药工业增加值同比下降 5.2%。规模以上医药企业实现营业收入 25,205.70 亿元，同比下降 3.70%；实现利润 3,473.00 亿元，同比下降 15.10%，三项指标均为负增长，且分别低于全国工业整体增速 9.8、4.8、12.8 个百分点。2024 年前三季度，随着外部因素影响的逐步消退，经营业绩同比有所改善，规模以上医药企业实现营业收入 18,447.00 亿元，同比增长 0.20%；同期，受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价、医疗反腐及行业控费政策等因素影响，规模以上医药企业实现利润 2,543.90 亿元，同比下降 0.40%，降幅较上年同期的 17.5% 显著缩小。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 2. 2011 年以来我国医药制造行业营业收入和利润总额情况

医药流通行业方面，2023 年以来，全国药品流通市场销售规模有所扩大，《2023 年药品流通行行业运行统计分析报告》数据，全国七大类医药商品销售总额为 29,304 亿元，扣除不可比因素同比增长 1.5%。其中，药品零售市场销售额为 5,990 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.7%，药品批发市场销售额为 21,526 亿元，扣除不可比因素同比增长 5.4%。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据，2023 年我国三大终端六大市场(不含民营医院、私人诊所、村卫生室)药品销售额达 18,865 亿元，同比增长 5.2%。其中公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端占比分别为 61.3%、29.3% 和 9.4%。此外，医药流通行业集中度不断提升，2023 年我国药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 76.0%，同比提高 0.8 个百分点，其中国药控股、上海医药、华润医药、九州通和重庆医药-中国医药联合体前 5 名全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 51.3%，同比提高 1.5 个百分点，行业集中度进一步提升。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 3. 我国医药流通行业销售收入及增速情况

2024 年以来影响医药行业经济指标的因素主要有以下几个方面：

**国产新药商业化速度加快。**近年来，我国创新药产品获批上市数量增加且准入医保目录周期大幅缩短。上市的创新药产品销售进入放量期，市场份额快速扩大，2024年化学制剂子行业业绩提升明显。

**医药出口增长明显。**根据中国海关数据统计，2024年前三季度，我国医药产品出口额为791.75亿元，同比增长3.12%，(上年同期为770.25亿美元，同比下降24.24%)，其中西药类产品出口额为399.48亿美元，同比增长2.85%，为整体出口增长提供了有力支撑。随着国内药企研发投入的增加，部分创新药、生物药等产品陆续在欧美市场上市，推动西药类产品整体出口增长。此外，医疗器械类产品出口回暖，医疗器械类产品出口额353.39亿元，同比增长4.63%。

**原料药市场需求增加。**随着下游厂商去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，企业出货量逐步恢复，部分公司新产品加速放量，推动化学原料药行业2024年业绩增长。

**部分产品价格大幅下滑。**从国家集采到地方联盟集采，药品集采范围持续扩大、种类增多，新进品种和续约品种都出现不同程度价格下降。

**原材料价格波动大。**中药材价格上涨严重，化工原料价格大面积下跌，对相关产品利润造成较大影响。

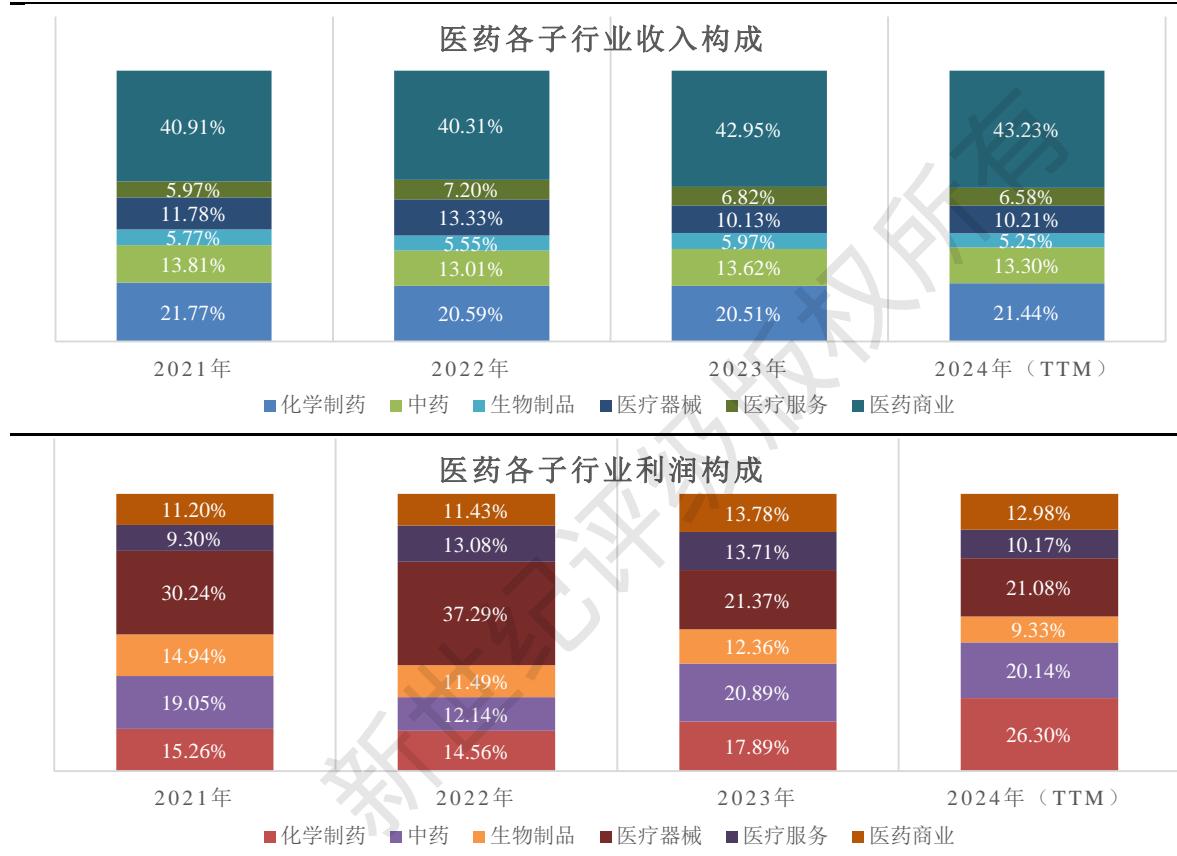
**医药卫生领域反腐加大力度。**2024年以来，医药卫生领域反腐力度进一步加大，部分医疗机构招采节奏延迟，医疗设备进院节奏放缓。

**疫情防控相关产品销售锐减。**2023年，新冠病毒检测试剂以及部分呼吸类用药仍有部分销售，但2024年以来上述产品销售有限，导致体外诊断及中药子行业营业收入和利润大幅下降。

从行业内部看，各子行业走势分化，其中化学制剂子行业受益于国产

新药逐步进入商业化，销售进入快速放量期，以及随着下游厂商去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，2024 年（TTM）营业收入及净利润在医药制造与流通行业内的占比同比增长，分别为 21.44% 和 26.30%；中药子行业受呼吸类产品高基数、集采降价及中药材原材料价格上涨影响，同期营业收入及净利润占比有所下滑，当期分别为 13.30% 和 20.14%；生物制品子行业市场竞争激烈，HPV 及流感疫苗产品降价，非免疫规划疫苗接种率提升动力不足导致该子行业营业收入及净利润占比有所下滑，当期分别为 5.25% 和 9.33%；医疗器械、医疗服务和医药商业 3 个子行业 2024 年（TTM）营收在行业内的占比分别为 10.21%、6.58% 和 43.23%，净利润在行业内的占比分别为 21.08%、10.17% 和 12.98%，同比变化较为有限。

单位：%



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 4. 2021~2023 年及 2024 年 (TTM) 医药制造及流通子行业营收及利润构成情况<sup>1</sup>

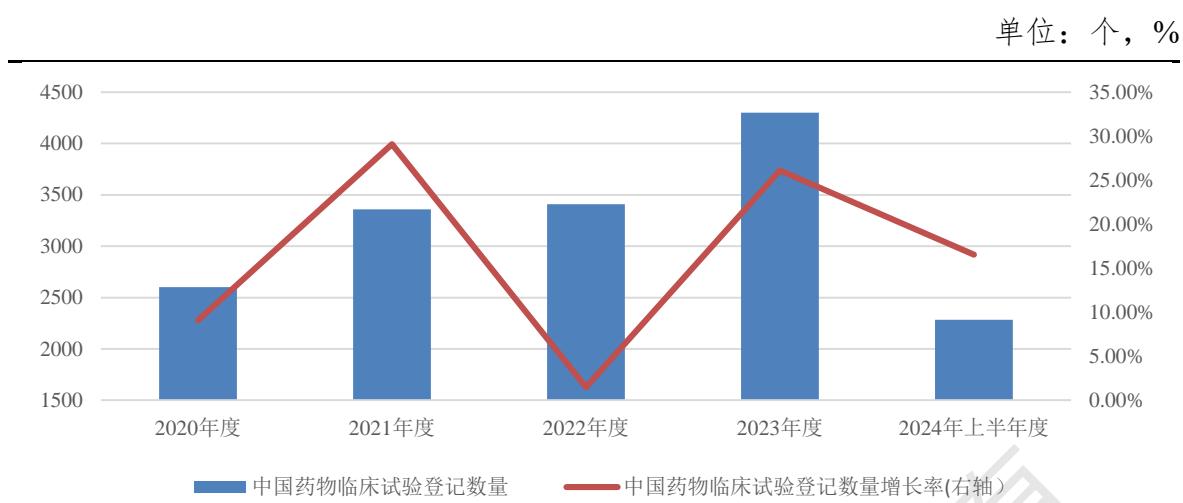
近年来，医药行业研发投入保持高强度，创新药、高端医疗器械等领域创新成果不断涌现。政府支持行业创新驱动，产业发展内生动力不断增强。

近年来医药研发投入保持高强度向创新转型，“十四五”以来医药行业研发投入年度平均增速约 20%，2023 年申万三级分类下的医药生物行业上市公司研发投入同比增长约 7.57%，研发投入占营业收入的比重为 5.29%；头部企业研发投入增长明显，有 24 家企业研发投入超 10 亿元。

自 2015 年《药品注册管理办法（修改草案）》发布之后，我国就一直鼓励医药创新，并对创新药以及治疗疑难危重疾病的新药实行特殊审批。2023 年 3 月，国家药监局药审中心针对创新药物发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》的通知，针对纳入突破性治疗药物程序的创新药、儿童创新药和罕见病创新药三类创新药品，明确审评审批提速。2024 年以来，《全链条支持创新药发展实施方案》、《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（征求意见稿）》的发布支持我国创新药发展。在政府明确导向以利好政策的落地下，2023 年度及 2024 年上半年在 CDE 公示登记的药物临床试验分别为 4,300 个和 2,283 个，增速分别为 26.10% 和 16.54%。临床试验数量的增长意味着药企研发速度在不断加快。2024 年，按国家药品监督管理局（NMPA）批准上市的 1 类或 1.1 类新药计算，NMPA 共批准了 46 款 1 类创新药上市，其中进口新药 7 款，国产新药 39 款，数量上再创新高。从治疗领域来看，2024 年 NMPA 批准的 1 类创新药中，抗肿瘤药依旧位居榜首，占比 50% (23/46)；位居第二的是消化道和新陈代谢用药，占比 13.04% (6/46)；

<sup>1</sup> 主要采用国内 A 股上市医药及流通企业作为样本。

再者是神经系统用药（4/46，8.7%），抗感染药物、杂类和中药均是获批了3款（3/46，6.5%）。此外，创新药准入医保目录的周期大幅缩短。2024年206个目录外独家申报药品中，共有115个药品上市不满一年，其中有66个药品是在上市当年即进行了医保准入申请。新药从获批上市到纳入目录获得报销的时间已从原来的5年左右降至1年多，根据2023年医保谈判数据统计，80%以上的创新药能在上市后2年内进入医保。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 5. CDE 公示登记的药物临床试验数量

在创新医疗器械发展方面，国内企业在政策支持下加大创新研发力度，创新器械上市数量快速提升。国内企业正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破，在CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域逐渐缩小与国外巨头的差距。医疗设备方面，DR 和监护仪类产品已基本实现国产化，但超声设备、内窥镜、CT 等目前国产率较低，未来国产替代潜力巨大。高值耗材方面，冠脉支架等品种在过去10多年内基本实现了进口替代，但是骨科、神经介入和电生理等高端器械和耗材领域，进口替代空间仍然可期。IVD 领域国产率仅30-40%，仍有较大替代空间。

需要指出的是，由于我国创新药开发起步较晚，目前国内大部分药企

的研发实力仍然偏弱，现阶段的国产创新药主要集中于国外已经得到验证的靶点和技术赛道，导致新药上市即面临较大市场竞争压力。下一阶段，国内制药企业将立足市场和临床需求定制和调节研发方向，迎合疾病谱需求，填补尚未满足的适应症空白，提升创新研发能力。

### 医药制造行业内 A 股企业并购重组的活跃程度回升，行业集中度有望进一步提升。

截至 2024 年 11 月 10 日，医药制造行业内 A 股企业已披露 11 项重大重组事件，披露的交易总价值合计 223 亿元，其中交易额最大的项目为新诺威收购石药百克，交易金额达 76 亿元，交易数量已超过 2023 年全年。随着《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定（征求意见稿）》、《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》及《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》等政策的落地，政策支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产；推动科技型企业高效实施并购重组方向更加明确，全市场的并购重组交易有望继续保持活跃。

表 1. 2024 年以来 A 股医药制造行业重大重组事件

股票名称	最新披露日期	重组事件	重组形式	重组目的	交易标的	交易总价值(亿元)	状态
华人健康	2024/1/12	华人健康收购舟山里肯 60%股权	协议收购	战略合作	舟山里肯 60%股权	1.10	完成
华神科技	2024/7/11	华神科技定增收购博浩达生物 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	博浩达生物 100%股权	7.90	失败
新天药业	2024/7/27	新天药业定增收购汇伦医药 85.12%股权	发行股份购买资产	横向整合	汇伦医药 85.12%股权	—	失败
药易购	2024/8/13	药易购收购享健药易购 51%股权	协议收购	战略合作	享健药易购 51%股权	—	进行中
艾迪药业	2024/9/24	艾迪药业收购南大药业	协议收购	横向整合	南大药业	1.50	完成

股票名称	最新披露日期	重组事件	重组形式	重组目的	交易标的	交易总价值(亿元)	状态
		31.161%股权			31.161%股权		
科源制药	2024/10/22	科源制药拟定增收购宏济堂 99.42%股权	发行股份购买资产	其他并购目的	宏济堂 99.42%股权	—	达成转让意向
华润三九	2024/10/30	华润三九收购天士力 28% 股权	协议收购	战略合作	天士力 28% 股权	62.10	签署转让协议
西藏药业	2024/10/31	西藏药业收购 IMDUR 产品,品牌和相关资产	协议收购	横向整合	IMDUR 产品,品牌和相关资产	12.40	进行中
新诺威	2024/10/31	新诺威定增收购石药百克 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	石药百克 100%股权	76.00	董事会预案
双成药业	2024/11/9	双成药业定增收购奥拉股份 100%股权	发行股份购买资产	其他并购目的	奥拉股份 100%股权	—	董事会预案

注：根据公开资料整理绘制。

**近年来，受资本市场融资环境影响，医药行业投融资热度持续下滑。**

据药智网不完全统计，2021~2023 年中国药品行业投融资事件分别为 523 件、451 件和 393 件，近年来持续下滑，其中 2023 年中国药品投融资事件金额约为 616.57 亿元，且药品行业投融资轮次热度集中在 A 轮、B 轮、PreA 轮和 A+轮，这四个轮次事件达 180 起，约占全年所有轮次事件的 45.8%，融资金额总量为 173.93 亿元，占比 28.21%，投资机构更偏向投资具有成熟核心技术的项目产品，以及项目已经有了较大的发展、商业模式与盈利模式均已得到很好地验证的企业。2023 年 IPO 收紧，政策严控减持、严控再融资，融资压力逐级向前端传导；医疗反腐也进一步产生影响。据药智网不完全统计，2023 年中国药品行业共有 23 家企业 IPO 上市，对比 2022 年（33 家）下降 30.3%；募集净额为 183.39 亿元，占中国药品行业投融资总金额的 29.74%。

**医药制造行业整体回款周期有所拉长，但仍保持在合理水平，财务杠杆水平维持稳健。**

根据国家统计局数据，2021~2023 年末及 2024 年 9 月末，我国医药制造行业产能利用率为 77.4%、75.6%、74.9% 和 75.1%，整体保持稳定，但有小幅下滑，主要系带量采购、仿制药一致性评价、医保控费、环保趋严，以及劳动力成本上升等因素影响下，部分医药制造企业出现产品需求不足，甚至出现减产、停产的情况所致。同期末，医药制造业资产负债率分别为 38.67%、39.33%、39.63% 和 39.93%，整体财务杠杆水平保持稳健。此外，2021-2023 年，医药制造业样本企业<sup>2</sup>营业周期分别为 151.92 天、156.85 天和 171.05 天。同期，应收账款周转次数分别为 5.37 次、5.08 次和 4.54 次，2023 年以来，由于公共卫生事件影响，部分医疗机构收入受到影响，资金短缺问题加剧，导致医药制造行业整体回款周期有所拉长。此外，行业经营收现能力整体较好，2021-2023 年及 2024 年前三季度，营业收入现金率分别为 100.59%、100.22%、102.17% 和 101.54%。

## 二、政策环境

2024 年以来，我国鼓励商业健康保险政策频出，积极推动“医保+商保一站式结算”及医保基金预付政策落地实施，从而缓解医保支付压力。此外，政策鼓励药企研制新药，加快新药商业化进程。

《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》聚焦医保、医疗、医药协同发展和治理，明确行业发展规划及任务，推动卫生健康事业高质量发展。

2024 年 6 月 7 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》，提出促进医疗、医保、医药协同发展和治理，以增进人民健康福祉为出发点和落脚点，健全目标统一、政策衔接、信息联通、

<sup>2</sup> 选取申万三级分类下的医药生物行业上市公司，不包括医药流通企业。

监管联动等机制，增强医疗、医保、医药改革的步调协同。加快建设分级诊疗体系。深化以公益性为导向的公立医院改革。健全以人民健康为中心、维护公益性、调动积极性、保障可持续的公立医院运行机制。落实政府投入责任，建立稳定的财政投入政策，加强经济运行管理，防范和有序分类化解运行风险。推动医药科技创新，大力发展战略性新兴产业，完善卫生健康科技创新体系。完善中医药传承创新发展机制。推进中医优质医疗资源提质扩容增能，加强中医优势专科能力建设，优化中医医疗服务价格和支付政策，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用。

《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年）》进一步提高我国参保人员用药保障水平，规范医保用药管理，建立管用高效的医保支付机制。

《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年）》于11月28日正式公布，自2025年1月1日起正式执行，其中，西药1765种，中成药1394种。该版目录调整主要聚焦于近5年新上市或修改说明书的药品、罕见病用药、国家鼓励研发的儿童药和仿制药，以及国家基本药物等，共新增91种药品，覆盖肿瘤、糖尿病等慢性病、罕见病、抗感染、中成药和其他领域用药，其中有90种是5年内新上市品种，38种是“全球性”的创新药，平均降价63%。此外，调出了43种临床已被替代或长期未生产供应的药品。

2024年是国家医保局成立以来连续第7年进行目录调整。近年来，新药进入目录的速度不断加快。截至2024年10月末，累计将149种创新药纳入医保目录，协议期内谈判药品累计受益8.3亿人次，累计为患者减负超过8,800亿元。

《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》持续深入推进总额预算下的多元支付方式改革，推进医疗机构发展转型和效率提升。

2024 年 7 月 17 日，国家医保局办公室印发《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》。医保支付方式是医保经办机构向医疗机构支付费用的具体方式，包括按项目付费、按病种付费、按床日付费等，按病组（DRG）和病种分值（DIP）支付方式主要是通过对疾病诊疗进行分组或折算分值，进行“打包”付费。为更好适应临床实际，新版 DRG 核心分组重点对重症医学、血液免疫、肿瘤、烧伤、口腔颌面外科等 13 个学科，以及联合手术、复合手术问题进行了优化完善，升级后的核心分组共 409 组，较上一版增加 33 组；新版 DIP 病种库包括核心病种 9520 组，较上一版减少 2033 组。在新版分组落地执行方面，原则上 2024 年新开展 DRG/DIP 付费的统筹地区直接使用 2.0 版分组，已经开展的统筹地区应在 2024 年底前完成 2.0 版的切换准备工作；在确保 DRG 核心分组、DIP 病种库分组规则全国一致的基础上，各地可结合实际调整本地分组，对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗结构可自主申报特例单议。

《深化医疗服务价格改革试点将扩围》通过调整医疗服务价格，引导医疗资源的合理配置。

2024 年 3 月 18 日，国家医保局印发《深化医疗服务价格改革试点将扩围》在河北唐山、江苏苏州、福建厦门、江西赣州、四川乐山 5 个试点城市的基础上，将内蒙古、浙江、四川 3 个省份作为深化医疗服务价格改革试点省份，开展全省试点。明确通过 3 至 5 年的试点，探索形成可复

制可推广的医疗服务价格改革经验。

《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》进一步加大了医疗反腐的力度，对行业发展秩序进行了规范。

2024 年 5 月 17 日，国家卫生健康委等 14 部委印发《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，要求纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作，推进全国医药领域腐败问题集中整治、群众身边不正之风和腐败问题集中整治工作，深入协同推进医药购销领域制度建设，促进医药领域中各类机构和人员依法经营、守法运营、公益运行、服务群众，为卫生健康事业高质量发展提供保障。

《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》，健全基本医疗保险参保长效机制，推动集采药品更多在基层落地。

2024 年 8 月 1 日，国务院办公厅发布《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》发布，明确了强化常住地参保、健全激励约束、完善筹资政策、健全精准扩面、强化宣传动员、强化部门联动、保障资金支持等机制，发布后，参保人可以享有五大红利：分别是“放”，即进一步放开放宽参保的户籍限制，让中小学生、学龄前儿童可以在常住地参保。提出超大城市要取消灵活就业人员、农民工、新就业形态人员参加职工医保的户籍限制。“扩”，即扩大职工医保个人账户共济范围，由家庭成员扩展到近亲属。“提”，即连续参加居民医保人员提高大病保险最高支付限额。“奖”，即建立居民医保基金零报销人员的奖励机制，次年提高大病保险最高支付限额。“便”，即更加方便参保人员就近享受医疗服务，推动更多村卫生室纳入医保定点并直接结算，推动集采药品在基层落地。

2024 年以来，我国鼓励商业健康保险政策频出，积极推动“医保+商保一站式结算”落地实施。

2024 年 11 月 27 日，国家医保局、人力资源社会保障部发布《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）〉的通知》，提出各地医保部门要会同有关部门积极发展惠民保等商业健康保险，营造惠民保等商业健康保险与基本医保有效衔接的氛围。随着多元化需求的持续拓展，商业健康保险对于拓展创新药支付路径的作用日益凸显。各地要积极支持惠民保等商业健康保险，根据《2024 年药品目录》设计新产品或更新赔付范围，与基本医保补充结合，更好满足患者用药需求，切实减轻患者医疗费用负担。在 2024 年 12 月 14 日召开的全国医疗保障工作会议上，国家医保局提出，要支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。同时，医保部门将在数据共享、个账使用、费用结算等方面探索与商保公司进行更高水平的合作。

《国家医保局办公室 财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》缓解定点医疗机构医疗费用垫支压力。

2024 年 11 月 11 日，国家医保局办公室、财政部办公厅发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，要求符合条件的定点医疗机构于每年度 1 月上旬自愿向统筹地区医保部门申请预付金，医保部门审核后财政部门确定预付医疗机构范围及预付金规模，原则上于每年第一季度结束前按规定向定点医疗机构拨付预付金。预付金实行按年度核定，年底前医保部门要与定点医疗机构做好对账核算工作，通过交回支出户或冲抵结算金额的方式予以收回。该通知旨在通过预付部分医保基金的方式，帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力，进而为参保群众提供更优质的医疗保

障，促进药品和耗材企业稳健运行，一体推动“三医”（医疗、医保、医药）协同发展和治理。

《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(征求意见稿)》、《全链条支持创新药发展实施方案》等各类政策落地，全面支持我国创新药发展。

2024 年 2 月 5 日，国家医保局、医药价格和招标采购司《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(征求意见稿)》通过有关行业协会征求意见，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。进一步落实企业自主制定药品价格政策要求，鼓励以临床价值为导向的药物研发创新，支持高质量创新药品的多元供给和公平可及，充分发挥市场决定性作用，更好发挥政府作用，从而健全药品价格形成机制。

2024 年 7 月 5 日国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。主旨在于统筹用好价格管理、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。

国家药品集中带量采购工作有序进行，旨在解决药品价格高企、患者药费负担过重等问题，促进医疗资源配置和医药市场健康发展。

2018 年 11 月 14 日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第五次会议，并通过了《国家组织药品集中采购试点方案》。随后，北京、天津、上海、重庆以及沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安等 11 个城市（称为“4+7 城市”）发布了《4+7 城市药品集中采购文件》，确定

了 31 个采购品种和采购量。这标志着我国公立医疗机构开始全面实施国家组织药品“带量”“集中”采购（简称为“带量集采”）试点工作。截至 2024 年 12 月末，我国已组织开展十轮药品集采和五轮高值耗材集采，共纳入 436 种药品，以及冠脉支架、人工关节、骨科脊柱类、人工晶体和骨科运动医学类高值耗材。此外，地方在参与国家组织集采的同时，也开展不同形式的省级和省际联盟集采，扩大了药品的采购品种和区域范围。

2024 年 12 月，第十批国家组织药品集中带量采购结果公示，本次集采有 62 种药品采购成功，均为已过专利期、有多家企业生产、竞争充分的药品，覆盖高血压、糖尿病、肿瘤、心脑血管疾病、感染、精神疾病等领域。医药企业积极参与本次集采，集采中所中选药品全部是通过质量和疗效一致性评价的高质量药品，其中超过 10 亿市场规模的单品有 20 个，包括氨基酸多肉比星脂质体注射液、阿司匹林、西格列汀等。保守估计，第十批集采品种终端市场销售规模超 500 亿元。此外，本次集采中，出现了低报价现象，比如盐酸艾司洛尔注射液，市场价约 30 元/支，济川药业报价仅 2.39 元，而阿司匹林肠溶片和叶酸片等药品的报价更是低至每片 0.03 元，与市场原价格形成了巨大反差。

2024 年 12 月，第五批国家组织高值医用耗材集中带量采购纳入人工耳蜗、外周血管支架两类产品。其中人工耳蜗类耗材需求量共 1.1 万套，共 5 家企业中选，包括奥地利美迪乐医疗电子仪器公司、美国领先仿生有限公司等外资企业，以及上海力声特医学科技有限公司、浙江诺尔康神经电子科技股份有限公司等内资企业，人工耳蜗类耗材（含植入体、言语处理器）单套价格预计从平均 20 余万元降至 5 万元左右；外周血管支架类耗材需求量共 25.8 万个，共 18 家企业中选，包括美国康蒂思、柯惠、雅培、波士顿科学，德国百多力等全球知名外资企业，以及上海美创医疗、

归创通桥等内资企业中选，外资企业参与积极性高。

表 2. 历次全国性药品集采情况

批次		招标品种/ 中标品种	平均 降幅	最高降幅	采购周期	集采范围	开标时间	执行时间
第一 批	4+7 试 点	31 个/25 个	52%	96%	1 年	11 个试 点城市	2018.12	2019.3
	4+7 扩 围	25 个/25 个	59%	78%	1-2 年	25 个扩 围省份	2019.9	2019.12
第二批		33 个/32 个	53%	93%	1-3 年	全国	2020.1	2020.4
第三批		56 个/55 个	53%	99%	1-3 年	全国	2020.8	2020.11
第四批		45 个/45 个	52%	93%	1-3 年	全国	2021.2	2021.4
第五批		62 个/61 个	56%	99%	1-3 年	全国	2021.6	2021.10
第六批		16 个/16 个	47%	74%	2 年	全国	2021.11	2022.5
第七批		61 个/60 个	48%	94%	1-3 年	全国	2022.7	2022.11
第八批		41 个/39 个	56%	95%	2-5 年	全国	2023.3	2023.7
第九批		44 个/41 个	58%	93%	4 年	全国	2023.11	2024.3
第十批		62 个/62 个	74.5%	超 90%	3 年	全国	2024.12	2025.4

资料来源：上海阳光采购平台、新世纪评级整理。

表 3. 历次全国性高值医用耗材集采情况

批次	采购品种	平均 降幅	最高降幅	采购周期	集采范围	开标时间	执行时间
第一批	冠脉支架	93%	96%	2 年	全国	2020.11	2021.1
第二批	人工关节	82%	89%	1 年	全国	2021.9	2022.4
第三批	脊柱类耗材	65%	79%	3 年	全国	2022.9	2023.1
第四批	人工晶体、运动 医学类医用耗材	70%	74%	2 年	全国	2023.11	2024.5
第五批	人工耳蜗、外 周血管支架	60%	75%	3 年	全国	2024.12	2025.3

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台、新世纪评级整理。

2024 年初美国提出《生物安全法案》，该法案虽未能正式落地，但体现出美国等海外市场对中国生物药企出海限制动机的显现化，预计我国药企出海面临的政策壁垒将有所加大。

2024 年 1 月 25 日，美国与中国战略竞争众议院特别委员会主席 Mike Gallagher 与高级成员 Raja Krishnamoorthi 以“保护基因数据和国家安全”为由，向众议院提出了《生物安全法案》(H.R.8333)。此前，参议院国土安全和政府事务委员会主席 Gary Peters 曾提出参议院版的《生物安全法案》(S.3558)。该法案以“国家安全”为由，限制美国联邦机构与外国生

物技术公司展开业务往来。该法案中点名了 5 家中国公司，分别是合同研究组织 (CRO) 巨头药明康德、其姊妹公司药明生物、华大基因集团、华大基因关联公司华大智造以及华大基因子公司 Complete Genomics。按照美国立法相关流程，该法案正式成为法律前，需要经过参议院、众议院各院全体会议表决通过，并将两院通过的版本协调一致，最终递交美国总统签署。当地时间 2024 年 12 月 7 日，美国国会参众两院军事委员会公布了 2025 财年国防授权法案(NDAA)最终协议文本，众议院版(H.R.8333)和参议院版(5.3558)的《生物安全法案》均未被纳入其中，《生物安全法案》“搭便车”通过 NDAA 快速立法的计划失败，相关中国生物科技公司暂时不会被美国纳入“黑名单”。然而，针对中国生物科技公司的立法限制威胁还没有完全消失。相关法案仍可能通过单独立法的方式推进，从而限制中国生物科技公司在美国发展。该法案虽未能正式落地，但体现出美国等海外市场对中国生物医药出海限制动机的显现化，预计我国药企出海面临的政策壁垒将有所加大。

### 三、样本分析<sup>3</sup>

#### (一) 样本筛选

本文分析样本选取标准为申万三级分类下的医药生物和 WIND 四级行业医疗保健分类下的医药制造及流通发债企业及上市公司（剔除重叠部分），其中医药制造行业进一步细分为化学制药、中药制药、生物制品、医疗器械四个子行业，医药流通行业细分为医药批发和医药零售两个子行业，共计 538 户。因合并口径因素剔除 7 户，因数据不完整而剔除 17 户，因业务多元化程度高并明显影响到样本质量而剔除 10 户。剩余有效

<sup>3</sup> 样本分析部分（包括业务分析和财务分析）所涉及 TTM 同比数据，均为与上年同期 TTM 数据进行对比。

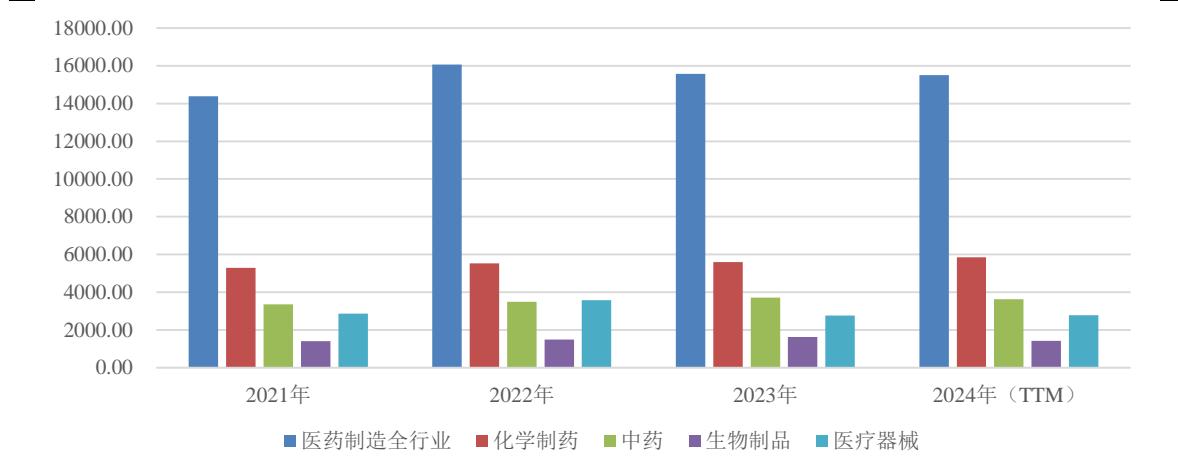
样本 504 户，其中化学制药及西药企业 164 家，中药制药企业 72 家，生物医药企业 55 家、医药流通 34 家、医疗器械 127 家以及医疗服务 52 家，以下分析基于上述样本企业展开。

## (二) 业务分析

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业营业收入同比下滑，除化学制药子行业受益于创新药产品商业化进程加快，销售进入快速放量期，以及随着下游厂商去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，企业出货量逐步恢复，业绩同比提升，其他子行业受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价、医疗反腐及行业控费政策等因素影响，业绩均有不同幅度下降。同时得益于政策对创新药及创新医疗器械研发的支持，医药制造行业研发投入逐年增加。此外，行业内企业整体现金回笼及总体资产周转效率较高，经营效率仍处于较好水平。

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业合计实现营业收入 15,495.46 亿元，同比减少 0.49%。从子行业来看，除化学制药受益于创新药产品商业化进程加快，销售进入快速放量期，营业收入同比上升 3.73% 至 5,851.42 亿元外，其他子行业受市场竞争加剧部分产品降价、呼吸类及新冠检测试剂类产品上期高基数、控费政策等因素影响，营业收入均有不同幅度下降。其中，中药样本实现营业收入 3,629.06 亿元，同比下降 2.84%；生物制品样本实现营业收入 1,431.84 亿元，同比下降 9.41%；医疗器械样本实现营业收入 2,787.12 亿元，同比下降 4.99%。从行业营业收入分布情况来看，整体收入分布较为分散，收入聚集在 30 亿元以下样本企业数量较多。2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业实现营业收入 100 亿元以上的企业 35 家，100~30 亿元的企业 75 家，30 亿元以下 361 家。

单位：亿元

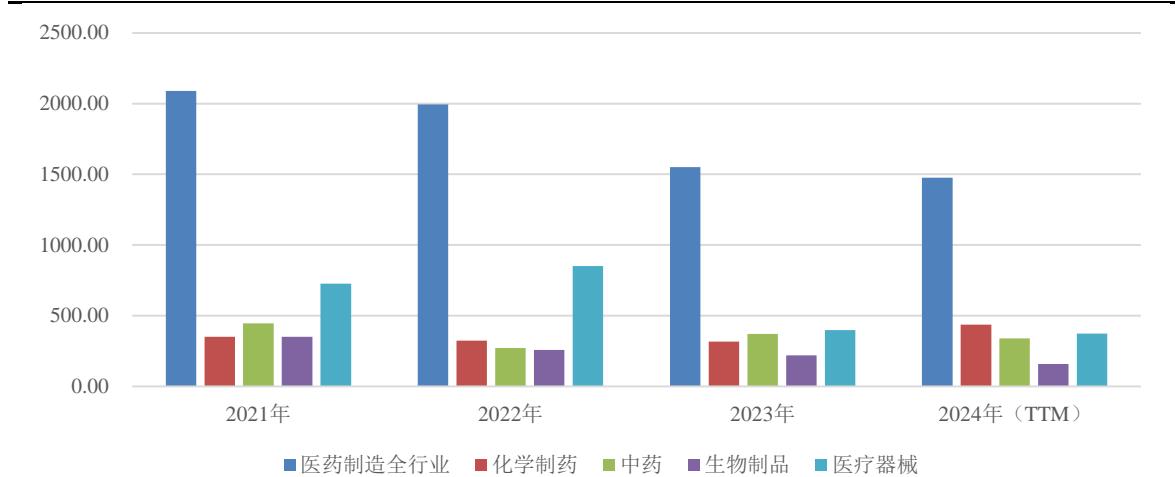


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 6. 医药制造行业样本企业营业收入变化情况

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业合计实现净利润 1,463.20 亿元，同比下降 9.93%。主要受生物制品、医疗器械和中药子行业业绩下滑影响。生物制品子行业方面：因 HPV 疫苗国内市场竞争激烈，流感疫苗集采降价，相关产品销售收入下滑，计提减值损失导致净利润下滑；医疗器械方面：因公共卫生事件影响消退，体外诊断相关产品受需求减少和产品价格下降影响，营业收入同比显著下滑，同时相关产品计提减值损失导致净利润下滑；中药子行业方面：受呼吸类产品上期收入高基数、中药材成本端大幅涨价及集采控费因素影响，当期净利润同比下滑。从细分行业来看，化学制药样本企业实现净利润 442.20 亿元，同比增长 16.91%；中药样本实现净利润 338.72 亿元，同比下降 1.40%；生物制品样本实现营业收入 156.87 亿元，同比下降 33.48%；医疗器械样本实现营业收入 373.15 亿元，同比下降 11.99%。2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业净亏损企业 109 家 (占比 23.09%)，其中化学制药、中药、生物制品和医疗器械亏损企业数量分别为 49 家、16 家、17 家和 27 家。2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业销售毛利率为 51.87%，同比下降 1.05 个百分点。

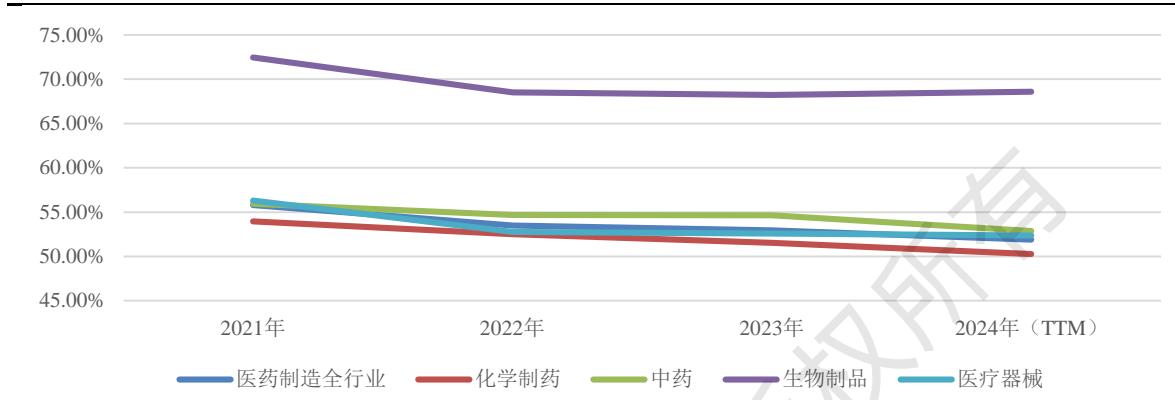
单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 7. 医药制造行业样本企业净利润变化情况

单位：%

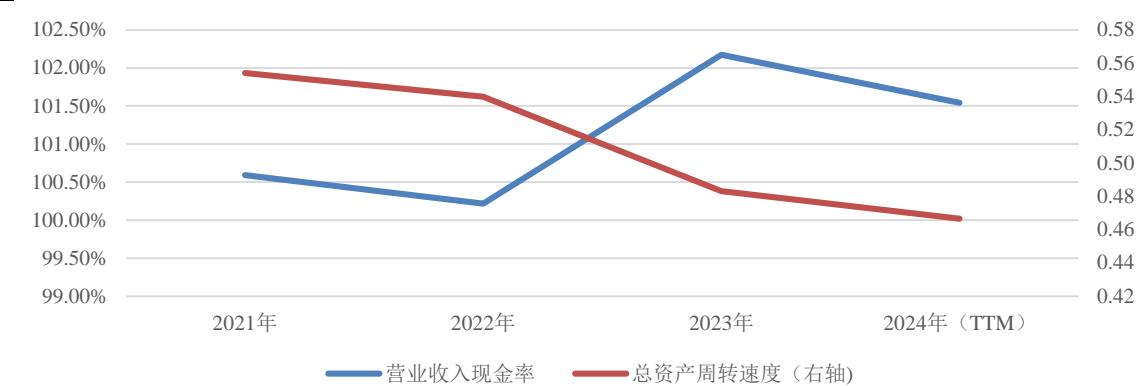


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 8. 医药制造行业样本企业销售毛利率变化情况

从经营效率看，2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业营业收入现金率为 101.54%，同比下降 0.63 个百分点；同期，行业样本企业的总资产周转率为 0.47 次/年，同比下滑 0.01 次/年，总体看行业内样本企业经营收现情况及资产周转效率仍然较高，行业内样本企业能够较有效地利用资产来创造价值。

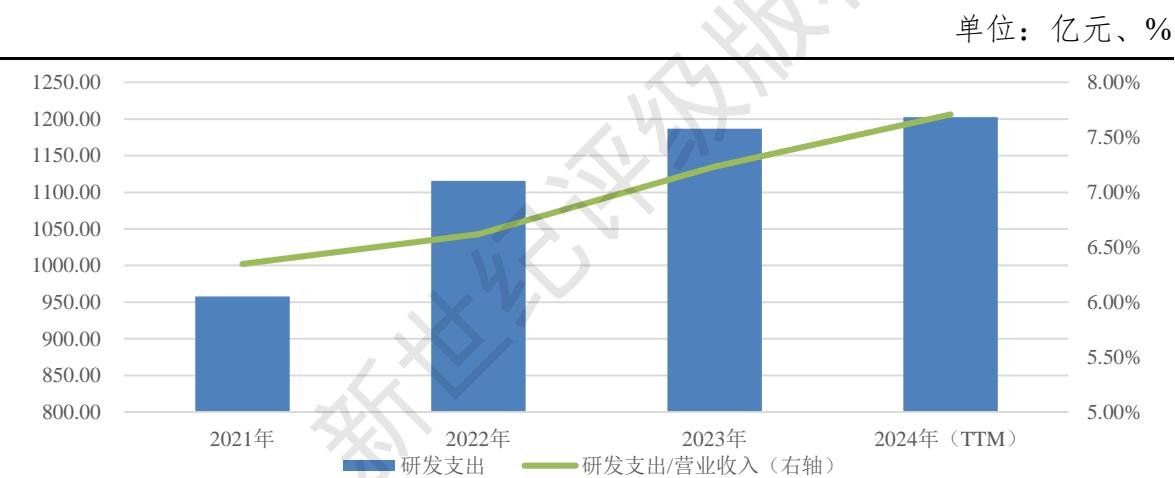
单位：%，次/年



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 9. 医药制造行业样本企业营运效率变化情况

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业研发费用为 1,201.81 亿元，同比增长 1.32%，占营业收入的比重为 7.76%，同比提升 0.14 个百分点。根据弗若斯特沙利文统计，2018-2020 年，我国新药临床试验数量为 2,758 条，其中化药占比约 60%，抗体类药物研发颇有收获。2021-2023 年，我国新药临床试验数量为 5,216 条，增长近一倍；抗体偶联药物(ADC)的临床试验数量占比从 1.8% 增长至 4.9%，以基因疗法、溶瘤病毒、核酸药物、细胞治疗为代表的创新疗法占比也在提高。近年来，我国创新药管线数量不断增多，预计未来行业内企业仍有较大的研发投入需求。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 10. 医药制造行业样本企业研发支出变化情况

## 1. 化学制药

2024 年 (TTM)，受益于创新药产品商业化进程加快，销售放量，以及下游去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，我国化学制药企业出货量逐步恢复，业绩同比提升。近年来集采、医保、审评等多政策倒逼仿制药转型，同时相关部门出台多项政策措施鼓励药品研发创新，创新药品品种商业化进程明显加快，行业内企业研发投入明显增加。

2024 年 (TTM)，化学制药样本实现营业收入 5,851.42 亿元，同比增长 3.73%，增速加快（上年同期增速为 1.07%），实现净利润 442.20 亿元，同比增长 16.91%，其中，化学制剂样本实现营业收入 4,661.54 亿元，同比增长 3.53%，实现净利润 327.85 亿元，同比增长 21.96%；化学原料药样本实现营业收入 1,189.88 亿元，同比增长 4.51%，实现净利润 114.34 亿元，同比增长 4.49%。2024 年 (TTM)，化学制药样本收入及利润增加主要系（1）创新药产品商业化进程加快，纳入医保数量增加，市场份额快速拓展，产品销售进入快速放量期；（2）2024 年以来，我国以授权合作模式产品数量、交易总金额和首付款总金额均快速上升，国产创新药出海取得成效；（3）随着下游厂商去库存逐渐结束，原料药市场需求增加，企业出货量逐步恢复，部分公司新产品加速放量，推动了化学原料药行业收入及利润的增加。

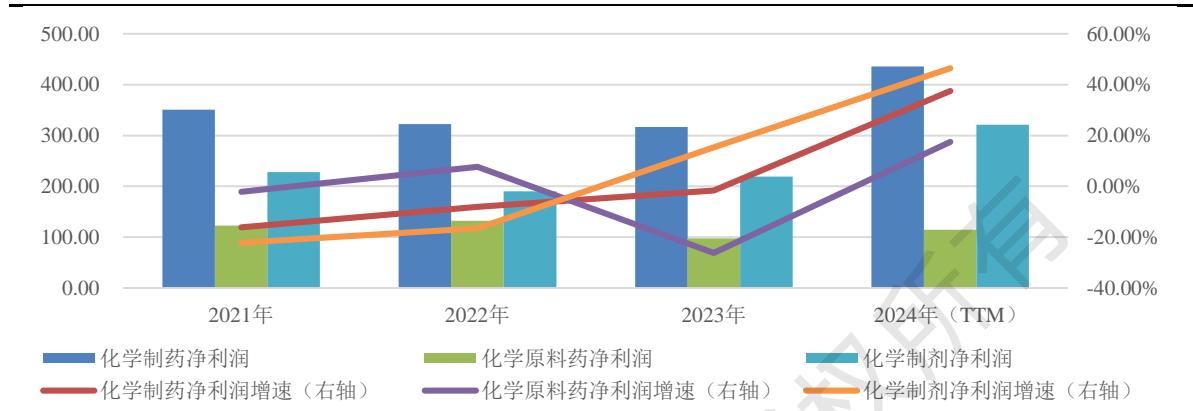
单位：亿元、%



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 11. 化学制药样本营业收入变化情况

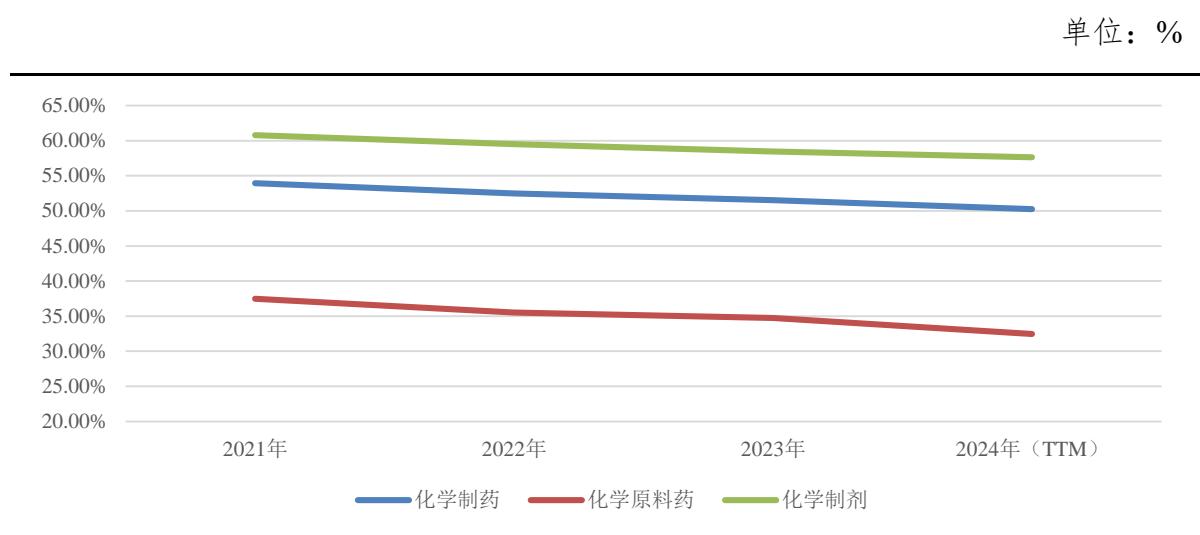
单位：亿元、%



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 12. 化学制药样本净利润变化情况

2024 年 (TTM)，化学制药样本销售毛利率为 50.25%，同比下滑 1.27 个百分点，其中化学制剂样本销售毛利率为 57.62%，同比下降 0.85 个百分点，毛利率下滑主要系受国家药品集中采购常态化运行、医保支付方式改革、“医控费”政策导向等多因素影响所致。化学原料药样本销售毛利率为 32.44%，同比下降 2.28%，部分种类原料药如抗病毒类，受市场竞争激烈，产品需求及价格下降影响，销售毛利率下滑。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 13. 化学制药样本销售毛利率变化情况

2024 年 (TTM)，化学制药行业研发费用为 607.51 亿元，同比增长 3.65%，占营业收入的 10.38%。近年来，相关部门出台多项政策措施鼓励药品研发创新，2024 年，按国家药品监督管理局 (NMPA) 批准上市的 1 类或 1.1 类新药计算，共批准了 46 款 1 类创新药上市，其中进口 7 款，国产 39 款。从药物类型看，涉及 23 款化学药品、20 款生物制品和 3 款中药及天然产物，在数量上再创新高。从治疗领域来看，2024 年 NMPA 批准的 1 类创新药中，抗肿瘤药依旧位居榜首，占比 50% (23/46)；其次是消化道和新陈代谢用药，占比 13.04% (6/46)；再者是神经系统用药 (4, 8.7%)，抗感染药物、杂类和中药均是获批了 3 款 (3, 6.5%)。此外，国内企业已上市的创新药销售总体保持了较好增长，一些仿创结合的大型企业创新药销售占比提高，新药管线日益丰富，如百济神州、恒瑞医药等。

表 4. 2024 年以来中国上市的重点创新药

类别	证券代码	证券简称	公司中文名称	创新药名称	适应症
癌症 1 类创新药	688247.SH	宣泰医药	上海宣泰医药科技股份有限公司	泽沃基奥仑赛注射液	多发性骨髓瘤

类别	证券代码	证券简称	公司中文名称	创新药名称	适应症
	002399.SZ	海普瑞	深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	妥拉美替尼	黑色素瘤
	600267.SH	海正药业	浙江海正药业股份有限公司	索米妥昔单抗	恶性实体瘤
	600211.SH	西藏药业	西藏诺迪康药业股份有限公司	Arcalyst	多种适应症
	688177.SH	百奥泰	百奥泰生物制药股份有限公司	贝莫苏拜单抗注射液	晚期鳞状非小细胞肺癌
感染性疾病 创新药	601607.SH	上海医药	上海医药集团股份有限公司	抑泰之（马立巴韦片）	巨细胞病毒(CMV)感染
代谢性疾病 创新药	300878.SZ	维康药业	浙江维康药业股份有限公司	RAY1225 注射液	2 型糖尿病
其他疾病领域 创新药	688166.SH	博瑞医药	博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	HP568 片	ER+/HER2-晚期乳腺癌
	688117.SH	圣诺生物	成都圣诺生物科技股份有限公司	EXG110 注射液	法布雷病

注：根据公开资料整理绘制。

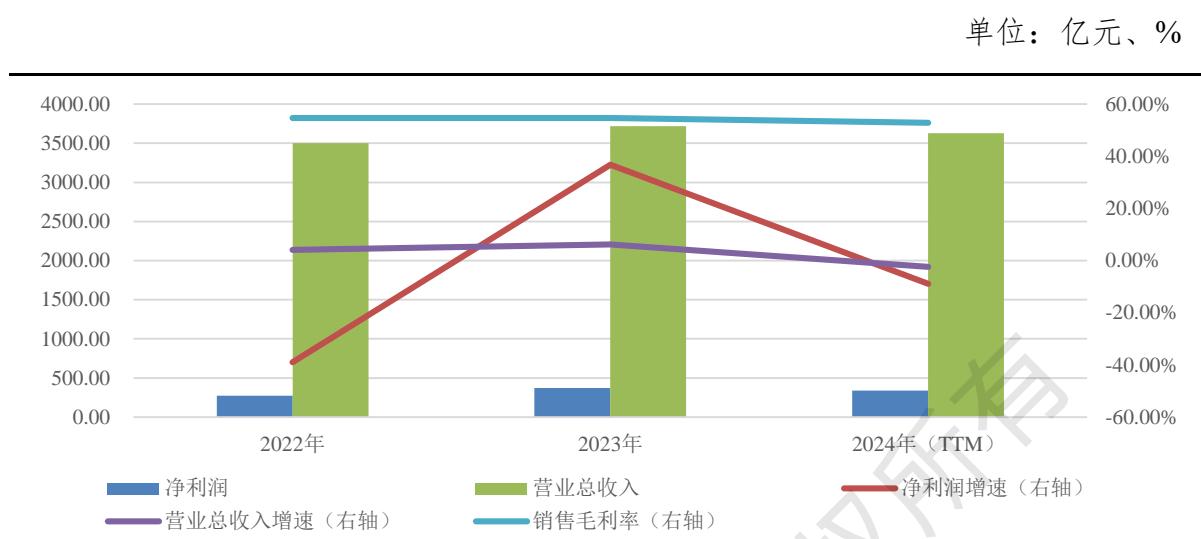
## 2. 中药

**受呼吸类产品高基数、集采降价及中药材价格居高影响，2024 年 (TTM) 中药样本业绩承压。近年来多项政策推动中医药传承创新发展，2024 年中药新药申请受理数量大幅攀升，预计长期利好学术创新和新药研发能力更强的企业。**

中医药作为我国特色文化的代表，受到国家高度重视，近年出台了多项扶持中医药行业发展的政策。2022 年 3 月 29 日国务院办公厅印发《“十四五”中医发展规划》，提出到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥；2023 年 4 月《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》大力弘扬中医药文化，更好满足人民群众对中医药的健康需求和精神需求。一系列国家政策的扶持有利于中医药行业的快速发展，给优质中医药企业发展提供良好的政策环境。2024 年

6月《中医药标准化行动计划（2024—2026年）》推动标准化战略与中医药事业发展深度融合，提升中医药标准化治理能力，促进中医药现代化、产业化，推动中医药高质量发展。

2024年（TTM），中药样本实现营业收入3,629.06亿元，同比下降2.84%，同期实现净利润338.72亿元，同比下降7.21%，销售毛利率为52.86%，同比下降1.78个百分点，主要系受公共卫生事件高基数，集采降价及成本端中药材涨价影响，中药样本业绩承压。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 14. 中药样本营业收入变化情况

中药集采降价幅度相对温和，但近年来降幅扩大，对行业内企业业绩造成一定影响。自2021年9月湖北省医疗保障局发布中成药省际联盟集中带量采购公告（第1号）以来，全国中药集采已进行了多次，集采的范围和品种扩大。2021年，湖北省牵头组织了第一次全国中成药集采，涉及19个产品组，559个产品，平均降幅42.27%，最大降幅82.63%。2023年，湖北省继续牵头联盟地区北京市、上海市、江苏省等30个省（区、市）开展的全国中成药集采工作，最终63家企业、68个报价代表品中选，

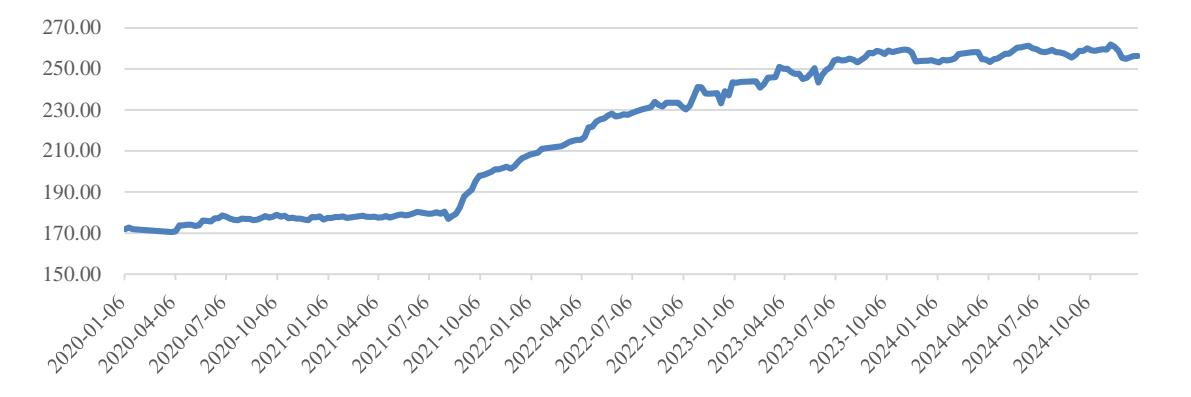
中选率达 71.6%，中选品种平均降幅 49.36%。2024 年，全国第三批中成药集采，采购品种已从口服中成药为主拓展到了口服+注射液并重局面，覆盖降脂、清热解毒、止血、补气、肝病治疗、糖尿病管理、妇科调经以及肿瘤治疗等多个领域，平均降幅达 68.14%。

表 5. 近年来主要中药集采轮次

分类	中成药专项	集采轮次	牵头（参与）省份	首次公告时间	中标公告时间	降价幅度
单市	否	濮阳市药品集中带量采购	濮阳	2019.11	2020.06	12 种中成药平均降价幅度为 49.36%
单市	否	金华市第二批药品带量采购	金华	2020.06	2020.06	中成药平均降幅为 23.01%
省际	是	中成药联盟第一批	湖北/19 省	2021.09	2021.12	42.27%
省际	是	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	广东/6 省	2021.12	2022.04	56%
单省	是	北京市中成药带量采购	北京	2022.07	2022.10	49.36%
单省	是	山东省第三批药品（中成药专项）	山东	2022.08	2022.11	44.31%
省际	是	全国中成药联盟第二批	湖北/30 省	2022.09	2023.06	49.36%
省际	否	京津冀“3+N”联盟中成药带量联动采购	京津冀/N	2023.08	2024.02	平均降价超过 70%
单省	否	江苏省第四轮药品集中带量采购	江苏	2023.10	2023.12	总体降价幅度为 40%
单省	否	福建省第四批药品集中带量采购	福建	2023.10	2023.12	总体降价幅度为 52%
单省	是	安徽省中成药带量联动采购	安徽	2023.11	2024.01	39.26%
省际	是	全国第三批中成药集采	湖北/31 省	2024.10	2024.12	68.14%

注：根据公开资料整理绘制。

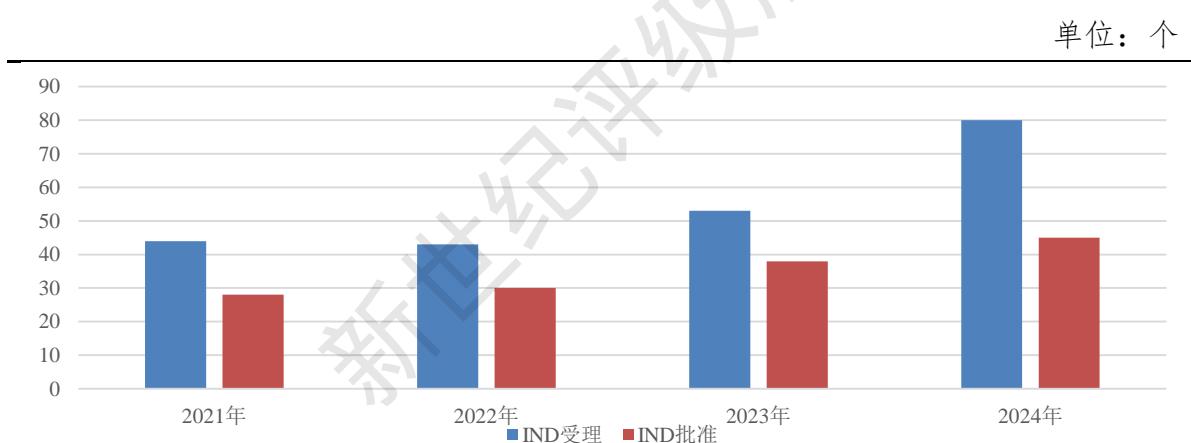
成本端方面，近年来中药材价格快速上涨。根据中国成都中药材价格指数，中药材价格经历 2023 年的快速上涨和年底回落，2024 年上半年平稳上扬，下半年开始逐步回落，但整体仍处于高位。中药材价格剧烈波动既不利于企业生产成本控制，同时也较易导致供给失序。



资料来源：Wind、新世纪评级整理。

图 15. 中国成都中药材价格指数

2024 年(TTM)，中药行业研发费用为 104.48 亿元，同比增长 4.69%，占营业收入的 2.88%。近年来，中药新药申请受理数量明显增加。2018-2024 年 CDE 受理中药创新药 IND 共 279 个，批准 IND 共 220 个，其中 2024 年受理中药 IND 80 个，批准 IND 45 个，受理及批准数量均创历史新高，且其中 1.1 类中药创新药占比超过 50%。同时医保政策对中医药的支持力度不断加大，2024 年 11 月 28 日国家医保局公布了 2024 年国家医保药品目录，91 个药品进入新版国家医保药品目录，平均降价 63%，其中新增 11 个中成药。本轮调整后，2024 年国家医保药品目录内药品总数达到 3,159 个，其中中成药 1,394 个，中药饮片 892 个。



资料来源：CDE、新世纪评级整理。

图 16. 中药创新药注册数量

### 3. 生物制品

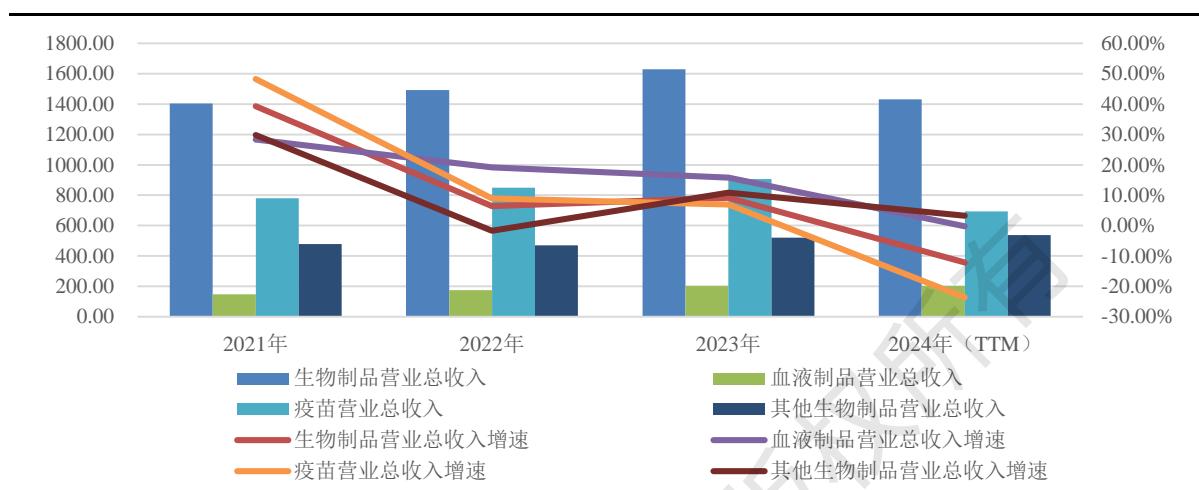
2024 年以来生物制品行业受到 HPV 及流感疫苗市场竞争激烈及集采因素影响，产品销售收入下滑，同时非免疫规划疫苗接种率提升动力不足，样本企业业绩承压。得益于政策鼓励和研发投入不断增加，国产生物创新药的研发水平正不断提升，未来或将诞生更多创新层次高的产品。

生物制品行业是我国战略新兴产业，成长空间广阔，政策支持力度大。根据 Markets and Markets 等咨询机构测算，全球生物制药市场容量将由 2019 年的 2,860 亿美元增至 2030 年的 7,680 亿美元；我国生物制药市场容量将由 2019 年的 3,120 亿元增至 2030 年的 13,030 亿元。2019 年全球和我国生物药占比分别为 22% 和 19%，2030 年将分别达到 37% 和 41%。

近年来，国家产业政策不断向生物制药等战略新兴产业倾斜。2022 年 5 月，国家发展改革委发布了《“十四五”生物经济发展规划》，明确在生物医药、生物农业、生物质替代应用及生物安全四大重点领域优先发力，提出到 2035 年，我国生物经济综合实力稳居国际前列，基本形成技术水平领先、产业实力雄厚、融合应用广泛、资源保障有力、安全风险可控、制度体系完备的发展新局面。2024 年《政府工作报告》“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”部分明确指出，积极打造生物制造等新增长引擎。2024 年 7 月，党的二十届三中全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，提出深化卫生体制改革，实施健康优先发展战略，健全公共卫生体系，促进社会共治、医防协同、医防融合，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置、医疗救治等能力。政府出台的一系列利好政策积极促进了生物制品行业发展。

2024 年 (TTM)，生物制品样本实现营业收入 1,431.84 亿元，同比下降 9.41%。从细分行业看，疫苗样本实现营业收入 692.19 亿元，同比下降 21.24%，HPV 及流感疫苗受市场竞争激烈及集采因素影响，产品销售收入下滑，同时消费疲软大背景下非免疫规划疫苗接种率提升动力不足，导致疫苗行业样本企业营业收入回落；血液制品样本实现营业收入 201.78 亿元，同比增长 0.53%，随着血浆采集量及产品销售端市场需求提升，行业景气度较好；其他生物制品样本实现营业收入 537.87 亿元，同比增长 7.34%，主要系样本企业自研产品市场认可度增加，产品收入上升所致。

单位：亿元，%



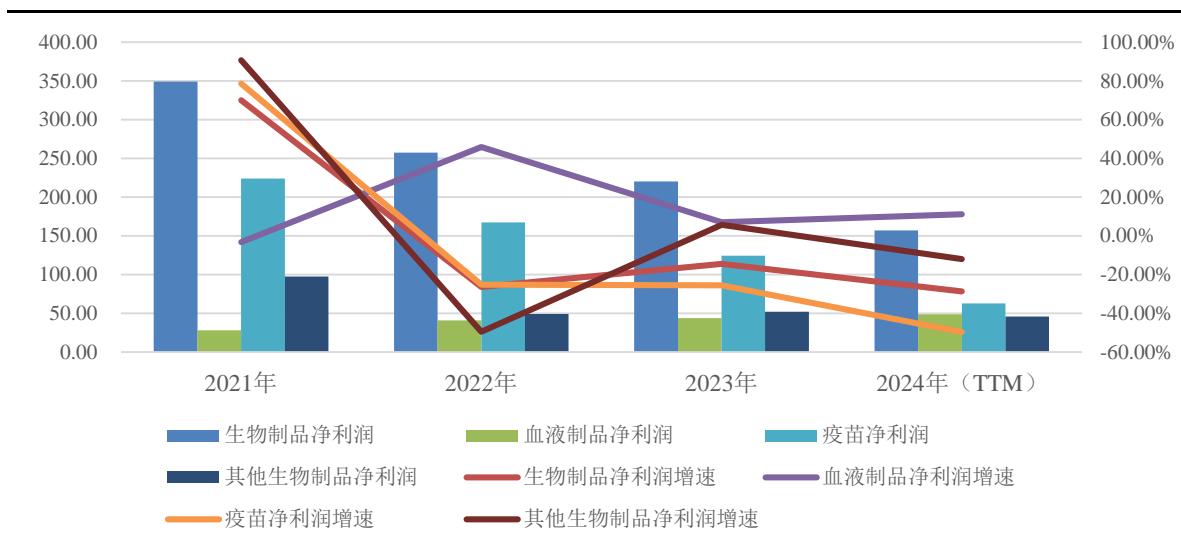
注：根据样本企业数据整理绘制

图 17. 生物制品行业样本营业收入变化情况

2024 年 (TTM)，生物制品样本实现净利润 156.87 亿元，同比下降 33.48%，主要系疫苗子行业净利润下降所致；同期销售毛利率为 68.60%，同比变化较小。分子行业来看，疫苗样本实现净利润 62.58 亿元，同比下降 55.45%，主要系受到 HPV 疫苗及流感疫苗国内市场竞争激烈及集采因素影响，相关产品降价影响所致；血液制品样本实现净利润为 48.69 亿元，同比增长 0.12%；其他生物制品样本实现净利润 29.50 亿元，同比下降

滑 0.23%，主要系当期部分公司产品商业化能力尚处于前期建设阶段，但所投入研发支出、团队建设及学术推广费用较多所致。

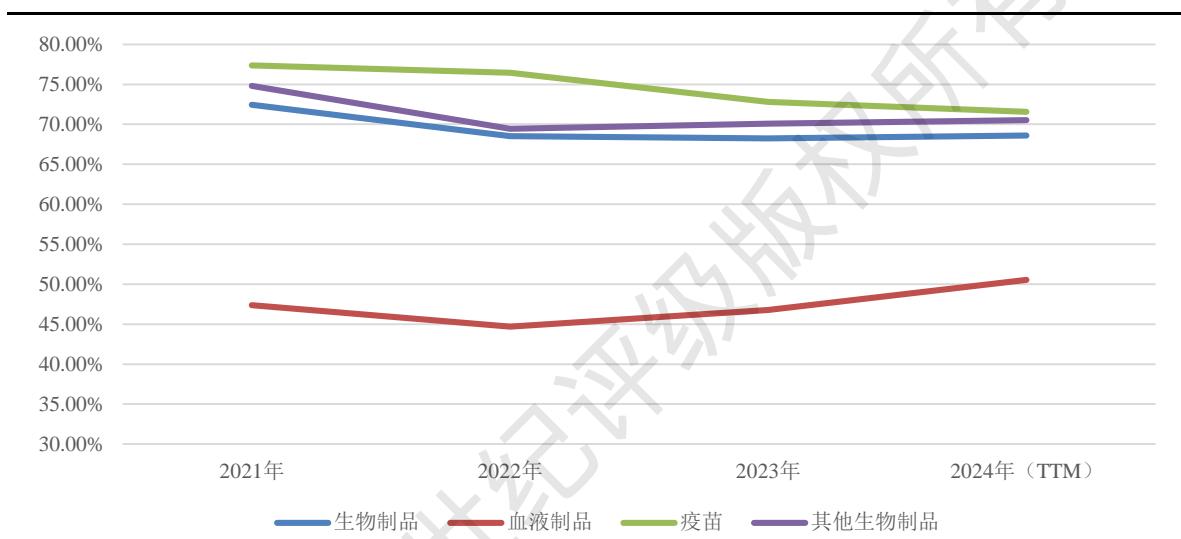
单位：亿元，%



注：根据样本企业数据整理绘制

图 18. 生物制品行业样本净利润变化情况

单位：%



注：根据样本企业数据整理绘制

图 19. 生物制品行业样本销售毛利率变化情况

研发方面，疫苗子行业在研管线较为丰富，涵盖了多个重要领域。2024 年以来，康泰生物二价和四价肠道病毒灭活疫苗临床试验申请获得

受理，百克生物的鼻喷流感减毒活疫苗上市许可申请已获得受理，全人源抗破伤风毒素单克隆抗体启动 I/II 期临床研究，全人源抗狂犬病毒单克隆抗体已完成 I 期临床试验并进入 II 期临床试验，冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）正在开展临床试验样品制备，单纯疱疹病毒-2 疫苗、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗已提交 IND 申请并获得受理，重组带状疱疹疫苗、佐剂流感疫苗已提交 Pre-IND。绿竹生物候选重组带状疱疹疫苗 LZ901 正在进行 Ph3 临床试验，重组人抗肿瘤坏死因子（TNF）-α 单克隆抗体注射剂 K3 计划于 2025 年启动 Ph3 临床试验，双特异性抗体注射液 K193 已提交 Pre-IND。智飞生物的四价重组诺如病毒疫苗进入 III 期临床试验，26 价肺炎结合疫苗进入 I / II 期临床试验，四价流感病毒裂解疫苗（预灌封包装）已通过注册现场核查，四价流感病毒裂解疫苗（ZFA02 佐剂）临床试验申请获得受理，四价流感病毒裂解疫苗（儿童型）、三价流感病毒裂解疫苗和人二倍体细胞狂犬疫苗的生产注册申请均于 10 月获得受理。

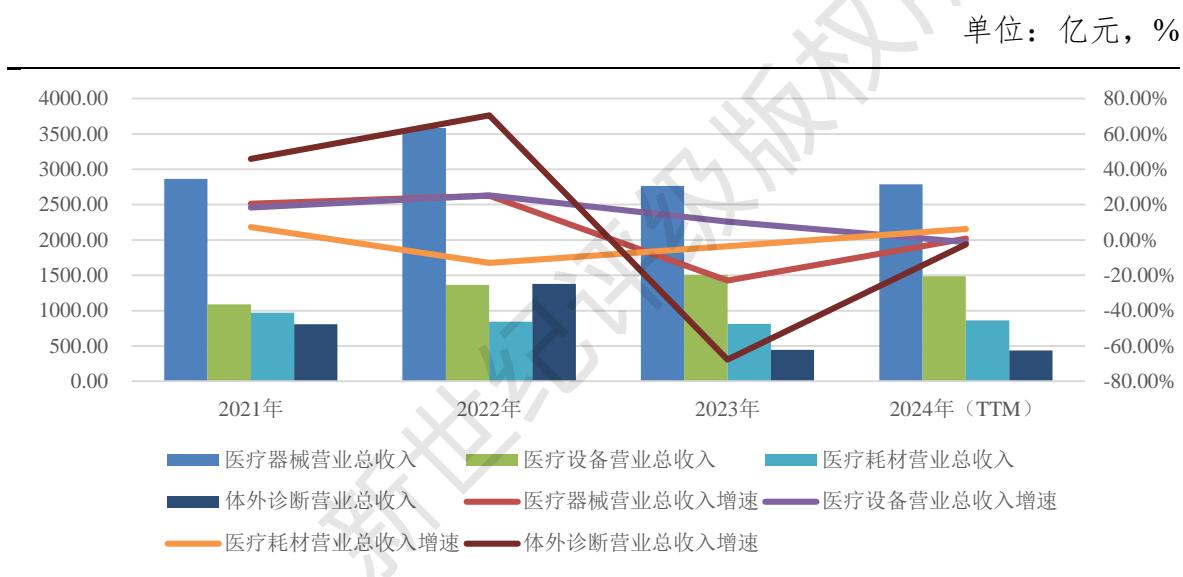
#### 4. 医疗器械

2024 年（TTM）受到医疗反腐及招采节奏延迟等因素影响，医疗设备进院节奏放缓，叠加上年同期疫后需求集中释放而形成的高基数，我国医疗器械制造行业业绩承压，经营业绩的短期下滑幅度较大。但随着国家密集出台了多项医疗卫生领域设备更新的政策，以及人口老龄化、城镇化推进及医疗改革深化等驱动因素持续推动行业发展，从中长期看，仍可为我国医疗器械制造行业整体发展提供强有力支撑。

医疗器械行业是医疗保健产业重要分支之一，与居民的生命健康密切相关，需求刚性较强。我国医疗器械市场规模随着老龄化和居民收入水平提高而保持持续增长。根据中国物流与采购联合会发布的《中国医疗器

械供应链发展报告(2024)》，2023 年，我国医疗器械工业市场规模达 1.18 万亿元，同比增长 10.28%，2024 年市场规模预计超过 1.20 万亿元。

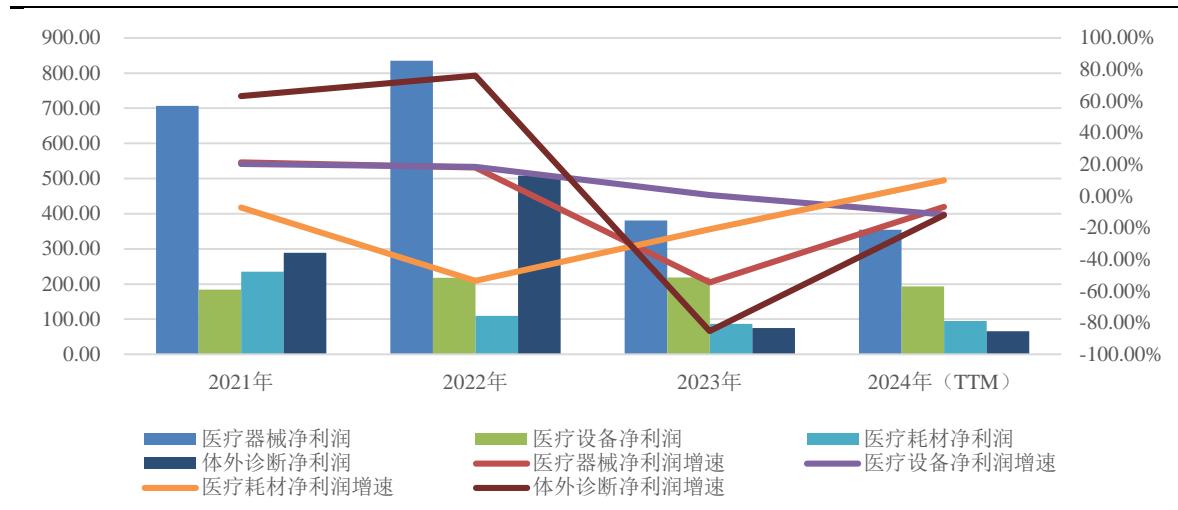
2024 年 (TTM)，医疗器械样本合计实现营业收入 2,787.12 亿元，同比下降 4.99%，净利润为 354.39 亿元，同比下滑 12.18%，主要系医疗设备和体外诊断子行业业绩下滑所致。从细分行业运行情况来看，医疗设备样本实现营业收入 1,489.56 亿元，同比下降 2.20%，净利润为 229.97 亿元，同比下滑 15.87%，主要系受到医疗反腐及招采节奏延迟等因素影响，医疗设备进院节奏放缓，叠加上年同期公共卫生事件后需求集中释放而形成了高基数，短期业绩承压；医疗耗材样本实现营业收入 863.03 亿元，同比增加 5.12%，净利润为 81.34 亿元，同比增长 16.79%，主要系行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，整体产能利用率普遍提升，供需关系呈逐步回归平衡趋势所致；体外诊断样本实现营业收入 434.53 亿元，同比下滑 26.27%，净利润为 78.63 亿元，同比下滑 16.18%，主要系新冠检测试需求下降且检测试剂集采后，相关产品收入及利润下滑所致。



注：根据样本企业数据整理绘制

图 20. 医疗器械样本营业收入变化情况

单位：亿元，%

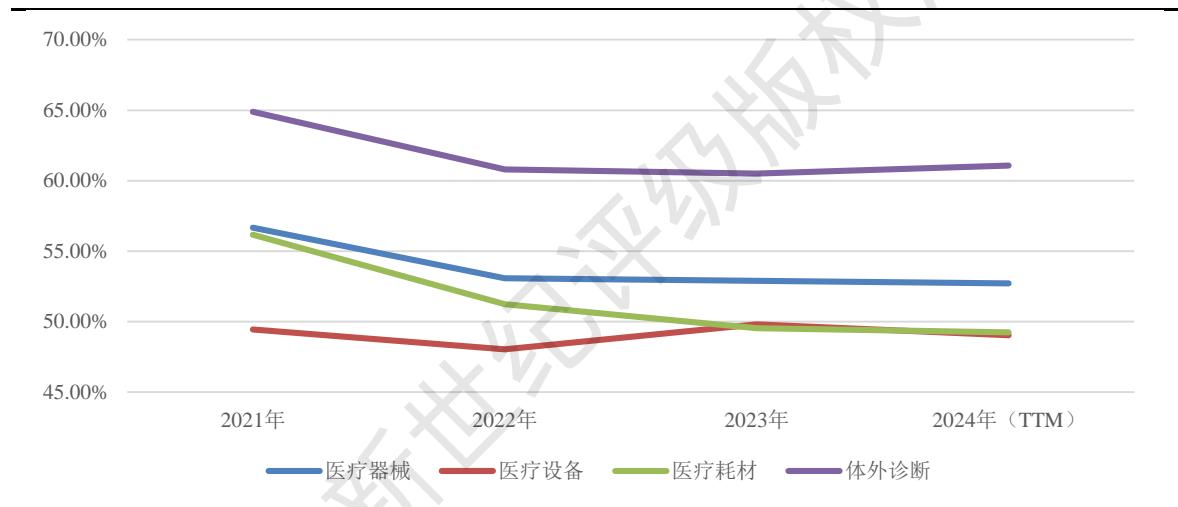


注：根据样本企业数据整理绘制

图 21. 医疗器械样本净利润变化情况

2024 年 (TTM)，医疗器械样本销售毛利率为 52.72%，同比下滑 0.18 个百分点。整体来看，医疗器械样本短期业绩承压，但从中长期看，随着人口老龄化、城镇化推进及医疗改革深化等驱动因素持续推动行业发展，医疗器械行业整体发展前景良好。

单位：%



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 22. 医疗器械样本销售毛利率变化情况

2024 年 (TTM)，医疗器械样本研发费用合计为 236.81 亿元，同比

增长 1.19%，占营业收入的比重为 8.50%。近年来，国家药监局先后印发《创新医疗器械特别审查程序》、《医疗器械优先审批程序》、《国务院办公厅关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》等文件，不断鼓励医疗器械厂商自主研发，支持国产医疗器械企业发展。随着药品医疗器械审批制度有序推进，截至 2024 年上半年我国已批准国产的“脑起搏器”、碳离子治疗系统、质子治疗系统、磁共振成像系统、全景动态 PET/CT、第三代人工心脏、人工血管等 277 个创新高端医疗器械产品上市，其中 2024 年上半年共有 27 个创新医疗器械获批上市，涉及支气管导航操作控制系统、眼底病变眼底图像辅助诊断软件、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械，同时涵盖手术机器人、人工智能医疗器械、心肺支持辅助系统等多领域。

2024 年以来，国家密集出台了多项医疗卫生领域设备更新的政策，2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；2024 年 6 月，财政部、国家发改委、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》；2024 年 7 月，国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，提出“统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新”。目前全国多个省市已陆续发布相关实施方案及资金支持政策。随着设备更新迭代等有关政策落地，医疗行业设备以旧换新及 ICU 建设带来的医疗器械采购需求稳步释放，可为我国医疗器械制造行业整体发展提供强有力支撑。

## 5. 医药流通

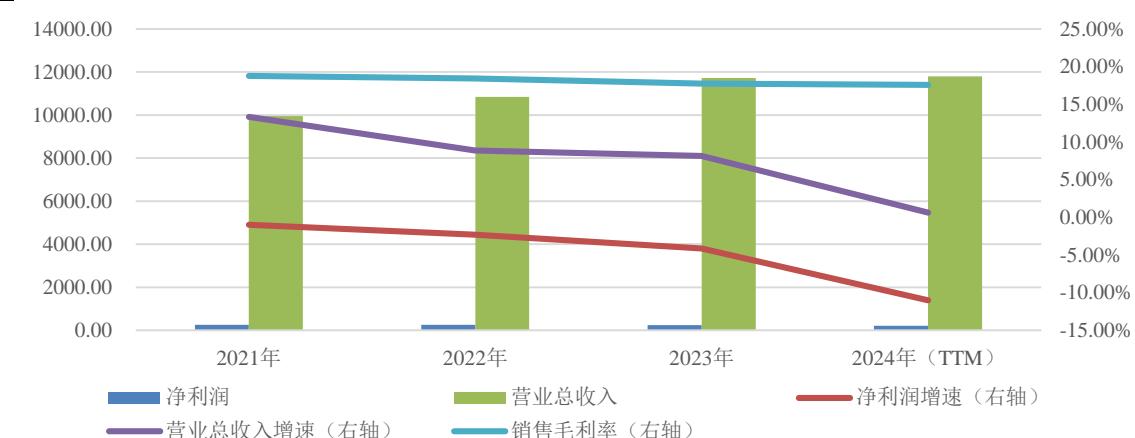
**2024 年 (TTM) 药品流通样本整体营收略有增加但利润下滑，且受**

地方财政资金紧张，医保支付压力加大因素影响，回款周期拉长。未来随着医保预付金制度的推行，预计资金周转压力有望缓解。“互联网+医疗健康”、比价平台等政策及措施持续推行，将助推线上线下融合发展。

随着老龄化率上升，我国慢性病人数呈上升趋势，对医药的需求也进一步增长，为医药流通行业带来大量需求。数据显示，截至 2023 年末，我国 65 岁以上人口达到 21,676 万人，占全国人口的 15.4%。同时，近年来随着我国经济的不断发展和人们生活水平提高，居民人均可支配收入和人均医疗保健消费支出整体呈现增长态势，2023 年分别达到 39,218 元和 2,460 元，同比分别增长 6.33% 和 16.04%，为医药流通行业发展奠定了良好的经济基础。2023 年以来，医药流通市场规模不断增长，市场份额正不断向头部流通企业集中，根据《2023 年药品流通行业运行统计分析报告》数据，2023 年全国药品流通市场销售规模稳中有升；全国七大类医药商品销售总额为 29,304 亿元，扣除不可比因素同比增长 1.5%。2023 年我国药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 76.0%，同比提高 0.8 个百分点，其中中国药控股、上海医药、华润医药、九州通和重庆医药-中国医药联合体，前 5 名全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 51.3%，同比提高 1.5 个百分点。

从样本数据来看，2024 年（TTM），医药流通样本实现营业收入 11,799.11 亿元，同比增长 0.63%，净利润为 218.34 亿元，同比下降 11.02%，主要系受新开门店盈亏平衡期拉长，费用投入刚性、消费疲软及比价程序上线等多重因素影响，线下药店净利润下滑。销售毛利率方面，同期样本企业销售毛利率为 17.58%，同比下滑 0.18%。

单位：亿元，%

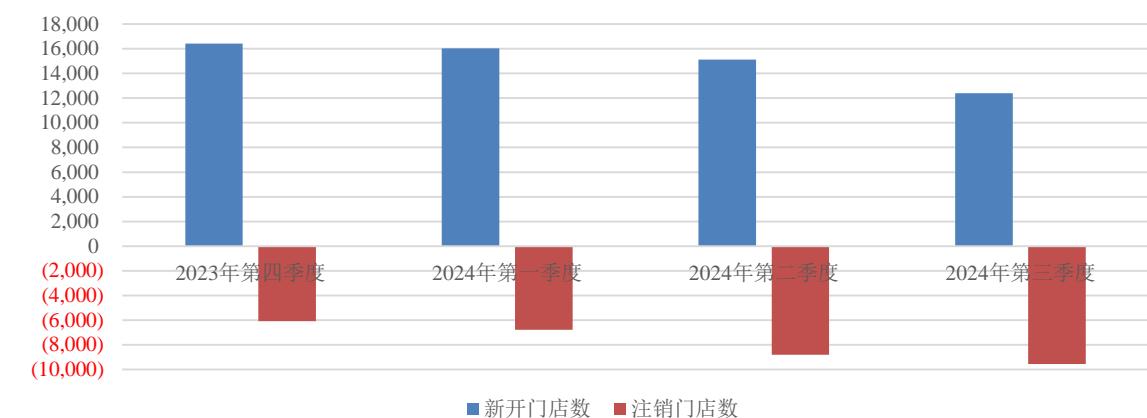


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 23. 医药流通行业样本企业营业收入和净利润变化情况

据中康药店通统计数据显示，自 2023 年第三季度以来，全国新增药店数量持续放缓，而关闭门店数持续上升，2024 年第三季度全国关闭的药店数量达 9,545 家，前三季度关闭的药店总数为 25,114 家。与此同时，全国零售药店市场规模增长不达预期，2024 年前三季度全国零售药店市场累计规模达 3,848 亿元，同比下滑 2.2%。此外，据 IQVIA 数据显示，2024 年上半年度，全国地级市市辖区零售处方药市场销售规模达到 523 亿元人民币，同比增长 0.6%，其中西药占据了 78% 的市场份额，销售规模同比增长 2.3%；中成药处方药市场表现低迷，同比下降 4.9%。在十大治疗领域中，心血管系统用药、抗肿瘤和免疫调节剂、中成药分别占据前三位，总体销售份额达到 53%，抗肿瘤和免疫调节类处方药增速最快，同比增长 12.1%，而地级市市辖区零售非处方药市场的销售规模为 451 亿元人民币，同比下降 0.4%，线下药店药品销售份额逐步向高价值产品聚集。

单位：家



注：根据样本企业数据整理绘制。

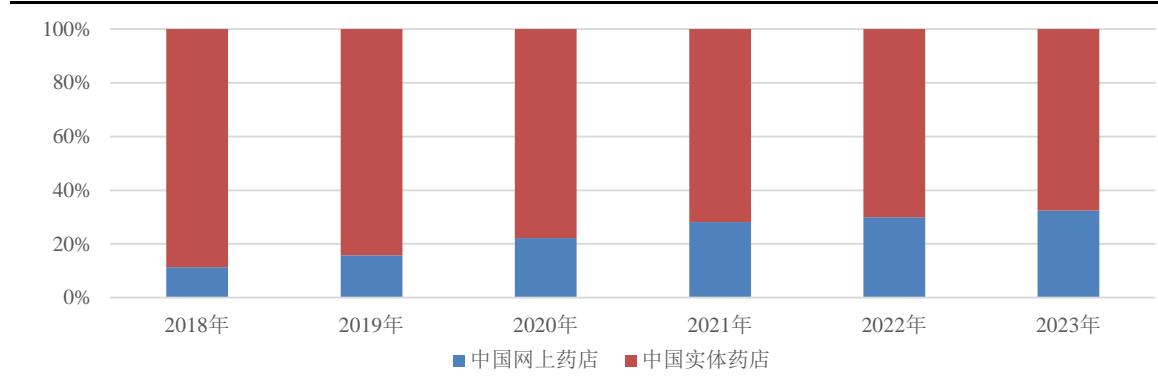
图 24. 2023 年第四季度以来全国零售药店数量变化情况

2024 年以来，国家医保局启动了“四同药品”价格专项治理，旨在促使同一通用名、厂牌、剂型和规格的药品价格回归合理水平，推动多家药企主动下调挂网价格。随后，国家医保局发布了《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》，在药品价格监测中引入网络售药平台的“外卖价”“小时达”“即时达”“限时达”等当日同城即时配送模式价格作为对比基准，进一步治理不合理的高价药品现象。药品比价平台的推广对线下药店带来冲击，药品盈利空间或被大幅压缩，但大型连锁药店通常具备很强的供应链管理能力和品牌优势，受比价平台的影响相对较小。

近年来，医药流通逐步迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲。“互联网+药品流通”、“互联网+医保服务”等相关政策，将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医疗机构提供“不见面”购药服务，网络售药医保支付也开始进入探索实施阶段。在“互联网+”政策的推动下，医药零售行业进入转型升级的创新发展阶段。在线上线下售药监管协同的背景下，零售药店加速迈入“新零售时代”。根据米内网数据，2023 年中国网上药店（含药品和非药品）销售规模已达 3,000 亿

元，网上药店（含药品和非药品）销售额占比从 2016 年的 5.80% 提升至 2023 年的 32.50%，销售规模持续扩张。

单位：%

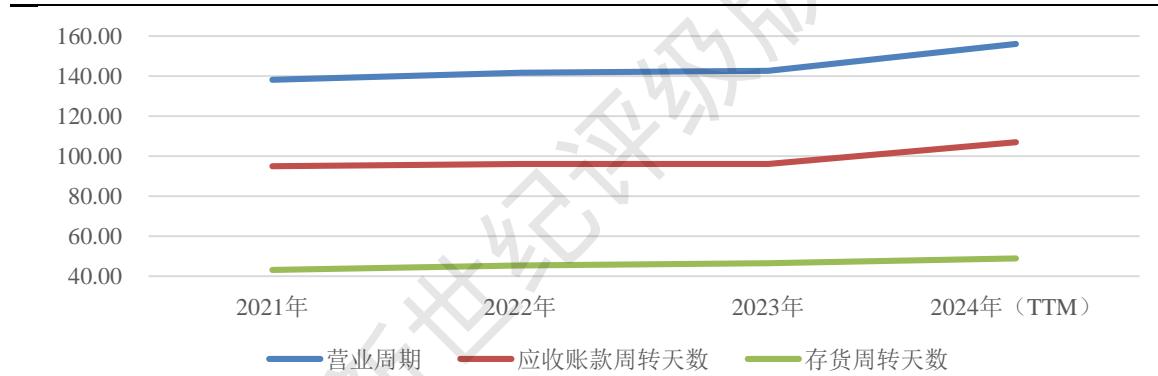


注：米内网，新世纪评级整理绘制。

图 25. 中国实体药店和网上药店（含药品和非药品）销售额占比

2024 年 (TTM)，医药流通行业样本企业营业周期为 156.03 天，同比增加 13.32 天，其中，应收账款周转天数为 107.04 天，同比增加 10.91 天，存货周转天数为 48.98 天，同比增加 2.41 天。主要受地方财力偏紧，医保支付压力加大影响，行业整体回款周期拉长。但随着医保预付金制度的推行，预计行业内企业资金周转压力有望缓解。

单位：天



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 26. 医药流通行业样本企业营运效率情况

### (三) 财务分析<sup>4</sup>

受益于股权融资和经营积累，近年来医药制造行业样本企业资本实力不断提升。2024 年以来样本企业资产及负债规模持续上升，但资产负债率仍相对适中。样本企业资产流动性状况总体良好，经营环节资金回笼情况较好呈净流入状态，可为到期债务偿付提供很强支撑。

#### 1. 财务杠杆

截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业资产总额合计为 33,524.48 亿元，较上年末增加 1.90%，资产总额达 300 亿元及以上的共 24 家，资产总额在 100~300(含)亿元之间的共 53 家，资产总额在 50~100(含)亿元之间的共 90 家，资产总额小于 50(含)亿元的共 302 家。样本企业资产规模分布较为分散，其中资产总额大于 100 亿元的样本企业数量占比为 16.42%，资产总额小于 50(含)亿元的样本企业数量占比为 64.39%。行业内企业发展较为快速，资产规模有所增加。

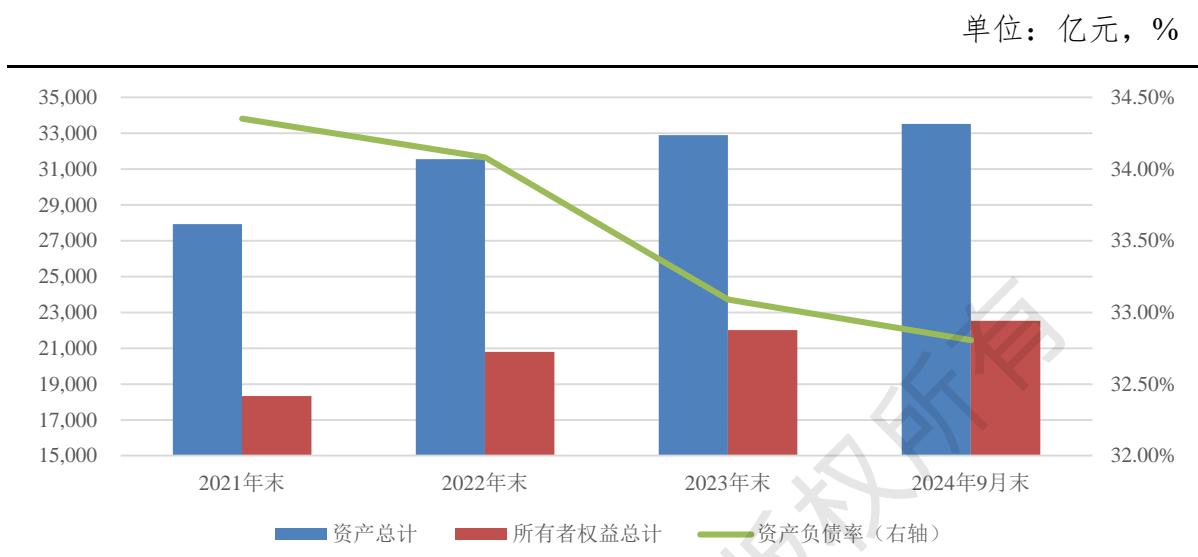
截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业负债总额合计为 11,998.15 亿元，较上年末增加 1.02%，其中，负债总额达 300 亿元及以上的共 3 家，负债总额在 100~300(含)亿元之间的共 21 家，负债总额在 50~100(含)亿元之间的共 24 家，负债总额小于 50(含)亿元的共 422 家。截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业长短期债务比为 34.02%，由于医药企业流动资金需求相对较大，其债务期限结构偏向短期化。

截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业的资产负债率为 32.81%，较上年末下降 0.85 个百分点。同期末，资产负债率高于 50% 的共 57 家，

<sup>4</sup> 考虑到医药流通行业样本量较少，且与医药制造样本企业之间财务表现差异大，故财务分析的总体分析部分三(1)~三(3)仅针对医药制造样本企业进行分析。

资产负债率为 30%~50%之间的共 130 家，资产负债率低于 30%的为 283 家。整体来看，医药制造行业样本企业的财务杠杆处于相对适中的水平。

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业整体权益融资额较上年有所下滑，吸收投资收到的现金为 190.73 亿元，同比减少 59.44%。截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业所有者权益合计为 22,526.32 亿元，较上年末增加 2.33%，实收资本 3,162.72 亿元，较上年末增加 1.07%，未分配利润为 8,249.26 亿元，较上年末增加 6.06%，医药制造行业样本企业通过经营积累和股权融资，权益资本实力不断提升。



注：根据样本企业数据整理绘制。

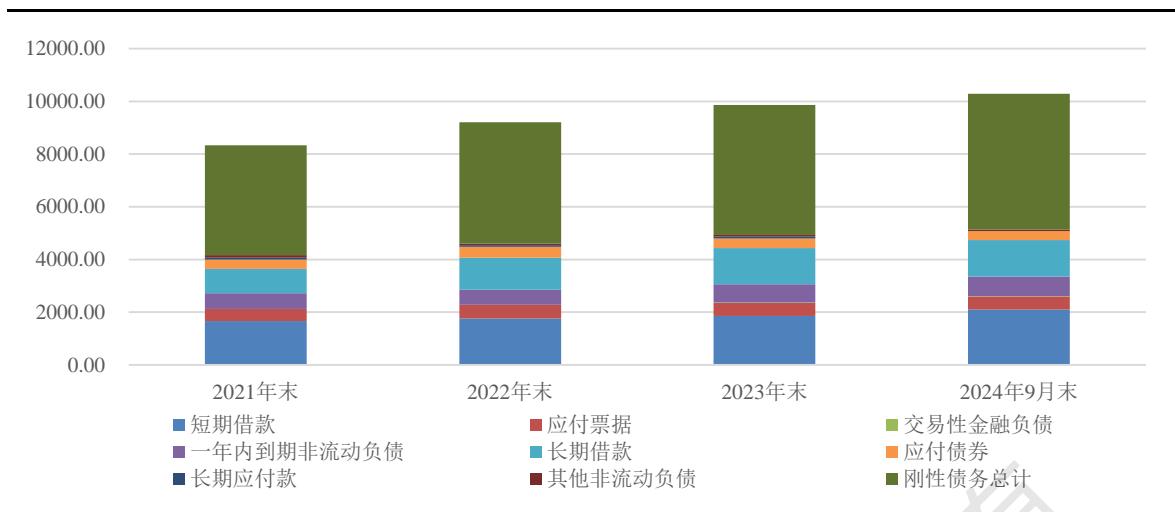
图 27. 医药制造行业样本企业整体资本及财务杠杆情况

## 2. 偿债能力

截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业的刚性债务总计为 5,142.76 亿元，较上年末增长 4.23%。目前行业内样本刚性债务集中于短期，同期末短期刚性债务余额合计 3,345.59 亿元，占全部刚性债务余额的 65.05%。行业内样本短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 2,096.49 亿元、506.27 亿元和

739.59 亿元，分别较上年末增加 13.06%、0.33% 和 6.55%。中长期刚性债务为 1,797.17 亿元，较上年末下降 4.26%，主要由长期借款和应付债券构成，余额分别为 1,390.11 亿元和 346.13 亿元，较上年末增长 1.09% 和下降 6.23%。整体来看，医药制造行业样本企业债务依赖度较低，债务融资以短期为主，并主要通过银行借款方式进行融资。

单位：亿元

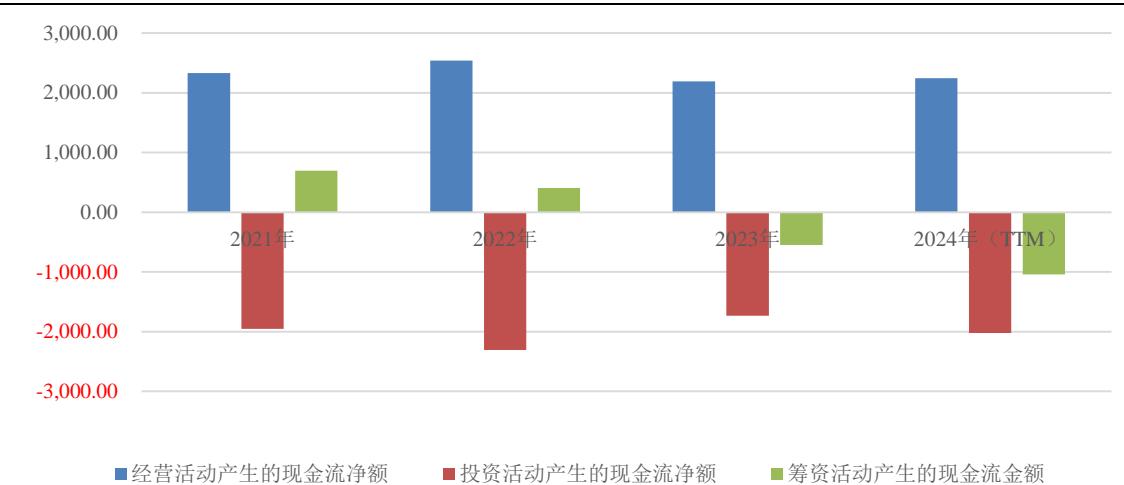


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 28. 医药制造行业样本企业刚性债务构成情况

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业资金回笼情况总体较好，营业收入现金率为 101.54%，较 2023 年 (TTM) 略降 0.63 个百分点。同期，经营活动产生的现金流量净额为 2,245.74 亿元，同比增长 2.56%；投资现金净流出 2,024.87 亿元，同比多流出 16.81%；筹资性现金净流出 1,042.39 亿元，同比增长 90.71%。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 29. 医药制造行业样本企业现金流情况

2023 年，医药制造行业样本企业 EBITDA 总额为 2,643.17 亿元，同比下滑 14.32%，主要系体外诊断子行业业绩承压所致。由于样本企业刚性债务规模增加但行业整体债务依赖度仍低，使得 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数虽下滑至 0.54 倍，但仍处于良好水平；权益资本对刚性债务的覆盖倍数也略下降至 4.46 倍。

表 6. 医药制造行业样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

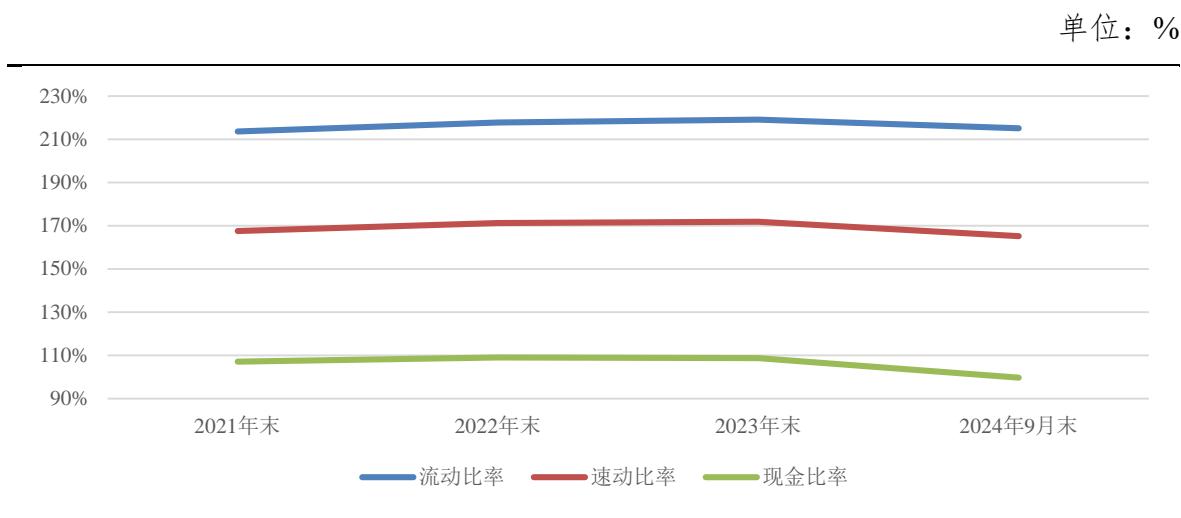
指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (×)	0.73	0.67	0.54	—
权益资本/刚性债务 (%)	4.40	4.52	4.46	4.38

注：根据样本企业数据整理绘制。

### 3. 流动性

2024 年 (TTM)，医药制造行业样本企业应收账款平均周转天数约为 83.84 天，较 2023 年 (TTM) 增加 3.49 天。同期，存货平均周转天数约为 94.73 天，同比增加 4.03 天，主要系生物制品相关产品的应收账款和存货周转速度下降所致。

截至 2024 年 9 月末，医药制造行业样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 215.02%、165.13% 和 99.63%，较上年同期变化较小。整体来看，资产流动性良好。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 30. 医药制造行业样本企业流动性指标及其变化趋势

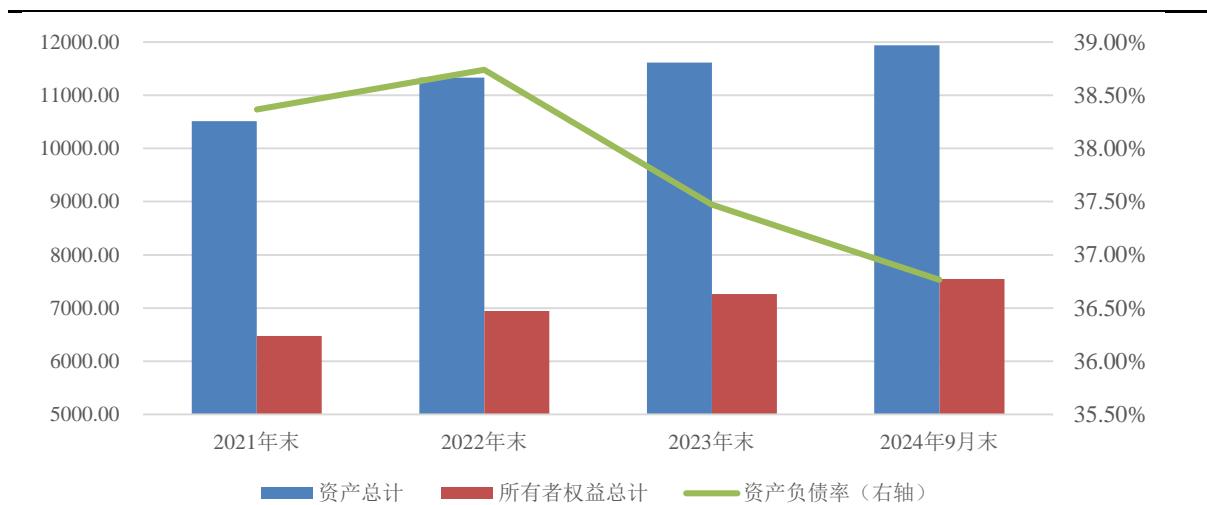
#### 4. 化学制药

截至 2024 年 9 月末，化学制药样本整体债务规模较年初小幅上升，财务杠杆仍较低，且盈利状况总体较好，较充足的存量货币资金和经营性现金流可覆盖短期刚性债务，整体债务偿付能力强。

截至 2024 年 9 月末，化学制药样本资产总额合计为 11,939.10 亿元，较上年末增加 2.81%，样本经营规模分布总体较为分散。样本负债总额合计为 4,389.43 亿元，较上年末增长 0.87%，行业整体债务依赖度较低，以短期债务为主，同期末长短期债务比为 34.61%；资产负债率为 36.77%，较上年末下降 0.71 个百分点。同期末，资产负债率高于 50% 的样本企业 29 家，资产负债率为 30~50% 之间的 53 家，资产负债率低于 30% 的 82 家。整体来看，样本企业的资产负债率较低。同期末，样本所有者权益总

额合计为 7,549.67 亿元，较上年末增加 3.97%，实收资本 1,134.87 亿元，较上年末增加 1.45%，未分配利润为 2,049.42 亿元，较上年末增加 9.97%，权益资本实力不断提升。

单位：亿元，%

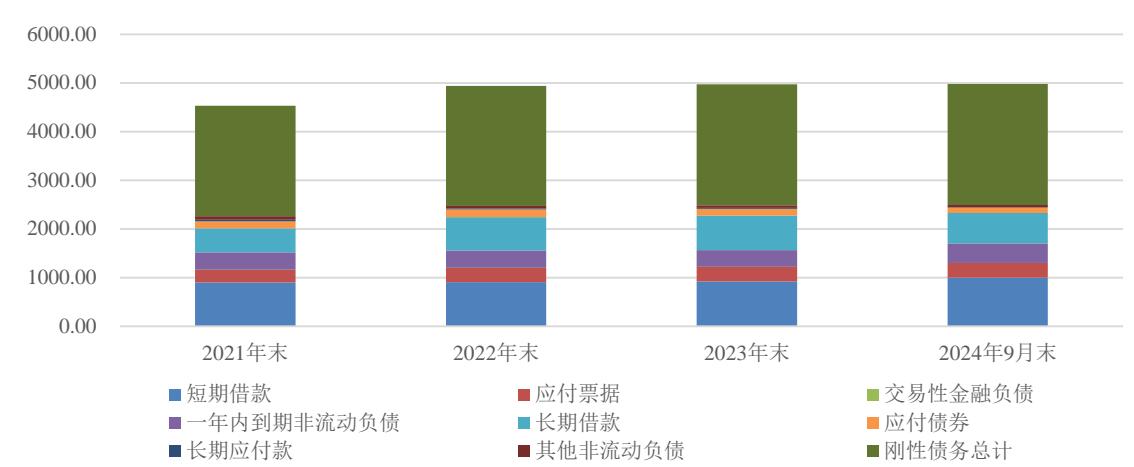


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 31. 化学制药样本整体资本及财务杠杆变化趋势

2024 年 9 月末，化学制药样本企业的刚性债务总计为 2,489.45 亿元，较上年末增长 0.12%，其刚性债务集中于短期，同期末短期刚性债务余额为 1,699.85 亿元，占全部刚性债务总额的 68.28%。样本企业短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 996.85 亿元、305.50 亿元和 397.09 亿元，较上年末增长 8.58%、0.05% 和 17.59%。中长期刚性债务为 789.60 亿元，较上年末下降 14.55%，主要由长期借款和应付债券构成，余额分别为 630.01 亿元和 110.36 亿元，较上年末下降 11.79% 和 18.54%。

单位：亿元

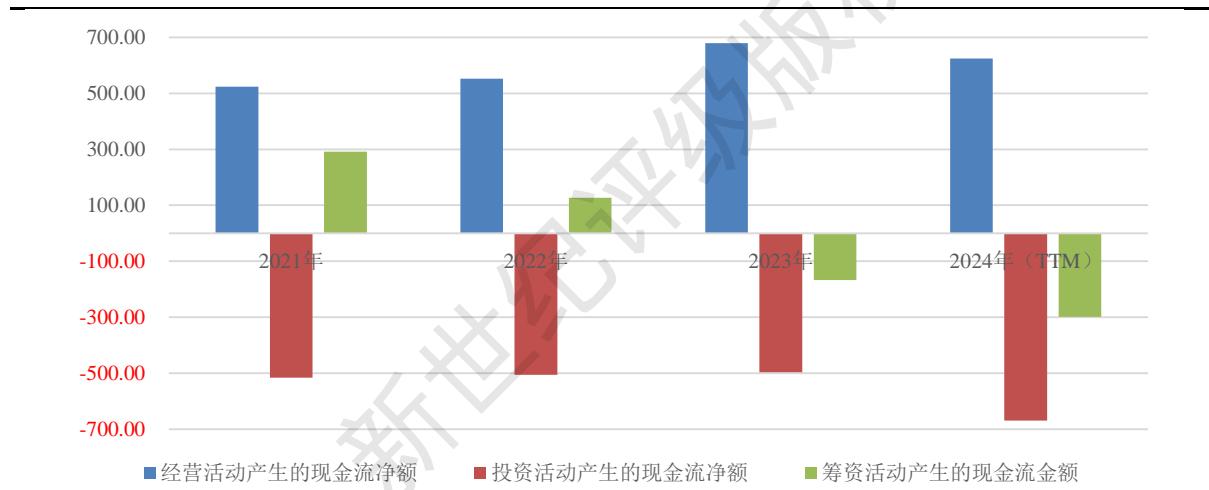


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 32. 化学制药样本刚性债务构成情况

2024 年 (TTM)，化学制药样本营业收入现金率为 99.39%，较 2023 年 (TTM) 下降 1.90 个百分点。同期经营活动产生的现金流量净额为 624.37 亿元，同比下降 7.99%；投资现金净流出 668.54 亿元，净流出规模同比增加 34.73%；筹资性现金净流出 298.32 亿元，净流出规模同比增加 78.77%。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 33. 化学制药样本现金流情况

2023 年度，EBITDA 总额为 755.49 亿元，同比增加 4.71%，主要来自利润总额。EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.30 倍。2024 年 9 月末，样本企业权益资本对刚性债务的覆盖倍数提升至 3.03 倍，主要系由于创新药产品商业化进程加快，相关企业经营业绩提升，未分配利润增加带动权益资本增长，导致当期末权益资本对刚性债务覆盖率有所提高。

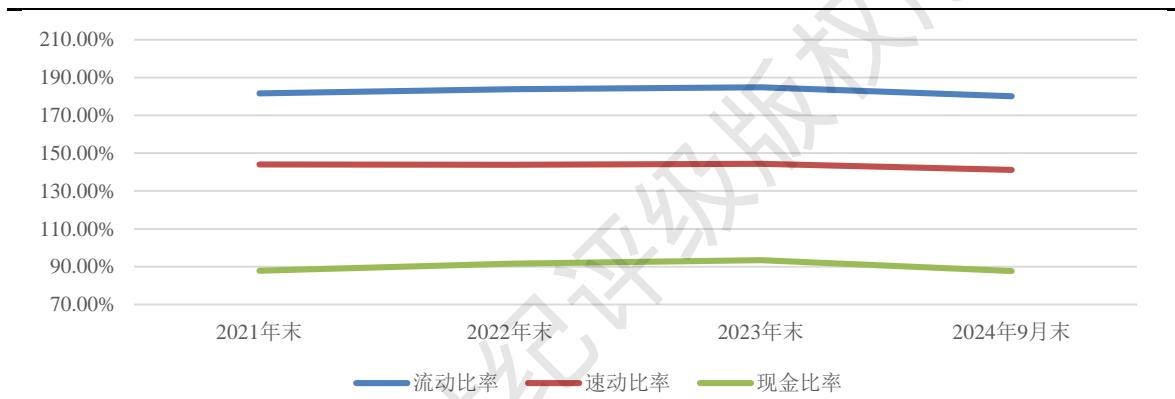
表 7. 化学制药样本主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (x)	0.32	0.29	0.30	—
权益资本/刚性债务 (%)	2.86	2.81	2.92	3.03

注：根据样本企业数据整理绘制。

流动性方面，2024 年(TTM)，化学制药样本营业周期约为 146.52 天，较上年同期加快 1.52 天。截至 2024 年 9 月末，样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 180.03%、141.12% 和 87.75%，整体来看，资产流动性较好。

单位：%



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 34. 化学制药样本流动性指标及其变化趋势

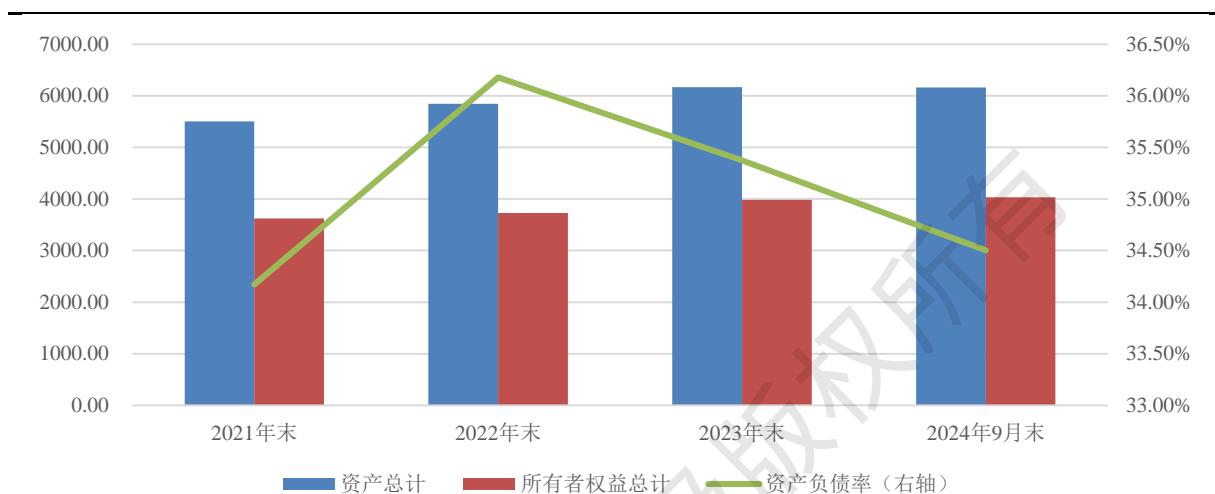
## 5. 中药

中药样本整体债务负担一直较轻，刚性债务集中于短期；其业务现

金回笼情况较好，且经营活动现金流呈净流入状态，能够为到期债务的偿付提供较强保障。

截至 2024 年 9 月末，中药样本资产总额合计为 6,159.63 亿元，较上年末下降 0.07%；负债总额合计为 2,125.21 亿元，较上年末下降 2.54%，但较集中于短期债务，长短期债务比为 21.23%。同期末样本企业的资产负债率为 34.50%，较上年末下降 0.87 个百分点，财务杠杆水平较低；所有者权益总额合计为 4,034.42 亿元，较上年末增加 1.28%，其中实收资本 669.92 亿元，较上年末增加 0.56%，未分配利润为 1,776.29 亿元，较上年末增加 3.63%，权益资本实力主要随着经营积累而不断提升。

单位：亿元，%



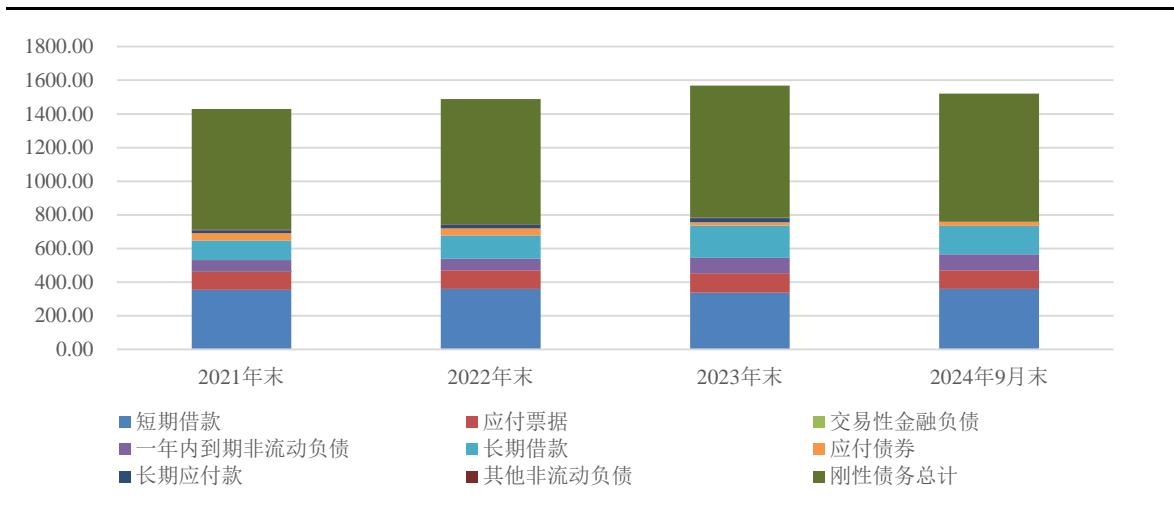
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 35. 中药样本财务杠杆及其变化趋势

2024 年 9 月末，中药样本的刚性债务总计为 760.37 亿元，较上年末下降 3.08%，其中短期刚性债务余额为 566.41 亿元，占 74.49%。其短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 360.66 亿元、110.19 亿元和 95.57 亿元，分别较上年末增长 6.77%、下降 4.98% 和增长 5.64%；中长期刚性债务余额为 193.96 亿元，较上年末

下降 19.30%，主要由长期借款和应付债券构成，余额分别为 168.44 亿元和 23.09 亿元，分别较上年末下降 12.48% 和增长 23.98%。

单位：亿元

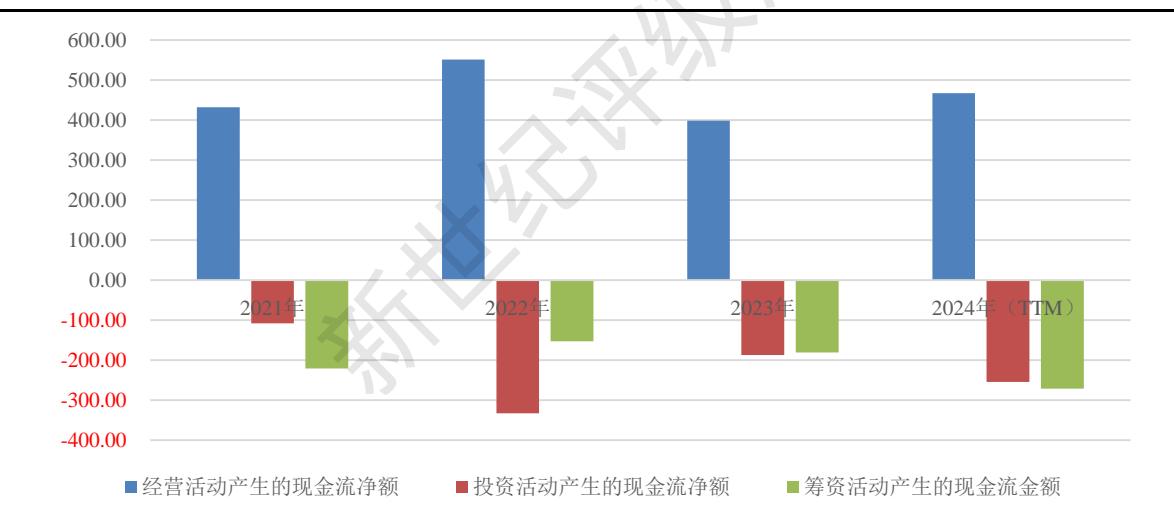


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 36. 中药样本刚性债务构成

2024 年 (TTM)，中药样本资金回笼情况总体较好，营业收入现金率为 103.83%，同比变化较小。同期，经营活动产生的现金流量净流入 466.88 亿元，同比增加 17.24%；投资现金净流出 254.28 亿元，净流出规模同比增加 35.75%；筹资性现金净流出 271.50 亿元，同比增加 50.14%。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 37. 中药样本现金流情况

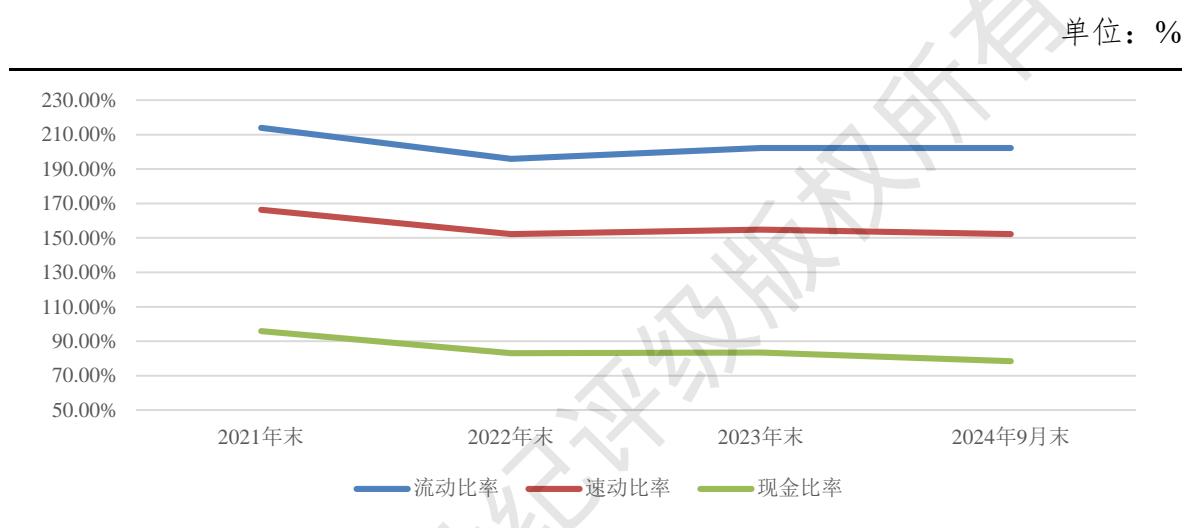
2023 年度，样本企业 EBITDA 总额为 547.81 亿元，同比增加 9.57%；EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.70 倍，处于较好水平。此外，2024 年 9 月末行业内样本企业权益资本对刚性债务的覆盖倍数升至 5.31 倍。

表 8. 中药样本主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (x)	0.86	0.67	0.70	—
权益资本/刚性债务 (%)	5.07	5.01	5.08	5.31

注：根据样本企业数据整理绘制。

流动性方面，2024 年 (TTM)，中药样本营业周期约为 171.09 天，同比放缓 14.80 天，营运效率有所下滑。截至 2024 年 9 月末，样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 202.22%、152.23% 和 78.41%，资产流动性良好。



注：根据样本企业数据整理绘制。

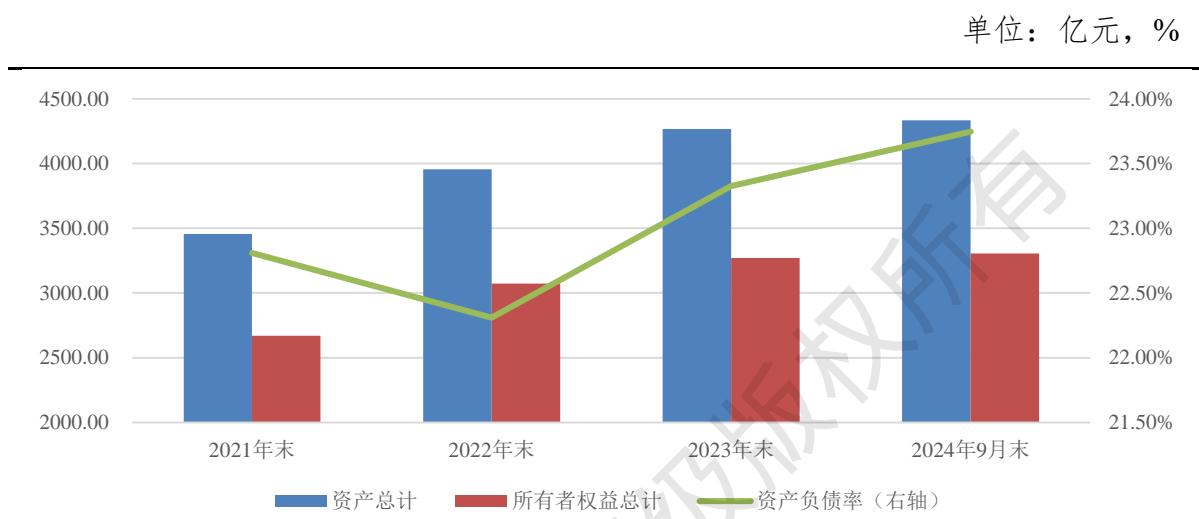
图 38. 中药样本流动性指标及其变化趋势

## 6. 生物制品

2024 年以来，生物制品样本由于疫苗子行业相关产品受市场需求变

化及行业竞争加剧因素影响，回款时间拉长，存货周转速度降低，营运效率下降。但样本资产负债率较低且刚性债务规模小，债务偿付压力很小。

截至 2024 年 9 月末，生物制品样本资产总额合计为 4,334.24 亿元，较上年末增加 1.58%，负债总额合计为 1,029.23 亿元，较上年末增长 3.41%，行业整体负债规模较小。2024 年 9 月末，样本企业长短期债务比为 33.67%，债务期限结构偏向短期化；资产负债率为 23.75%，较上年末上升 0.42 个百分点，财务杠杆整体处于很低的水平；所有者权益总额合计为 3,305.01 亿元，较上年末增加 1.02%，其中实收资本 389.72 亿元，较上年末增加 1.04%，未分配利润为 1,236.58 亿元，较上年末增加 3.21%，权益资本实力不断提升。



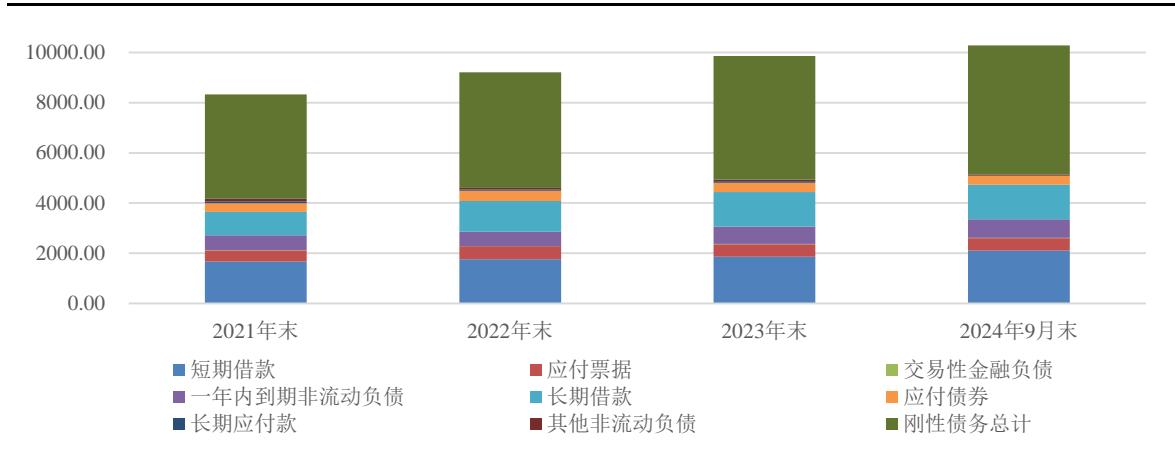
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 39. 生物制品样本整体财务杠杆及其变化趋势

截至 2024 年 9 月末，生物制品样本的刚性债务总计为 492.60 亿元，较上年末增长 21.50%，其中短期刚性债务余额合计为 288.55 亿元，占 58.58%。行业内样本短期刚性债务主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 235.87 亿元和 45.85 亿元，较上年末增长 33.08% 和下降 19.22%。中长期刚性债务为 204.04 亿元，主要由长期借款和应付

债券构成，余额分别为 137.14 亿元和 64.94 亿元，较上年末增长 21.54% 和下降 34.78%。

单位：亿元

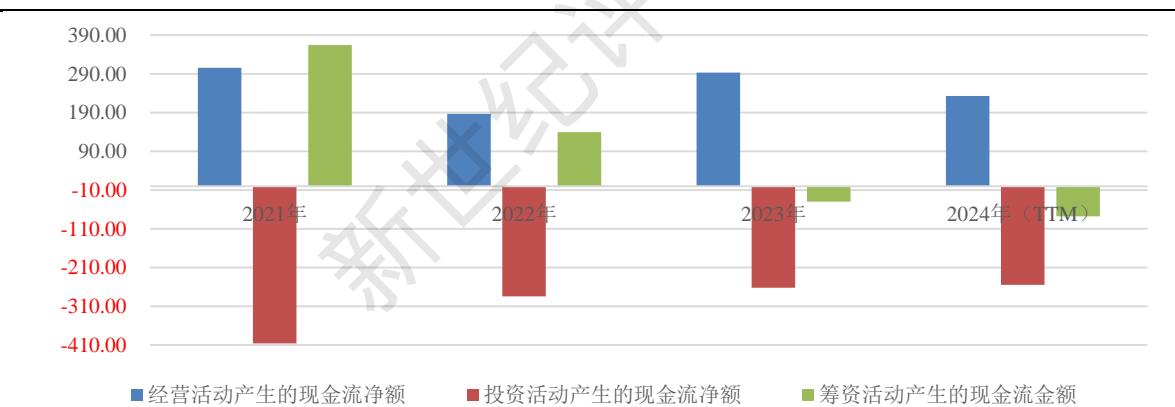


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 40. 生物制品样本刚性债务构成情况

2024 年 (TTM)，生物制品样本资金回笼情况总体较好，营业收入现金率为 109.01%。同期经营活动产生的现金流量净额 232.49 亿元，同比下降 20.69%，主要系由于疫苗行业当期产品销售下滑所致；投资现金净流出 254.76 亿元，净流出规模同比减少 2.64%；筹资性现金净流出 77.70 亿元，同比就流出规模增加 93.56%，主要系当期募集资金和吸收投资收到的现金减少所致。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 41. 生物制品样本现金流情况

2023 年度，EBITDA 总额为 345.30 亿元，同比变化较小。EBITDA 对刚性债务覆盖倍数为 0.85 倍，处于较好水平。此外，2024 年 9 月末，行业样本权益资本对刚性债务的覆盖倍数为 6.71 倍。

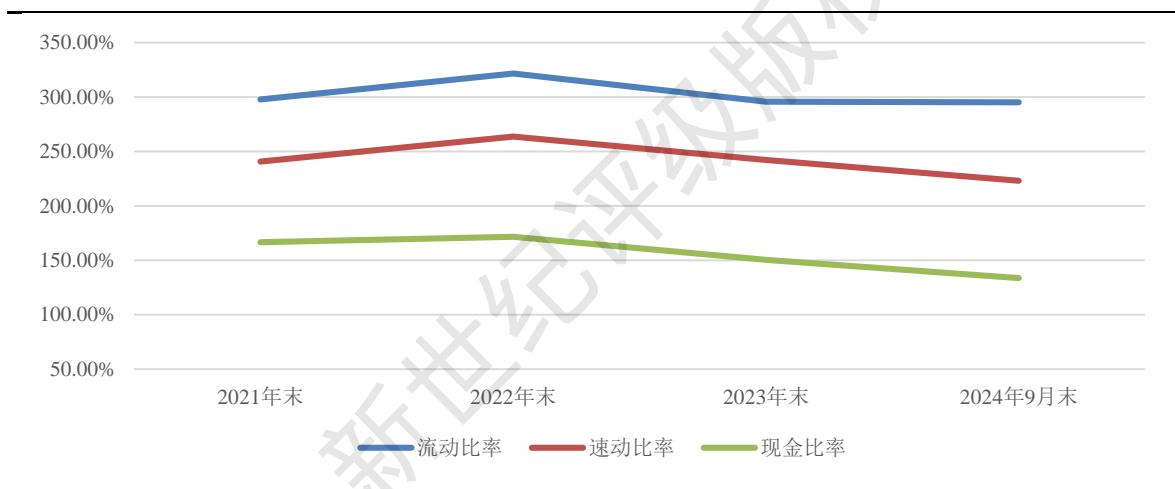
表 9. 生物制品样本主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (x)	1.62	1.03	0.85	—
权益资本/刚性债务 (%)	10.01	9.19	8.07	6.71

注：根据样本企业数据整理绘制。

流动性方面，2024 年 (TTM)，生物制品样本应收账款周转天数为 145.77 天，同比放缓 20.19 天，存货周转天数为 130.60 天，同比延缓 33.91 天，主要系疫苗子行业 HPV 及流感疫苗产品受市场需求变化及行业竞争加剧因素影响，回款时间拉长，存货周转速度降低，营运效率下滑。截至 2024 年 9 月末，样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 295.04%、223.16% 和 133.65%，整体来看，资产流动性仍良好。

单位：%



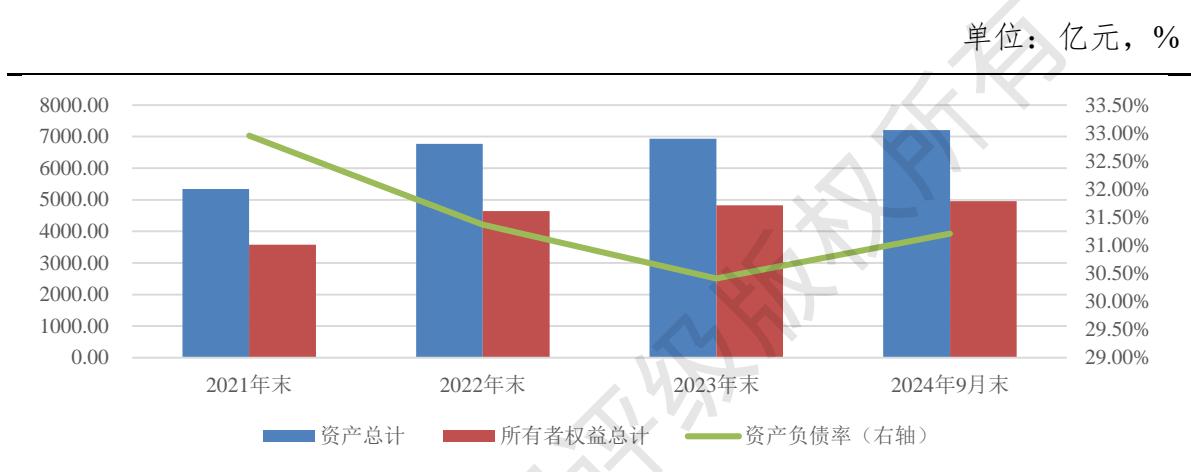
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 42. 生物制品样本流动性指标及其变化趋势

## 7. 医疗器械

国内医疗器械样本的整体资产负债率处于相对较低水平，到期债务偿付压力较轻，同时经营活动现金流呈净流入状态，能够为到期债务的偿付提供一定的保障。

截至 2024 年 9 月末，医疗器械样本资产总额合计为 7,206.50 亿元，较上年末增加 3.93%，负债总额合计为 2,249.30 亿元，较上年末增加 6.67%。2024 年 9 月末，样本企业长短期债务比为 38.54%，债务期限结构偏向短期化。样本企业的资产负债率为 31.21%，较上年末增长 0.80 个百分点，整体看，样本企业的资产负债率处于较低水平。截至 2024 年 9 月末，样本企业所有者权益总额合计为 4,957.20 亿元，较上年末增加 2.74%，实收资本 548.60 亿元，较上年末增加 1.21%，未分配利润为 2,281.17 亿元，较上年末增加 5.35%。

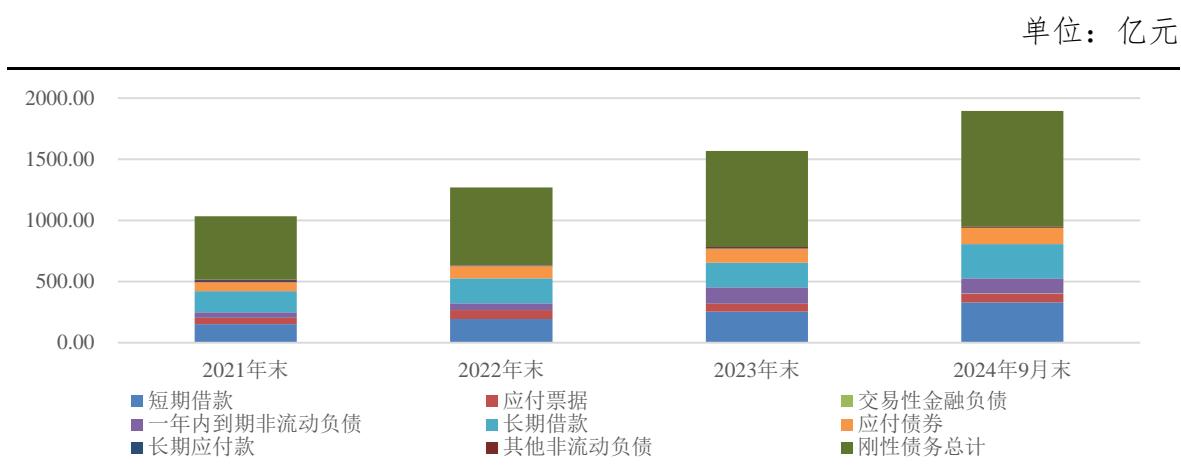


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 43. 医疗器械样本财务杠杆及其变化趋势

医疗器械样本的刚性债务总计为 948.20 亿元，较上年末增长 21.00%。目前行业内样本刚性债务集中于短期，同期末短期刚性债务为 525.97 亿元，占比为 55.47%。样本企业的短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 332.16 亿元、69.59 亿元

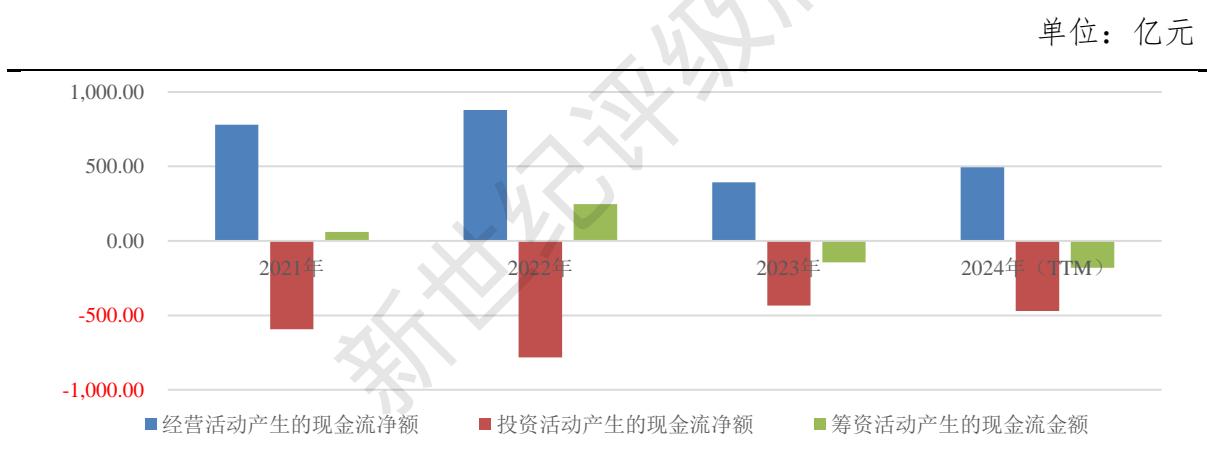
和 122.00 亿元，分别较上年末增长 29.61%、10.71% 和下降 7.96%；中长期刚性债务为 422.22 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，余额分别为 280.35 亿元和 134.95 亿元，较上年末增长 39.07% 和 18.19%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 44. 医疗器械样本刚性债务构成情况

2024 年 (TTM)，医疗器械样本资金回笼情况有所下滑，营业收入现金率为 99.49%，较 2023 年 (TTM) 下降 4.49 个百分点。同期，经营活动产生的现金流量净流入 494.46 亿元，同比增加 25.76%；投资现金净流出 470.91 亿元，净流出规模同比增长 8.48%；筹资性现金净流出 181.29 亿元，净流出规模同比增长 25.08%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 45. 医疗器械样本现金流情况

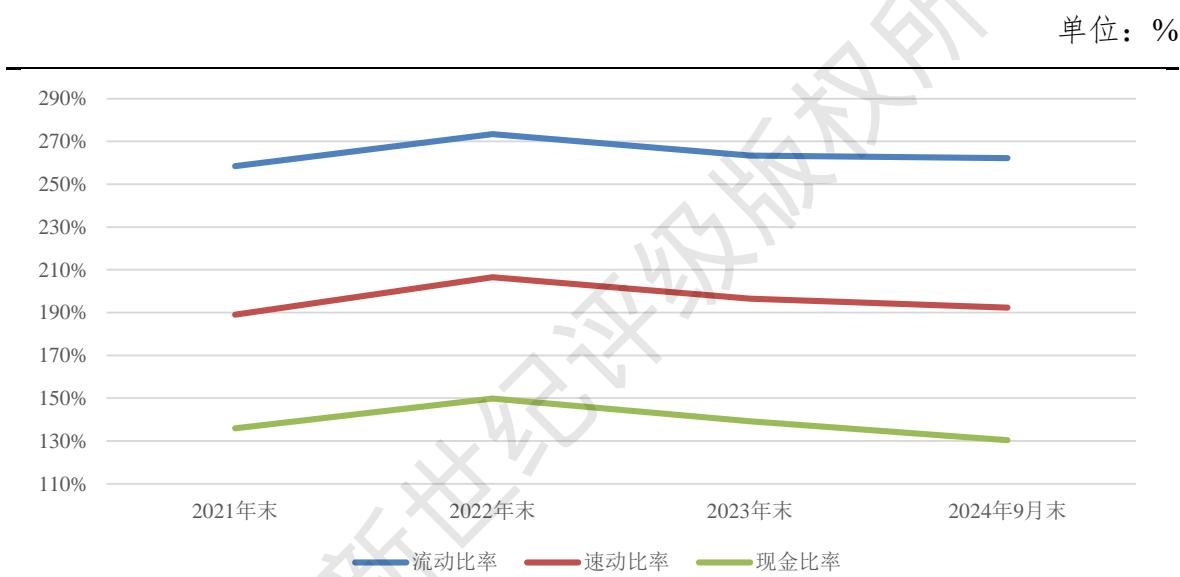
2023 年度，EBITDA 总额为 528.45 亿元，同比下降 48.59%，主要系当期体外诊断行业利润总额下滑所致。EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.56 倍，同比下滑 0.12 倍。此外，2024 年 9 月末，行业样本权益资本对刚性债务的覆盖倍数增加至 5.23 倍。

表 10. 医疗器械样本主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (×)	1.76	1.62	0.67	—
权益资本/刚性债务 (%)	6.92	7.31	6.16	5.23

注：根据样本企业数据整理绘制。

流动性方面，2024 年 (TTM)，医疗器械样本应收账款周转天数为 76.73 天，较 2023 年 (TTM) 增加 0.91 天，存货周转天数为 151.18 天，同比减少 1.24 天。截至 2024 年 9 月末，样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 262.15%、192.34% 和 130.47%，资产流动性相对处于很高的水平。



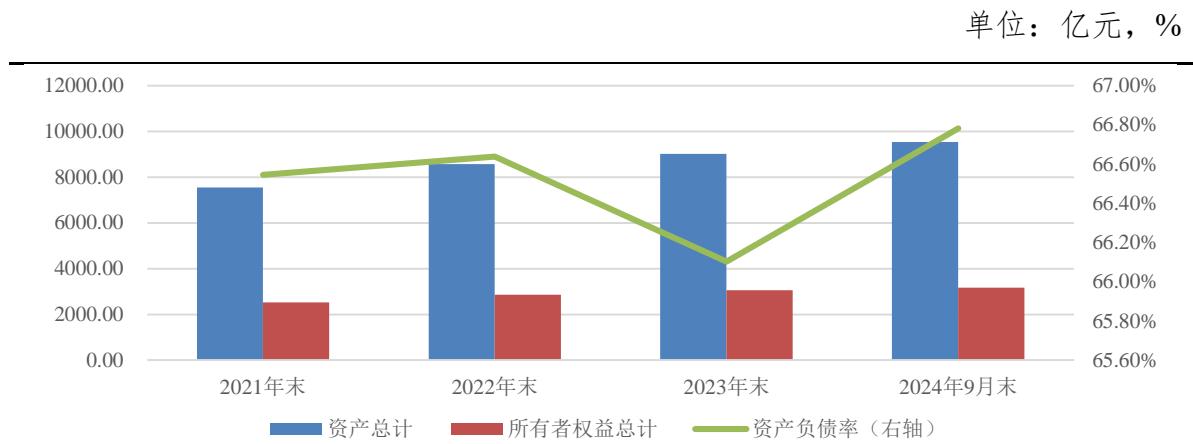
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 46. 医疗器械样本流动性指标及其变化趋势

## 8. 医药流通

医药流通行业样本企业显著财务特征是经营环节占款规模大且债务依赖度高。近年来样本企业财务杠杆持续偏高，刚性债务有所增长且债务集中于短期，即期偿付压力相对较大。样本企业资产主要为存货及应收账款，下游客户主要为医疗机构等，回款周期较长但风险相对可控。

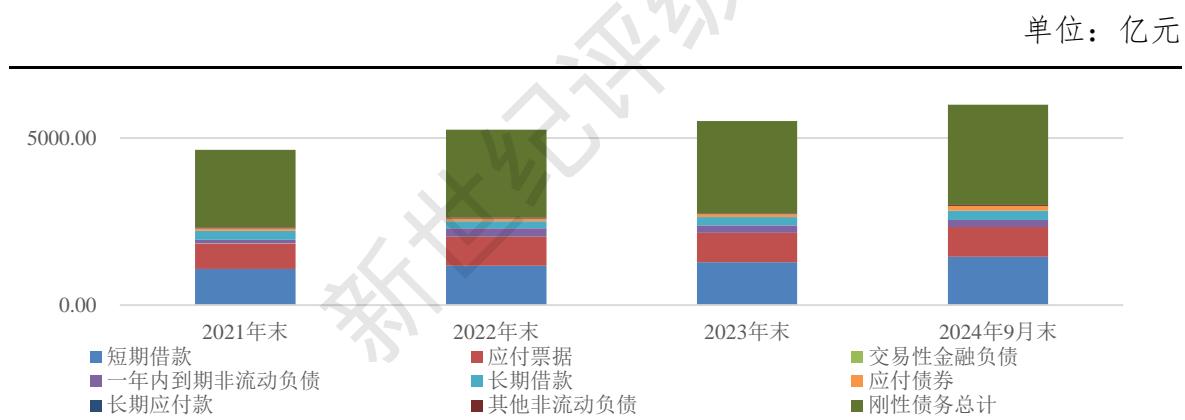
截至 2024 年 9 月末，医药流通样本企业资产总额合计为 9,537.91 亿元，较上年末增加 5.76%，其中存货和应收账款规模分别为 1,604.40 亿元和 3,724.88 亿元，两者合计占流动资产的比重为 71.33%。其中资产总额大于 100 亿元的样本企业数量占比为 61.76%，资产总额小于 50（含）亿元的占比为 26.47%，反映出债务依赖度偏高的特征下通过规模化经营获取融资成本优势的驱动力较强。样本企业负债总额合计为 6,369.61 亿元，较上年末增长 6.85%，其中负债总额大于 100 亿元的占比为 47.56%，负债总额小于 50（含）亿元的占比为 35.29%。2024 年 9 月末，样本企业长短期债务比仅为 12.14%，债务期限结构短期化但与其经营特征相符。样本企业的资产负债率为 66.78%，较上年末上升 0.68 个百分点，同期末资产负债率高于 50% 的样本企业 29 家，介于 30~50% 之间的 3 家，低于 30% 的为 2 家。整体来看，行业样本企业的杠杆水平虽明显高于医药制造行业样本，但尚属合理。2024 年 (TTM)，行业样本企业整体权益融资规模较上年有所下滑，吸收投资收到的现金为 93.86 亿元，同比增加 0.59%。在医药产业链中，医药流通行业相对更为成熟，估值优势不明显，资本市场吸引力相对较弱。截至 2024 年 9 月末，行业样本企业所有者权益总额合计为 3,168.30 亿元，较上年末增加 3.64%，实收资本 325.28 亿元，较上年末增加 4.68%，未分配利润为 1,423.25 亿元，较上年末增加 5.41%，权益资本实力虽有提升，但明显弱于医药制造行业样本企业整体水平。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 47. 医药流通行业样本财务杠杆及其变化趋势

医药流通行业样本企业的刚性债务总计为 2,997.55 亿元，较上年末增长 8.85%；其中短期刚性债务余额合计 2,549.28 亿元，占 85.05%，即期偿债压力较重。其短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，余额分别为 1,442.75 亿元、895.82 亿元和 208.31 亿元，较上年末增长 12.89%、1.14% 和下降 3.49%；中长期刚性债务为 448.28 亿元，较上年末增长 20.73%，主要由长期借款和应付债券构成，余额分别为 276.60 亿元和 144.59 亿元，较上年末增长 11.03% 和 60.12%。总体看，相对于医药制造行业，医药流通行业权益资本补充能力弱，且经营环节资金占用规模大，债务依赖度更高。

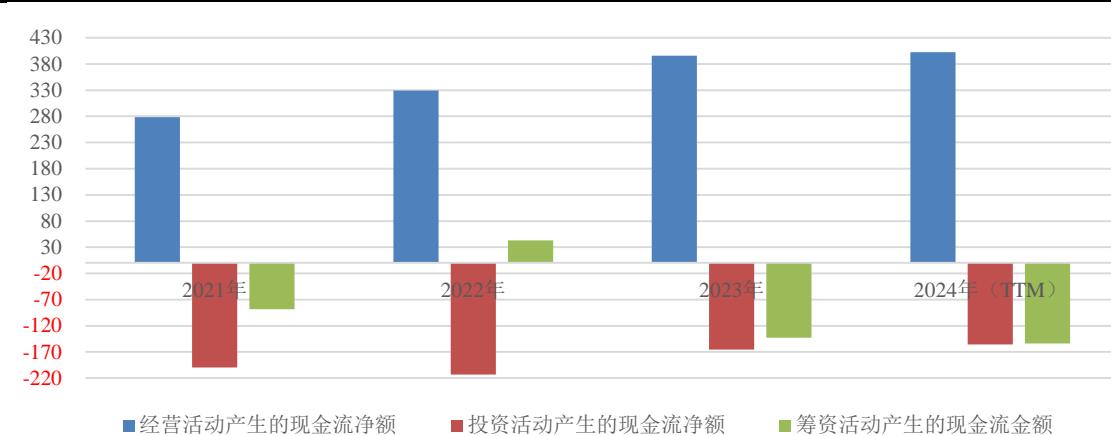


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 48. 医药流通行业样本企业刚性债务构成情况

2024 年 (TTM)，医药流通行业样本企业营业收入现金率为 101.73%，同比下滑 3.85 个百分点。同期，经营活动产生的现金流量净流入 402.54 亿元，同比增加 1.75%；投资现金净流出 155.49 亿元，净流出规模同比减少 5.91%；筹资性现金净流出 154.01 亿元，净流出规模增加 7.78%。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 49. 医药流通行业样本企业现金流情况

2023 年度，EBITDA 总额为 557.19 亿元，同比下降 4.52%。EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.19 倍，显著低于医药制造各子行业。此外，2024 年 9 月末，样本企业权益资本对刚性债务的覆盖倍数为 1.06 倍，近年来变化不大。

表 11. 医药流通行业样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

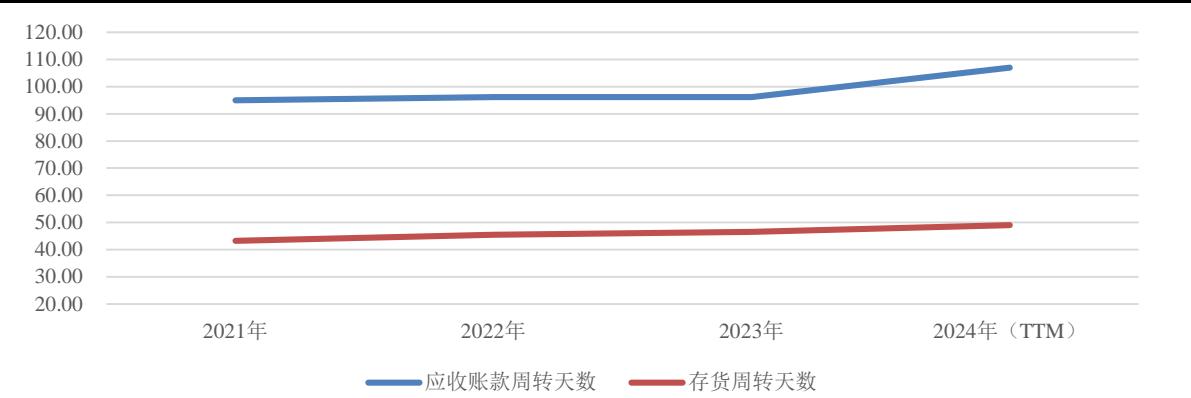
指标名称	2021 年度 (末)	2022 年度 (末)	2023 年度 (末)	2023 年 10 月~ 2024 年 9 月 (末)
EBITDA/刚性债务 (x)	0.23	0.22	0.20	—
权益资本/刚性债务 (%)	1.09	1.09	1.11	1.06

注：根据样本企业数据整理绘制。

流动性方面，2024 年 (TTM)，医药流通行业样本企业应收账款周转天数为 107.04 天，较 2023 年 (TTM) 放缓 10.91 天，当期医疗机构拖欠

药品批发企业货款问题有所加剧，由于行业特点导致其相较于其他子行业应收账款周转速度较慢，存货周转天数为 48.98 天，同比增加 2.43 天。截至 2024 年 9 月末，样本企业流动比率、速动比率和现金比率分别为 131.54%、98.98% 和 24.20%，较上年末变化不大，但明显逊于医药制造业样本表现。

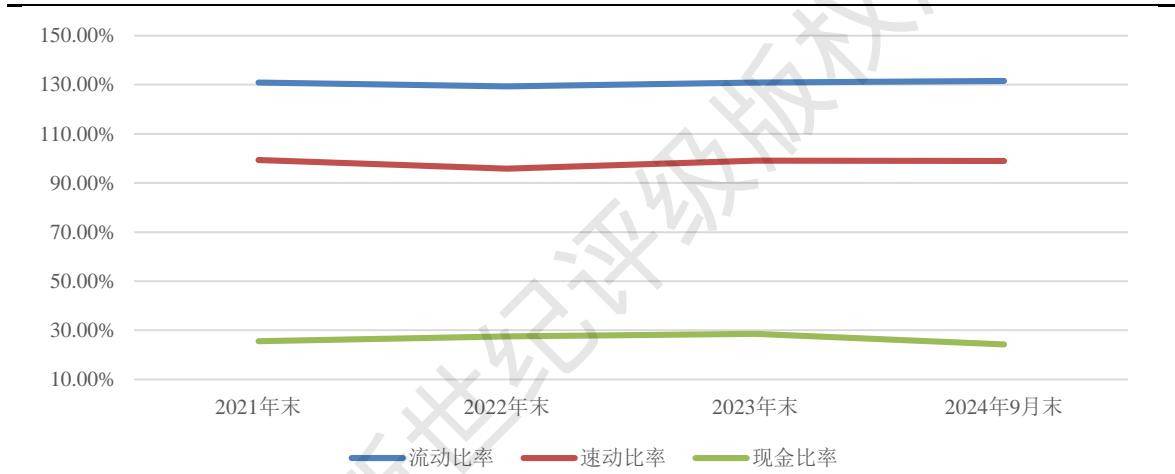
单位：天



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 50. 医药流通行业样本企业应收账款和存货周转天数情况

单位：%



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 51. 医药流通行业样本企业流动性指标及其变化趋势

## 四、行业内企业债券融资与评级情况

### (一) 债券融资

2021~2023 年，医药制造与流通行业内发债样本企业发行债券数量分别为 94 支、80 支和 78 支，金额分别为 944.63 亿元、777.43 亿元和 941.52 亿元，2023 年债券融资规模同比略有增长；2021~2023 年，偿还债券规模合计分别为 968.21 亿元、838.07 亿元和 846.89 亿元，净融资规模分别为 -23.58 亿元、-60.64 亿元和 94.63 亿元，2023 年净融资规模转正。2023 年末医药制造与流通行业内发债样本企业存续债券本金余额为 849.92 亿元。

2024 年前三季度，医药制造与流通行业内发债样本企业共有 21 家企业新发行债券，发行债券共计 50 支，包括中期票据 17 支，公司债 3 支及短期融资券 30 支，发行规模合计 479.12 亿元。截至 2024 年 9 月末，行业内尚有债券存续的企业共计 71 家，存续债券 116 支，待偿还本金余额合计为 930.07 亿元，较上年末增长 9.43%。

表 12. 医药制造与流通行业 2021~2023 年度及 2024 年前三季度债券发行、偿还及存续数据

所属年度	发行			偿还			存续		
	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)
2021 年度	35	94	944.63	71	96	968.21	70	141	1,195.47
2022 年度	32	80	777.43	72	100	838.07	69	124	1,061.25
2023 年度	27	78	941.52	67	94	846.89	69	107	849.92
2024 年前三季度	21	50	479.12	61	80	383.96	71	116	930.07
合计	115	300	3142.70	271	370	3037.13	279	488	4036.71

注：根据 WIND 资讯数据整理。

## (二) 信用评级

### 1. 主体信用等级分布与迁移

医药制造与流通行业内发债企业多为上市公司，资本实力相对较强，经营规模及综合竞争力在细分市场领先，整体信用质量较高，级别中枢为 AA。但行业内发债企业规模差异较大，且民营企业等非公所有制企业占比比较高，故级别分布相对较分散。2024 年前三季度，医药制造行业公开发行债券的主体共计 21 家，其中 AAA 级主体 8 家，AA<sup>+</sup>级主体 12 家，以及 AA<sup>-</sup>级主体 1 家。

截至 2024 年 9 月 30 日，我国医药制造与流通行业在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 71 家，其中 AAA 级主体 12 家，AA<sup>+</sup>级主体 13 家，AA 级主体 13 家，AA<sup>-</sup>级主体 13 家，A<sup>+</sup>级主体 13 家，A 级主体 2 家，A<sup>-</sup>主体 1 家，BBB<sup>+</sup>级主体 1 家、CCC 级主体 1 家和 C 级主体 2 家。医药制造与流通企业主体信用等级分布于 AAA 级、AA<sup>+</sup>级、AA 级、AA<sup>-</sup>级和 A<sup>+</sup>为主。部分企业因经营业绩下滑、流动性紧张和内部管控不力等因素被调降级别。

表 13. 医药制造和流通行业主体信用等级分布（截至 2024 年 9 月末）

发行主体 最新信用等级	2024 年前三季度		截至 2024 年 9 月末	
	发行主体数量家)	占比 (%)	存续主体数量	占比 (%)
AAA	8	38.10	12	16.90
AA <sup>+</sup>	12	57.14	13	18.31
AA	-	-	13	18.31
AA <sup>-</sup>	1	4.76	13	18.31
A <sup>+</sup>	-	-	13	18.31
A	-	-	2	2.82
A <sup>-</sup>	-	-	1	1.41
BBB <sup>+</sup>	-	-	1	1.41
CCC	-	-	1	1.41
C	-	-	2	2.82
合计	21	100.00	71	100.00

注：根据所收集的公开信息整理。

表 14. 行业内发债企业主体信用等级迁移情况（单位：家）

2024 年 9 月末 2023 年末	A	A <sup>-</sup>	BBB <sup>+</sup>	B	CCC
AA <sup>-</sup>	1				
A <sup>+</sup>	1	1			
A			1		
B				0	
B <sup>-</sup>					1

注：根据所收集的公开信息整理。

## 2. 信用事件/评级行动

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，医药制造与流通行业内发债企业累计发布重大事项公告 2,809 份，涉及企业 71 户。主要涉及重大人事变更、章程修订、资产划转、债务扩张幅度等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具关注公告和列入观察名单等 10 份，其中涉及企业 8 户，级别调整 5 份（次）。

表 15. 2023 年第四季度及 2024 年前三季度重大事项公告与评级行动情况

公告类型	人事变动	资产划转	债务扩张	其他	合计
重大事项公告（份）	78	2	4	2,725	2,809
评级关注公告（份）	-	-	-	-	9
评级观察名单（份）	-	-	-	-	1
不定期跟踪评级报告（份）	-	-	-	-	-

注：根据所收集的公开信息整理。

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，行业内发债企业共发生违约/展期事件 7 起，涉及企业 2 户。

(1) 武汉当代科技产业集团股份有限公司（简称“当代科技”）：

当代科技于 2024 年 12 月 6 日公告，其于 2019 年发行的 6.00 亿元“H19 当代 F”，应于 2022 年 9 月 5 日偿付足额兑付利息和回售本金，截至公告出具日未兑付本息余额合计 0.29 亿元；其于 2020 年发行的 1.80 亿元“H20 当代 1”，应于 2023 年 7 月 15 日偿付足额兑付利息和回售本金，截至公告出具日未兑付本息余额合计 0.57 亿元；其于 2021 年发行的 2.00 亿元“H21 当代 2”，应于 2023 年 9 月 11 日支付利息及回售本金，截至公告出具日，未兑付本息余额合计 0.29 亿元；其于 2017 年发行的 5.00 亿元“H17 当代 1”，应于 2024 年 5 月 6 日偿付本息，截至公告出具日，未兑付本息余额合计 6.02 亿元；其于 2018 年发行的 10.00 亿元“H18 当代 2”，应于 2024 年 6 月 20 日偿付本息，截至公告出具日，未兑付本息余额合计 12.27 亿元；其于 2021 年发行的 5.00 亿元“H21 当代 1”，应于 2024 年 6 月 17 日支付利息，未兑付利息余额合计 0.35 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日，当代科技累计违约/展期债务本息余额合计为 52.30 亿元。

(2) 湖南景峰医药股份有限公司（简称“景峰医药”）：

景峰医药于 2024 年 7 月 5 日公告，其于 2016 年发行的 8.00 亿元“16 景峰 01”，应于 2024 年 7 月 1 日支付本息 3.17 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日，景峰医药累计违约债务本息余额合计为 3.17 亿元。

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，合计 5 户行业内发债企业的主体信用等级（含评级展望）发生变动。

(1) 浙江亚太药业股份有限公司（简称“亚太药业”）：

主要基于亚太药业近年来经营持续亏损，已对公司所有者权益造成较大侵蚀，且后续扭亏压力较大；公司项目投资进度迟滞，未来转股压力较大，如不能顺利转股，将存在较大到期兑付压力；公司自身偿债能力不足，现阶段主要偿债来源集中为货币资金中未使用的可转债募集资金且用途受限，偿债资金缺口落实尚存在较多不确定性等因素。新世纪评级于 2024 年 5 月 29 日将亚太药业主体信用等级由 B-/负面调整为 CCC/稳定。

(2) 灵康药业集团股份有限公司（简称“灵康药业”）：

主要基于公司受集采政策、医保控费、全国价格联动影响，主要产品销量、价格下降，生产线产能利用率很低，利润总额延续亏损导致偿债能力有所下降，公司终止“灵康转债”募投项目建设，后续资金使用计划尚不明确，“灵康转债”2024 年 12 月 1 日以后存在回售可能性，若未来可转债持有人全部或部分回售，公司或将面临集中偿付压力等因素。东方金诚于 2024 年 6 月 18 日将灵康药业的主体信用等级由 A+/稳定调整为 A-/稳定，将“灵康转债”债项评级由 A+ 调整至 A-。

(3) 北京北陆药业股份有限公司（简称“北陆药业”）：

主要考虑到公司产品仍以对比剂为主，2023 年对比剂集采降价、原材料价格高位运行，期间费用增长，叠加对商誉计提减值损失影响，公司

持续亏损；公司收购天原药业 80% 股权，天原药业主营清热解毒、感冒等领域中成药的生产和销售，未来业务整合可能存在不及预期的风险；跟踪期内，公司有息债务规模增长，公司拟在安徽省亳州建设中医药及化药产业基地，后续投资金额较大，公司面临较大资本支出压力，债务规模预计将进一歩增长等因素。东方金诚于 2024 年 6 月 19 日将北陆药业主体信用等级由 A<sup>+</sup>/稳定调整为 A/稳定，将“北陆转债”债项评级由 A<sup>+</sup>调整至 A。

(4) 塞力斯医疗科技股份有限公司（简称“塞力医疗”）：

主要基于公司 2023 年仍被出具带强调事项段保留意见的审计报告，公司及相关人员受到监管关注和立案调查；在医保控费的大背景下，公司持续面临行业竞争加剧与产品价格下行压力，医保回款慢导致公司营运资金压力较大，虽然 2023 年公司调整收入结构，减少垫资压力大的业务，但上下游账期仍在延长，同时减值损失、参股公司投资损失和费用支出增加等使公司继续亏损；公司控股股东及实际控制人股权质押比例保持高位，公司财务杠杆仍较高，塞力转债进入回售期后或将进一步增加公司偿债压力，后续需持续关注公司面临的流动性压力等因素。中证鹏元于 2024 年 6 月 28 日将塞力医疗主体信用等级由 A/稳定调整为 BBB<sup>+</sup>/稳定，将“塞力转债”债项评级由 A 调整至 BBB<sup>+</sup>。

(5) 海南普利制药股份有限公司（简称“普利制药”）：

2024 年 6 月 17 日，根据中证鹏元《关于将海南普利制药股份有限公司主体信用等级和“普利转债”信用等级列入信用评级观察名单的公告》，因部分营业收入确认问题、贸易业务收入核算问题、应收账款核算不准确、公司销售与收款相关内部流程存在缺陷及内部审计工作和监督存在不足

等问题，针对上述自查问题，公司将于 2024 年 6 月 30 日前完成前述前期会计差错更正，并及时披露更正后的 2021 年和 2022 年年度报告，但中证鹏元认为，自查整改结束后，仍存在年报审计机构对公司 2023 年度财务报告出具非标准审计意见的风险。若被出具无法表示意见或否定意见的审计意见，公司将被实施退市风险警示。且自查完成后，公司存在 2021 年、2022 年和 2023 年定期报告中的财务数据进行重大会计差错更正的风险。因而决定将公司主体信用等级及其发行的“普利转债”债券信用等级列入信用评级观察名单。

2024 年 7 月 30 日，中证鹏元将普利制药主体信用等级由 AA-/稳定调整为 A/稳定，将“普利转债”债项评级由 AA- 调整至 A，将公司主体信用等级及其发行的“普利转债”债券信用等级移出信用评级观察名单。根据中证鹏元的跟踪评级报告，本次调整主要基于公司跟踪期内因未按时披露年度报告受到行政处罚及因涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案调查，且 2023 年被出具保留意见的审计报告；此外，受集采影响，2023 年公司大部分仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，且客户账期也持续拉长，致使经营回款滞后，营运压力上升。同时，期间费用对利润造成侵蚀导致公司净利润出现下滑，考虑到未来随着集采的持续推进，产品面临持续降价风险，预计未来公司经营业绩继续承压；同时债务规模仍呈扩张趋势，且短期债务占比高，债务偿付压力加大等风险因素。

## 五、信用展望

展望 2025 年，随着人口老龄化、慢性病发病率上升以及人们健康意识提高，预计我国医药行业的刚性需求不断扩大，加之医疗改革和医疗保障力度的提升，行业总体发展前景仍保持良好。此外，随着老龄化及少

子化人口结构变化程度加深，也将导致用药需求变化。

根据国家统计局于 2024 年 2 月公布的《2023 年国民经济和社会发展统计公报》(简称“公报”), 截至 2023 年末, 大陆地区 60 岁及以上的老年人口总量为 2.97 亿人, 已占到总人口的 21.1%。从人口结构看, 近十年间已跨过了第一个快速人口老龄化期, 并将进入一个更快速的人口老龄化期。随着人口结构的老龄化, 未来我国医药市场将持续扩容, 刚性需求逐步上升。根据公报的数据显示, 全年参加基本医疗保险人数 13.34 亿人, 参保人数主要由于清理重复参保等原因比上年同期减少 1,205 万人, 同比下降 0.90%, 其中参加职工基本医疗保险人数 3.71 亿人, 同比增长 2.3%。截至 2023 年末, 全国共有医疗卫生机构 107.1 万个, 其中医院 3.9 万个; 基层医疗卫生机构 101.6 万个。目前我国农村居民医疗保健水平仍远低于城镇居民的平均水平, 而协调城乡发展政策的推进, 以及城镇化水平的提升将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨, 进而带动基层、县医院的发展, 为医药消费带来巨大增量。

表 16. 2018 年以来影响我国医药制造行业发展的重要因素变化情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
我国人口数(亿人)	13.95	14.00	14.12	14.13	14.12	14.10
60 岁以上人口占比(%)	17.90	18.13	18.70	18.90	19.80	21.10
城镇基本医疗保险参保人数(亿人)	13.45	13.54	13.61	13.64	13.46	13.34
城镇基本医疗保险支出(万亿元)	1.78	2.09	2.09	2.40	2.44	2.81
城镇居民人均可支配收入(万元)	3.93	4.24	4.38	4.74	4.93	5.18
医疗卫生机构总诊疗人次数(亿人次)	84.20	87.40	77.4	84.7	84.2	95.5
卫生费用(万亿元)	5.91	6.58	7.22	7.68	8.48	9.06

资料来源: Wind、新世纪评级整理

另外, 随着人们健康意识逐步提高, 以及人口老龄化加速, 医疗需求将进一步增加, 人均医疗费用将进一步上涨。由于老龄人口对医疗资源的需求具备刚性特征, 因此老龄化是推动医药制造行业中长期增长的基石。

而随着人均消费水平的提高，对高质量、高水平的诊疗服务和药品的需求提升，也是推动行业结构转型和增长的重要力量。

对行业内具体企业而言，在老龄化程度持续加深，新出生人口总体处于持续较快下滑态势的背景下，产品结构的差异使得其受影响方向与程度各异。以儿童用药为主的企业，将主要通过加大研发投入和提质增效来提升竞争力，以应对需求量下滑风险以及常规药品集采控价压力；以中老年用药为主的企业，则需在“保量”、“保基本”的基础上，努力通过重大疾病用新药、特效药等研发与生产来满足局部市场需求并获得更高回报。

**政府支持行业创新驱动，预计医药行业研发投入持续保持高强度，在基础研究、创新药、高端医疗器械等领域创新成果仍将不断涌现。**

近年来，在政策的大力支持下，我国创新药及创新医疗器械的快速发展，2024 年 NMPA 共批准了 46 款 1 类创新药上市，其中进口新药 7 款，国产新药 39 款，创新药研发进入收获期，获批临床和上市的数量均创新高。创新医疗器械方面，截至 2024 年上半年已批准国产的“脑起搏器”、碳离子治疗系统、质子治疗系统、磁共振成像系统、全景动态 PET/CT、第三代人工心脏、人工血管等 277 个创新高端医疗器械产品上市，其中 2024 年上半年有 27 个创新医疗器械获批上市，涉及支气管导航操作控制系统、眼底病变眼底图像辅助诊断软件、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械，涵盖手术机器人、人工智能医疗器械、心肺支持辅助系统等多领域。近年来，我国创新药管线数量不断增多，2018-2020 年，我国新药临床试验数量为 2,758 条，其中化药占比约 60%，对于抗体类药物研发的探索已经颇有收获。2021-2023 年，我国新药临床试验数量为 5,216 条，增长近一倍，预计未来行业内企业仍有较大的研发投入需求，行业研发投入力度将进一步加大。

预计医药改革政策持续加力，并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望不断提升。“控费”仍将是医药行业政策主线，预计行业同质化竞争仍较严重，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中。

随着《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定（征求意见稿）》、《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》及《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》等政策的落地，政策支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产；推动科技型企业高效实施并购重组方向更加明确，全市场的并购重组交易有望继续保持活跃。近年来，医保谈判药品数量较为稳定，目录新增药品平均降价幅度大约为 60%，集采平均价格降幅大约在 50% 左右，“控费”仍将是医药行业政策主线。但对比中美两国在研新药管线，虽然数量接近，但我 国原创药物靶点很少，且重复技术路线过多，例如 PD-1（程序性死亡受体 1）赛道已批准上市的国外研发药物不超过 10 个，我国在这一赛道起步比西方国家晚，可是已批准上市的药物有十多个，同质化竞争严重。同质化会影响科研产出的效益，还会导致一些宝贵的科技资源利用率不高，造成资金和资源的浪费。未来，随着我国政府对医药行业监管力度的加强，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强品牌和规模、丰富产品组合、研发创新力强、供销渠道稳定的大型制药企业集中，行业内企业竞争实力将有所分化。

预计随着医保政策改革的持续深化、带量集采的不断扩容，国内药企盈利承压，驱动相关企业加快拓展海外市场的步伐，美国等海外市场对中国生物药企出海的政策壁垒将逐步显现。

随着中国医疗卫生体制改革不断推进，医疗保障体系不断完善，人民消费健康升级，我国经济正在向高质量发展转变，因而对我国药企提出了更高的要求。“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”成为我国医药产业发展的必由之路。

为完善我国医疗保障体系，降低群众医疗负担，自 2017 年起，我国启用医保谈判和药品集采制度，通过“以量换价”的市场化机制，与医药企业进行价格协商，实现共赢。近年来，医保谈判药品数量较为稳定，目录新增药品平均降价幅度大约为 60%，集采平均价格降幅大约在 50% 左右。但由于创新药产品研发周期长、投入大且风险性较高，医保谈判及集采的降价压力，驱动相关企业加快拓展海外市场的步伐。据中国医药保健品进出口商会统计，2024 年前三季度，我国在全球市场的医药产品出口额为 525.79 亿美元，同比增长 1.91%。但 2024 年 1 月 25 日，美国与中国战略竞争众议院特别委员会主席 Mike Gallagher 与高级成员 Raja Krishnamoorthi 以“保护基因数据和国家安全”为由，向众议院提出了《生物安全法案》(H.R.8333)。限制美国联邦机构与外国生物技术公司展开业务往来。该法案中点名了 5 家中国公司，分别是：中国合同研究组织(CRO)巨头药明康德、其姊妹公司药明生物、华大基因集团、华大基因关联公司华大智造以及华大基因子公司 Complete Genomics。目前虽该法案快速立法计划失败，相关中国生物技术公司暂时不会被美国纳入“黑名单”。然而，针对中国生物科技公司的立法限制威胁还没有完全消失。相关法案仍可能通过单独立法的方式推进，从而限制中国生物科技公司在美国发展，美国等海外市场对中国生物医药企出海的政策壁垒将逐步显现。

**由于政策不断支持“医保+商保协同结算”模式发展，预计商业健康保险有望成为医保基金的有力补充。**

我国基本医保广覆盖，公立医疗卫生机构是医疗服务的主要提供者、政府掌握核心议价权，医疗体系总体由政府主导，医保基金支付额约占整体医疗卫生总费用约 40%，其支付能力直接决定了医药行业的回款情况。2023 年，我国基本医保基金总收入 33,504 亿元，同比增长 8.35%；基金总支出 28,210 亿元，同比增长 14.69%。从累计结存看，截至 2023 年末，基本医保基金累计结余达 3.40 万亿，为当期医保基金支出的 1.20 倍，但同比下滑 20.31%，且当期结存量为 5,039 亿元，同比下降 20.33%，随着人口老龄化的加剧，我国医保基金的支付压力日益增大，为了有效解压，且确保医保基金的有效利用，2024 年以来，我国鼓励商业健康保险政策频出，国家医保局多次公开表态要推动商业健康险与基本医保的有效衔接，有望为行业提供变革契机。根据中国保险行业协会数据，2023 年我国商业健康险（医疗险+重疾险）赔付额约为 0.38 万亿元，占比 7% 左右，此前发展相对缓慢的核心原因在于流行病学数据可得性不足导致保险产品缺乏创新，目前多因素催化行业边际加速发展，在政府主导、医保局支持下，数据端口打开有望进一步提升保险精算精准度，医保商保一站式支付有望进一步降低中间费用，缓解医保的支付压力。

表 17. 我国基本医保基金历年收支及结余情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
全国基本医保基金总收入	24,846	28,728	30,922	33,504
全国基本医保基金总收入增长率	1.70%	15.60%	7.60%	8.35%
全国基本医保基金总支出	21,032	24,043	24,597	28,210
全国基本医保基金总支出增长率	0.90%	14.30%	2.30%	14.69%
当期结存	3,808	4,684	6,325	5,039
累计结存	31,500	36,156	42,639	33,979
当期结余率	15.3%	16.3%	20.5%	15.0%

资料来源：Wind、新世纪评级整理

医药流通市场方面，预计未来市场规模增速将有所放缓，市场份额

将向头部企业集聚。此外，药品比价平台的推广也促进了药品线上线下的融合，受药品集采以及消费疲软等因素影响，医药流通行业毛利空间将受到进一步压缩，驱动医药流通行业内企业向 CSO、SPD 及器械服务和基层新医疗等新业态发展。

受我国医药产业变革加速、带量采购等医改政策的深入推进，医药流通行业面临降价、控费、用药结构调整等压力，市场销售总额增速有所放缓。据统计，全国七大类医药商品销售总额为 29,304 亿元，扣除不可比因素同比增长 1.5%。(上年同期增速为 6.0%)。两票制、药品集采、DRGs/DIP 支付方式改革等政策推动推动企业以量换价，使得规模化运作和成本控制成为行业主旋律，对医药流通企业资金、物流、供销等能力提出了挑战。药品比价平台的推广也促进了线上线下的融合发展。线上销售平台的搭建、即时零售和快速配送已成为药品销售的重要趋势，行业内企业不仅需要加强数字化管理和营销，还应通过提供优质产品和差异化服务来吸引和留住客户。此外，随着带量集中采购范围提速扩面，医药流通中间环节减少，药品耗材价格将进一步下降，毛利空间将被进一步压缩，行业内企业将拓展更具有盈利性的新业务，比如：CSO（总代业务）、SPD 及器械业务、基层新医疗、互联网+等。

预计在居民人均可支配收入和医疗保健消费支出整体增长态势下，医药制造与流通行业内企业财务状况和现金流水平有望总体持稳，医药流通企业回款速度有望加快，在低利率和流动性充裕的货币政策环境下，预计企业到期债务正常滚续较有保障，债务偿付风险将维持较低水平。但仍需关注个别发债主体因经营不善造成大额亏损、过度并购扩张导致债务高企且偿债能力不足、公司治理不规范、资产流动性和现金流状况欠佳、关联方大额资金占用、外部融资受限等原因而导致的信用风险。

近年来，随着股权融资和经营积累，医药制造及流通行业样本企业资本实力不断提升，整体资产负债率总体处于相对适中的水平。行业内企业债务规模虽持续增长，但融资渠道较多，且行业内企业整体资金回笼情况总体较好，经营性现金流呈净流入状态，可为到期债务偿付提供有效支撑。

2024 年 11 月 11 日，国家医保局办公室联合财政部办公厅正式出台了《关于做好医保基金预付工作的通知》。该通知旨在通过建立专项预付金机制，用于药品和医用耗材的采购等医疗开支，以减轻医疗机构在医疗费用上的垫付负担。通知规定，预付金的规模将基于过去一到三年医疗保险基金的月均支出，并参考医疗机构的年度评估和信用状况进行调整，预付金额大致相当于一个月的支出水平。这一预付金制度的实施，连同先前推行的医保直接结算和及时清算政策，预计将有助于缓解医疗机构面临的回款难题，改善医药流通相关企业现金流。

2021 年以来，医药制造与流通行业发债违约/展期企业主要有广东太安堂药业股份有限公司、延安必康制药股份有限公司、康美药业股份有限公司、湖南景峰医药股份有限公司和武汉当代科技产业集团股份有限公司等。违约/展期主要原因包括经营不善造成大额亏损、过度并购扩张导致债务高企且偿债能力不足、公司治理不规范、资产流动性和现金流状况欠佳、关联方大额资金占用、外部融资受限等，可从以上因素关注发债企业的信用风险。

#### 从各细分子行业看：

预计化学制药随着创新药销售放量及出海增加，预计短期内有所提升；中药业绩短期承压，但随着老龄化及慢病因素影响，预计市场需求将持续扩大，长期预计向好；生物制药和医疗器械领域是国家大力支持科技、

养老等发展政策的重点落地领域，对研发能力、专业化程度要求高，潜在收益空间大，且适合更具市场活力的民营资本介入，预计可成为获得更好发展机遇的子行业，但疫苗领域或因前期集中投入而短期承压；医药流通子行业中，药品经销与物流配送领域的区域市场集中度高，预计运行总体持稳，资金面及经营业绩将持续有所承压，药品零售由于市场竞争、消费疲软等因素短期业绩承压，长期来看市场集中度将向拥有供应链管理能力和品牌优势的药品零售企业聚拢。

## 附录一

2024 年 9 月末行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据  
(2024TTM, 合并口径)

发行人中文名称	最新评级 /展望	评级机构	资产总计(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益合计(亿元)	资产负债率(%)	营业收入(TTM)(亿元)	净利润(TTM)(亿元)	经营活动现金净流量(TTM)(亿元)	销售毛利率(TTM)(%)	流动比率(%)	营业周期(天)
贵阳新天药业股份有限公司	A+/稳定	东方金诚	19.63	7.43	10.47	46.69	8.39	0.54	0.96	74.51	108.82	389.23
西藏奇正藏药股份有限公司	AA/稳定	联合资信	65.30	18.77	39.11	40.11	22.71	5.94	8.08	82.41	315.57	173.86
浙江寿仙谷医药股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	30.54	5.64	22.32	26.93	7.14	2.34	2.63	81.37	405.24	452.85
天津市医药集团有限公司	AA+/稳定	联合资信, 东方金诚	375.55	168.15	147.65	60.68	179.20	18.58	22.51	34.93	118.95	185.78
吉林敖东药业集团股份有限公司	AA+/稳定	中证鹏元	328.96	21.59	292.60	11.05	30.05	13.93	3.06	41.87	224.46	268.21
海南普利制药股份有限公司	BBB+/负面	中证鹏元	62.54	27.35	28.09	55.09	13.07	-1.06	-1.98	72.05	156.49	664.19
北京北陆药业股份有限公司	A/稳定	东方金诚	30.11	9.29	18.48	38.62	9.71	-0.60	1.35	48.00	271.35	257.56
灵康药业集团股份有限公司	A-/稳定	东方金诚	12.06	2.66	8.56	29.02	2.77	-1.02	-0.81	43.27	564.41	325.12
深圳微芯生物科技股份有限公司	A+/稳定	中证鹏元	33.38	13.75	16.43	50.77	6.56	-0.70	0.29	87.53	288.84	361.93
江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司	A+/稳定	中诚信	44.43	13.75	26.39	40.60	15.76	4.26	3.82	67.73	127.47	406.97
湖南九典制药股份有限公司	A+/稳定	新世纪	32.41	3.99	23.83	26.47	29.45	5.08	6.46	74.14	422.94	215.31
湖北共同药业股份有限公司	A+/稳定	东方金诚	26.97	10.88	10.31	61.76	5.47	-0.17	1.52	16.17	96.97	459.76
安徽山河药用辅料股份有限公司	A+/稳定	中诚信	15.57	4.28	9.78	37.17	8.43	1.62	1.10	32.21	408.50	86.90
浙江华海药业股份有限公司	AA/稳定	新世纪	195.55	74.19	89.55	54.21	93.49	11.41	26.43	63.13	140.40	484.09
南京健友生化制药股份有限公司	AA/稳定	联合资信	94.27	22.96	62.67	33.52	38.77	-4.23	15.03	42.02	312.62	945.25
浙江花园生物医药股份有限公司	AA-/稳定	联合资信	55.30	18.61	31.41	43.20	11.34	2.85	3.28	58.47	213.98	586.34
浙江东亚药业股份有限公司	AA-/稳定	东方金诚	35.17	9.98	20.20	42.57	13.15	0.81	-1.08	27.28	220.31	231.42
宁波美诺华药业股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	46.16	16.24	22.65	50.93	12.37	0.24	1.97	30.44	121.79	324.84
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	AA-/稳定	东方金诚	48.79	21.79	23.42	51.99	12.41	1.43	2.16	55.48	156.13	305.14
奥锐特药业股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	36.91	9.82	22.68	38.55	14.28	3.40	3.98	57.85	389.79	381.19

发行人中文名称	最新评级 /展望	评级机构	资产总计(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益合计(亿元)	资产负债率(%)	营业收入(TTM)(亿元)	净利润(TTM)(亿元)	经营活动现金净流量(TTM)(亿元)	销售毛利率(TTM)(%)	流动比率(%)	营业周期(天)
重庆医药(集团)股份有限公司	AA+/稳定	中诚信	629.25	270.48	141.46	77.52	784.87	5.79	2.33	7.13	129.28	176.28
浙江海正集团有限公司	AA+/稳定	新世纪	191.85	65.63	94.60	50.69	107.26	0.00	17.67	37.76	90.97	176.43
深圳市百业源投资有限公司	AA+/稳定	联合资信	440.51	89.35	263.44	40.20	159.01	32.04	40.77	62.39	185.74	209.07
上海上实(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪	2,865.40	805.06	1,076.81	62.42	2,739.87	51.38	45.09	11.48	130.21	163.23
上海复星医药(集团)股份有限公司	AAA/稳定	新世纪	1,152.65	359.77	591.95	48.64	416.11	27.60	39.39	47.84	92.03	187.64
浙江亚太药业股份有限公司	CCC/稳定	新世纪	13.58	6.07	6.25	53.95	4.26	-0.17	0.75	30.18	131.84	188.51
上海科华生物工程股份有限公司	A+/稳定	联合资信	59.41	4.29	47.47	20.10	18.74	-3.32	-0.01	38.60	454.77	466.46
包头东宝生物技术股份有限公司	A+/稳定	中证鹏元	27.18	5.90	17.21	36.68	8.73	0.97	0.98	22.39	299.78	205.59
深圳康泰生物制品股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	145.16	22.79	97.09	33.11	30.31	5.15	6.44	82.58	223.41	765.38
广州万孚生物技术股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	67.50	5.69	55.67	17.53	29.42	5.30	5.38	63.07	744.41	204.94
武汉回盛生物科技股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	29.13	11.20	14.23	51.13	11.21	-0.46	0.43	17.58	135.40	211.34
广东溢多利生物科技股份有限公司	AA-/稳定	新世纪	29.58	1.27	26.72	9.68	8.03	0.26	2.00	43.96	578.13	265.88
北京九强生物技术股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	54.57	11.83	39.65	27.35	17.45	5.26	6.21	76.23	903.07	401.55
广州洁特生物过滤股份有限公司	A+/稳定	中证鹏元	16.31	3.56	11.69	28.30	5.24	0.71	0.69	39.50	913.44	207.62
南京药石科技股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	49.16	15.44	29.00	41.00	15.62	1.75	2.87	40.20	333.47	338.20
上海皓元医药股份有限公司	AA-/稳定	联合资信	46.84	9.50	27.22	41.89	21.23	1.50	2.89	44.95	196.44	444.85
上海润达医疗科技股份有限公司	AA/稳定	新世纪	143.61	69.55	55.06	61.66	84.33	1.71	7.54	26.50	119.13	305.74
山东颐养健康产业发展集团有限公司	AAA/稳定	远东资信	886.56	291.34	303.70	65.74	409.88	7.36	2.62	13.25	158.52	473.29
浙江英特集团股份有限公司	AA+/稳定	新世纪	163.57	49.18	50.12	69.36	329.11	5.58	3.80	7.01	135.34	115.41
南京医药股份有限公司	AA+/稳定	中诚信	324.54	121.38	75.46	76.75	539.81	7.44	34.96	6.25	150.20	129.05
九州通医药集团股份有限公司	AA+/稳定	中诚信	1,010.17	409.45	328.10	67.52	1,492.05	21.83	12.91	7.95	126.57	111.37
上海医药集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信	2,237.41	553.97	831.58	62.83	2,724.16	52.36	57.12	11.21	134.17	152.48
国药控股股份有限公司	AAA/稳定	中诚信	4,320.63	1,329.75	1,249.39	71.08	5,930.73	133.13	91.25	7.94	132.96	135.67
塞力斯医疗科技股份有限公司	BBB+/稳定	中证鹏元	31.34	11.01	11.45	63.47	18.97	-2.08	0.27	18.98	166.16	386.47
重庆正川医药包装材料股份有限公司	A+/稳定	联合资信	19.77	5.72	12.22	38.18	8.42	0.56	1.93	19.88	348.90	155.38

发行人中文名称	最新评级 /展望	评级机构	资产总计(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益合计(亿元)	资产负债率(%)	营业收入(TTM)(亿元)	净利润(TTM)(亿元)	经营活动现金净流量(TTM)(亿元)	销售毛利率(TTM)(%)	流动比率(%)	营业周期(天)
英科医疗科技股份有限公司	AA/稳定	新世纪	337.77	133.01	169.52	49.81	89.75	7.51	7.76	21.18	147.59	103.33
蓝帆医疗股份有限公司	AA/稳定	联合资信	169.80	39.37	99.70	41.28	59.97	-4.40	0.44	15.50	184.92	141.24
仙乐健康科技股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	52.84	17.28	25.73	51.30	41.28	2.93	3.76	31.03	261.23	105.32
青岛百洋医药股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	68.96	25.15	25.15	63.53	82.12	8.46	8.62	34.70	171.31	142.94
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	AA+/稳定	中诚信	250.06	56.14	173.01	30.81	65.06	6.72	8.10	62.35	332.33	370.02
武汉华康世纪医疗股份有限公司	A+/稳定	中证鹏元	31.92	6.24	17.82	44.17	15.36	0.67	-0.02	38.15	197.06	401.18
深圳市易瑞生物技术股份有限公司	A+/稳定	中证鹏元	13.79	4.10	8.54	38.08	2.47	-0.83	0.37	61.07	517.50	300.20
康泰医学系统(秦皇岛)股份有限公司	A+/稳定	联合资信	28.33	8.07	19.33	31.74	4.64	-0.19	0.38	51.28	1067.68	555.96
深圳市尚荣医疗股份有限公司	AA/稳定	联合资信	39.14	3.59	27.61	29.45	12.77	-1.61	1.06	14.32	187.79	315.06
上海奕瑞光电子科技股份有限公司	AA/稳定	东方金诚	81.98	29.01	45.96	43.94	18.23	5.60	4.12	54.53	557.39	422.62
三诺生物传感股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	59.33	9.86	35.75	39.74	42.06	1.90	7.29	55.68	141.64	137.94
健帆生物科技集团股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	55.93	16.41	32.93	41.12	26.32	7.94	11.98	80.74	377.13	371.91
广东宝莱特医用科技股份有限公司	AA-/稳定	中证鹏元	24.98	6.86	13.52	45.87	10.50	-1.41	0.39	28.14	198.65	174.62
威高集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	779.25	275.82	360.28	53.77	283.76	11.52	23.68	38.78	139.09	362.92
中国医疗器械有限公司	AAA/稳定	中诚信	635.20	130.65	142.23	77.61	789.65	14.65	-6.66	8.95	124.78	152.80
爱尔医疗投资集团有限公司	AA+/稳定	中证鹏元	414.72	79.67	233.53	43.69	208.06	33.79	40.27	49.70	127.96	60.66

资料来源：WIND 资讯，新世纪评级整理

## 附录二

## 2024 年以来国家层面有关医药制造与流通行业重要政策的梳理

发布时间	发布部门	文件	主要内容
2024 年 2 月	国家医保局、医药价格和招标采购司	《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（征求意见稿）》	通过有关行业协会征求意见，主旨是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	国家医保局	《深化医疗服务价格改革试点将扩围》	在河北唐山、江苏苏州、福建厦门、江西赣州、四川乐山 5 个试点城市的基础上，内蒙古、浙江、四川 3 个省份将作为深化医疗服务价格改革试点省份，开展全省试点。明确通过 3 至 5 年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。两年多来，首批 5 个试点城市重点围绕医疗服务价格总量调控、分类管理、动态调整、监测评估等重要机制进行改革试点。
2024 年 5 月	国家卫生健康委等 14 部委	《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作，推进全国医药领域腐败问题集中整治、群众身边不正之风和腐败问题集中整治工作，深入协同推进医药购销领域制度建设，促进医药领域中各类机构和人员依法经营、守法运营、公益运行、服务群众，为卫生健康事业高质量发展提供保障。
2024 年 6 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	提出 2024 年医改重点任务是探索建立医疗、医保、医药统一高效的政策协同、信息联通和监管联动机制。其中，检查检验结果互认、费用一站式结算、电子健康档案、电子病历规范查询、远程医疗、异地就医等业务应用场景是信息联通的重点。
2024 年 7 月	国家医保局办公室	《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》	要求各统筹区医保部门按时落地 2.0 版分组、及时调整本地分组、加强工作培训解读。不断提升医保基金管理水平，做好医保基金预算编制和调整工作、结算清算拨付等工作，大力推进省内异地就医住院医疗费用支付方式改革。促进医疗医保医药协同发展和治理，健全完善协商谈判机制和付费除外支付机制，强化信息收集反馈机制、加强数据共享治理机制、用好特例单议机制、落实相关政策。
2024 年 7 月	国务院常务会议	《全链条支持创新药发展实施方案》	提出统筹用好价格管理、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。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所制定的实施方案。
2024 年 11 月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）〉的通知》	支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合商业健康保险。同时，医保部门将在数据共享、个账使用、费用结算等方面探索与商保公司进行更高水平的合作。
2024 年 11 月	国家医疗保障局	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）》	本次调整共新增 91 种药品，覆盖肿瘤、糖尿病等慢性病、罕见病、抗感染、中成药和其他领域用药，有 90 种是 5 年内新上市品种，38 种是“全球性”的创新药，平均降价 63%。同时，调出了 43 种临床已被替代或长期未生产供应的药品。
2024 年 12	国家组织药	《关于公布全国药品集中	共有 62 种药品采购成功，覆盖高血压、糖尿病、肿瘤、心脑血管

发布时间	发布部门	文件	主要内容
月	品联合采购办公室	采购(GY-YD2024-2)中选结果的通知》	疾病、感染、精神疾病等领域。
2024 年 12 月	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《国家组织人工耳蜗类及外周血管支架类医用耗材集中带量采购(采购文件编号:GH-HD2024-2)》	第五批国家组织高值医用耗材集中带量采购纳入人工耳蜗、外周血管支架两类产品，其中人工耳蜗类耗材单套（含植入体、言语处理器）价格从平均 20 余万元降至 5 万元左右。预计 2025 年 3 月 3 日前后落地人工耳蜗中选结果；而外周血管介入类耗材因其型号多、长短及粗细各类组合多、备货周期长，拟于 2025 年 5 月份落地实施中选结果。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。