

作者：简奖平、姚怀国
邮箱：research@fecr.com.cn

化学制药行业与债券发行人信用状况分析及展望

摘要

本文所称化学制药是指以基础化学原料、经化学修饰的天然化合物或微生物发酵获得的具有明确化学结构且符合药用标准的代谢产物为起始物料，在 GMP 条件下通过化学合成、生物催化等手段定向构建目标分子，经分离纯化制得化学原料药或进一步制成制剂的全过程，涵盖从原料药到制剂的一体化质量监管，但排除运用重组 DNA 等技术的生物制药。行业监管框架以国家药监局为核心，统筹 CMC 全生命周期监管，协同医保局、卫健委等部门，形成“法律-行政法规-部门规章-政策文件与技术指导原则”四级架构，2026 年新修订《药品管理法实施条例》进一步强化全链条监管与创新支持。

从化学制药行业外部环境看，2025 年末 60 岁及以上人口占比达 23.0%，人口老龄化加速推动慢病与肿瘤需求刚性增长，高血压、糖尿病患者合计近 5 亿人。当前政策呈现“医保支付控费与药品创新并重”双轨特征，前十一批集采覆盖 490 种药品、平均降价超 50%，仿制药利润空间持续压缩；同时商保创新药目录探索建立，为创新药开辟补充支付通道。技术创新方面，AI 制药有望缩短研发周期 30%-50%，ADC 药物、小核酸药物等新技术路线加速发展。国际化进程上，2025 年原料药出口额 428.7 亿美元，创新药 License-out 交易总额创 1357 亿美元新高。

行业运行总体平稳，2024-2025 年全国规模以上医药制造企业营收增速分别为 0.37%、-1.69%，利润总额同比增速由负转正，但企业亏损面由 2018 年 14.44% 升至 28.74%。细分领域中，申万行业下化学原料药企业仍在调整，2025 年前三季度营收同比下降 6.92%、利润下降 10.73%；申万行业下化学制剂企业表现稍好，营业同比下降 0.36%，利润同比增长 1.37%。出口方面，2025 年，原料药出口额同比微降 0.3%，制剂出口额同比增长 27.29%。创新药支持政策体系历史性升级，2025 年批准创新药 76 款创历史新高，化学药品占比 61.8%，新版医保与商保双目录落地执行。展望“十五五”时期，行业将呈现“总量趋稳、结构优化、创新驱动、绿色转型”特征。

行业债券发行人方面，目前 16 家企业共有存续债券 22 只、余额 236.25 亿元，以 AAA 级企业发行为主。数据显示，企业规模分化显著，复星医药、新和成等 6 家总资产超百亿元，而共同药业、灵康药业等 6 家营收不足 10 亿元。盈利能力与杠杆方面，共同药业、灵康药业、东亚药业、博瑞医药 2025 年前三季度投入资本回报率低于 1.5%，共同药业、华北制药总债务资本化比率超 50%。偿债能力上，共同药业、华海药业等 2025Q3 现金短债比低于 0.5 倍，共同药业、灵康药业、东亚药业等经营现金流偿债能力偏弱。

综合来看，规模偏大的化学制药企业偿债能力相对较好，而少量规模偏小企业面临盈利与偿债双重压力，特别是高杠杆的共同药业、经营造血能力不佳的灵康药业与东亚药业。展望未来一年，预计多数发行人信用状况将保持相对稳定，但规模偏小企业的结构性风险仍值得关注。

相关研究报告：

1. 《中国商业银行信用观察（2026）》，2026.2.28

一、化学制药行业概况

（一）行业定义

本文中的化学制药，是指以基础化学原料、经化学修饰的天然来源化合物，或微生物发酵获得的具有明确化学结构且符合药用标准的代谢产物为起始物料，在符合药品生产质量管理规范（Good Manufacturing Practice, GMP）要求的条件下，采用经注册批准的生产工艺，通过化学合成、生物催化等手段定向构建目标分子，并经分离纯化制得化学原料药；或进一步通过制剂工艺制成化学药制剂（包括放射性药品等特殊管理药品）的全过程。该过程须符合药品注册管理要求，并通过验证的分析方法确保产品结构确证、杂质可控、质量稳定，最终满足其作为药品用于人体的安全、有效、质量可控的预期用途。本定义不包括通过重组 DNA 技术、细胞培养技术或基因编辑技术制备的生物制品，但上述生物制品中经化学合成或修饰的小分子组分（通常指分子量小于 5000 道尔顿的化合物，如抗体偶联药物（Antibody-Drug Conjugates, ADC）中的毒素载荷（Payload）等）适用本定义。此外，参考国际监管实践，鉴于化学合成多肽、寡核苷酸等大分子化学药物通常按化学药品管理，本文将其归类至化学制药。

上述关于化学制药定义的表述体现了如下特点：

一是，从起始物料与物质维度（Input）看，上述定义明确了化学制药的“三大基石”，涵盖了从纯人工合成到天然产物改造的全光谱。

（1）基础化学原料：纯合成路径，从简单的小分子构建复杂结构。

（2）经修饰的天然化合物：半合成路径，利用自然界已有的复杂骨架（如青蒿素）进行化学修饰以增强药效或降低毒性。

（3）微生物代谢产物：生化结合路径，虽然由微生物产生，但强调“明确化学结构”，这将其与成分复杂的粗制生物提取物区分开来。

二是，从技术与工艺维度（Process）看，上述定义强调了分子构建的“定向性”与“纯化过程”。

（1）定向构建：通过化学合成（Organic Synthesis）或生物催化（Biocatalysis，如酶催化）实现目标分子的定向构建，并经验证的分析方法确保结构确证与杂质可控。

（2）制药工程全链条：涵盖从原料药（Active Pharmaceutical Ingredient, API）的合成到制剂（Drug Product）加工的全过程，符合“原料药-制剂”一体化质量监管要求。

三是，从监管与质量标准（Quality & Regulatory）维度看，上述化学制药的定义将研发阶段的结构确证与生产阶段的 GMP 控制整合为统一体系。

（1）体系要求：必须符合 GMP 要求，确保生产过程的可追溯性与一致性。

（2）合规要求：必须遵循注册批准的工艺，任何变更均需申报批准。

（3）核心三要素：结构确证（明确化合物化学结构）、杂质可控（杂质在安全限度内）、质量稳定（产品在储存条件下保持质量属性）。这三点共同保障药品的核心价值，即安全、有效、质量可控。

四是，从边界界定与分类逻辑 (Boundary)看，上述定义较好地处理了化学药与生物药之间日益模糊的边界。

相关边界界定与分类逻辑的再梳理，见下表 1。

表 1：化学制药行业边界界定与分类逻辑表

类别	判定标准	归类逻辑	典型示例
排除项 (生物制品)	重组 DNA 技术、细胞培养技术或基因编辑技术制备	生产依赖生物系统的复杂表达，而非单纯化学合成	单克隆抗体、重组蛋白疫苗、细胞治疗产品
纳入项 (化学组分)	分子量通常小于 5000 道尔顿的小分子组分	尽管用于生物药中，但其制造本质是精确的化学定向构建	ADC 药物中的毒素载荷 (Payload)、偶联子 (Linker)
特殊纳入项 (大分子化药)	化学合成的多肽、寡核苷酸等	虽分子量较大，但通过阶梯式化学合成而非生物表达产生	司美格鲁肽(合成法)、核酸药物 (siRNA/ASO)

资料来源：远东资信整理

（二）行业监管框架与核心监管法规及政策文件

1.行业监管框架

国家药品监督管理局（简称国家药监局或 NMPA）是我国药品监管的主管部门，负责拟订药品监管政策规划，组织起草法律法规草案与部门规章。NMPA 统筹化学药品的 CMC（化学、生产和控制）全生命周期监管，通过其直属专业技术机构（药品审评中心、食品药品审核查验中心、药品评价中心等）对 CMC 资料进行技术审评，实施药品注册审批（含化学原料药与制剂关联审评审批）、上市后变更管理、上市后安全性监测与再评价、国家药品标准制修订，并对生产环节是否持续符合 GMP 要求及经核准的生产工艺开展监督检查(含境内及境外生产现场检查)。

作为协同监管部门，国家医疗保障局负责药品价格、招标采购及支付标准管理，牵头组织药品集中带量采购、开展国家医保谈判、动态调整《国家医保药品目录》，旨在保障药品的经济性与可及性。国家卫生健康委员会侧重于临床端管理，牵头会同相关部门制定《国家基本药物目录》，指导医疗机构合理用药，监测药品短缺信息，牵头负责短缺药品临床需求监测，会同相关部门做好供应保障，并推动公立医院用药结构改革。

此外，国家市场监督管理总局负责药品领域的反垄断、反不正当竞争执法；工业和信息化部负责医药工业产业规划、短缺药品生产供应保障及国家医药储备管理；财政部负责药品监管部门预算及中央财政专项资金管理、医保补助资金及药品集中采购财政专户管理。

2.行业核心监管法规与政策文件

我国化学制药监管体系目前大致可以从“法律-行政法规-部门规章-政策文件与技术指导原则”四级架构来看，以下做简要分析。

一，在基础法律层面，适用《中华人民共和国药品管理法》（2019 年修订，简称《药品管理法》）。

《药品管理法》是我国药品监管的根本大法，2019 年修订确立了以“四个最严”（最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责）为核心的监管理念，对化学制药的关键要求包括：

在药品分类上,根据《药品管理法》第2条,药品包括中药、化学药和生物制品等,其分类以法律列举方式呈现。

在药品上市许可持有人(MAH)制度上,根据《药品管理法》第30条,药品上市许可持有人(MAH)为取得药品注册证书的企业或药品研制机构等,需对药品研制、生产、经营、使用全过程的安全性、有效性、质量可控性负责。该制度打破了“生产许可与上市许可绑定”的传统模式,允许研发机构直接持有药品注册证书,激发了创新活力。

在药品研制上,要求化学制药的研制需符合药物非临床研究质量管理规范(GLP)和药物临床试验质量管理规范(GCP)。根据《药品管理法》第19条,药物临床试验应当经国务院药品监督管理部门批准;生物等效性试验实行备案管理。在药品注册时,需提供“真实、充分、可靠的数据、资料和样品”(《药品管理法》第24条),证明其安全性、有效性和质量可控性。

在药品生产上,根据《药品管理法》第43-44条,从事药品生产活动,应当遵守药品生产质量管理规范(GMP);药品应当按照国家药品标准和经药品监督管理部门核准的生产工艺进行生产。生产药品所需的原料、辅料需符合药用要求,直接接触药品的包装材料和容器需符合保障人体健康、安全的标准(《药品管理法》第45-46条)。

特别地,在《药品管理法》中,对化学原料药提出了特殊规定:国务院药品监督管理部门在审批药品时,对化学原料药一并审评审批,对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评,对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准。

二,在行政法规层面,即将适用《中华人民共和国药品管理法实施条例》(2026年修订版)。

2026年1月16日,国务院公布修订后的《中华人民共和国药品管理法实施条例》,自2026年5月15日起施行。修订遵循“人民至上、生命至上”原则,落实药品安全监管“四个最严”要求,强化全链条监管;支持药品创新,促进药品产业高质量发展;坚持问题导向,有针对性地细化补充制度措施。修订重点包括完善药品研制和注册制度(支持以临床价值为导向的药品研制创新,对符合条件的儿童用药品、罕见病治疗用药品给予市场独占期),加强药品生产管理(强化药品上市许可持有人(MAH)主体责任,严格药品委托生产管理,规定境内上市药品境外生产需符合我国要求),规范药品经营和使用(完善药品网络销售管理制度,细化医疗机构制剂管理制度),严格药品安全监管(明确监督检查措施,细化假药认定情形,规定质量抽查检验流程)。

三,在部门规章层面,适用《药品注册管理办法》(2020年修订版)、《药品生产监督管理办法》(2020年修订版)和《药品生产质量管理规范》(2010年修订版及后续配套补充规定,GMP)。

《药品注册管理办法》规范了化学药品的注册审批流程,明确了药品上市许可的申请路径,包括创新药申请、仿制药申请(可基于生物等效性试验豁免部分临床试验)等,同时细化了注册资料要求,推动药品注册的规范化与高效化。《药品生产监督管理办法》明确了药品生产活动的准入要求,规定从事药品生产活动需取得药品生产许可证,同时要求药品上市许可持有人建立药品质量保证体系,严格遵守GMP要求,确保生产过程持续符合法定要求。

《药品生产质量管理规范》(GMP)是化学制药生产环节的核心技术规范,涵盖了生产环境、设备管理、物料控制、生产流程、质量检验等生产环节的要求,通过验证、记录追溯等手段保障药品生产的一致性与质量稳定性。

四,在政策与技术指导原则层面,适用集采、仿制药质量提升、监管改革等政策文件以及注册指导、研究与质量控制等方面的技术指导原则文件。

《国务院办公厅关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》（国办发〔2021〕2号）是指导药品集中带量采购从试点探索转向常态化、制度化开展的指导性政策文件，明确以“招采合一、量价挂钩”为核心机制，推动国家组织与地方协同推进的集中采购工作，旨在降低药价、保障供应、净化行业生态并促进医药行业高质量发展。《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》（国办发〔2024〕53号）对临床急需的重点创新药和医疗器械实行“提前介入、一企一策、全程指导、研审联动”机制，深化药品审评审批制度改革，包括在部分地区开展试点优化创新药临床试验审评审批流程，将审评审批时限由60个工作日缩短为30个工作日，将仿制药质量和疗效一致性评价逐步向滴眼剂、贴剂、喷雾剂等剂型拓展，构建覆盖全生命周期的监管服务体系，推动医药产业向高端化、智能化、国际化发展。之后发布的《化学药品仿制药上市许可申请模块二药学资料撰写要求（试行）》（2025年），旨在提高仿制药申报资料质量，促进仿制药质量提升。

《化学药品注册分类及申报资料要求》（2020年）是国家药监局2020年6月发布的配套文件，将化学药品注册分为5类：1类（境内外均未上市的创新药）、2类（境内外均未上市的改良型新药）、3类（境内申请人仿制境外上市但境内未上市原研药品）、4类（境内申请人仿制境内上市原研药品）、5类（境外上市的药品申请在境内上市），并明确了各类药品的申报资料要求，核心特点是强调临床价值导向、区分创新药与改良型新药标准、优化仿制药审评要求（如3类仿制药需境外原研药作参比，4类仿制药需以境内原研药为参比），推动化学药品注册分类与国际接轨。

化学制药相关技术指导原则体系以国际协调的ICH（国际人用药品注册技术协调会）指南和国家药监局（NMPA）及药品审评中心（CDE）制定的技术指南为主要支柱。截至2024年底，中国已采纳实施ICH现行有效指导原则（涵盖质量、安全性、有效性和多学科四大类别）70余个，实施水平与欧美日等ICH监管机构成员相统一；同时CDE累计发布数百个技术指导原则（2024年新增数十个），形成覆盖化学药、生物制品、中药全品类，贯穿非临床、临床、CMC、上市后研究全生命周期的指导原则体系，为化学药品研发、审评和监管提供科学规范的技术支撑。

二、近年化学制药行业外部环境分析

1.需求支撑刚性用药长期增长：人口老龄化与疾病谱升级

截至2025年末，60岁及以上人口占全国人口的23.0%（其中65岁及以上人口占比15.9%），人口老龄化加速推动慢病与肿瘤等大病种需求刚性扩张，其中高血压、糖尿病患者合计近5亿人，年新发肿瘤病例超480万；叠加居民健康意识与支付结构升级，化学药在抗感染、心血管、代谢、神经系统等领域具备长期需求底座；同时院外渠道、自费市场崛起，为高价值品种提供更稳定的盈利场景。

2.医保支付政策重构：集采常态化与商业保险破局

医保支付是化学制药行业的核心变量，直接决定企业盈利空间。当前政策呈现“控费与创新并重”的双轨特征：一方面，前十一批药品集采，覆盖490种药品，平均降价超过50%，仿制药利润空间持续压缩，加速淘汰低效企业。另一方面，创新激励政策（如“优质优价”原则）推动企业加大研发投入，创新药上市速度显著提升，行业集中度持续提高，头部企业主导创新药布局。2025年医保目录调整首次建立商保创新药目录，引入商业保险支付高值创新药，有望在医保“保基本”之外形成补充性支付机制，为创新药提供新的商业化路径。

3.技术创新重塑产业逻辑：AI技术突破与新技术路线形成

技术创新重塑化学制药产业逻辑，AI 技术突破与 ADC、小核酸药物等新技术路线启动大力发展，推动产业向精准创新转型。AI 制药赋能研发全流程，有望将传统研发周期缩短 30%-50%、降低研发成本 20%以上，实现精准高效研发。同时，新技术路线进入爆发期，ADC 药物靶向性持续升级，国内企业在特色靶点实现全球领跑，成为肿瘤治疗核心赛道；小核酸药物借助 GalNAc 递送技术突破，适应症从罕见病拓展至减重等大慢病领域，商业化进程加速。多维技术协同重构产业全链条，推动行业向高端化升级。

4.国际化进程加速：原料药出口与创新药 License-out（对外授权）并行

在原料药领域，中国作为全球最大出口国（2025 年出口额 428.7 亿美元，占全球 30%以上份额），通过技术升级与产能扩张持续强化竞争力。大宗原料药（如抗生素、维生素）凭借规模化生产与成本优势，占据印度、东南亚等新兴市场核心份额；特色原料药（如多肽激素、GLP-1 中间体）则依托技术突破打开高端市场，2025 年多肽类原料药出口额同比激增 81.7%，成为新增长极。面对欧盟《关键药物法案》等贸易壁垒，中国企业通过本地化生产（如华海药业在越南建厂）与质量升级（通过 PIC/S 认证）应对挑战，维持供应链韧性。

在创新药 License-out 领域，中国药企通过技术授权实现全球价值链跃迁。2025 年创新药对外授权交易总额高达 1357 亿美元（见下图 1），创历史新高，恒瑞医药、百济神州等头部企业通过“自主出海+联合开发”模式，将 ADC 等前沿技术资产注入国际市场。交易结构从单一首付款向“里程碑+分成”深化，形成“研发-商业化-收益共享”闭环。同时，NewCo 模式（如恒瑞 GLP-1 管线授权海外子公司）通过股权绑定与风险共担，推动中国药企深度参与全球研发与商业化网络。

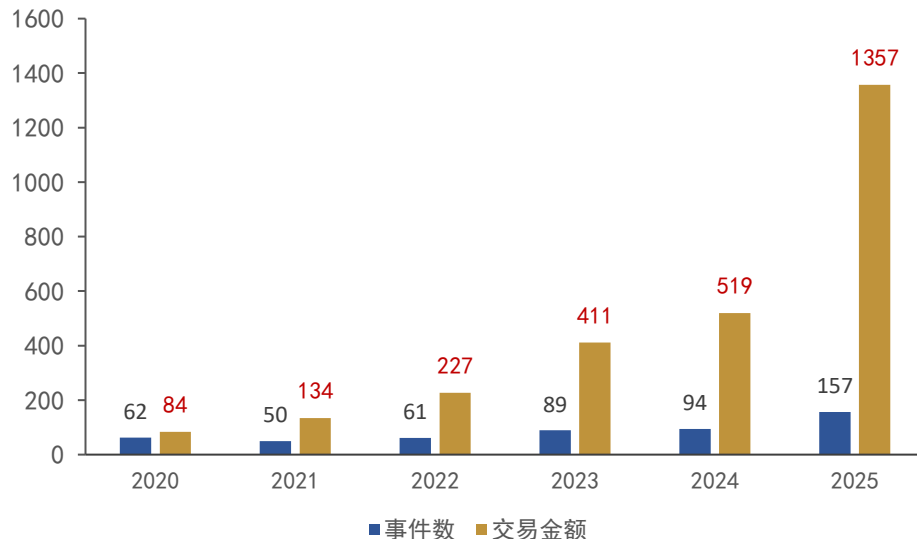


图 1：2020-2025 年中国创新药海外 BD 交易事件数及金额（单位：起、亿美元）

资料来源：医药魔方，远东资信整理

三、近年化学制药行业整体运行态势与未来发展趋势展望

1.2024-2025 年医药制造大类行业总体平稳

国家统计局统计数据显示，2024 年、2025 年规模以上医药制造企业的营业收入同比增速分别为+0.37%、-1.69%，分别较同期其工业增加值同比增速低 3.23 个百分点、4.09 个百分点，价格因素对营收造成不小的负面影响。2024 年到 2025 年，利润总额同比增长由负转正，扭转了 2022 年至 2024 年连续三年的下滑趋势。从近几年数据来看，规模以上医药制造企业的资产负债率相对稳定；不过，其中亏损企业数量同比增速持续多年高于规模以上医药制造企业整体同比增速，即企业亏损面不断扩大，具体看，企业亏损面由 2018 年的 14.44%增加至 28.74%，几乎是翻倍。

表 2：2018-2025 年医药制造行业全国规模以上工业企业增加值与经济效益数据

	工业增加值 同比（%）	营业收入同 比（%）	利润总额同 比（%）	资产总额 同比 （%）	负债总额 同比 （%）	资产负债率 （%）	企业单位数 同比（%）	亏损企业单位数 同比（%）
2025	2.40	-1.69	2.03	4.74	4.20	39.62	0.84	5.82
2024	3.60	0.37	-1.51	3.86	4.36	39.83	4.05	15.35
2023	-5.80	-13.42	-19.02	4.05	4.85	39.63	6.78	31.28
2022	-3.40	-0.60	-31.61	9.90	11.76	39.33	5.72	12.30
2021	24.80	17.83	78.84	15.85	10.20	38.67	8.77	17.34
2020	5.90	3.97	12.41	11.03	9.46	40.66	3.83	16.77
2019	6.60	-1.47	0.82	2.92	1.64	41.24	-2.62	5.11
2018	9.70	-14.74	-6.64	5.99	9.51	41.76	-1.51	35.35

资料来源：国家统计局，远东资信整理

总体看，2022 年以来，随着疫情的结束，疫苗与一些医药用品、卫生材料销量明显下降，叠加化学原料药的供给侧调整（产能与产量有所压缩），使得医药制造品的销量出现调整；另外，随着国家与地方药品集中带量采购政策的不断深入实施，纳入集中采购范围的产品覆盖面持续扩大，药品价格明显下降。这两方面因素，给医药制造企业营业收入和利润带来了不小的压力。就趋势来说，2025 年，医药制药业多项数据也呈现振荡走稳态势。

2.化学原料药企业仍在调整，化学制剂企业总体表现稍好

预计截至 2025 年末，我国化学制药的市场规模大约在一万亿元左右。从数据可获性考虑，同时为了讨论方便，这里用 A 股上市公司口径的申万行业来进行讨论。

从营业收入看，2024 年、2025 年前三季度申万化学制药行业的营业收入同比增速（可比口径）分别为+4.25%、-1.54%，分别较 2024 年、2025 年规模以上医药制造企业的营业收入同比增速高 3.88 个百分点、0.15 个百分点。其中，2024 年、2025 年 Q3 申万化学原料药行业的营业收入同比增速（可比口径）分别为+3.04%、-6.92%，分别较同期化学制药所有企业的营业收入同比增速低 1.21 个百分点、5.38 个百分点。2024 年、2025 年 Q3 申万化学制剂行业的营业收入同比增速（可比口径）分别为+4.51%、-0.36%，分别较同期化学制药所有企业的营业收入同比增速高 0.26 个百分点、1.18 个百分点。从利润总额看，2024 年、2025 年 Q3 申万化学原料药行业的利润总额同比（可比口径）都有 10%左右的下跌，2023 年以来在利润上的承压尚未得到实质性扭转；而申万化学制剂行业的利润总额同比增速（可比口径）在 2024 年大幅反弹+54.03%之后，在 2025 年又小幅走高+1.37%，要明显好于整体化学制药的表现。

表 3：2018 年至 2025 年 Q3 申万化学制药及其细分行业营业收入和利润总额同比增速情况（可比口径，整体法）

	可比口径营业收入同比增速(%)			可比口径利润总额同比增速(%)		
	SW 化学制药	SW 原料药	SW 化学制剂	SW 化学制药	SW 原料药	SW 化学制剂
2025Q3	-1.54	-6.92	-0.36	-0.64	-10.73	1.37
2024	4.25	3.04	4.51	39.44	-9.82	54.03
2023	-0.01	-4.22	1.15	-13.41	-36.32	-3.88
2022	3.26	6.99	2.26	-2.48	6.14	-5.99
2021	9.37	14.56	8.10	1.76	-12.63	7.40
2020	-3.09	4.59	-5.09	8.42	21.34	2.77
2019	10.40	9.17	10.73	4.08	53.53	-8.46
2018	22.17	20.66	22.80	-26.91	-9.88	-31.58

资料来源： 资讯，远东资信整理

3.2024 年恢复性增长后，原料药与制剂出口 2025 年有所分化

2024 年我国化学制药出口呈现恢复性增长态势，原料药与制剂双轮驱动态势初步形成。中国医药保健品进出口商会数据显示，全年化学原料药出口额达 429.8 亿美元，同比增长 5.1%，成功扭转 2023 年下滑 20%的颓势，回归常态增长轨道；化学制剂出口额达 69.5 亿美元，同比增长 10%，出口量增速高达 16.9%，成为拉动行业增长的新引擎。从产品结构看，原料药仍占据化学制药出口的主导地位，但制剂占比持续提升，标志着出口结构向高附加值方向转型。区域市场方面，亚洲以 188.1 亿美元稳居原料药最大出口市场，北美和拉丁美洲分别以 12.4%和 14.1%的增速成为增长亮点，而非洲市场以 18.9%的增速展现新兴潜力。从出口国别看，印度和美国仍是我国原料药出口前两大市场。我国对印度出口原料药 61.3 亿美元，对美国出口原料药 45.2 亿美元，同比增速分别为-1.0%和+12.0%。总体看，全年化学制药出口呈现明显"量增价减"特征，原料药出口均价下降 12.0%，制剂均价下降 5.8%，反映出国际市场竞争加剧与产能过剩压力。

2025 年我国化学原料药与制剂出口增速走势分化显著。原料药出口维持规模稳定但增长乏力，2025 年全年出口额 428.7 亿美元，同比微降 0.3%，较 2024 年 5.1%的增速明显回落，行业进入"以价换量"的深度调整期；维生素类价格走势先涨后跌，抗生素类产品面临价格下行压力，肝素类价格较 2021 年历史高点回落超三分之二，尽管出口量保持增长，但均价下行压力持续制约出口额提升。受益于全球糖尿病、肥胖症等发病率上升及 GLP-1 类药物需求激增，多肽类激素原料药 2025 年出口额达 9.0 亿美元，同比大幅增长 81.7%。2025 年化学制剂出口展现“量价齐升”态势，全年出口额 88.41 亿美元，同比增长 27.29%，出口量增长 17.71%。区域市场方面，受加征关税的影响，2025 年对美制剂出口金额 11.62 亿美元，同比增长 1.01%，对美出口制剂金额占制剂出口总额比重降至 13.14%，较 2024 年下跌约 3.4 个百分点；对欧盟（不含英国）制剂出口仍然占比最高，同比增长 70.4%，相较 2024 年上升约 10 个百分点。

4.国家大力支持创新药高质量发展

2025 年我国创新药支持政策体系实现历史性升级，构建起覆盖研发、审评、准入、支付、国际化的全链条保障机制。政策层面，2024 年 7 月国务院常务会议审议通过的《全链条支持创新药发展实施方案》奠定顶层设计基础，2025 年政策落地提速：2025 年 6 月，国家医保局与国家卫健委联合印发《支持创新药高质量发展的若干措

施》，明确5个维度16条具体举措，明确通过医保数据赋能研发、鼓励加大创新药投资、实施目录准入政策辅导及国家科技重大专项支持等措施，激发创新药研发活力，其中增设商业健康保险创新药品目录，纳入创新程度较高、有一定临床价值且超出基本医保保障范围的创新药，供商业健康保险和医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用；7月，《2025年国家基本医疗保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》征求意见，标志着“医保+商保”双目录体系建设启动，为创新药开辟基本医保之外的市场化支付通道。审评审批环节，国家药监局将符合条件的创新药临床试验审批时限从60个工作日压缩至30个工作日，2025年上半年即批准创新药43款，全年批准创新药76款，创历史新高。2026年1月1日起，新版《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》以及《商业健康保险创新药品目录》已正式落地执行，新版国家医保药品目录新增114种药品，其中50种1类创新药。

近三年我国1类创新药审批呈现爆发式增长态势，化学药创新药表现尤为突出。2023年批准40个1类创新药，2024年增至48个，2025年跃升至76个，三年累计达164个，实现从“跟跑”到“并跑”的跨越。化学药创新药占比稳居半壁江山，2025年批准的76个创新药中，化学药品47个（占比61.8%），其中38个为国产创新药，国产占比达80.85%。首创新药（First-in-class, FIC）实现突破，2025年批准的11个首创新药中4个为国产自主研发，标志着原始创新能力萌芽。

政策效能与市场反馈形成正向循环。医保支付端，2024年新增91个药品中33个实现“当年获批、当年纳入”，创新药从上市到纳入医保周期从5年压缩至1年左右，约80%的创新药可在上市2年内获得医保支付。随着《支持创新药高质量发展的若干措施》的印发，商保衔接机制突破，创新药支付通道多元格局将逐步形成。资本市场响应积极，2025年A股与港股合计近20家生物医药企业上市。区域政策配套密集出台，北京、上海、广东等十余个省（市）在临床试验加速、伦理审查互认、入院使用保障等方面形成差异化竞争格局。

5.化学制药未来发展趋势

党的二十届四中全会审议通过的《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》（以下简称《建议》）对加强药品安全工作，支持创新药和医疗器械发展等提出明确要求。

展望2026年及“十五五”时期，我国化学制药行业将呈现“总量趋稳、结构优化、创新驱动、绿色转型”的发展特征。从供给端看，原料药产能调整进入深水区，在“反内卷”政策推动下，低端同质化产能加速出清，高端特色原料药和专利原料药占比提升，行业集中度预计明显提升；化学制剂领域，随着集采常态化推进和一致性评价范围稳步拓展，仿制药利润空间持续压缩，倒逼企业向“原料药+制剂”一体化转型，通过成本控制保障供应链稳定性。从需求端看，人口老龄化加剧和慢病患病率上升推动市场需求刚性增长，但支付端医保“保基本”定位与高价创新药可及性矛盾仍存，商保目录落地进度将成为关键变量。

技术创新与绿色制造将成为行业高质量发展的核心驱动力。在创新药领域，化学药与生物技术融合加速，靶向治疗、免疫调节、长效缓释等新型制剂成为研发重点；在生产方式上，连续流化学、微反应器技术、机械化学等绿色工艺加速普及，人工智能辅助分子设计和工艺优化逐渐成为标配，推动能耗不断降低、污染排放持续减少。国际化方面，随着欧洲产能理性化和美国供应链重构，中国原料药全球份额有望稳中有升；制剂出口从“以价

换量"向技术授权转型，License-out 模式持续扩容。整体而言，化学制药行业将从规模扩张转向质量效益，在绿色化、智能化、国际化三重变革中构建新竞争优势。

四、化学制药行业债券发行人信用状况分析及展望

1.化学制药行业债券发行人与相关债券概况

目前我国在交易所与银行间债券市场共有 16 家化学制药行业债券发行人。其中，原料药企业 8 家，均为民营企业；化学制剂企业 4 家，除 1 家为外资企业外，其余 3 家为民营企业；原料药与制剂一体化企业 4 家，民企与地方国企各 2 家。在这 16 家企业中，除江苏联环药业集团有限公司以外，其余均为上市公司。从发行人委托评级的主体级别来看，复星医药、科伦药业为 AAA 级，华北制药为 AA+级，华海药业、健友股份为 AA 级，花园生物、奥锐特、博瑞医药、美诺华为 AA-级，东亚药业、九典制药、微芯生物为 A+级，共同药业为 A 级，灵康药业为 A-级；联环药业和新和成没有公开级别。在这 16 家企业中，有 12 家为高新技术企业。

表 4：目前我国交易所与银行间债券市场上 16 家化学制药行业债券发行人概况（2026.02.27）

债务主体中文名称	企业类型	是否上市	所有制性质	发行人最新级别	主要产品及业务
奥锐特药业股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	AA-	主要产品为呼吸系统类,心血管类,抗感染类和神经系统类药物,包括氟美松,丙酸氟替卡松,依普利酮,替诺福韦,普瑞巴林等原料药和中间体,主要从事特色原料药和医药中间体的研发,生产和销售
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	AA-	从事高技术壁垒的医药中间体,原料药和制剂产品的研发和生产业务,凭借自身在微生物发酵,高难度药物合成工艺,药物合成原创路线设计,药物新晶型及药物靶向递送等方面积累的技术优势,建立了发酵半合成技术平台,多手性药物技术平台,靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台,形成了高技术附加值的医药中间体和原料药销售,药品技术转让以及利用自身技术和产品优势与其它具有品牌或销售渠道优势的医药企业合作开发并获得销售分成等多元化的盈利模式
湖北共同药业股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	A	公司是一家专业从事甾体药物原料的研发,生产及销售的高新技术企业,主要产品为甾体药物生产所需的起始物料和中间体
湖南九典制药股份有限公司	化学制剂企业	是	民营企业	A+	医药产品的研发,生产和销售及技术转让,目前在售主要产品有原料药,化药制剂,中药制剂,植物提取物,药用辅料等系列品种
华北制药股份有限公司	原料药与制剂一体化企业	是	地方国有企业	AA+	主要产品包括抗感染原料药(中间体)及制剂,维生素等近 600 余个品规,其中青霉素,硫酸链霉素,阿莫西林,头孢拉定,维生素 C,维生素 B12 等品种的产销量居世界前列

债务主体中文名称	企业类型	是否上市	所有制性质	发行人最新级别	主要产品及业务
江苏联环药业集团有限公司	原料药与制剂一体化企业	否	地方国有企业	-	公司主营医药制造,医养健康和医疗器械业务,其中医药制造业务产品主要包括化学制剂药,原料药和中药,是公司主要收入和利润来源
灵康药业集团股份有限公司	化学制剂企业	是	民营企业	A-	主营业务:主要从事化药处方药的研发,生产和销售.主要产品:集中在肠外营养类,抗感染类以及消化系统类三大药品领域
南京健友生化制药股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	AA	主营业务:药品原料,制剂的研发,生产和销售;主要产品:标准肝素原料,低分子肝素原料及其制剂等
宁波美诺华药业股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	AA-	主要产品为缬沙坦,氯沙坦,培哚普利,瑞舒伐他汀,阿托伐他汀,氯吡格雷和埃索美拉唑等原料药和中间体.公司目前主要从事特色原料药及医药中间体的研发,生产与销售,其主要类别包括心血管类和肠胃类等药物
上海复星医药(集团)股份有限公司	化学制剂企业	是	民营企业	AAA	主要产品:诊断产品,阿托莫兰,花红片,复方芦荟胶囊,青蒿琥酯,药品零售,药品批发,齿科治疗设备
深圳微芯生物科技股份有限公司	化学制剂企业	是	外资企业	A+	主营业务:为患者提供可承受的,临床亟需的原创新分子实体药物,具备完整的从药物作用靶点发现与确证,先导分子的发现与评价到新药临床开发,产业化,学术推广及销售的能力
四川科伦药业股份有限公司	原料药与制剂一体化企业	是	民营企业	AAA	主要产品:大输液产品.主营业务:大容量注射剂,片剂,胶囊剂,粉针剂,冻干粉针剂及中药口服液等制剂药品的研究,开发,生产及销售
浙江东亚药业股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	A+	主要从事化学原料药,医药中间体的研发,生产和销售,主要产品包括:头孢克洛中间体,头孢克洛原料药,拉氧头孢钠中间体,头孢美唑钠中间体,头孢唑肟钠中间体,马来酸曲美布汀原料药,左氧氟沙星原料药,氧氟沙星原料药,酮康唑原料药等
浙江花园生物医药股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	AA-	主营业务为维生素D3上下游系列产品的研发,生产和销售
浙江华海药业股份有限公司	原料药与制剂一体化企业	是	民营企业	AA	主要产品:普利类产品,沙坦类产品,抗抑郁类产品,抗组胺类产品,制剂
浙江新和成股份有限公司	原料药企业	是	民营企业	-	主要从事维生素,香料香精,医药中间体等系列产品的生产和销售.主要产品系以基础石油化工产品为原材料,通过化学合成,纯化,萃取等一系列化学反应生成,按其性质可分为三大系列:维生素系列,香料香精系列和医药中间体

资料来源: 资讯, 远东资信整理

从化学制药行业债券来看，上述 16 家化学制药企业目前共有存续债券 22 只，最新债券余额为 236.25 亿元。这些债券简要情况分析如下：

- (1) 这些债券中，有 7 只债券在 2026 年年内到期，涉及债券的余额共计 80.38 亿元；有 3 只债券在 2027 年到期，涉及债券的余额共计 59.56 亿元。
- (2) AAA 级的复星医药、科伦药业旗下的 7 只债券，目前余额为 142.6 亿元；博瑞医药旗下的 2 只债券，在增信后债项级别为 AAA 级，目前余额为 14.86 亿元。这 9 只债券在目前化学制药行业债券余额总额中占比 66.65%。
- (3) AA 级及以下的有评级债券，共计 10 只，全部为转债，目前余额为 63.8 亿元。另外，还有华北制药发行的中票 1 只，目前余额为 5.0 亿元。
- (4) 22 只债券中有 10 只为科技创新债券，目前余额为 134.04 亿元。

表 5：目前我国交易所与银行间债券市场上化学制药行业债券概况（2026.02.27）

证券代码	证券简称	债务主体中文名称	起息日	债券期限(年)	债券余额(亿元)	最新债项评级	最新主体评级
111021.SH	奥锐转债	奥锐特药业股份有限公司	2024-07-26	6.0	8.12	AA-	AA-
102584295.IB	25 博瑞医药 MTN001(科创债)	博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	2025-10-21	3.0	7.43	AAAsti	AA-
102680536.IB	26 博瑞医药 MTN001(科创债)	博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	2026-02-10	3.0	7.43	AAAsti	AA-
118004.SH	博瑞转债	博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	2022-01-04	6.0	7.43	AA-	AA-
123171.SZ	共同转债	湖北共同药业股份有限公司	2022-11-28	6.0	3.80	A	A
123223.SZ	九典转 02	湖南九典制药股份有限公司	2023-09-15	6.0	2.05	A+	A+
102584399.IB	25 华北制药 MTN001(科创债)	华北制药股份有限公司	2025-10-23	3.0	5.00	-	AA+
032580648.IB	25 联环药业 PPN001(科创债)	江苏联环药业集团有限公司	2025-10-20	3.0	5.00	-	-
113610.SH	灵康转债	灵康药业集团股份有限公司	2020-12-01	6.0	2.53	A-	A-
113579.SH	健友转债	南京健友生化制药股份有限公司	2020-04-23	6.0	5.02	AA	AA

证券代码	证券简称	债务主体中文名称	起息日	债券期限(年)	债券余额(亿元)	最新债项评级	最新主体评级
113618.SH	美诺转债	宁波美诺华药业股份有限公司	2021-01-14	6.0	4.76	AA-	AA-
102280457.IB	22 复星医药 MTN001	上海复星医药(集团)股份有限公司	2022-03-09	2+2	27.40	AAA	AAA
102581875.IB	25 复星医药 MTN001(科创票据)	上海复星医药(集团)股份有限公司	2025-04-25	2.0	27.40	-	AAA
102583283.IB	25 复星医药 MTN002(科创债)	上海复星医药(集团)股份有限公司	2025-08-07	2.0	27.40	-	AAA
102680411.IB	26 复星医药 MTN001(科创债)	上海复星医药(集团)股份有限公司	2026-02-02	2.0	27.40	-	AAA
118012.SH	微芯转债	深圳微芯生物科技股份有限公司	2022-07-05	6.0	5.00	A+	A+
012582197.IB	25 科伦 SCP002(科创债)	四川科伦药业股份有限公司	2025-09-12	0.7	11.00	-	AAA
102680228.IB	26 科伦 MTN001(科创债)	四川科伦药业股份有限公司	2026-01-20	1+1	11.00	-	AAA
D26022715.IB	26 科伦 SCP002	四川科伦药业股份有限公司	2026-03-03	0.7	11.00	-	AAA
111015.SH	东亚转债	浙江东亚药业股份有限公司	2023-07-06	6.0	6.66	A+	A+
110076.SH	华海转债	浙江华海药业股份有限公司	2020-11-02	6.0	18.42	AA	AA
012680341.IB	26 新和成股 SCP001(科创债)	浙江新和成股份有限公司	2026-02-02	0.7	5.00	-	-

资料来源： 资讯，远东资信整理

2.化学制药行业债券发行人信用分析

(1) 规模

在化学制药行业债券发行人中，2025年第三季度末总资产规模超过100亿元的仅有复星医药（1181.21亿元）、新和成（450.94亿元）、科伦药业（401.04亿元）、华北制药（215.37亿元）、华海药业（211.53亿元）、健友股份（103.07亿元）等6家企业。2025年前三季度营业收入超过60亿元的仅有复星医药（293.93亿元）。

元)、新和成(166.42 亿元)、科伦药业(132.77 亿元)、华北制药(74.85 亿元)、华海药业(64.09 亿元)等 5 家企业;而 2025 年前三季度营业收入低于 10 亿元的有共同药业(4.55 亿元)、灵康药业(2.82 亿元)、微芯生物(6.74 亿元)、东亚药业(5.96 亿元)、博瑞医药(8.74 亿元)和花园生物(9.36 亿元)。

从总资产同比增速的简单平均值与中位数数据看,化学制药行业债券发行人总体资产规模在 2022 年末大幅增长后,在 2023 年末、2024 年末和 2025 年第三季度末保持了中速增长,同比增速约在 6%-7%左右波动。有三家企业在 2025 年第三季度末的总资产规模,出现了同比负增长:(1)灵康药业资产规模在 2022-2024 年持续明显缩水,其在 2025 年第三季度末资产规模同比下降幅度收窄,但仍微跌;(2)东亚药业资产规模在连续三年扩张后,在 2025 年第三季度末出现同比 3.73%的回落;(3)华北制药近几年的资产规模在持续调整中,其 2025 年第三季度末资产规模同比微跌。

从营业收入同比增速的简单平均值与中位数数据看,化学制药行业债券发行人总体营业收入同比在 2022 年和 2024 年超过 10%,在 2023 年和 2025 年前三季度同比增长偏弱。仅从 2025 年前三季度营业收入增速来看,结构分化比较明显,其中东亚药业、华海药业、博瑞医药、科伦药业等 4 家企业的营收同比增速下滑超过 10%。

表 6: 2022 年至 2025 年 Q3 申万化学制药行业债券发行人总资产和营业收入同比增速情况

	总资产同比增速				营业收入同比增速			
	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024	2025Q3
浙江新和成股份有限公司	10.31%	2.32%	9.79%	8.58%	7.68%	-5.13%	42.95%	5.45%
江苏联环药业集团有限公司	17.84%	10.64%	14.55%	-	17.82%	7.85%	15.84%	23.02%
湖北共同药业股份有限公司	70.76%	18.34%	13.98%	5.91%	2.32%	-6.31%	-5.26%	24.54%
灵康药业集团股份有限公司	-26.21%	-12.44%	-22.73%	-0.37%	-60.93%	-31.95%	92.95%	22.00%
深圳微芯生物科技股份有限公司	52.86%	10.62%	1.49%	8.84%	23.11%	-1.18%	25.63%	40.12%
湖南九典制药股份有限公司	31.77%	24.85%	17.48%	13.27%	42.92%	15.75%	8.85%	5.69%
浙江东亚药业股份有限公司	9.79%	35.28%	6.38%	-3.73%	65.62%	15.00%	-11.66%	-38.08%
浙江华海药业股份有限公司	17.35%	2.47%	8.93%	8.17%	24.42%	0.52%	14.91%	-11.57%
南京健友生化制药股份有限公司	21.82%	-4.85%	-0.15%	9.34%	0.71%	5.89%	-0.20%	-5.25%
宁波美诺华药业股份有限公司	10.45%	0.09%	5.15%	2.87%	15.80%	-16.51%	12.85%	17.67%
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	56.97%	7.95%	2.63%	9.87%	-3.33%	15.94%	8.74%	-10.50%
奥锐特药业股份有限公司	18.09%	26.65%	50.60%	10.21%	25.48%	25.24%	16.89%	13.67%
浙江花园生物医药股份有限公司	17.21%	27.32%	6.69%	6.92%	26.89%	-22.78%	13.58%	-0.20%
华北制药股份有限公司	-14.88%	-1.25%	2.46%	-0.78%	1.11%	-3.62%	-2.48%	-1.00%
四川科伦药业股份有限公司	8.18%	6.85%	2.36%	4.46%	9.46%	13.44%	1.67%	-20.92%
上海复星医药(集团)股份有限公司	14.87%	5.88%	3.52%	2.48%	12.68%	-5.81%	-0.80%	-4.91%
简单平均:	19.82%	10.05%	7.70%	5.74%	13.23%	0.40%	14.65%	3.73%
中位数:	17.28%	7.40%	5.76%	6.92%	14.24%	-0.33%	10.85%	2.62%

资料来源: 资讯, 远东资信整理

(2) 研发费用与专利价值

综合研发费用占营业收入比和专利权账面价值占总资产比看，近年来微芯生物的研发与专利上支出水平相对较高，博瑞医药和复星医药也有不错的表现，而华北制药的研发费用持续不高，专利权账面价值无数据可查。

表 7：2022 年至 2025 年 Q3 申万化学制药行业债券发行人研发费用和专利权账面价值占比情况

	研发费用占营业收入比				专利权账面价值占总资产比		
	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024
浙江新和成股份有限公司	5.39%	5.87%	4.79%	4.80%	0.07%	0.07%	0.06%
江苏联环药业集团有限公司	4.28%	5.06%	5.07%	4.56%	-	-	-
湖北共同药业股份有限公司	7.47%	6.73%	9.52%	11.29%	-	-	-
灵康药业集团股份有限公司	10.93%	14.80%	7.02%	2.12%	0.02%	0.02%	0.02%
深圳微芯生物科技股份有限公司	30.89%	51.64%	32.45%	24.09%	4.89%	4.09%	11.98%
湖南九典制药股份有限公司	8.65%	9.44%	8.39%	7.68%	-	0.09%	-
浙江东亚药业股份有限公司	3.81%	6.03%	9.77%	11.11%	-	-	-
浙江华海药业股份有限公司	11.20%	11.83%	10.33%	12.94%	-	-	-
南京健友生化制药股份有限公司	7.10%	9.47%	8.41%	8.92%	-	-	-
宁波美诺华药业股份有限公司	6.74%	7.83%	7.26%	5.76%	0.03%	0.02%	0.02%
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	20.35%	21.08%	23.19%	24.76%	0.14%	0.31%	0.27%
奥锐特药业股份有限公司	11.63%	10.84%	9.92%	9.17%	-	-	-
浙江花园生物医药股份有限公司	4.96%	8.31%	6.74%	5.05%	0.18%	0.13%	0.13%
华北制药股份有限公司	2.07%	2.94%	3.42%	3.39%	-	-	-
四川科伦药业股份有限公司	9.49%	9.06%	9.95%	12.30%	0.04%	0.04%	0.03%
上海复星医药(集团)股份有限公司	9.79%	10.50%	8.87%	9.29%	3.81%	3.50%	3.32%
简单平均:	9.67%	11.96%	10.32%	9.83%	-	-	-
中位数:	8.06%	9.25%	8.64%	9.05%	-	-	-

资料来源： 资讯，远东资信整理

(3) 盈利能力与财务杠杆

结合近年无风险资产利率来看，投入资本回报率（年化）如低于 2.0%，则这可视为盈利能力较差的表现。当然，如果企业仅某一年的投入资本回报率（年化）低于 2.0%，而大部分年份的投入资本回报率显著高于 2%，这可能也不会显著拖累其偿债能力。

一般来说，总债务资本化比率会明显低于资产负债率。如果某家企业的总债务资本化比率超过 50%，其资产负债率很可能会超过 60%。

从 2025 年前三季度的投资资本回报率看，低于 1.5%（年化相对于低于 2.0%）的企业有四家，分别是共同药业、灵康药业、东亚药业和博瑞医药。其中，灵康医药 2022-2024 年这三年的投入资本回报率为很大的负值，较弱的盈利能力值得关注。

从2025年第三季度末的总债务资本化比率看，显著高于50%的企业有两家，分别是共同药业和华北制药；低于50%但接近于50%的企业有三家，分别是联环药业、微芯生物、博瑞医药。

上述公司中，共同药业2024年以来，投入资本回报率持续偏弱，总债务资本化比率持续高于50%，该企业或面临不小的债务偿还压力。

表 8：2022 年至 2025 年 Q3 申万化学制药行业债券发行人投入资本回报率和总债务资本化比率情况

	投入资本回报率				总债务资本化比率			
	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024	2025Q3
浙江新和成股份有限公司	11.87%	8.49%	16.53%	13.72%	29.11%	27.87%	23.35%	20.96%
江苏联环药业集团有限公司	9.07%	6.51%	5.72%	2.12%	31.17%	33.96%	39.75%	46.53%
湖北共同药业股份有限公司	3.65%	1.69%	-1.17%	-0.93%	43.98%	43.42%	52.72%	56.98%
灵康药业集团股份有限公司	-9.47%	-9.29%	-8.22%	-1.88%	35.32%	37.79%	25.56%	27.91%
深圳微芯生物科技股份有限公司	1.12%	2.25%	-3.35%	2.74%	33.95%	38.71%	45.78%	48.34%
湖南九典制药股份有限公司	17.12%	17.64%	20.19%	13.77%	16.93%	16.52%	10.70%	15.35%
浙江东亚药业股份有限公司	5.00%	4.88%	-4.52%	-2.73%	6.26%	25.97%	29.73%	35.33%
浙江华海药业股份有限公司	9.82%	6.43%	7.77%	2.84%	46.99%	45.93%	45.33%	44.53%
南京健友生化制药股份有限公司	13.38%	-2.75%	10.28%	5.21%	32.46%	31.13%	24.27%	26.39%
宁波美诺华药业股份有限公司	11.66%	0.91%	3.12%	3.37%	35.78%	37.76%	36.93%	34.82%
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	6.66%	4.45%	3.84%	1.32%	47.43%	47.75%	47.80%	48.04%
奥锐特药业股份有限公司	12.58%	14.50%	13.26%	10.73%	3.03%	5.61%	28.90%	28.06%
浙江花园生物医药股份有限公司	13.31%	5.37%	6.90%	4.78%	19.58%	36.73%	35.98%	36.68%
华北制药股份有限公司	-0.04%	1.14%	2.90%	2.24%	63.95%	64.00%	63.17%	62.53%
四川科伦药业股份有限公司	7.78%	9.94%	11.21%	3.99%	37.31%	23.68%	13.60%	12.59%
上海复星医药(集团)股份有限公司	5.73%	4.26%	4.69%	3.76%	35.86%	38.28%	37.63%	37.65%
简单平均：	7.45%	4.78%	5.57%	4.06%	32.44%	34.69%	35.07%	36.42%
中位数：	8.42%	4.67%	5.21%	3.10%	34.64%	37.25%	36.45%	36.01%

资料来源： 资讯，远东资信整理

（4）偿债能力

“货币资金/短期债务”指标，在某种程度上来说，衡量的是账面现金对短期债务的即时偿还能力，更偏向从某一角度来考察企业流动性。“经营性现金流净额（OCF）/净债务”指标，考察的是考虑账面现金后(净债务等于付息债务减去货币资金)，企业通过自身业务经营造血能力创造的现金流来偿还债务的能力；如果该指标持续多年表现很差，这表明其自身业务经营造血能力很差（某一年表现差，可能还不能充分说明这一点）。“EBIT 利息保障倍数”指标考察的是用息税前盈利来偿还债务利息的能力，一般来说，在企业持续经营假定条件下，用“EBIT 利息保障倍数”指标来分析会优于“EBITDA 利息保障倍数”；此外，该指标得数小于 1.0 倍或表明通过其当年经营盈利来进行利息偿付面临困难。

从 2025 年 Q3 的“货币资金/短期债务”指标来看，共同药业、华海药业、华北制药的读数小于 0.5 倍，分别为 0.3 倍、0.33 倍和 0.17 倍，账面现金上的即时流动性或相对弱。从 2022-2024 年、2025 年 Q3 的“经营性现金流净额（OCF）/净债务”指标来看，共同药业、灵康药业、九典制药和东亚药业表现欠佳，通过其自身经营造血能力来偿还债务能力偏弱。从 2022-2024 年的“EBIT 利息保障倍数”指标来看，灵康药业和东亚药业表现欠佳，通过其当年经营盈利来进行利息偿付面临较大压力（另：正如前文所述，2025 年前三季度这两家公司的投入资本回报率均负值）。

表 9：2022 年至 2025 年 Q3 申万化学制药行业债券发行人偿债能力指标表现情况（单位：倍）

	货币资金/短期债务				经营性现金流净额（OCF）/净债务				EBIT 利息保障倍数		
	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024
浙江新和成股份有限公司	1.05	1.44	2.09	1.58	1.00	1.01	6.84	11.38	25.11	18.42	45.47
江苏联环药业集团有限公司	1.81	1.54	0.84	0.50	2.22	0.61	0.19	0.06	43.84	17.38	17.99
湖北共同药业股份有限公司	1.14	0.52	0.40	0.30	-0.07	0.11	-0.02	-0.01	4.36	2.73	-1.03
灵康药业集团股份有限公司	2.56	2.14	13.94	23.47	-1.50	-0.17	-10.91	-1.06	0.00	-375.17	-3.90
深圳微芯生物科技股份有限公司	2.41	2.20	1.57	1.06	0.14	-0.22	0.08	0.05	1.06	2.58	-1.80
湖南九典制药股份有限公司	2.83	5.21	13.32	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00	22.55	73.78	44.39
浙江东亚药业股份有限公司	2.15	1.96	1.13	0.55	0.00	0.00	-0.56	-0.33	0.00	0.00	-6.67
浙江华海药业股份有限公司	0.54	0.40	0.42	0.33	0.23	0.39	0.37	0.10	8.77	6.72	9.79
南京健友生化制药股份有限公司	0.71	0.58	0.82	0.71	0.38	1.15	1.42	0.93	49.47	-4.56	18.57
宁波美诺华药业股份有限公司	1.14	0.60	0.62	0.59	0.66	0.01	0.13	0.04	18.52	1.34	3.16
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	2.48	1.63	1.08	0.66	0.37	0.16	0.17	0.06	12.28	8.14	4.79
奥锐特药业股份有限公司	5.52	3.54	8.18	5.15	0.00	0.00	1.86	0.94	0.00	0.00	488.84
浙江花园生物医药股份有限公司	0.86	1.93	1.67	1.52	5.29	0.90	0.89	0.47	47.49	12.81	15.15
华北制药股份有限公司	0.18	0.13	0.20	0.17	0.11	0.10	0.13	0.07	-0.01	1.33	1.71
四川科伦药业股份有限公司	0.85	1.01	1.12	1.76	0.59	2.17	19.24	0.00	5.51	14.88	54.55
上海复星医药(集团)股份有限公司	0.89	0.68	0.57	0.50	0.30	0.16	0.20	0.13	7.23	4.18	4.84
简单平均:	1.70	1.59	3.00	3.36	0.61	0.40	1.25	0.80	15.39	(13.46)	43.49
中位数:	1.14	1.49	1.10	0.69	0.26	0.14	0.18	0.06	8.00	3.46	7.31

资料来源： 资讯，远东资信整理

3.小结与展望

综合上述分析来看，在债券发行人中，我国规模偏大的化学制药企业偿债能力相对较好，而少量规模偏小的化学制药企业或面临不小的盈利与偿债能力压力，特别是高财务杠杆的共同药业、在通过自身业务经营成果来偿债上能力不佳的灵康药业、东亚药业。

展望未来一年，预计多数化学制药行业债券发行人的信用状况将保持相对稳定，但规模偏小的化学制药企业的结构性风险仍值得关注。

【作者简介】

简奖平，远东资信研究院研究与发展部研究员，注册国际投资分析师，清华大学、对外经济贸易大学双硕士。

姚怀国，远东资信研究院研究与发展部研究员，中国社会科学院研究生院国民经济学硕士。

【关于远东】

远东资信成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构，是中国大陆首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

步入新时代，远东资信深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



远东资信评估有限公司 网址: www.sfecr.com

北京总部

地址: 北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话: 010-57277666

上海总部

地址: 上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话: 021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。