

行业展望

2023年2月

医药制造行业

中国医药制造行业展望，2023年2月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	8
结论	12
附表	13

联络人

作者

企业评级部

田梦婷 010-66428877-617
mttian@ccxi.com.cn

刘逸伦 010-66428877-623
ylliu@ccxi.com.cn

谭婕妤 010-66428877-505
jytan@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

刘洋 010-66428877
yliu01@ccxi.com.cn



在高质量、高层级的需求作用下，医药制造行业是推进健康中国建设的重要保障，医药商品需求持续扩张，国家集采与医保谈判有利于逐步提升优质产品的可及性和可负担性，医药制造企业的研发格局逐步实现从“以仿为主”向“仿创结合”的过渡；中长期来看，随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，行业发展长期向好趋势不变，整体盈利和获现能力处于较好水平，医药制造行业信用基本面保持稳定

中国医药制造行业的展望为稳定，中诚信国际认为未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化。

摘要

- 医药制造行业是关系到国计民生、经济发展和国家安全的战略性新兴产业，在人口结构老龄化趋势愈发明显的背景下，医药商品需求持续扩张，我国医药商品销售已基本恢复疫情前增速，在高质量、高层级的需求作用下，随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，行业发展长期向好趋势不变。
- 2021 年以来，医药制造行业整体及细分领域未来五年发展的顶层设计和战略方向更加完善与细化，为产业全面升级提供坚实基础，国家集采与医保谈判有利于稳步提升优质产品的可及性和可负担性，行业研发格局随着药品审评体系不断健全与优化逐步实现从“以仿为主”向“仿创结合”的过渡，未来兼顾制造成本和产品质量的药企有望进一步提升其信用质量。
- 医药制造行业细分领域在政策作用和疫情影响下发展趋势不一，随着我国疫情防控进入新阶段及医疗新基建的不断深入，部分领域下游需求及未来业绩有望持续修复；在一系列鼓励创新政策的推动下，国内药企研发投入保持高速增长，产业升级持续加速。
- 2021 年药品从需求端和供给端逐步恢复，行业整体保持较强的盈利能力，较好的经营获现能力为产能扩建等投资提供现金流支撑，行业整体融资节奏有所放缓，财务杠杆水平稳健，信用水平保持稳定，但仍需关注行业内企业信用水平分化情况。

一、 分析思路

医药制造行业的信用基本面分析，主要是通过分析近年来陆续出台的医药行业政策对各子行业在核心竞争力、产品结构、研发实力等经营情况的影响，从而得出上述因素对行业内企业财务盈利水平和杠杆水平等信用基本面造成的变化情况。本文指出随着医药行业控费政策常态化以及药品审评体系不断完善与优化，创新主旨贯穿始终，推动医药制造企业研发格局逐步实现从“以仿为主”向“仿创结合”过渡，研发投入保持高速增长，战略转变与产业升级趋势明显。2021年药品从需求端和供给端均得到恢复，疫情相关产品发挥积极作用，医药制造行业收入及利润稳步增长，整体保持较强的盈利能力；2022年前三季度疫情对医药制造行业带来阶段性影响。中长期来看，行业仍处于不断扩容阶段，行业发展长期向好趋势不变，整体信用水平保持稳定。

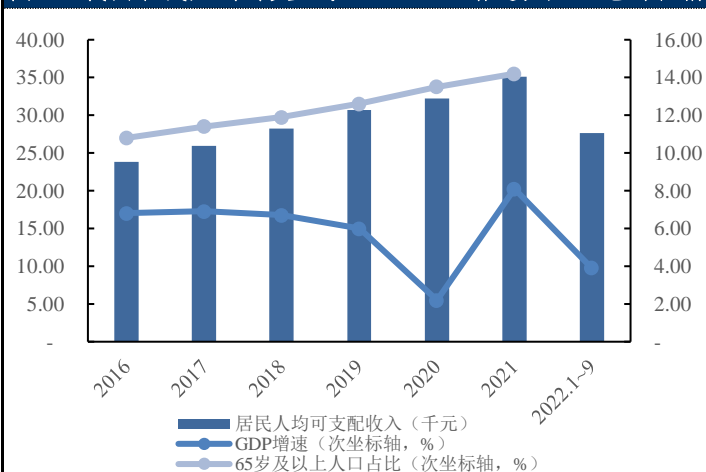
二、 行业基本面

医药制造行业概况

医药制造行业是关系到国计民生、经济发展和国家安全的战略性产业，尽管受到疫情对社会经济的阶段性影响以及国际环境的风险与挑战，我国国内生产总值仍保持韧性增长态势，同时人口结构老龄化趋势愈发明显，医药商品需求持续扩张，我国医药商品销售已基本恢复疫情前增速，市场不断扩容；中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，行业发展长期向好趋势不变

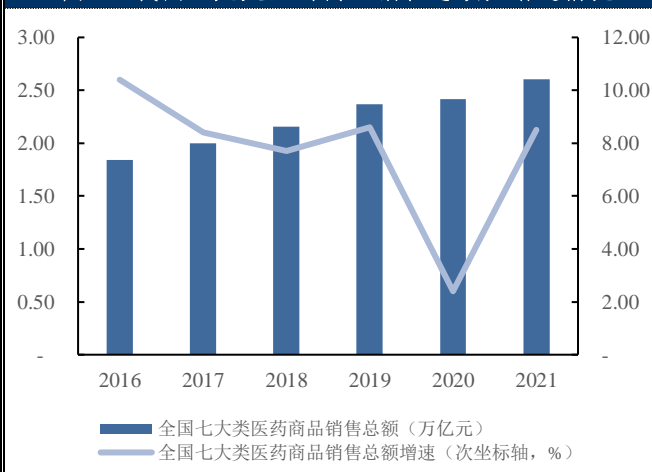
医药制造行业是关系到国计民生、经济发展和国家安全的战略性产业，也是国民经济的重要组成部分，其发展进程与我国社会经济发展高度关联。近年来，尽管受到疫情对社会经济的阶段性影响以及国际环境的风险与挑战，我国国内生产总值(GDP)仍保持韧性增长态势，2021年实现GDP114.37万亿元，同比增长8.1%，经济增速在全球主要经济体中名列前茅，经济实力进一步增强；2022年前三季度，稳增长政策下GDP相较前值显著修复。居民收入方面，2021年全国居民人均可支配收入增至3.51万元，扣除价格因素实际增长8.1%，居民收入增长与经济增长基本同步，人民生活水平不断提高。从人口结构上看，我国人口结构老龄化趋势愈发明显，2021年65岁及以上人口数量首次突破2亿人，占总人口比重达14.20%。社会经济发展及人口老龄化问题日益突出带动医药商品需求持续扩张，2021年我国七大类医药商品销售总额2.61万亿元，同比增长8.50%，已基本恢复疫情前增速，医药商品市场不断扩容。

图 1：我国居民人均可支配收入、GDP 增速及人口老龄化情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

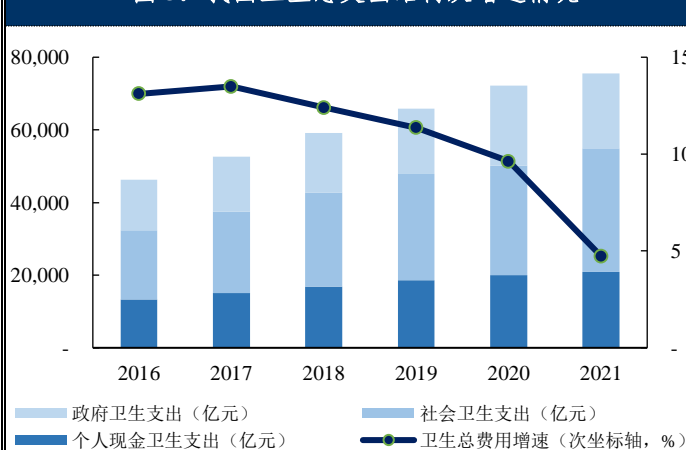
图 2：我国七大类医药商品销售总额及增速情况



资料来源：商务部，中诚信国际整理

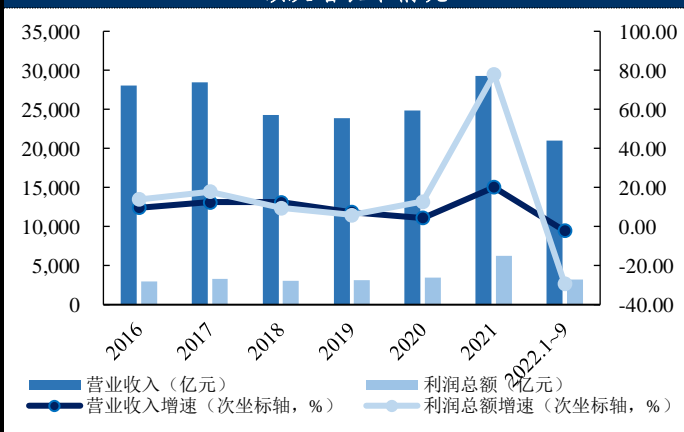
从我国卫生总支出结构与增速看，医疗卫生体制改革持续深化对卫生总支出起到的降费效果明显，卫生总费用增速和个人现金卫生支出占比整体呈下降趋势，政府投入及医保基金对卫生总支出的增长拉动作用逐步增强。2021 年，国内疫情防控取得阶段性成果，新冠疫苗及诊断试剂等相关产品销售大幅增长、终端药品市场销售迅速反弹以及医药产品出口保持高速增长等因素为医药制造业带来显著增量，全年医药制造业规模以上工业企业实现营业收入 29,288.50 亿元，同比增长 20.10%；实现利润总额 6,271.40 亿元，同比增长 77.90%¹，行业景气度明显回暖。2022 年前三季度，国内持续散发疫情使得院内常规业务及诊疗活动局部停滞，对医药制造行业影响较大，行业收入与利润均出现一定负增长，不过中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，行业发展长期向好趋势不变。

图 3：我国卫生总支出结构及增速情况



资料来源：国家统计局、国家卫健委，中诚信国际整理

图 4：我国医药制造业规模以上工业企业营业收入、利润总额及增长率情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

¹ 根据国家统计局解释，2011 年至今，“规模以上工业企业”的统计范围为主营业务收入 2,000 万元以上的工业法人单位，规模以上工业企业范围每年发生变化，为保证各年数据与上年可比，计算各项指标同比增长速度和增长量所采用的同期数与各期的企业统计范围相一致，利润总额、主营业务收入等指标的增速均按可比口径计算；自 2019 年起，为全面反映工业企业收入规模，用“营业收入”替代“主营业务收入”；各报告期数据与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

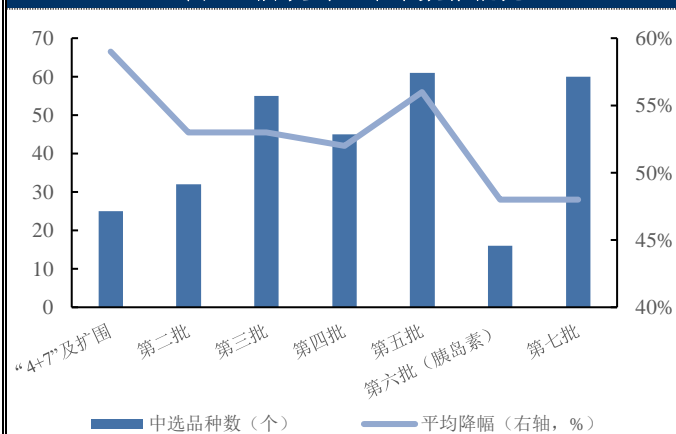
医药制造行业政策及影响

2021 年以来，医药制造行业整体及细分领域“十四五”发展的顶层设计和战略方向更加完善与细化，为产业全面升级提供坚实基础；国家集采与医保谈判拥有强大的议价能力，是提升药品保障水平、挤出价格虚高水分的重要政策抓手，有利于逐步提升优质产品的可及性和可负担性。随着我国药品审评体系不断健全与优化，医药制造企业研发格局亦逐步实现从“以仿为主”向“仿创结合”的过渡，未来兼顾制造成本和产品质量的药企能够更好地顺应政策趋势，有望获取更高的市场占有率和竞争力

2021年11月，工业和信息化部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》（以下简称《规划》）指出，“十四五”期间，医药工业发展环境和发展条件面临深刻变化，将进入加快创新驱动发展、推动产业链现代化、更高水平融入全球产业体系的高质量发展新阶段；同时，《规划》对医药工业整体提出规模效益稳步增长、创新驱动转型成效显著、产业链供应稳定可控、供应保障能力持续增强、制造水平系统提升和国际化发展全面提速的六项具体目标。从细分行业看，随着2022年以来《“十四五”中医药发展规划》《“十四五”生物经济发展规划》等陆续印发，国家进一步在战略层面细化医药细分行业“十四五”发展的基本原则、主要任务、重点发展领域、阶段目标和重点任务等。整体来看，完善的国家顶层政策设计和明确具体的整体及细化行业战略发展目标有利于为医药制造产业的全面升级打下坚实基础，为医药制造企业的发展提供良好的外部环境支撑。

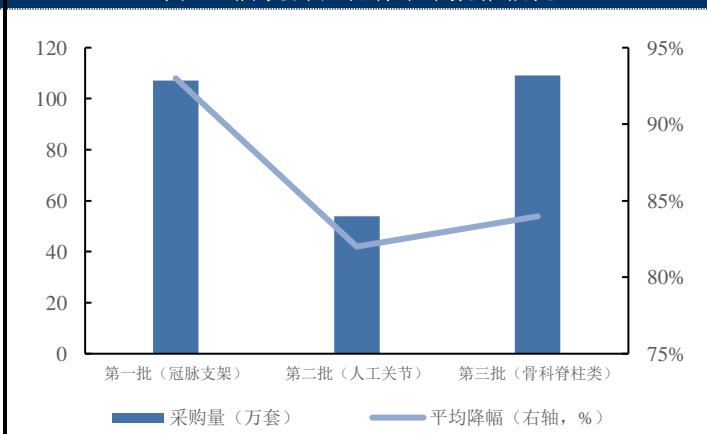
随着深化医疗卫生体制改革进程持续推进，“三医联动”效果逐步显现，具体来看，集中采购系医保端重点政策之一，从药品“4+7”试点集采以来，我国已组织开展七轮药品集采和三轮高值耗材集采，地方在参与国家组织集采的同时也开展不同形式的省级和省际联盟集采，化学药、中成药、生物药三大类药品板块均有涉及，冠脉球囊、眼科人工晶体两个品种也已实现省份全覆盖，中选品种及过评企业数量整体呈现上升态势，药品降价幅度略有缓和。此外，医保目录调整亦逐渐固定为每年一次的常态化工作，根据2022年6月国家医保局公布新的医保目录调整工作方案，医保目录调整新增“鼓励仿制药品目录”“鼓励研发申报儿童药品清单”和“罕见病治疗药品”，同时公布谈判协议到期药品分类续约规则，未来将更加有利于发挥医保基金的保障作用，减轻患者的用药负担。

图 5：历次药品集采数据概况



资料来源：上海阳光医药采购网及公开资料，中诚信国际整理

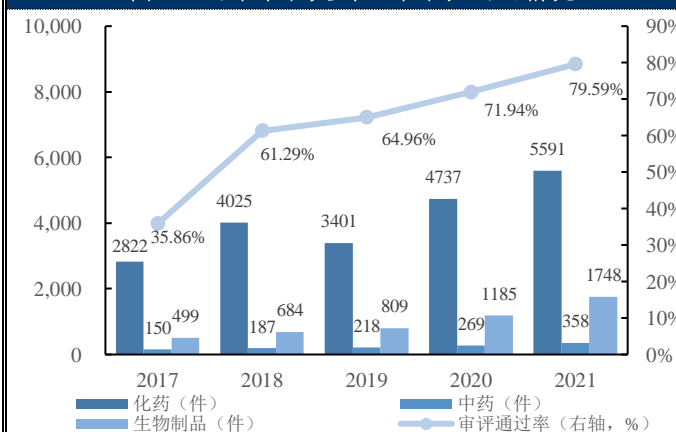
图 6：历次高值耗材集采数据概况



资料来源：上海阳光医药采购网及公开资料，中诚信国际整理

从医药端看，政策突出创新性的基调不变，以2022年2月国家药监局就《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）（征求意见稿）》公开征求意见（以下简称《征求意见稿》）为代表，旨在鼓励研究和创新制药，加快创新药品审评速度。截至2022年11月末，我国已有131个药品品种（以受理号计）被纳入突破性治疗药物名单，相较2021年末新增40个药品品种，突破性治疗药物的审评加速有利于提高药企研发效率和转换率，加快具备较高临床价值的重磅创新药上市速度，体现了CDE在审批端对于突破性治疗药物研发的大力支持。根据国家药监局2022年6月发布的《2021年度药品审评报告》，2021年药审中心受理注册申请11,658件，同比增长13.79%，其中创新药注册1,886件（998个品种），同比增长76.10%，审评通过47个创新药，从近年来趋势看，各类药品注册申请数量均持续增加且审评审批逐年加速，2021年药审中心审结注册申请12,083件，同比增长19.55%，其中创新药审评通过48个，再创历史新高，临床急需境外新药上市持续加快，优先审评效率提高。

图 7：近年来各类药品审结及通过情况²



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，中诚信国际整理

图 8：近年来创新药批准/建议批准情况



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，中诚信国际整理

² 审结数及通过数（批准/建议批准）统计口径包括新药临床试验申请、验证性临床、新药上市许可申请、同名同方药、仿制药上市许可申请、一致性评价申请、补充申请、境外生产药品再注册申请和复审注册申请。

总体而言，国家集采与医保谈判拥有强大的议价能力，是提升药品保障水平、挤出价格虚高水分的重要政策抓手，通过国家集采与医保谈判的“组合拳”，有利于逐步提升优质产品的可及性和可负担性。随着我国药品审评体系不断完善与优化，未来医药企业的经营重点将更加聚焦在提升经营效率和增强研发能力上，研发格局亦逐步实现从“以仿为主”向“仿创结合”的过渡，进一步增强医药产业创新能力和高质量发展。未来兼顾制造成本和产品质量的药企能够更好地顺应政策趋势，获取更高的市场占有率，有望进一步提升信用质量。

行业细分领域发展趋势

2022年以来医药制造行业细分领域在政策作用和疫情影响下发展趋势不一，随着我国疫情防控进入新阶段及医疗新基建的不断深入，部分领域下游需求及未来业绩有望持续修复，但需对新阶段下相关产品需求的持续性保持关注；我国医药制造行业正在从仿制到创新逐步实现战略转变及产业升级的进程之中，在一系列鼓励创新政策的推动下，研发投入保持高速增长。在新冠相关研发的催化下，疫苗领域开启快速升级迭代，新疫苗品种的持续导入和放量将有利于疫苗行业保持较高景气度

2022年以来，医药政策的执行以及国内疫情多地散发对医药行业细分领域影响不一，其中化学药除疫情相关产品外的其余品类下游销售有所受阻，同时大宗原材料涨价亦使得部分化学药企业成本端压力增大；在新冠核酸与抗原检测的旺盛需求下，医疗器械板块IVD细分领域持续受益并保持高速增长态势，但国家控费力度日趋加大，检测产品终端价格持续承压，且在海外相关需求下滑较为明显，未来在疫情需求退潮和产品降价的双重压力下，以新冠检测相关产品为核心的企业后续业绩有待关注；生物制品方面，随着新冠疫苗接种率的提升，2022年以来新冠疫苗接种量同比下降，但常规疫苗接种正持续恢复，国内以HPV疫苗、13价肺炎疫苗为代表的重磅二类疫苗不断放量为拥有上述产品线的疫苗企业带来新的利润增长点；中药在疫情后期成为抗疫工具包中重要一环，2022年2月，国家医保局已明确将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，注重发挥中医药在重大疫情防治中的积极作用，国内已有多款中成药产品纳入新版新冠肺炎诊疗方案中，为中药下游放量提供良好基础，同时中药材标准化、规范化程度不断提高，有望解决长期以来中药上游质量参差不齐的问题，加速传统中药企业的现代化、产业化进程；此外，针对本次疫情中暴露出我国医疗资源仍存在总体供给不足、基层水平薄弱、分配不均衡等问题，国家层面陆续推出医疗新基建的相关配套政策，医疗设备订单需求增加将为国产医疗设备厂商提供良好的发展机会，国产替代进口亦有望加速；整体而言，2022年医药领域细分领域发展态势受到政策和疫情影响不尽相同，随着12月“新十条”³落地实施，我国疫情防控进入新阶段，国内四类药品（退烧、止咳、抗病毒、抗生素类药品）销售放开限制，居民对相关药品采购备货热情高涨，新冠抗原检测试剂、血氧仪等监测仪器用量亦明显激活，加之疫情后期医疗新基建相关举措的逐步深入，未来部分细分领域下游需求及业绩表现有望持续修复，但需对新阶段下相关产品需求的持续性保持关注。

³ 2022年12月7日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，简称“新十条”。

在国内一系列鼓励创新政策的推动下，我国医药制造行业的发展重点正在从仿制到创新逐步实现战略转变及产业升级，研发投入保持高速增长，各细分领域研发创新表现各有侧重。化学药方面，随着一系列控费政策的常态化运行，化学药领域集中度显著提升，相关企业纷纷通过加大研发力度抢占创新药蓝海，布局抗肿瘤、抗感染领域等热门治疗领域。同时，在创新政策的鼓励和加持下，新药上市后可通过纳入医保迅速推向市场，化药企业更加注重自主创新，在主要适应症上具备较好研发管线布局并取得重大突破、未来产品储备丰富的化学药企业将有望获取更高市场份额。中药研发方面，随着近年来中药新药审批加速以及政策支持力度加大，中药产业升级趋势愈发明显，目前中药新药研发主要源于有临床实践经验及经典名方的中药复方制剂，其药物成分和疗效具有较大确定性，研发投入与研发风险相对可控。2021年我国批准上市中药新药达到12个，数量首次突破两位数，未来中药企业有望在天然药物、经典名方和优质品种二次开发等方向实现突破，促使产品质量和经营效益进一步提升。由于医药行业研发具有投入高、风险大、周期长的特点，医药研发服务（CXO）企业逐渐成为创新药企节省成本、提高效率的更优选择，随着国内研发水平的持续提升，国内CXO企业的研发能力、技术水平和国际化程度亦在逐步提高，新药审评加速及上市许可人制度的推出亦为CXO行业的迅速发展提供了政策支持，未来具备良好研发与生产优势、人才储备充足、技术水平领先的CXO企业将有望持续提高竞争实力与行业地位。国内生物创新药研发管线布局迅速展开，与欧美发达国家相比的差距不断缩小，国内生物药研发逐步走上国际化道路，但在单克隆抗体等热点领域的研发管线仍存在适应症过度集中于抗肿瘤领域及PD-1/PD-L1等热门靶点、同质化产品竞争较为激烈等问题，未来能够更快向first-in-class/best-in-class类研发管线转型并取得显著成果生物药企业或将有望保持先发优势。

作为疾病预防重要载体，疫苗行业在新冠相关研发的催化下开启快速升级迭代，新冠疫苗研发的迅速展开为腺病毒载体、mRNA等技术路线与技术平台的构建及实践提供良好基础，2022年以来国内多款不同技术路线新冠疫苗获批附条件上市或紧急使用，已实现除核酸疫苗外的4条技术路线全覆盖，抗疫工具包进一步丰富；同时，新冠疫苗的普及促进居民疾病防范意识提高，带动疫苗市场整体扩容，随着百白破-Hib四联苗、四价流感疫苗、13价肺炎结合疫苗、2价HPV疫苗等重磅国产二类疫苗品种陆续上市，新疫苗品种的持续导入和放量将有利于疫苗行业保持较高景气度，在全球重磅产品管线研发与上市进度领先的疫苗企业有望占据有利市场地位，实现业绩快速增长。

表 1：目前我国已获批上市/紧急使用新冠疫苗情况

技术路线	疫苗名称	相关单位	上市时间	上市类型
灭活	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero）	国药中生北京所	2020.12	附条件上市
	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero）	科兴中维	2021.2	附条件上市
	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero）	国药中生武汉所	2021.2	附条件上市
	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero）	康泰生物	2021.5	紧急使用
	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero）	医科院生物所	2021.6	紧急使用
腺病毒载体	重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)	康希诺&军科院	2022.2	附条件上市
	吸入用重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)	康希诺&军科院	2022.9	紧急使用

重组蛋白	重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）	智飞生物&中科院	2022.3	附条件上市
	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗	丽珠生物&中科院	2022.9	紧急使用
	重组新冠病毒 2 价（Alpha/Beta 变异株）S 三聚体蛋白疫苗	神州细胞	2022.12	紧急使用
	SCB-2019（CpG 1018/铝佐剂）	三叶草生物	2022.12	紧急使用
	重组新型冠状病毒蛋白疫苗（Sf9 细胞）	威斯克生物	2022.12	紧急使用
减毒流感病毒载体	鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗	万泰生物&厦门大学&香港大学	2022.12	紧急使用

注：上表统计时间为截至 2022 年 12 月 7 日。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 2：截至 2022 年 11 月末国内主要二类苗上市情况

疫苗名称	全部上市产品数量	国产上市产品数量	国产企业名称（所属集团）
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	3	2	沃森生物、康泰生物
23 价肺炎球菌多糖疫苗	6	4	沃森生物、国药集团、科兴生物、康泰生物
Hib-百白破四联苗	2	1	康泰生物
Hib 疫苗	11	5	欧林生物、康泰生物、智飞生物、沃森生物、国药集团
2 价 HPV 疫苗	3	2	沃森生物、养生堂
AC 多糖结合疫苗	6	6	先声药业、智飞生物、罗益生物、康希诺、欧林生物、沃森生物

资料来源：Insight，中诚信国际整理

三、行业财务表现

样本企业概述

根据申万行业分类（2021），选取二级分类为化学制药（含原料药、化学制剂）、中药、生物制品（含血液制品、疫苗和其他生物制品）、医疗器械（含体外诊断、医疗耗材、医疗设备）和医疗服务（含诊断服务、医疗研发外包、医院、其他医疗服务）的上市公司，为避免重复计算，母子公司中仅保留母公司作为样本，并剔除审计意见为无法表示意见的公司、医药制造收入占比小的公司及资产重大重组或行业重新分类造成数据前后不可比的公司等，最终纳入行业样本的企业共计 394 家，其中化学制药企业 131 家，中药企业 67 家，生物制品企业 48 家，医疗器械企业 109 家，医疗服务企业 39 家，具有很强的行业代表性。

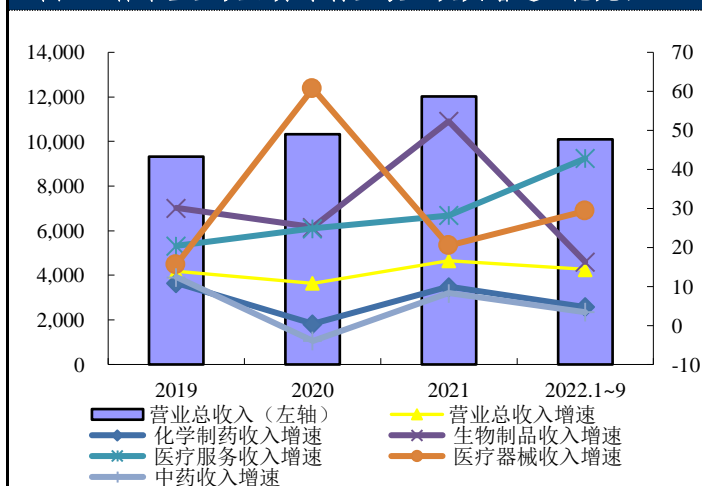
盈利能力

2021 年药品需求端和供给端逐步恢复，医药制造行业企业收入及利润稳步增长，细分行业增速呈现分化；期间费用控制效果较好并加大研发投入，整体保持较强的盈利能力

2021 年医保改革继续保持控费降价的基调，药品集采价格下降幅度有所收窄，同时药品需求端和供给端逐步恢复，全年样本企业营业总收入同比增长 16.60%，增速较 2020 年提高约 6%，基本回升至疫情前增速水平。2022 年 1~9 月，医保改革措施已基本成型、进入常态化执行阶段，样本企业收入延续较好增长态势。从细分行业来看，生物制品、医疗服务和医疗器械板块收入增速高于行业整体；其中受益于国内新冠疫苗接种普及等影响，生物制品行业 2021 年收入增速超过 50%；医疗服务行业在医药研发外包和诊断服务等高景气度态势下，收入增速稳中有升；医疗器械市场在 2020 年因卫生防护用品需求爆发增长而达到顶峰，2021 年以来收入增速下滑明显；虽然化学制药和中药行业收入增速低于行业整体，但上期低基数叠加终端需求

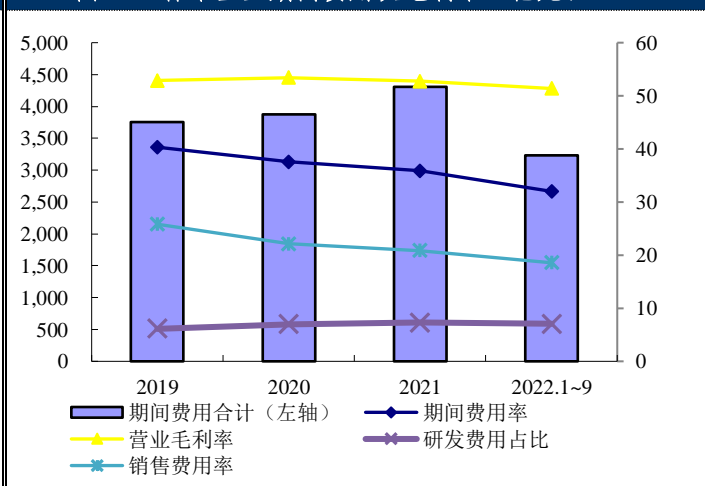
恢复等因素，亦实现不同程度的增长，2021年增幅分别为10%和8%。毛利率方面，在集采品种扩围、成本端承压等多重影响下，2021年以来化学制药细分行业的毛利率呈小幅下降，但医药制造行业整体利润空间较稳定。期间费用方面，医药制造企业费用管控水平增强，2021年和2022年1~9月期间费用率降幅分别约为2%和3%；同时，在政策导向大背景下，通过压降销售费用，行业销售费用率有所下降；并持续增加研发投入提升研发费用占比，整体费用结构得到改善。

图 9：样本企业及细分行业收入及其增速（亿元、%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 10：样本企业期间费用及毛利率（亿元、%）

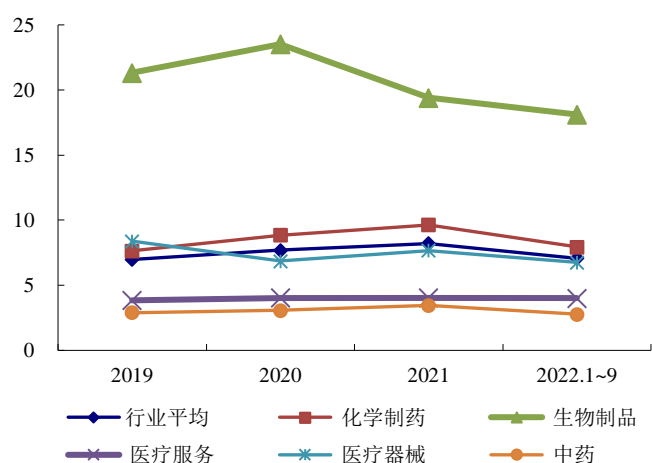


资料来源：Wind，中诚信国际整理

在我国鼓励医药创新的政策引导下，医药制造企业持续加大研发投入力度，2021年其占营业收入的比重进一步升至8%以上，细分行业之间研发支出占比存在较大分化；其中生物制品行业研发支出占比远高于行业平均水平，但前期针对疫苗产品等投入成果转化带来收入高增长，使得2021年以来比重呈下降趋势；而中药行业的研发支出占比在3%左右浮动，主要系中药成分复杂难以获得临床数据，新药申请难度大所致；化学制药行业进入创新转型期，行业内部研发支出占比分化程度加深，其中以大型药企和初创型药企为高研发投入代表。

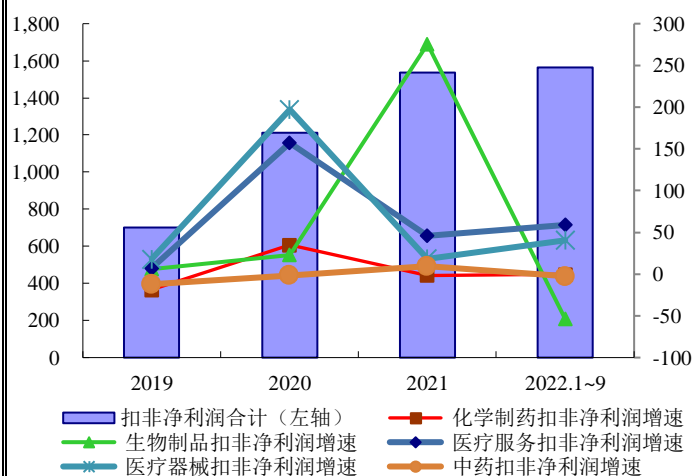
盈利方面，医药制造行业整体保持较强的盈利能力，2021年以来样本企业扣除非经营损益的净利润（以下简称“扣非净利润”）稳步增长。其中，受益于疫苗产品带来的收入高增长及较高的毛利率水平，生物制品行业2021年扣非净利润增速表现亮眼，2022年1~9月因收入增长大幅放缓而回落；化学制药、医疗服务及医疗器械等细分行业在上年扣非净利润整体高速增长的基础上，2021年增速有所放缓但仍高于往年水平；中药企业整体盈利仍较弱，扣非净利润增长较为平缓，但近期出台较多支持性政策，中药行业迎来发展黄金时期，有望实现逐步扩容及利润增厚。

图 11: 样本企业及其细分子行业研发支出占比 (%)



注: 行业平均为样本企业研发支出合计/营业总收入合计
资料来源: Wind, 中诚信国际整理

图 12: 样本企业扣非净利润及细分子行业增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

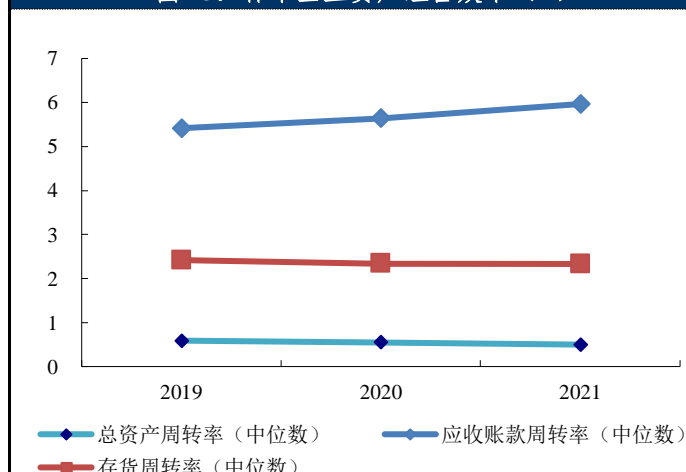
经营效率与现金流

医药制造行业整体经营效率维持较好水平，2021 年以来产能扩建投资等资金需求增加，但较好的经营获现能力能够提供资金支撑，医药制造企业融资节奏有所放缓

医药制造为技术密集型产业，近年来行业整体总资产周转率维持在较好水平；样本企业2021年和2022年1~9月应收账款增速略高于收入增速，但应收账款周转率中位数呈上升趋势，侧面反映行业整体应收账款回收效率较高，以医疗器械和中药细分行业为主的部分企业应收账款账期偏长对营运资金形成占用。近年样本企业存货规模占总资产比重在10%左右，2021年样本企业存货周转率中位数较上年维持稳定，在药品降价及需求端波动等多重外部影响下，仍能实现较好的存货周转效率。

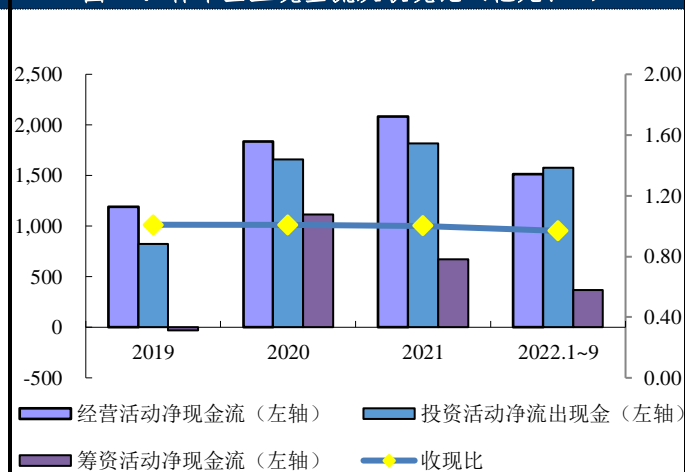
随着医药制造行业营业总收入高速增长，2021年以来样本企业的经营活动净现金流以较高增速提升，2021年收现比为1.00倍，行业经营获现保持较好水平。此外，药品市场需求恢复较好，推动供给端新增较多产能投资扩建，2021年样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年增长近38%，其中以生物制品和医疗服务行业的投资增速较为明显，多为产能扩建和医疗新基建等领域相关投资，行业整体投资活动现金净流出态势扩大。受益于较好的盈利和获现能力，2021年经营活动净现金流能够覆盖投资需求，融资节奏进一步放缓，当期筹资活动净现金流同比减少。

图 13: 样本企业资产经营效率 (X)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

图 14: 样本企业现金流及收现比 (亿元、X)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

资本结构及偿债能力

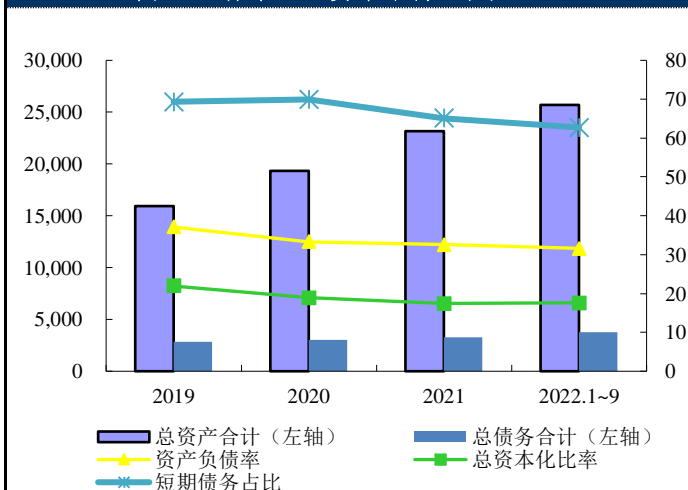
医药制造行业整体债务规模及增速较低，财务杠杆水平保持稳健，2021 年以来偿债能力维持在较好水平；但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配，且尾部企业面临较大流动性压力，需关注行业内企业信用水平分化情况

资本结构方面，2021 年以来医药制造企业总资产延续高增长趋势，受益于较充足的自有资金和经营性现金流可覆盖投资资金需求，行业整体债务规模和增速均较低，资产负债率和总资本化比率同比有所下降，2022 年 9 月末分别为 31.62% 和 17.56%，财务杠杆水平保持稳健。债务结构方面，2021 年样本企业短期债务占比呈下降趋势但仍高于 60%；债务类型以长短期银行借款为主，占总债务比重超过 60%，应付债券占比不足 10%，债券融资热度不高。2022 年 1~11 月，医药生物行业债券发行规模按申万行业分类仅排名第 23 位，共发行债券 122 只，发行金额合计 975.81 亿元，占同期全市场发行规模的 0.29%，整体发行规模不大；且主要集中医药商业企业，医药制造行业公开市场债券融资情况较少，以直接股权融资和银行借款为主，公开市场偿债压力不大。但中诚信国际认为新药研发周期通常长达数年且生产基地扩建需要资金体量较大，医药企业需要大量的长期资金铺垫，资金需求与债务期限结构存在一定错配，仅资金相对充裕的“现金牛”企业能够实现新药持续研发投入和产能有序扩张的良性循环，存在资金缺口且融资渠道不畅通的企业或将面临研发项目被迫中断或被兼并收购的风险。

偿债能力方面，受益于较强的盈利和经营获现能力，大多数医药制造企业货币资金较充足，2021 年样本企业货币资金/短期债务为 2.50，约 75% 的样本企业货币资金能够覆盖短期债务；同期，样本企业经营活动净现金流/总债务中位数⁴为 1.09 倍，近 50% 的样本企业经营活动净现金流/总债务大于 1 倍，行业整体偿债能力保持在较好水平。但中诚信国际关注到，2021 年，样本企业中尾部企业货币资金无法覆盖短期债务且经营活动净现金流为负，面临较大流动性压力，需对尾部企业短期债务偿付风险保持关注。

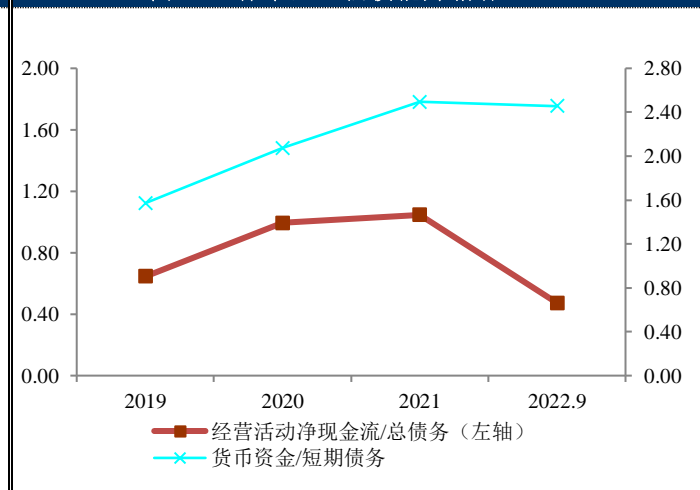
⁴由于部分样本企业总债务规模极小，经营活动净现金流/总债务指标易出现极端数值，故中诚信国际分析时采用行业中位数，以弱化上述极值影响。

图 15: 样本企业资本结构 (亿元、%)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

图 16: 样本企业偿债能力指标 (X)



注: 经营活动净现金流/总债务采用行业中位数计算, 货币资金/总债务采用行业合计数计算。

资料来源: Wind, 中诚信国际整理

四、 结论

2021年药品从需求端和供给端逐步恢复, 叠加医保谈判、集中采购等行业政策持续推进, 医药制造行业收入及利润稳步增长, 整体保持较强的盈利能力。在医保控费和鼓励创新的政策深化作用下, 行业竞争回归药品成本把控以及提升效用与质量, 经营重点聚焦在提高经营效率和增强研发能力等方面, 医药制造企业较好的经营获现能力能够为产能扩建等投资提供现金流支撑, 融资节奏有所放缓, 财务杠杆水平稳健, 信用水平保持稳定; 但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配, 且尾部企业面临较大流动性压力, 需关注行业内企业信用水平分化情况。中长期来看, 在高质量、高层级的需求作用下, 伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深, 医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障, 其长期向好趋势不变。

附表一：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
田梦婷	企业评级部	高级分析师
刘逸伦	企业评级部	分析师
谭婕妤	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO
No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,
Beijing PRC,100010Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>