



## 医药制造行业 2022 年信用风险展望

# 鼓励创新升级 信用风险分化持续

### 目录

行业政策.....	2
盈利能力.....	2
化学原料药.....	3
化学制剂.....	4
中药饮片、中成药.....	4
生物制药.....	5
债务压力.....	6
信用质量.....	7

### 分析师

徐梦琪                      010-67413400  
工商部 行业组长  
songmeilin@dagongcredit.com

### 客户服务

电话：010-67413300  
客服：4008-84-4008  
Email: research@dagongcredit.com

2021 年，集采及医保控费仍是医药行业政策的主旋律，预计 2022 年行业政策继续向医药创新倾斜，集采及医保控费政策持续推进。从细分行业来看，受品种间供需关系影响，化学原料药价格波动出现分化；随着医保谈判和带量采购的深化，药品和高值耗材的价格形成机制逐步透明，化学制剂行业结构将会被重塑；随着中成药进入全面集采，叠加合理用药、医保支付改革等政策的影响，中医药行业集中度有望进一步提升；血制品行业回暖明显，预计行业供需将进一步改善；疫苗强监管成为常态。2021 年，行业内存续债券总体规模较小，短期偿付压力不大；预计 2022 年医药制造业信用风险分化持续。

- **行业政策**：2021 年，集采及医保控费仍是医药行业政策的主旋律；预计 2022 年行业政策继续向医药创新倾斜，集采及医保控费政策持续推进。
- **盈利能力**：老龄化人口基数和占比的逐步提升驱动医疗需求持续释放；随着政策执行速度加快，药企业绩承压；行业整体面临结构性调整，细分行业竞争激烈程度将高于预期。
- **化学原料药**：受品种间供需关系影响，化学原料药价格波动出现分化；未来大宗原料药在政策驱动下将趋向集中化、规模化的高质量发展。
- **化学制剂**：随着医保谈判和带量采购的深化，药品和高值耗材的价格形成机制逐步透明，化学制剂行业结构将会被重塑。
- **中药饮片、中成药**：随着中成药进入全面集采，叠加合理用药、医保支付改革等政策的影响，中医药行业将重新洗牌，行业集中度有望进一步提升。
- **生物制药**：血制品行业回暖明显，预计行业供需将进一步改善；疫苗强监管成为常态，行业质量标准 and 集中度持续提升。
- **债务压力**：行业内存续债券主要集中在 1 年以内到期，但总体规模较小，短期偿付压力不大。
- **信用质量**：2021 年，医药制造业信用风险继续分化，预计 2022 年医药制造业信用风险分化持续，需持续关注政策调控对行业的影响。

2021 年 12 月 30 日

## 行业政策

2021 年，集采及医保控费仍是医药行业政策的主旋律，一系列鼓励医药创新的政策相继出台；预计 2022 年行业政策继续向医药创新倾斜，有助于创新药的加速放量，仿制药生产企业将面临新的竞争格局，集采及医保控费政策将持续推进。

2021 年，集采及医保控费仍是医药行业政策的主旋律，同时一系列鼓励医药创新的政策相继出台。

2021 年 3 月，国家医疗保障局召开 2021 年医保支付方式改革试点推进会，根据国家医保局部署，30 个 DRG 试点城市和 71 个 DIP 试点城市在今年内分批进入实际付费，2021 年底前全部试点城市实现实际付费，DRG 与 DIP 医保付费制度双策并驱已成定势。2021 年 11 月，国家医疗保障局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，明确 2025 年底完成 DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖；DRG 付费、DIP 付费相比控制药占比、限制辅助用药等政策，将是更细化有效的控费手段。同时，随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已开展 5 批 6 轮药品集中带量采购，覆盖品种由前期的 112 个快速扩容到 219 个，平均降价幅度超过 52%，全国药品集采和医保谈判常态化，准入模式已转向产品和价格优势导向。多项改革举措在 2021 年实现落地和完善，行业生态加速进化中，适者生存，从支付端寻找出路，医保控费常态化推进，并且反映出对创新药定价的支持，医保基金持续对仿制药的议价，表现出鼓励研发创新及国产替代的导向。

与此同时，2021 年 7 月，国家药品监督管理局药品审评中心发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，鼓励差异化创新，药物研发以患者需求为核心，以临床价值为导向，将有限的审批资源用在解决临床急需方面；行业内有创新、有能力的药企市场占有率将进一步提升。2021 年 12 月，2021 年版国家医保目录发布，74 种药品新增进入目录，新纳入品种范围包括近 5 年新上市或说明书修改的药品，国家基本药物以及新冠肺炎治疗用药；从谈判情况来看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%，创历年来新高，其中 27 个创新药物实现当年上市、当年进医保的进度，23 个国家重大新药创制药品进入谈判环节，其中 22 个药品谈判成功。整体看，具备先发优势的差异化创新依然是实现突围取得较高定价的关键，长期来看政策仍将继续推动行业向创新转型，仿制药生产企业将面临新的竞争格局。预计 2022 年行业政策继续向医药创新倾斜，有助于创新药的加速放量；集采及医保控费政策将持续推进。

## 盈利能力

老龄化人口基数和占比的逐步提升驱动医疗需求持续释放；随着政策执行速度加快，药品价格下行压力仍较大，药企业绩承压；行业面临结构性调整，细分行业竞争程度将高于预期。

随着我国经济的发展，城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识不断提高，老龄化人口基数的增长和人口占比的逐步提高对药品消费起到持续推动的作用，



将驱动医疗需求持续释放。2021年1~9月，全国居民人均可支配收入26,265.0元，扣除价格因素，实际增长9.7%，城镇居民和农村居民人均可支配收入分别同比增长8.7%和11.6%；人均医疗保健消费支出1,557.0元，同比增长16.4%，占人均消费支出的比重为9.0%。同时，我国人口数量持续增长，2020年末全国总人口为14.1亿，其中65岁及以上人口1.9亿，占总人口的比重飙至13.5%。

2021年1~11月，医药制造业实现营业收入和利润总额分别为26,094.6亿元和5,403.5亿元，同比分别增长20.9%和70.8%，实现高增长，其中行业利润增速高于收入增速主要是去年同期受疫情影响较大，部分细分领域销售费用率较高，今年随着疫情的常态化控制，利润水平得以快速恢复所致。整体看，行业增长态势良好，受疫情的影响已基本消除。预计2022年，随着政策执行速度加快，药品价格下行压力仍较大，药企业绩承压；行业整体面临结构性调整，细分行业竞争激烈程度将高于预期。从细分领域来看：

**化学原料药——受品种间供需关系影响，化学原料药价格波动出现分化；未来大宗原料药在政策驱动下将趋向集中化、规模化的高质量发展。**

2021年前三季度化学原料药价格波动出现分化。2021年3月以来，维生素市场逐步复苏，但供需整体仍偏紧，维生素价格震荡波动，其中维生素A、B、D、K价格均出现不同程度的下跌，主要由于下游市场维生素消耗速度放缓，市场需求依旧低迷从而拉低部分维生素价格；由于国内疫情的不定性及海外疫情的不断反扑，维生素C需求不断增加，在双控政策、原材料供应紧张及成本上涨等多重因素的压力下，维生素C价格持续拉涨。2021年初，随着行业需求回暖、抗生素企业库存压力减小，主要抗生素中间体价格均出现不同程度增长，其中2021年3月青霉素工业盐价格突破去年高位；2021年6月以来，抗生素企业产能保持均衡，价格趋于稳定。特色原料药和激素类整体市场需求相对较为稳定，价格波动较小。预计2022年，品种间供需关系仍是影响原料药未来价格走势的主要因素，随着疫情防控的常态化和全国药品集采的稳步推进，下游需求趋于稳定，供需恢复平衡，原料药价格将回归稳定；同时，国家频出原料药相关产业政策将使得行业趋向规模化，集中化的高质量发展。



表 1 2020 年 1~9 月及 2021 年 1~9 月主要原料药价格情况 (单位: 元/千克、%)

类别	产品	2021 年 1~9 月均价	2020 年 1~9 月均价	变动幅度
维生素类	市场报价:维生素 A:国产	324.38	423.85	-23.47
	市场报价:维生素 B1:98%:国产	172.35	204.45	-15.70
	市场报价:维生素 B6:98%:国产	127.21	145.28	-12.44
	市场报价:包衣维生 C(VC):97%:国产	48.97	28.14	74.04
	市场报价:维生素 D3:国产	115.37	191.66	-39.81
	市场报价:维生素 E:50%:国产	77.38	66.65	16.11
	市场报价:维生 K3:MSB96%:国产	70.48	85.36	-17.44
抗生素类	单价:头孢克肟	1,547.22	1,544.44	0.18
	单价:青霉素工业盐 (元/BOU)	119.44	73.61	62.26
	单价:硫氰酸红霉素	452.78	354.44	27.74
	单价:6-APA	255.00	186.39	36.81
	单价(含税):阿莫西林	221.67	192.50	15.15
沙坦类	单价:厄贝沙坦	635.00	741.67	-14.38
	单价:替米沙坦	1,211.11	1,150.00	5.31
激素类	单价:地塞米松磷酸钠	7,833.33	7,788.89	0.57
	单价:皂素	494.44	533.33	-7.29
	单价:双烯(双烯醇酮醋酸酯)	911.11	943.33	-3.42

数据来源: Wind, 大公国际整理

化学制剂——随着药品和高值耗材的价格形成机制逐步透明，常态化的集中采购将重塑行业结构；随着医保谈判和带量采购的深化，未来创新药生产企业的竞争将加剧。

伴随着疫情的常态化控制及经济的逐步恢复，2020 年 3 季度以来，一致性评价通过药品数量逐步进入快速增长期，截至 2021 年 3 月末，我国通过一致性评价的药品数量同比增长一倍以上，创单季度通过药品数量历史新高。此外，药品集中带量采购工作常态化的推动进一步压缩仿制药利润空间和生命周期，市场格局的洗牌或调整将进一步促进仿制药生产企业更新产品线，优化产品组合，控制生产成本，加大对高壁垒仿制药和新药的研发投入，进而加速产业升级，行业集中度有望进一步提升。预计未来，随着药品和高值耗材的价格形成机制逐步透明，常态化的集中采购将重塑行业结构；仿制药或将逐渐退出市场主流，让道壁垒较高、竞争格局较好的创新药品。

在创新药方面，利好政策频出，国家医保目录加快纳入新上市药品，鼓励创新药企业发展，国内获批创新药放量迅速。随着带量采购的常态化，创新研发实力仍是未来药企发展的核心竞争要素。随着创新药企数量的增长，且随着医保谈判和带量采购的深化，创新研发实力仍是未来药企发展的核心竞争要素，具备差异化的创新药企往往具有更大的议价空间和自主定价权，从而更快实现现金流回笼和进入研发-上市的良性循环，未来创新药生产企业的竞争将加剧。



中药饮片、中成药——2021 年以来，中药材市场整体呈现回暖态势，中药材价格普涨；随着中成药进入全面集采，叠加合理用药、医保支付改革等政策的影响，中医药行业将重新洗牌，行业集中度有望进一步提升。

从上游原材料价格来看，2021 年以来，中国成都中药材价格指数震荡上行。分季度看，一季度受疫情反扑影响，清热类药材市场需求较高，且部分药材受冻、减少，中药材价格指数持续小幅增长；二季度期间，在产新题材利好、商家投资显著增加的带动下，中国成都中药材价格指数继续上涨；7、8 月份为传统淡季，中药材市场活跃度不高，价格指数略有下降，而后受涉疫类题材热点带动，中药材价格指数有所回升，扭转淡季态势；9 月以来，传统中药材市场迎来旺季，需求强劲，且随着疫情对市场交易影响的逐步减小，中药材价格指数上行趋势显著。

中药材非道地产区盲目植造、农残超标、药效参差不齐等问题严重制约着整个中医药行业的发展。传统粗放式的生产模式已无法满足中药行业的健康发展，中药饮片进入全面整治阶段，2021 年 4 月，随着新版《中医药典》的实施，中药材质量标准进一步提升，中药材将朝向安全用药施肥和绿色化种植升级。与此同时，医保控费下中成药招标降价以及医院端降低药占比的改革，使得临床应用时对辅助用药中的中药种类加以严格限制，预计未来这一趋势将会延续。此外，随着中成药进入全面集采，叠加合理用药、医保支付改革等政策的影响，中医药行业将重新洗牌，行业集中度有望进一步提升。

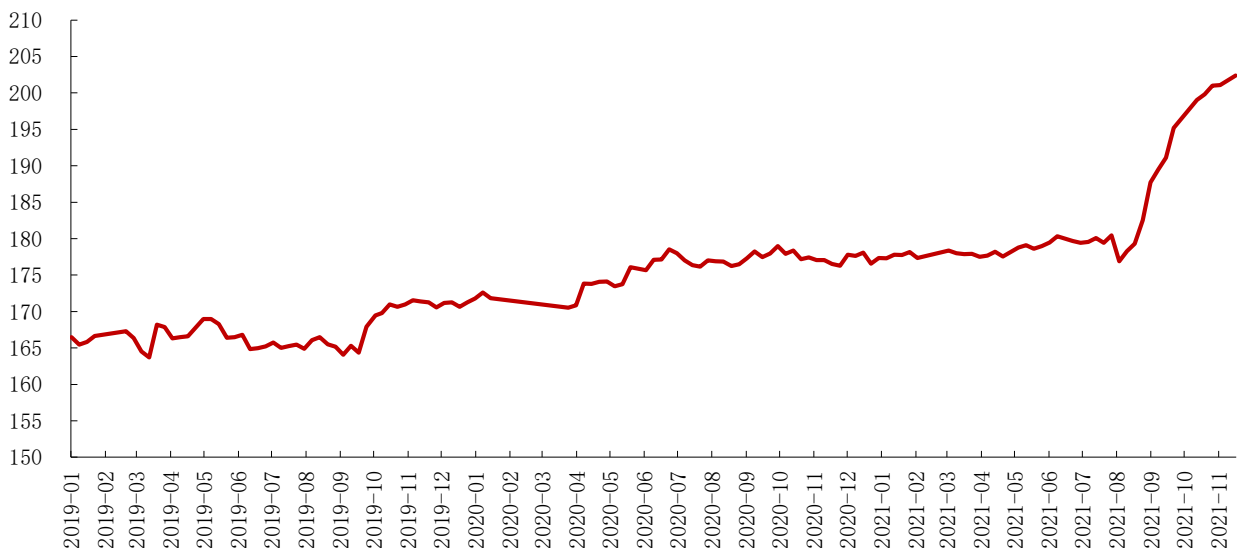


图 1 2019 年以来中国成都中药材价格指数（综合 200）

数据来源：Wind，大公国际整理

生物制药——血制品行业回暖明显，预计行业供需将进一步改善；疫苗强监管成为常态，行业质量标准和集中度持续提升。

血制品方面，2021 年以来，血制品行业总体回暖明显，行业景气度持续回升。从批签发端来看，2021 年 1~11 月，我国主要血制品品种人血白蛋白（10.0G/瓶）和静丙（2.5G/瓶）批签发量同比分别增长 6.0%和 10.0%，叠加院内诊疗流量的逐步改善，血制品行业景气度不断提



升。终端销售方面，当前企业和渠道库存也呈现出良好的边际改善趋势。但血制品行业资源稀缺属性突出，当前行业仍处于供应紧俏的态势；预计 2022 年，随着疫情常态化的控制，血制品行业供需将进一步改善，景气度有望进一步提升。

疫苗领域,2021 年 1~11 月,我国疫苗行业累计批签发量为 5,144 批次,同比增长 11.4%,批签发情况总体较好。与此同时,受疫情持续反扑影响,居民对流行性疾病预防的关注度也大幅提升,流感疫苗和肺炎疫苗批签发量同比分别增长 99%和 68%。新冠疫苗方面,自《疫苗管理法》实施以来,各省市纷纷开展疫苗质量专项检查,确保每支接种疫苗可全链条追溯,疫苗管理进入监管常态化。截至 2021 年 11 月末,国内共 25 个新冠疫苗进入临床试验,4 个疫苗获得我国国家药品监督管理局批准附条件上市,3 个疫苗于近期在我国获批紧急使用,14 个疫苗在境外获批开展III期临床试验,我国新冠疫苗已具备全球第二的疫苗供应能力。随着国内加强针和国外出口疫苗的增多,新冠疫苗依然会保持供需偏紧的状态;预计 2022 年疫苗行业强监管成为常态,质量标准进一步提升,行业集中度持续提升。

## 债务压力

2021 年,医药制造业新发债券规模同比增加,仍向高级别主体集中;截至 2021 年末,医药行业期末存续债券主要集中在 1 年以内到期,但总体规模较小,短期偿付压力不大。

从发债情况来看,2021 年<sup>1</sup>,医药制造业<sup>2</sup>共发行 67 只债券,涉及主体 21 家,发行金额为 454.85 亿元,同比增加 1.84 亿元;从债券结构来看,新发行债券以超短期融资券、中期票据及公司债为主,占比分别为 59.47%、16.82%和 11.54%。整体看,2021 年以来新发行债券仍以短期类债券为主,整体结构保持稳定。从级别分布看,2021 年,医药制造业发债主体级别主要集中在 AA 及以上,AAA、AA+、AA 及 AA 以下级别的主体占比分别为 23.81%、42.86%、14.29%和 19.05%,其中主体级别为 AAA 的占比明显提升,主体级别为 AA 和 AA+的占比有所下降。总体来看,发债主体仍向高级别集中,信用资质整体较高。

**表 2 2021 年医药制造业新发行债券结构 (单位:亿元、%)**

项目	中期票据	超短期融资券	企业(公司)债	可转债	短期融资券	合计
金额	76.50	270.50	52.50	39.35	16.00	454.85
占比	16.82	59.47	11.54	8.65	3.52	100.00

数据来源:Wind,大公国际整理

存续债方面,截至 2021 年 12 月 29 日,医药制造业有存续债的发行主体共计 43 家,同比减少 1 家,公开债券市场上存续债券<sup>3</sup>104 只,合计 814.87 亿元,同比下降 40.20%,其中规模较大的债券种类主要是中期票据、企业(公司)债和可转债,分别占比 35.16%、30.91%和 18.59%。

<sup>1</sup> 统计期限为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 29 日,同比分析统计期限为 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 29 日。

<sup>2</sup> 统计口径为 Wind 行业分类中三级分类为制药的企业,剔除城投债、证监会主管 ABS 及交易商协会 ABN。

<sup>3</sup> 统计口径为 Wind 行业分类中三级分类为制药的企业,剔除城投债、证监会主管 ABS、私募债、定向工具及交易商协会 ABN。

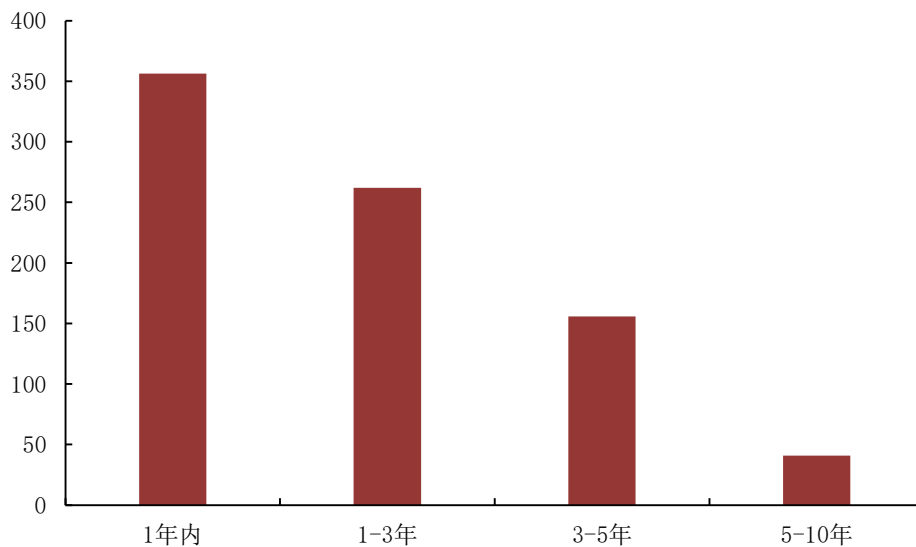


**表 3 截至 2021 年 12 月 29 日医药制造业存续债券品种结构（单位：亿元、%）**

项目	企业(公司)债	中期票据	短期融资券	超短期融资券	可转债	合计
金额	251.86	286.50	16.00	109.00	151.51	814.87
占比	30.91	35.16	1.96	13.38	18.59	100.00

数据来源：Wind，大公国际整理

从期限结构来看，医药制造业存续债券在未来 1 年以内到期的规模为 356.43 亿元，占比 43.74%，略有集中，其中以 AA+及以上主体为主，AAA 主体占比 25.00%，AA+主体占比 60.00%，AA 及以下主体占比 15.00%；医药制造业融资以权益融资为主，信用债融资整体规模较小，短期偿付压力不大。



**图 2 截至 2021 年 12 月 29 日医药制造业存续债券期限结构**

数据来源：Wind，大公国际整理

## 信用质量

2021 年，医药制造业 5 家主体级别被调低，信用风险继续分化；2022 年，预计医药制造业信用风险分化将持续，需持续关注政策调控对行业的影响。

2021 年<sup>4</sup>，医药制造业级别变动 5 家，均为级别下调，信用风险继续分化，分别为湖南景峰医药股份有限公司（以下简称“景峰医药”）、浙江亚太药业股份有限公司（以下简称“亚太药业”）、延安必康制药股份有限公司（以下简称“延安必康”）、同济堂医药有限公司（以下简称“同济堂”）和广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”）。

<sup>4</sup> 统计期限为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 29 日。



**表 4 2021 年医药制造业发债企业的主体级别及展望调整情况**

序号	企业名称	调整日期	评级机构	调整前	调整后
1	湖南景峰医药股份有限公司	2021.06	中诚信国际	AA-/负面	A/列入观察名单
		2021.08	中诚信国际	A/列入观察名单	BBB/列入观察名单
		2021.09	中诚信国际	BBB/列入观察名单	BB/列入观察名单
		2021.10	中诚信国际	BB/列入观察名单	B/列入观察名单
2	浙江亚太药业股份有限公司	2021.03	上海新世纪	A-/负面	BBB/负面
		2021.05	上海新世纪	BBB/负面	BB/负面
		2021.11	上海新世纪	BB/负面	B/负面
3	延安必康制药股份有限公司	2021.01	联合资信	BB/负面	C/-
4	同济堂医药有限公司	2021.03	中诚信国际	BBB-/列入观察名单	B/列入观察名单
		2021.04	中诚信国际	B/列入观察名单	CC/列入观察名单
		2021.04	中诚信国际	CC/列入观察名单	C/-
5	广东太安堂药业股份有限公司	2021.01	中诚信国际	A+/列入观察名单	BBB-/列入观察名单
		2021.06	中诚信国际	BBB-/列入观察名单	BBB-/负面

数据来源：Wind，大公国际整理

受医药行业政策和营销体系改革影响，景峰医药主要产品量价呈下滑趋势，2020 年营业总收入大幅下滑，期间费用率快速攀升，同时计提资产减值，盈利和获现能力弱化，造成当期出现大额亏损；财务杠杆率上升较快，偿债指标显著弱化，面临很大的短期偿债压力；同时，子公司借款及本部对子公司担保逾期，资产处置进展较慢且转让款到位时间具有较大不确定性；控股股东所持部分股份被司法冻结，且其与一致行动人所持景峰医药股份质押比例较高，对后续备用流动性的支持减弱。亚太药业重要子公司上海新高峰生物医药有限公司财务造假，被证监会行政处罚，或将引发投资者索赔；2020 年及 2021 年第一季度，扣非净利润均处于亏损状态，且实际控制人及其一致行动人所持股份质押及冻结比例极高，所持部分股票多次因金融借款合同纠纷等被司法变卖及遭遇流拍。延安必康的控股股东及其关联方非经营性占用资金，通过虚假财务记账、伪造银行对账单等方式，虚增货币资金；2021 年，延安必康在证券虚假陈述系列案件外，还有多起未结重大诉讼仲裁事项，或面临大额赔偿，截至 2021 年 11 月 11 日，控股股东新沂必康新医药产业综合体投资有限公司持有的延安必康股份被全部冻结及轮候冻结。同济堂内部控制及公司治理存在缺陷，与控股股东及关联公司的关联交易较多，同时债务结构主要以短期有息债务为主；2016~2018 年通过与控股股东及关联方交易虚增收入及利润，2019 年末发生大额关联方占款，流动性紧张且银行借款发生逾期，短期偿债压力较大，外部融资环境恶化；大额关联方占款长期未归还，湖北同济堂投资控股有限公司持有的同济堂股权全部被质押和轮候冻结，控股股东新疆同济堂健康产业股份有限公司因涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案调查且面临退市风险；2020 年以来，同济堂收入规模大幅缩减，发生大额亏损，经营性现金流恶化，货币资金对短期有息债务的覆盖程度明显下降，于 2021 年 4 月发生实质违约。2020 年以来受新冠疫情、销售效果不佳及期间费用上升等影响，太安堂收入利润水平下滑，为筹集资金偿还债务，2020 年 7 月以来太安堂不断推进控股子公司广东康爱多数字健康科技有限公司（以下简称“康爱多”）的股权转让工作，康爱多 2019 年营业收入占太安堂





营业收入的比例达 77%，2021 年 9 月末，太安堂总资产较 2020 年末下降 9.83%，前三季度营业收入规模同比大幅下降 42.70%，主要由于康爱多不再纳入合并范围，太安堂的主营业务结构产生较大影响。

2021 年以来，医改政策持续深化，控费降价总基调不变，药品及耗材带量采购工作呈现常态化，在全面鼓励创新的政策影响下，医药制造企业将继续向研发创新型药企转型，并将带动行业整体优化升级。综上，预计 2022 年医药制造业信用风险分化延续，产品研发创新能力及费用控制能力较好的药企信用资质有望提升；医药行业并购活动活跃，在药品降价趋势下商誉减值风险较高的企业面临的信用风险增大；行业政策可能对部分药企带来品种竞争力减弱影响，中小企业尤其小型普药、以辅助用药为主的制药企业面临信用资质下降风险，需持续关注政策调控对行业的影响。

## 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。