

2026 年下半年创新药行业前瞻：

景气回升与信用分化并行，价值驱动加速行业洗牌

工商部 | 肖尧、王雅倩

2026 年 6 月 9 日

摘要

当前，我国创新药行业在需求端，刚性增长与支付能力改善形成正向循环，医保加速准入与商保目录落地共同推动以价换量持续兑现。供给端，上市新药数量、BD（Business Development，商务拓展）出海总金额及研发管线规模均创历史新高，CXO 新签订单持续回暖，研发生产保持高度活跃。政策端，自主定价新机制落地，全链条支持措施进入精细化执行阶段，为行业发展提供制度支撑。信用端，多数企业杠杆较低、流动性相对充裕，信用风险整体可控；但部分中游企业营运效率偏低、再融资持续收紧，叠加海外监管不确定性或将引发尾部主体信用风险。多重因素影响下，预计 2026 年下半年，行业景气度将保持回升态势，延续“价值驱动、分化加速”格局。

一、行业属性界定与逻辑解构

1.1 行业分类与属性界定

1.1.1 需求端属性

创新药行业的需求端属性表现为临床需求驱动下的刚性增长与支付能力约束并存，二者的互动呈现出动态博弈的特征。

所谓刚性增长，源于疾病治疗的不可替代性：恶性肿瘤、罕见病、自身免疫性疾病等危重病缺乏有效根治手段，创新药往往成为延长生存期、改善生活质量的唯一或最优选择。同时，人口老龄化进程加速、疾病谱向慢性复杂化演变，使得临床对新机制、新靶点药物的需求持续攀升。这种刚性的底层逻辑在于生命健康的伦理优先性，面对明确的治疗获益，需求往往缺乏短期价格弹性。然而，刚性增长并不等同于无限扩张。支付能力构成了现实约束条件：一方面，医保基金的收支平衡决定了公共支付天花板，创新药的高定价与医保“保基本”的定位之间存在天然张力；另一方面，患者自费部分受家庭可支配收入与风险分担机制的制约。当支付能力不足时，部分刚性需求会被抑制或推迟，表现为有需求无市场的困境。因此，支付能力的提升，如医保谈判降价纳入、商业健康险覆盖扩大、患者援助项目普及，能够释放被压抑的临床需求，将潜在刚性转化为实际用药，进而刺激研发端的持续投入。反之，若支付能力长期滞后于刚性增长的速度，则会造成创新药可及性断裂，倒逼企业调整定价策略或退出特定市场。因此，创新药需求并非单向度的“刚需膨胀”，而是在临床必要性与经济可承受性的持续平衡中呈现非

线性演进。

1.1.2 供给端属性

创新药行业的供给端属性表现为技术密集与资本密集型深度耦合，创新药供给端本质上是在技术规律与资本逻辑的交织中，实现产能与创新的动态平衡。

技术密集体现在药物研发链条的多学科交叉性，从靶点发现、化合物筛选到临床试验和工艺放大，每个环节均依赖分子生物学、药物化学、临床医学等前沿知识的融合，且成功率较低。而资本密集则源于研发周期长、单药平均投入高以及大规模生产设施与质控体系的高昂建设成本。二者的互动逻辑表现为技术决定资本的需求规模，资本反哺技术的实现路径。具体而言，技术的高度不确定性催生了高强度的资本需求，从靶点验证到临床试验再到 GMP（Good Manufacturing Practice，药品生产质量管理规范）生产，任一环节失败都会导致资本沉没。这一特性使得创新药供给天然依赖风险投资、资本市场融资或大型药企的持续资金注入。反过来，资本的充足程度直接影响技术选择的广度与深度，当资本充裕时，企业可以同时布局多项新技术；当资本收缩时，研发管线被迫聚焦于成熟靶点或后期项目，前沿技术探索受到抑制。这种耦合关系塑造了创新药供给的基本格局。一是形成显著的规模门槛，缺乏持续融资能力的中小企业难以完成全链条研发；二是供给节奏与资本周期高度同步，资本繁荣时，临床试验申请激增，反之则行业进入调整；三是技术突破引发资本重配，如基因编辑等平台技术成熟时，大量资金涌入加速该领域供给释放。

1.1.3 产业链分析

创新药行业处于产业链的中游，是技术价值创造的枢纽，上游为其提供效率赋能与风险分担，下游通过支付与使用行为完成价值变现与反馈迭代。

创新药行业处于产业链中游的研发制造环节，上游为原料药、中间体及医药外包（CXO，包括 CRO、CMO、CDMO）等服务商，下游对接医院、药店、医保及患者终端。上下游与中游之间形成双向传导与风险共担的关联体系。上游通过专业化分工为中游赋能，将研发生产的部分环节外包，帮助创新药企降低固定成本、缩短周期。原料药与中间体的质量稳定性直接关系中游合规风险，同时，中游对纯度、工艺的高标准倒逼上游技术升级，研发管线的扩张也为上游带来持续订单。下游对中游构成市场验收机制，医院处方决定临床落地速度，医保谈判结果影响放量规模，患者支付能力与依从性验证药物商业回报。中游需根据医保准入规则、临床用药反馈，反向调整定价、推广及研发方向。下游未满足的临床需求（如耐药性、罕见病）则向上传导，引导中游新靶点、新适应症的开发方向。

1.1.4 周期属性

在融资周期、创新周期与商业化周期的共同作用下，创新药行业的周期属性体现为强周期波动与结构性成长的双重叠加。

融资周期方面，融资宽松期，资金大量涌入早期研发，推高估值与管线数量；融资紧缩期，

企业现金流承压，研发被迫收缩或延期。这一周期直接传导至创新周期，融资充裕时，企业可同时推进多个高风险靶点及新模式药物；融资收紧后，管线迅速向成熟靶点、后期项目聚焦，前沿探索放缓。创新周期反过来也驱动融资热度，技术突破会吸引资本集中配置，形成技术爆发、资金涌入、管线拥挤、估值泡沫、资本退出的循环。商业化周期则构成价值兑现的最终环节。一方面，药品成功上市并实现销售放量能够产生稳定的现金流，增强企业内生研发投入能力，同时向资本市场传递积极信号，降低后续融资成本，吸引更多长期资本布局；另一方面，商业化周期存在滞后性，从获批到医保准入、销售放量通常需要数年，导致前期研发投入难以及时转化为财务回报，现金流压力加剧了企业在融资紧缩期的脆弱性，可能迫使管线收缩或创新放缓。整体来看，三重周期叠加使创新药行业呈现强周期性波动，但其底层存在结构性成长逻辑。人口老龄化、疾病慢性化及技术迭代推动需求长期向上。周期波谷出清落后产能，波峰实现技术跃迁与产业升级，推动价值中枢在“繁荣-出清-再繁荣”循环中持续抬升。

1.2 政策与外部环境扫描

近年来，我国创新药行业政策体系不断完善，顶层设计与地方配套协同发力，从产业全链条支持、价格形成机制改革、出海环境应对、前沿技术方向引导等方面，形成了多维度、系统化的政策支撑格局。

产业政策方面，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》确立了顶层设计框架，统筹价格管理、医保支付、商业保险与投融资等政策，着力优化审评审批机制。2025年7月，国家医疗保障局与国家健康卫生委员会联合印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，提出5方面16条举措，覆盖研发、准入、临床使用和支付全链条。政策出台后，各省市积极响应，北京将创新药临床试验审批时限从60个工作日压缩至30个、药品补充申请审评时限从200个工作日压缩至60个；上海推出九大类28条重点支持措施；重庆提出到2027年力争创新药总数达10个的目标，并在临床试验、注册、融资等环节给予全程支持。一系列政策的落地，标志着创新药产业支持已迈入精细化执行阶段。

价格形成机制方面，2026年4月国务院办公厅印发的《关于健全药品价格形成机制的若干意见》确立了“自主定价+社会监督和同行评议”的新机制，要求企业综合临床价值、市场供求、竞争格局和社会承受能力等因素自主合理定价，并对新上市药品区分高水平创新药、改良新药、通用名药等情形分别予以政策支持和引导。对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，并保持一定时期内的价格稳定。这一制度变化赋予了企业更大的定价自主权，有助于更合理体现创新药的长期价值，但也对企业定价沟通与社会监督提出了更高要求。

国际贸易与出海环境方面，FDA（美国食品药品监督管理局）审评提速与中美地缘政治收紧正协同重塑跨境BD与海外临床格局。一方面，FDA于2025年推出的国家优先审查国家优先审查券计划（CNPV）可将部分药品审评周期从10~12个月压缩至1~2个月，提升创新药上市效率；另一方面，美国拟立法限制FDA采纳中国临床数据，并暂停部分中美细胞疗法试验许可，

推高研发壁垒。在此矛盾下，以 License-out 为代表的知识产权授权模式能有效规避关税风险，成为当前主流出海路径；但临床数据准入的门槛上升，正倒逼中国药企探索多元化策略，缓解单一市场数据准入风险。

技术变革方面，工信部等七部门印发的《医药工业数智化转型实施方案》明确推进人工智能向医药全产业链深度赋能；细胞与基因治疗领域，国务院发布《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》，确立了“技术+药品”双轨并行的监管体系；小核酸药物方面，国家药品监督管理局已实施 60 日默示许可制，多个基因治疗和核酸产品取得默示许可并开展临床试验。

表 1 近年来创新药行业主要政策

领域	政策文件	出台时间	出台机构	核心要点
产业政策	《全链条支持创新药发展实施方案》	2024 年 7 月	国务院审议	统筹价格、医保、商保、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制
	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	2024 年 7 月	国家药品监督管理局	探索 30 个工作日内完成临床试验申请审评审批
	《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》	2024 年 12 月	国务院办公厅	审评资源向临床紧缺创新药倾斜，按程序纳入医保
	《支持创新药高质量发展的若干措施》	2025 年 6 月	国家医疗保障局、国家卫生健康委员会	支持进医保和商保目录，鼓励临床应用，提高多元支付能力
	《商业健康保险创新药品目录》首批	2025 年 12 月	国家医疗保障局	纳入 19 种新药，探索医保与商保双轨支付
价格形成机制	《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	2026 年 3 月	国务院办公厅	构建“自主定价+社会监督和同行评议”机制，高水平创新药上市初期享有价格保护
国际贸易与出海环境	《药品生产企业出口药品检查和出口证明管理规定》	2025 年 11 月	国家药品监督管理局	以 GMP 检查与出口证明支持药品出口
技术变革	《医药工业数智化转型实施方案（2025—2030 年）》	2025 年 4 月	工业和信息化部等七部门	推进人工智能向医药全产业链深度赋能
	《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》	2025 年 10 月	国务院	确立了“技术+药品”双轨并行的监管体系

资料来源：根据公开资料整理

1.3 景气驱动因子与传导路径分析

创新药行业的景气传导遵循从宏观资金面到终端商业化的清晰链条，各环节互为因果、逐级推进。

宏观利率与融资环境的改善是整个链条的初始驱动力。当利率下行、资本市场流动性趋于宽松时，Biotech 的融资成本降低，一级市场风险偏好回升，使其获得充裕现金流来维持并扩张在研管线。融资回暖随即转化为对外包研发生产服务的采购意愿，由于轻资产的 Biotech 倾向于将非核心环节委托给专业 CXO 以加速资产开发，CXO 企业新增订单随之增长。随着订单按项目节点逐步执行交付，临床 CRO 依据完工进度确认收入，增强了 CXO 承接更复杂后期项目的的能力。在资金与外部研发服务的双重支撑下，创新药企能够更稳健地推动管线从早期探索迈向关键临床阶段，有效减少因资金中断而导致的管线搁置。顺利推进至后期阶段的产品随之提交新药上市申请，获得监管部门批准后，形成商业化放量。放量带来的销售收入一方面反哺企业

持续研发，另一方面也验证了创新药的临床与市场价值，形成正向循环。整体来看，从利率松绑到终端销售兑现环环相扣，融资环境的持续改善是撬动这一链条运转的前提条件，而任何一个环节的阻滞都会影响景气传递的效率。

二、行业景气度追踪与周期定位

2.1 需求侧景气度

2025 年，我国创新药需求端景气度较高；医保加速覆盖推动以价换量，肿瘤、自免、代谢等领域终端药品销售稳步增长，Biotech 收入分化但整体提升，BD 出海与 CXO 订单创新高，临床价值驱动需求持续释放。

2021 年以来，我国创新药市场需求遵循“医保加速覆盖、价格大幅降低、处方量快速攀升、多元需求分化”的演变路径。根据国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）数据，自 2018 年国家医保局成立以来，累计已有 700 余种创新药通过谈判纳入医保药品目录，其中 80% 的创新药能够在上市后两年内进入目录。2026 年新版目录新增 114 种药品，其中 1 类创新药达 50 种，覆盖 ADC、双抗、siRNA 等前沿技术路线，新增药品数量与创新药占比均创历年新高。医保谈判平均降价超 63%，以价换量的逻辑深化了创新药的市场可及性，行业正从价格竞争转向价值竞争，创新药的发展逻辑不再取决于上市数量，而取决于是否具备真实、差异化、可持续的临床创新价值。

根据米内网数据，终端用药需求方面，肿瘤领域创新药需求较大，2024 年，我国抗肿瘤和免疫调节剂（化药+生物药）三大终端六大市场销售规模超过 2,000 亿元；2025 上半年，我国三大终端六大市场销售额超过 8,400 亿元，其中抗肿瘤和免疫调节剂占化药及生物药大类的比重超过 20%，销售规模同比增长 7.44%。自身免疫领域，2024 年中国三大终端六大市场免疫抑制剂（化药+生物药）销售额超 330 亿元，同比增长约 9%；2025 年一季度超过 90 亿元，同比增长约 7%。随着自免生物制剂不断纳入医保覆盖，预计生物制剂渗透率将持续提升。代谢领域，近年来中国公立医疗机构终端糖尿病化药销售额呈上涨态势，2024 年，销售规模接近 300 亿元，同比增长 11.19%；2025 年前三季度，销售额超过 230 亿元，同比增长 3.79%。

Biotech 企业的收入增长呈现加速态势。根据国投证券数据，69 家 A 股及港股 Biotech 创新药公司 2024 年合计营业收入达 924.3 亿元，同比增长 36%，营业收入超过 1 亿元的公司达到 50 家。2025 年，各 Biotech 经营情况差异较大，其中，百济神州有限公司（以下简称“百济神州”）、上海君实生物医药科技股份有限公司（以下简称“君实生物”）主要产品收入同比增长均接近 40%；迈威（上海）生物科技股份有限公司（以下简称“迈威生物”）主要产品收入同比大幅增长，主要是与合作方的授权许可合同确认收入规模较大所致；四川百利天恒药业股份有限公司（以下简称“百利天恒”）主要产品收入同比大幅下降，主要是上年同期收到合作方首付款所确认的知识产权收入大于当年确认的里程碑收入所致。



表 2 创新药行业典型企业 2025 年产品销售情况对比

企业名称	产品	销售收入 (亿元)	销售收入增速 (%)
百济神州	抗肿瘤类药物	377.70	39.92
百利天恒	ADC (抗体偶联药物)、ARC (抗体偶联核素药物)、GNC (多特异性 TCE)	21.24	-60.16
迈威生物	单克隆抗体注射液等	6.59	229.97
君实生物	单抗药物、小分子药物、ADC (抗体偶联药物)、双特异性或多特异性抗体药物等	21.40	38.78

数据来源：企业预警通，大公国际整理

自 2023 年以来，我国创新药 BD 交易首付款及总金额持续攀升，根据医药魔方数据，2025 年我国创新药 BD 出海共完成 157 笔授权交易，总金额 1,356.55 亿美元，其中首付款 70 亿美元，三个核心指标均创下历史新高。CXO 新签订单自 2024 年起逐季回暖，2025 年头部企业普遍实现双位数增长。无锡药明康德新药开发股份有限公司（以下简称“药明康德”）在手订单同比增长 28.8%；康龙化成（北京）新药技术股份有限公司新签订单同比增长超过 14%；上海美迪西生物医药股份有限公司全年新签订单同比大幅增长 47%。2025 年，跨国药企面临新管线缺口，加速以高首付款抢购中国优质创新资产，推高 BD 交易额。BD 回流的资金直接转化为研发投入，叠加 ADC、多肽等产品的需求增长，驱动 CXO 新签订单大幅增长。

2.2 供给侧景气度

2025 年，我国创新药供给侧景气度显著回暖；CDMO 企业业绩大幅增长，创新药上市及对外授权交易金额均创历史新高，研发管线全球领先，行业加速向高价值转型。

2025 年，我国创新药供给侧景气度显著回暖。随着下游订单需求增长，2025 年一季度，CDMO 板块营业收入同比增长 11.35%，归母净利润同比大增 65.48%，扭亏趋势明确。全年来看看，药明康德化学业务收入 364.65 亿元，同比增长 25.5%，其中寡核苷酸和多肽（TIDES）业务收入同比大幅增长 96%；药明生物技术有限公司（以下简称“药明生物”）后期临床开发及商业化生产收入 94.6 亿元，同比增长 26.4%。产能扩张方面，凯莱英医药集团（天津）股份有限公司、药明生物等资本开支重点投向 ADC、多肽等新分子领域。头部 CDMO 企业在手订单维持 30%左右的高速增长，预计商业化产能扩张将继续提速。

研发管线方面，根据医药魔方数据，截至 2025 年末，全球处于活跃研发阶段的创新药物共有 14,088 个，其中，由中国企业自主研发的药物为 4,751 个，占总数的 33.7%，位居全球首位。2025 年，CDE 受理的 1 类创新药品种持续活跃，5 月受理 141 个品种，同比增长 2%；7 月受理 181 个品种，其中 IND 申请 174 个、NDA 申请 7 个。审批环节延续高效态势，7 月 1 类创新药完成审批 141 个品种，临床批准率维持在 98%以上。商业化方面，2025 年，我国批准上市创新药 76 个，超过 2024 年的 48 个，创历史新高。创新药对外授权交易总金额超过 1,300 亿美元，商业化库存正加速向商业价值转化。

2025 年，Biotech 进入壁垒显著提升。上半年一级市场融资事件 188 起，同比下降 7.4%；融资总额约 15.8 亿美元，同比下降约 24.5%。目前，我国大量项目集中于临床前及 I 期阶段，呈典型金字塔形分布，推动行业从数量向价值转型。根据医药魔方数据，2025 年 1 月 1 日至

12月2日期间，中国企业在License-out协议中的总交易金额超过1,216亿美元，相较于2024年全年529亿美元的规模实现翻倍增长，具备差异化竞争力的管线仍受跨国药企的追捧。

2.3 价格走势

2026年3月，《关于健全药品价格形成机制的若干意见》出台，药品价格治理从“控费压价”向“价值定价”转型；预计未来，政策红利将向具备差异化创新能力的头部企业集中，行业内部的分化态势或将加剧。

2018~2025年，我国创新药价格形成主要依托于医保谈判机制。2018年以来，创新药通过医保谈判首次纳入目录的价格平均降幅基本稳定在60%左右。这一机制的定价逻辑可概括为“以量换价”：创新药企以大幅降价为代价换取医保目录准入资格，通过快速放量对冲价格下降带来的收入损失，核心假设在于降价后的销量增长足以弥补单价下降。经过数轮调整，医保谈判在降幅预期、续约规则等方面已相对成熟。

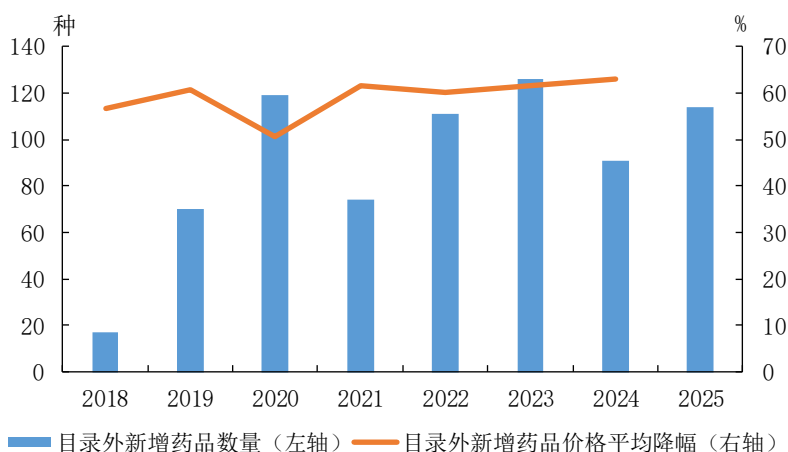


图1 2018~2025年国家医保药品谈判新增药品数量和降价幅度¹

数据来源：国家医疗保障局官网及公开信息，大公国际整理

以百济神州的泽布替尼为例，其近年来的国内价格与国内销售额联动轨迹完整验证了上述机制。泽布替尼2019年11月在美国首发上市，2020年国内首发定价11,300元/盒，2020年首次通过国家医保谈判，国内价格降至约6,336元/盒，降幅约44%；2021年因新增适应症参与续约后，价格进一步降至5,440元/盒，降幅约为14%；此后于2023年和2024年续约成功。国内销售额方面，2020年首次降价后次年国内销售额大幅增长；2022年适应症扩大后销售额增长至10亿元以上；此后在国家医保谈判续约的前提下，每年销售额增幅保持在30%以上。总体来看，国家医保谈判的框架下，“快速降价-快速放量-稳定增长”已发展成为较为成熟的商业逻辑。但另一方面，现有价格机制仍存在一定约束，谈判定价高度依赖医保基金支付能力，药品的长期价值受到“保基本”定位的制约，差异化程度高、临床价值大的创新药难以获得充分的溢价空间。

¹ 2025年目录外新增药品价格平均降幅尚未公布。

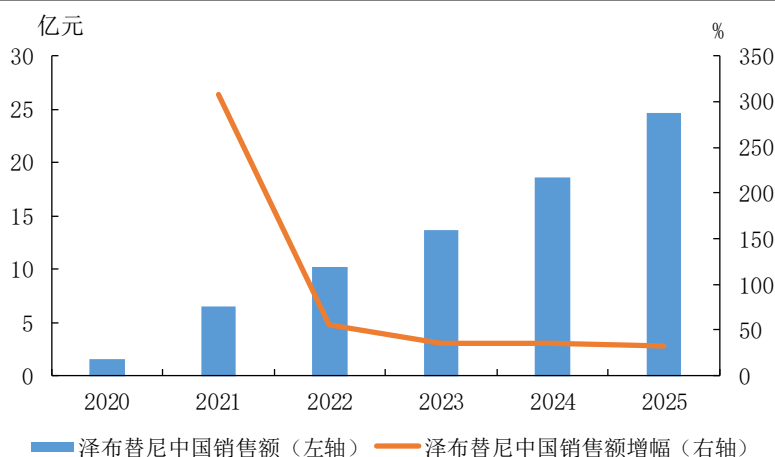


图 2 2020 年以来百济神州泽布替尼中国销售情况

数据来源：百济神州公告，大公国际整理

2026 年 3 月，国务院办公厅印发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，标志着药品价格治理从“控费压价”向“价值定价”的系统性转型。相较于原定价机制，该文件形成了三点突破：实行新上市药品企业自评制度，企业可综合临床价值、市场供求、竞争格局等因素自主合理定价，政府部门从直接定价者转向规则制定者；对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，给予价格稳定期；医保谈判逻辑从单点价格博弈转向基于首发价格合理性、临床价值和真实世界证据的综合评估。预计未来，具备显著临床价值差异化的创新药有望获得更合理的定价空间与更长的价格稳定期；反之，临床价值不明确或同质化严重的品种或将面临更严格的价值检验。政策红利将向具备差异化创新能力的头部企业集中，行业内部的分化态势或将加剧。

三、 微观财务映射与经营周期验证—以中部企业为基准

3.1 盈利能力与现金流质量：景气传导的微观验证

2025 年，中国医药制造业规模以上工业企业营业收入约 2.49 万亿元，同比下降 1.2%，利润总额 3,490 亿元，同比增长 2.7%²，行业整体增速低位运行，但内部分化显著。2025 年，头部企业如恒瑞医药、药明康德、百济神州，营业收入均在 300 亿元以上，且增速均超过 10%，毛利率均较高，销售商品和劳务收到现金/营业收入均大于 100%。整体来看，头部企业盈利能力增长强劲，毛利率高，现金流质量优异。

聚焦规模处于行业中游的典型企业（营业收入规模 50~100 亿元），盈利表现呈现明显分化。2025 年，艾力斯营业收入增速、毛利率和净利率高，盈利能力与现金流质量均较高；智飞生物营业收入同比大幅下滑、净利率为负，陷入严重亏损；其余多数企业（如天士力、恩华药业、凯莱英等）毛利率较高，但净利率较低，增长普遍放缓或下滑。总体来看，行业中游企业的盈利能力呈现清晰的“沙漏型”分布：少数具备核心品种和细分领域优势的企业盈利能力持

² 数据来源：国家统计局。



续改善，多数企业盈利能力一般。现金流质量方面，销售商品和劳务收到现金/营业收入普遍接近或超过 100%，显示整体收入质量较好、应收账款风险可控。整体来看，该梯队企业具备良好的现金回款能力，但真正实现高盈利与高增长协同的创新药企仍属少数。

表 3 创新药行业中游典型企业 2025 年盈利能力与现金流关键指标对比

企业名称	营业收入 (亿元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售商品和劳务收到现 金/营业收入 (%)
辽宁成大	99.02	-1.48	39.68	12.33	101.90
智飞生物	89.58	-65.61	7.84	-164.60	163.87
华海药业	85.87	-10.06	60.16	2.65	101.43
天士力	82.36	-4.50	61.83	17.13	109.13
上海莱士	73.48	-10.13	37.37	21.46	100.12
泰格医药	68.33	3.48	27.41	11.78	106.14
凯莱英	66.70	14.91	41.99	16.89	99.22
恩华药业	59.11	3.75	72.13	17.85	107.57
九洲药业	55.09	6.74	36.85	13.23	97.66
海普瑞	54.79	3.75	31.81	6.25	102.36
艾力斯	51.87	45.80	96.83	42.20	113.82
亿帆医药	51.33	-0.52	46.88	7.28	96.88

数据来源：Wind，大公国际整理

3.2 资本开支与资产效率：经营周期的方向判断

头部企业不仅在盈利能力上表现强劲，其资产效率也普遍领先，应收账款周转快、总资产周转率维持较高水平，经营周期健康。处于行业中部的企业在资本开支与资产效率同样呈现明显分化。2025 年，艾力斯应收账款周转天数仅 26.53 天、存货周转率 3.22 次、总资产周转率 0.75 次，效率处于较高水平，同时研发费用率在同梯队企业中处于中等偏高水平，销售费用率虽高但已转化为高效运营，处于快速扩张与收获期；恩华药业周转效率较高，研发费用率高，经营周期稳健向上；智飞生物严重恶化，应收账款周转天数高达 551.89 天、存货周转率仅 0.61 次、总资产周转率 0.22 次，叠加财务费用率 3.37%，资金被大量占用、库存积压，经营周期陷入危机收缩阶段。其余多数企业（如华海药业、天士力、凯莱英、九洲药业等）总资产周转率多在 0.34~0.51 之间，应收账款周转偏长（72~121 天），呈现“高投入、低周转”特征，资本开支效益尚未充分释放，经营周期处于调整优化或投入过渡期；而辽宁成大、上海莱士、泰格医药等总资产周转率均低于 0.35，资产创收能力很弱，属于低效稳态。总体来看，行业中游企业的资产效率呈现清晰的“哑铃型”分布：少数具备核心品种和精细化运营能力的企业（艾力斯、恩华药业）实现了资本开支的正向循环，极少数企业（智飞生物）陷入严重低效与危机，而多数企业资产利用效率偏低、经营周期承压，整体方向偏向谨慎调整，距离高效率收获期仍有明显差距。



表 4 创新药行业中游典型企业 2025 年资产开支与资产效率关键指标对比

企业名称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	研发费用率 (%)	财务费用率 (%)	应收账款周转天数(天)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)
辽宁成大	30.02	6.77	3.00	0.59	97.98	2.45	0.20
智飞生物	26.64	4.62	10.41	3.37	551.89	0.61	0.22
华海药业	18.37	18.15	14.31	2.89	121.80	0.96	0.41
天士力	28.92	8.76	9.27	1.82	81.51	2.00	0.37
上海莱士	4.56	6.38	3.04	-0.57	79.38	0.95	0.21
泰格医药	3.43	10.62	3.77	1.46	72.85	1.92	0.24
凯莱英	3.16	11.47	8.89	-0.98	101.39	2.72	0.34
恩华药业	35.77	4.46	11.60	-0.29	90.20	2.32	0.67
九洲药业	1.95	7.15	4.67	-0.30	72.40	2.08	0.51
海普瑞	7.82	7.65	4.13	-1.86	83.64	0.76	0.32
艾力斯	40.02	3.22	7.97	-0.94	26.53	3.22	0.75
亿帆医药	22.57	8.14	5.68	1.02	96.85	2.36	0.41

数据来源：Wind，大公国际整理

3.3 杠杆水平与流动性安全：信用风险的群体底色

通过中游典型企业来看，行业整体信用风险呈“多数安全、少数承压”，行业内部尚未出现系统性流动性危机，但个体分化显著。杠杆水平方面，普遍极低，个别偏高，资产负债率低于 20% 的企业占多数（艾力斯、恩华药业、凯莱英、上海莱士、泰格医药、九洲九州药业、天士力），这类企业偿债压力很小；辽宁成大、亿帆医药、海普瑞处于中等水平，华海药业明显偏高，是样本中杠杆最高的企业。流动性安全方面，两极分化明显，艾力斯、恩华药业、凯莱英、天士力、九洲药业、泰格医药、上海莱士的流动比率均大于 2，速动比率大于 1.5，短期资产对流动负债的覆盖非常充分，其中艾力斯、恩华、凯莱英的现金比率高，凭在手现金即可应对大部分短期债务；华海药业流动比率、速动比率、现金比率均较低，短期偿债已现缺口，流动性紧张；亿帆医药流动比率 1.29、虽略超 1 但现金比率仅 0.24，处于紧平衡状态；智飞生物流动比率和速动比率均大于 1，但其现金比率仅 0.21，且结合盈利巨亏、应收周转极差，实际流动性质量偏低。经营性现金流覆盖能力方面，优质企业造血强劲，部分企业为负或偏弱，上海莱士该指标为负，表明经营性现金流净流出，需依靠存量现金或筹资维持流动性，虽然杠杆极低，但自身造血能力存疑；辽宁成大该指标仅 0.04，亿帆医药 0.15，华海药业 0.14，均处于很弱水平，反映主业产生现金的能力不足。总的来看，行业中游创新药企的信用风险整体稳健偏乐观，大部分企业杠杆极低、流动性充裕、主业现金覆盖能力强，但部分企业已出现明确的偿债能力或经营恶化的危险信号，整体不存在系统性信用危机，但个体尾部风险正在暴露。



表 5 创新药行业中游典型企业 2025 年杠杆水平与流动性安全关键指标对比

企业名称	资产负债率(%)	流动比率	速动比率	现金比率	经营性净现金流/流动负债
辽宁成大	33.82	1.27	1.15	0.91	0.04
智飞生物	49.22	1.53	1.13	0.21	0.42
华海药业	56.02	0.96	0.55	0.17	0.14
天士力	18.20	3.57	2.95	1.23	0.62
上海莱士	14.1	3.64	1.68	0.51	-0.12
泰格医药	14.47	2.18	2.16	0.63	0.39
凯莱英	12.98	5.85	5.1	3.21	0.72
恩华药业	12.96	5.92	5.22	1.33	0.99
九洲药业	17.09	3.51	2.61	0.98	1.16
海普瑞	27.37	2.31	1.19	0.34	0.43
艾力斯	10.39	5.18	5.09	0.84	2.88
亿帆医药	32.18	1.29	0.88	0.24	0.15

数据来源：Wind，大公国际整理

四、信用分化与风险主体画像

4.1 分层视角下的信用风险画像

当前中国创新药行业正经历深刻的结构性变革，企业信用风险显著分化。从产业链与创新能力的视角，可将创新药相关企业划分为头部、中部与尾部三个层次，各层次面临不同的信用风险特征。

头部企业：具备“自我造血”能力。经历近多年沉淀，头部创新药企业已过渡到密集收获期，2024 年我国创新药市场规模突破 4,000 亿元³，“十四五”期间获批上市 113 个国产创新药，是“十三五”时期的 2.8 倍⁴，获批创新药主要集中在头部企业中，这部分企业盈利能力强，并可通过 BD 出海补充现金流，整体信用风险低。基于五家代表性头部企业的 2025 年主要财务指标来看，头部企业的营业收入均规模较大，除石药集团营收同比下降 10.35%外，其余四家均保持两位数增长，药明康德和信达生物增速分别高达 40.23%和 38.42%，显示头部企业内部已出现增速分化。盈利能力方面，除恒瑞医药毛利率为 47.03%外，其余四家毛利率均高于 86%，产品定价能力强，盈利空间充足。偿债能力上，五家企业的经营性净现金流/流动负债均超过 0.50，其中百济神州高达 1.76、信达生物达 1.19，经营性现金流足以覆盖全部流动负债，短期偿债能力极强，资产负债率整体偏低，财务结构稳健。尽管头部企业整体信用风险低，但仍需关注个别企业释放的潜在风险信号。石药集团 2025 年营收同比下降 10.35%，在五家企业中唯一下滑，这可能反映其核心产品面临集采压力或竞争加剧。为应对国内医保控费压力与商业化落地难度，部分企业可能选择延长下游回款账期或加大授信力度以换取销售增长。若石药集团或类似企业为稳住市场份额而过度放松信用政策，导致应收账款周转率持续恶化，将对其信用质量形成拖累。总体来看，头部企业整体信用风险处于低位，但需密切跟踪头部企业是否

³ 数据来源：药智数据。

⁴ 数据来源：《医药工业“十四五”期间产业升级突出进展和产业技术未来发展重点领域》报告。



通过放松信用政策维持市场份额，以及应收账款周转率是否出现趋势性恶化。

表 6 创新药行业头部企业 2025 年主要财务指标

企业名称	营业收入 (亿元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	资产负债率 (%)	经营性净现金流/流动 负债
恒瑞医药	454.56	15.84	47.03	22.18	0.85
药明康德	375.55	40.23	87.49	46.74	0.62
百济神州	316.29	13.02	86.21	11.55	1.76
石药集团	260.06	-10.35	65.59	26.01	0.57
信达生物	130.42	38.42	86.54	48.17	1.19

数据来源：Wind，大公国际整理

中部企业：流动性承压与战略抉择。中部企业处于信用分化的关键节点，其核心信用风险在于现金流覆盖能力和再融资空间的博弈。一方面，部分中部企业依托细分领域的技术优势或财务纪律的谨慎管理，有望实现向头部的跃升；另一方面，战略冒进者则可能因研发投入过度或 BD 交易承诺无法兑现而加速滑向尾部。在融资趋难的背景下，BD 交易日益替代传统融资，成为企业维持运营的生命线。然而，中部企业在 BD 市场上获得大额资金支持的门槛正在不断提高，部分缺乏优质资产储备的企业融资渠道将进一步收窄。中部企业需要审慎评估再融资空间，避免在研发投入与商业化兑现的时间错配中陷入流动性困境。

尾部企业：融资依赖与流动性枯竭风险。尾部企业的信用风险最为突出。这类企业通常尚未实现盈利，产品管线集中在早期临床阶段，融资渠道狭窄，高度依赖持续融资来维持日常运营与研发支出。根据代表性尾部企业 2025 年财务数据来看，大部分企业的经营性净现金流/流动负债为负，获现能力普遍较差；盈利方面，仅荣昌生物、诺诚健华实现盈利，但两者经营性净现金流/流动负债很低，现金流生成能力严重滞后于账面利润。泰诺麦普营业收入低、资产负债率高、经营性净现金流/流动负债为负，其核心产品斯泰度塔单抗注射液上市后销量极低，四年累计亏损近 20 亿元，是尾部企业流动性枯竭的典型缩影。整体来看，一旦再融资受阻，尾部企业将面临流动性枯竭的致命打击。需要警惕的是，部分企业短期内凭借 BD 交易获得大额首付款而暂时缓解资金压力，但这并不能从根本上解决“造血”能力缺失的问题。若企业核心管线后续临床数据不及预期、BD 交易因里程碑未达成而无法继续获得付款，甚至遭遇合作方“退货”，则信用风险将加速暴露。



表 7 创新药行业尾部企业 2025 年主要财务指标

企业名称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债率 (%)	经营性净现金流 /流动负债	主要核心产品
荣昌生物	32.42	7.10	50.21	0.02	维迪西妥单抗、泰它西普
诺诚健华	23.75	6.42	28.40	0.06	奥布替尼
科伦博泰	20.58	-3.82	18.73	-0.18	芦康沙妥珠单抗
迪哲医药	7.98	-7.64	56.85	-0.60	戈利昔替尼、舒沃替尼
迈威生物	6.59	-9.69	88.30	-0.13	阿达木单抗生物类似药、地舒单抗
亚虹医药	2.75	-4.16	24.03	-1.02	欧优比、迪派特
智翔金泰	2.26	-5.36	47.06	-0.71	赛立奇单抗注射液
泰诺麦博	0.51	-6.01	88.18	-1.28	斯泰度塔单抗注射液
海创药业	0.20	-1.37	18.80	-0.86	尚无药品获得商业销售批准

数据来源：Wind，大公国际整理

4.2 关键风险预警信号清单

创新药行业的信用风险预警可从宏观与行业层面、企业微观层面建立多维度的观察指标，实现对信用风险的前瞻性识别。

宏观与行业层面，需重点关注以下几类信号。一是一级市场融资趋势，2021~2024 年，创新药公司融资事件数量逐年下降，2025 年有所回升，这一指标标志着行业中尾部企业的资金来源。二是创新药 BD 交易首付款总额的变化，首付款体现的是合作方对创新资产的认可度，与远期高额但不确定性大的里程碑付款相比，首付款更能反映资产的实际定价和买方信心。若首付款增长放缓或出现下滑，需视为行业景气度转弱的预警信号。三是 FDA 对国产创新药连续发出 CRL（完全回应函）或 RTF（拒收信），2026 年 4 月，有两款国产抗癌药物收到 FDA 的 CRL，部分案例中 FDA 要求企业重新开展覆盖美国患者人群的临床试验。这对于依赖中国临床试验数据申请 FDA 批准的企业构成重大注册风险，需重点关注。四是头部 CXO 企业新签订单增速变化。CXO 订单是创新药研发景气度的先行指标，2025 年头部企业新签订单保持稳健增长，药明康德在手订单达 580 亿元，同比增长 28.8%。若这一指标出现增速放缓或由正转负，预示下游研发需求收缩。五是关键治疗领域的过度竞争，PD-1、ADC 等热门赛道靶点拥挤、同质化研发严重，行业内卷不仅消耗各方资源，还推动企业融资需求递增、利润空间收窄。

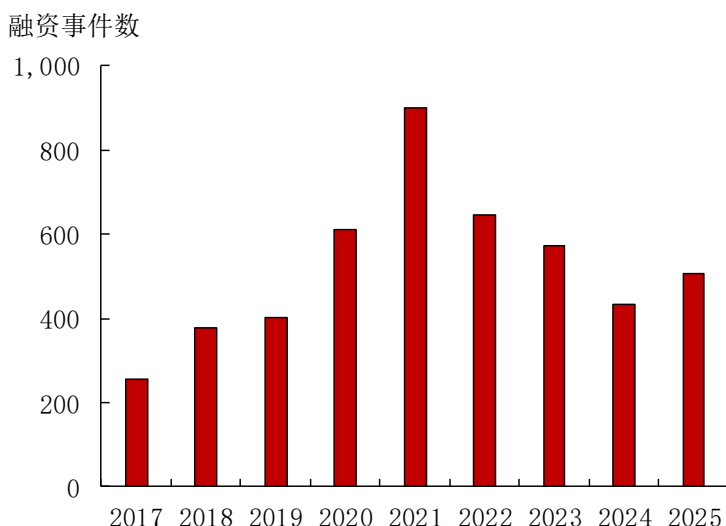


图3 2017~2025年中国创新药融资事件统计

数据来源：医药魔方 MedAlpha 新药投融资数据库，大公国际整理

企业微观层面，需要重点监测以下信号。一是经营活动现金流净额连续为负且缺口扩大，这意味着企业“造血”能力缺失，高度依赖外部输血维持日常运营；二是筹资活动现金流净额由正转负，反映外部融资意愿下降、再融资渠道收窄，企业获取外部资金支持的能力出现拐点；三是应收账款周转率恶化且账期持续延长，往往表明企业可能以放宽信用政策、延长下游回款账期为代价来维持市场地位，隐藏的信用风险随着应收账款质量下降而逐步积累；四是研发费用率异常下降且伴随核心管线推进停滞，提示企业可能因资金紧张而终止或削减关键管线的研发投入，长期竞争力将受到实质性损害；五是核心产品医保谈判降价幅度超出商业化回本预期，会直接削弱产品的商业价值与未来回报能力，影响企业整体的现金流预期；六是核心研发人员或管理层出现重大变动，如关键技术团队离任或核心高管流失，往往反映公司治理、战略稳定性或激励机制存在潜在问题，对企业长期经营带来不确定性。

4.3 信用利差与市场定价验证

创新药行业发行的无担保债券期限主要集中在1年期（含1年以下），3年期债券较少，发债主体信用级别集中于AAA/AAA_{stt}及AA+。以AA+级别债券进行观察，2023~2025年，信用利差整体呈波动收窄态势：3年期利差从2023年的303.5BP持续下降至2025年的160.7BP，1年期利差则由2023年的219.4BP降至2024年的114.8BP，但2025年小幅反弹至130.3BP。尽管当前AA+级别各期限利差仍保持正向（远高于无风险利率），但较2023年已出现显著收窄，尤其是3年期利差降幅接近一半。若企业的基本面（如研发管线进展、产品商业化收入、现金流覆盖能力等）并未发生实质性、跨越式改善，则当前利差的快速收窄可能反映出市场情绪过度乐观或流动性充裕下的配置驱动，存在信用风险被低估、未来利差向上修正的可能。此外，由于创新药行业发行债券样本量较少，信用利差分析结果可能存在一定偏差。



表 8 2023~2025 年创新药行业企业无担保债券发行信用利差(平均值)(单位:BP)

级别	期限	2025 年	2024 年	2023 年
AAA/AAA _{stt}	3 年	-	-	-
	1 年	28.5	46.1	8.6
AA+	3 年	160.7	236.7	303.5
	1 年	130.3	114.8	219.4

数据来源: Wind, 大公国际整理

五、行业发展展望

预计 2026 年下半年,我国创新药行业景气度将延续回升态势,行业整体信用风险可控,但内部信用分层将进一步加剧。具体来看,首先,需求端刚性增长与支付能力改善形成正向循环。疾病治疗的不可替代性叠加人口老龄化,使临床需求持续扩张;医保谈判加速创新药准入、商保目录落地为高价药提供补充支付渠道,以价换量的商业化逻辑继续兑现。第二,供给端多项指标处于历史高位,研发管线规模全球领先,上市新药数量及对外授权交易总金额均创纪录,合同研发生产组织新签订单持续回暖,表明研发生产活动保持活跃。第三,政策环境持续提供系统性支撑。全链条支持政策进入精细化执行阶段,自主定价新机制允许高水平创新药在上市初期维持合理价格并享有稳定期,审评审批时限压缩等举措共同降低了制度成本。第四,多数企业财务结构稳健,资产负债率偏低,流动性相对充裕,信用状况相对稳定。第五,尾部信用风险正在累积。一级市场融资总额同比下滑,依赖持续融资的未盈利企业现金流脆弱;部分中游企业应收账款周转偏慢、存货积压,经营性现金流覆盖能力不足;美国食品药品监督管理局对中国临床数据限制措施可能抬高海外注册壁垒,削弱部分企业的变现渠道。综合来看,具备核心品种和差异化管线的企业信用质量将保持稳定,而同质化严重、尚未形成造血能力的主体信用风险将加速暴露。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为大公国际,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。