

发布时间：  
2021年4月16日

撰写人

张旻熿  
+86 021-51035670  
zhangmy@cspengyuan.com

刘书芸  
+86 021-51035670  
liushuy@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 化学药品制剂行业：业绩增速大幅下滑，企业业绩分化加大，部分企业面临一定偿债压力

### 核心观点

- **政策叠加疫情影响，化药制剂企业业绩增速大幅下滑，预计2021年业绩增速有所回升但维持在较低水平。**2020年是前三批国家带量采购、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期；同时，受新冠疫情的影响，企业生产延滞、医院就诊人数下降，化药制剂企业业绩增速大幅下滑；2020年1-9月化药制剂样本企业营业收入增长率、利润总额增长率中位数分别较去年同期下降17.04个百分点、14.87个百分点。中证鹏元预计，2021年新冠疫情对化药制剂行业冲击将会减弱，考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计化药制剂企业业绩增速有所回升但仍将维持在较低水平。
- **随着限制辅助用药、带量采购、医保药价谈判等政策推进，预计2021年化药制剂企业业绩分化将进一步加大。**国家重点监控目录品种收入占比较大的样本企业主要为双鹭药业、赛隆药业、誉衡药业、哈三联等，上述企业2020年1-9月营业收入增长率、利润总额增长率均值分别为-40.82%、-36.05%，远低于样本企业均值。带量采购政策影响不一，品种多元化程度较低的企业短期内业绩受带量采购影响较大，规模较大的原料药制剂一体化企业从带量采购政策受益。同时，随着医保药价谈判推进，医保目录动态机制形成，创新药收入占比较高的企业面临一定的发展机遇。预计未来随着相关政策的推进，化药制剂企业业绩分化将进一步加大。
- **部分化药制剂企业面临一定偿债压力。**化药制剂样本企业财务杠杆水平整体较为稳定且处于较低水平；现金类资产对短期有息债务整体覆盖程度较好。样本企业中华北制药、东北制药负债搬迁生产基地，人福医药、科伦药业对外投资相对激进，财务杠杆水平相对较高，现金类资产对短期有息债务覆盖程度欠佳，面临一定的偿债压力。

## 一、行业展望

**预计 2021 年新冠疫情影响将进一步降低，医保控费政策继续推进，我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大**

受医保控费政策、新冠疫情影响，2020 年我国化药制剂销售额下滑，预计 2021 年我国化药制剂行业业绩将有所回升但仍维持在较低水平。医药行业是高监管行业，受政策的影响相对较大。2020 年是“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020 年 1-9 月我国化药制剂业绩下滑。分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖。目前我国新冠疫情虽然有零星爆发，但整体较为可控，2020 年底我国新冠病毒疫苗接种工作已开展，未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，2021 年化药制剂行业业绩将有所回升；但考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2021 年化药制剂行业业绩增速仍将维持在较低水平。

**表1 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售逐步回暖**

指标	2020 年 1-9 月同比	分季度同比		
		2020 年 1-3 月	2020 年 4-6 月	2020 年 7-9 月
重点城市公立医院化药销售额	-12.35%	下滑超过 20%	下滑 13%	下滑不足 3%

资料来源：米内网，中证鹏元整理

随着一致性评价、带量采购、医保药价谈判等政策的推进，预计 2021 年化药制剂行业业绩分化进一步加大。受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2020 年 1-6 月创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较低的辅助用药，在疫情冲击下呈现断崖式下降，预计未来市场规模将继续下滑。

**表2 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩**

品种类型	2019 年 1-6 月销售金额占比	2020 年 1-6 月销售金额占比	2020 年 1-6 月销售额同比增长
国家谈判品种	2.8%	4.8%	47.11%
集采执行品种	3.9%	3.4%	-24.70%
国家重点监控品种	4.0%	1.5%	-67.10%

注：销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额。

资料来源：米内网，中证鹏元整理

一致性评价政策方面，2020 年一致性评价过评数量大幅增长，未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升。2020 年一致性评价进入收获期，累计有 861 个品规的药品通过一致性评价（含视同通过），同比增长 114%；其中过评的注射剂有 73 个品种，同比增长 563.64%。但受疫情影响，一致性评价工作进展放缓，2020 年一致性评价申报数量有所下滑，2020 年全年累计有 908 个受理号申报一致性评价获受理，同比下降 16%。未来随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企中长期仍将面临较大生存压力。

带量采购政策方面，2020 年全国及地方带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。2020 年 1 月、2020 年 8 月、2021 年 1 月第二、三、四批全国集采启动，范围由 25 省扩展至全国，品种由 25 种增至 45 种。据国家医保局测算，“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采等第三批集采品种，年药品费用从 659 亿元下降到 120 亿元。在国家集采基础上，国家医保局积极指导和推动各地按照国家集采的基本原则和主要政策，探索其它药品的集中带量采购；2020 年 12 月，陕西牵头的 11 省药品省际联盟带量采购启动，是目前范围上仅次于国家集采的采购项目。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购常态化将加速，化药制剂行业业绩继续承压。

**表3 全国带量采购快速推进，预计未来集采常态化将加速，化药制剂行业利润将继续承压**

项目		全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采	“4+7”扩围集采	“4+7”集采
启动时间		2021 年 1 月	2020 年 8 月	2020 年 1 月	2019 年 9 月	2018 年 11 月
全面落地执行时间		-	2020 年 11 月	2020 年 4 月	2019 年 12 月	2019 年 4 月
采购品种		45 个品种	55 个品种	32 个品种	25 个品种	25 个品种
集采范围		全国	全国	全国	25 省	4+7 城市
拟中选企业（家）		118	125	77	45	19
平均降幅		50%	53%	53%	59%	52%
采购量	首年约定采购量计算基数（亿片/粒/袋/支）	68	200	124	70	16
	采购规则	首年约定采购量计算基数 40%-80%份额	首年约定采购量计算基数 50%-80%份额	首年约定采购量计算基数 50%-80%份额	首年约定采购量计算基数 50%-70%份额	
采购周期		1-3 年	1-3 年	1-3 年	1-2 年	1 年

注：“4+7”扩围集采范围 25 省，不包含 4+7 城市。

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

医保药价谈判方面，2020 年我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2020 年 12 月国家医保局正式发布今年医保谈判的结果，119 种（目录外 96 种，目录内 23 种）药品谈判成功，谈判药品平均降幅 50.64%。2020 年医保目录动态调整进一步为临床价值较高的创新药企业提供了较好的发展机遇。一方面，2020 年谈判成功的国产创新药同比大幅增加（谈判新增的 66 个化药中，44 种为 2019-2020 年新获批的化药，其中国产创新药多达 29 种）。另一方面，2020 年国家医保药品目录谈判工作由原来政府主导，改为企业自主申报，更多创新药可第一时间进入医保谈判环节。此外，此次医保目录调整首次尝试对目录内药品进行降价谈判，预计未来还会继续对目录内药品进行降价谈判。2016 年至今，国家已经组织了 5 次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

**表4 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大**

项目	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
国家拟谈判品种数	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	119	97	17	36	3
平均降幅	50.64%	新增：60.7% 续约：26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 二、行业内企业财务风险展望

本文共选取化药制剂上市公司 58 家（其中有存续债券公司 12 家），具体如附录所示。

**政策叠加疫情影响，2020 年 1-9 月化药制剂样本企业业绩增速大幅下滑，预计 2021 年样本企业业绩增速有所回升但维持在较低水平、业绩分化进一步加大**

2020 年 1-9 月化药制剂样本企业综合毛利率、销售费用率仍维持在较高水平，业绩增速受政策和疫情影响同比大幅下降，预计 2021 年业绩增速有所回升但维持在较低水平。2020 年 1-9 月，样本企业综合毛利率、销售费用率中位数分别为 63.85%、33.53%，较去年同期均略有下滑，仍维持在较高水平，销售费用仍较大、仍对利润造成较大侵蚀。受医保控费政策、新冠疫情影响，2020 年 1-9 月化药制剂样本企业营业收入增长率、利润总额增长率中位数分别较去年同期下降 17.04 个百分点、14.87 个百分点，58 家样本企业中营业收入、利润总额负增长的企业分别达 33 家、27 家。分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药制剂样本企业业绩逐步回升。未来新冠疫情对化药制剂行业冲击将进一步减弱，

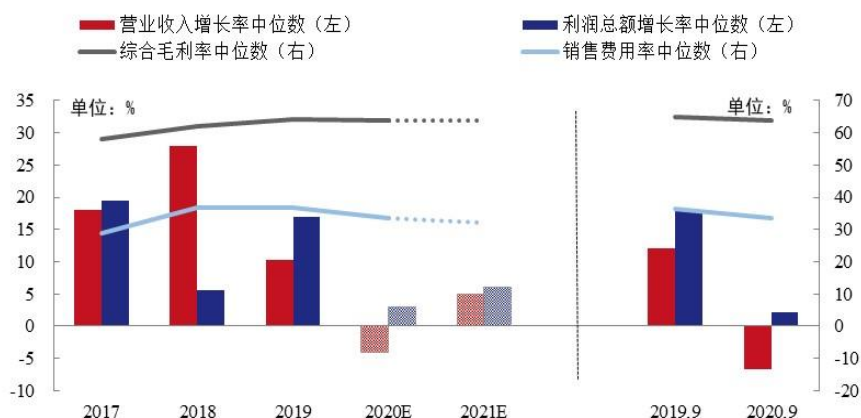
考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计 2021 年样本企业业绩增速有所回升但维持在较低水平。

表5 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药制剂样本企业业绩逐步回升

项目	2020年1-3月	2020年4-6月	2020年7-9月
营业收入同比增长（中位数）	-17.11%	-7.19%	3.76%
净利润同比增长（中位数）	-20.50%	1.26%	16.33%

资料来源：WIND，中证鹏元整理

图1 预计未来样本企业业绩增速有所回升，综合毛利率、销售费用率仍维持在较高水平



资料来源：WIND，中证鹏元整理

化药制剂企业业绩分化较大，未来随着限制辅助用药、带量采购、医保药价谈判等政策的推进，预计分化将进一步加大。2020年1-9月，国家重点监控目录品种收入占比较大的企业主要为双鹭药业、赛隆药业、誉衡药业、哈三联等，上述企业营业收入增长率、利润总额增长率均值分别为-40.82%、-36.05%，远低于样本企业均值，未来若不能及时拓展新品种进行生产销售，预计业绩将继续下滑。带量采购政策涉及企业数量逐步增大，“4+7”集采、“4+7”扩围集采、全国第二批集采中标的样本企业分别为4家<sup>1</sup>、5家<sup>2</sup>、13家<sup>3</sup>；品种多元化程度较低的企业无论是否中标，短期内业绩受带量采购影响均较大，规模较大的原料药制剂一体化企业从带量采购政策受益；样本企业中，信立泰产品较为单一，受带量采购政策影响，业绩持续下滑，华海药业通过一致性评价品种较多、制剂产品市场份额较少，受益于带量采购政策，业绩持续增长。此外，随着医保药价谈判政策推进，我国医保目录动态调整机制基本形成，创新药收入占比较高的企业面临较好的发展机遇。研发费用规模较大、占营业收入比重较大的企业主要系一致性评价投入较多或者创新药研发投入较

<sup>1</sup> “4+7”集采中标的样本企业为京新药业、信立泰、科伦药业、华海药业。

<sup>2</sup> “4+7”扩围集采中标的样本企业为京新药业、仟源医药、广生堂、现代制药、华海药业。

<sup>3</sup> 全国第二批集采中标的样本企业为华森制药、新华制药、京新药业、信立泰、北陆药业、翰宇药业、广生堂、九典制药、华润双鹤、恒瑞医药、现代制药、鲁抗医药、华北制药。

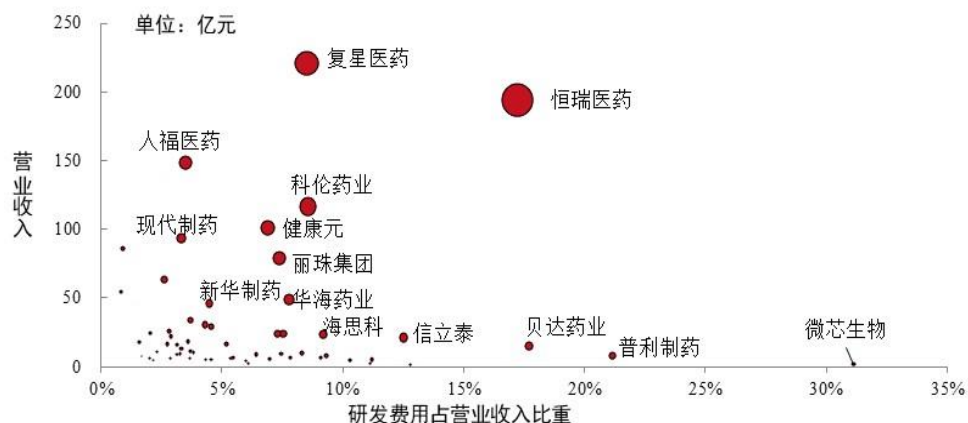
高的企业，未来发展将占据一定优势。

表6 国家重点监控目录品种收入占比较大的企业业绩下滑明显，带量采购政策影响不一

政策	影响较大的企业名称	2020年1-9月		2019年	
		营业收入同比	利润总额同比	营业收入同比	利润总额同比
国家首批重点监控目录	双鹭药业	-46.54%	-38.80%	-6.36%	-16.49%
	赛隆药业	-41.00%	-200.22%	-32.73%	-53.96%
	誉衡药业	-44.32%	117.95%	-7.80%	-1555.33%
	哈三联	-40.75%	-84.14%	-3.24%	-8.38%
	吉林敖东	-31.48%	24.96%	-7.09%	49.62%
带量采购	信立泰	-40.12%	-63.76%	-3.90%	-50.10%
	华海药业	21.41%	60.02%	5.76%	383.88%

注：吉林敖东利润总额投资收益占比较高，故利润总额仍保持增长  
资料来源：WIND，中证鹏元整理

图2 研发费用规模较大、占营业收入比重较大的企业未来发展将占据一定优势

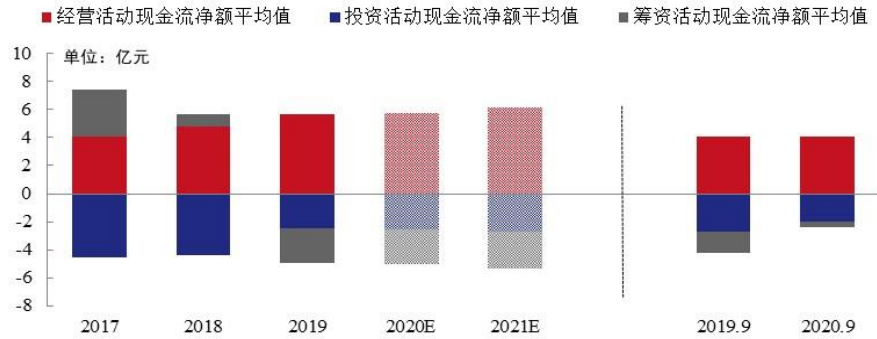


注：气泡大小代表研发费用；均采用2020年9月数据；  
资料来源：WIND，中证鹏元整理

### 预计化药制剂样本企业未来经营活动现金流净额小幅提升

化药制剂样本企业经营活动现金流整体表现尚可，对投资支出覆盖程度较好，预计未来经营活动现金流净额小幅提升。2020年1-9月，58家样本企业中51家企业经营活动现金流呈净流入，经营活动现金流净额均值较去年同期保持增长，但受医保控费政策、新冠疫情影响，经营活动现金流净额增速大幅下降；投资活动现金流净额较去年同期大幅下滑。未来随着化药制剂样本企业业绩小幅回升，经营活动现金流净额将小幅提升。

图3 预计未来样本企业经营活动现金流净额小幅提升，仍能较好覆盖投资支出



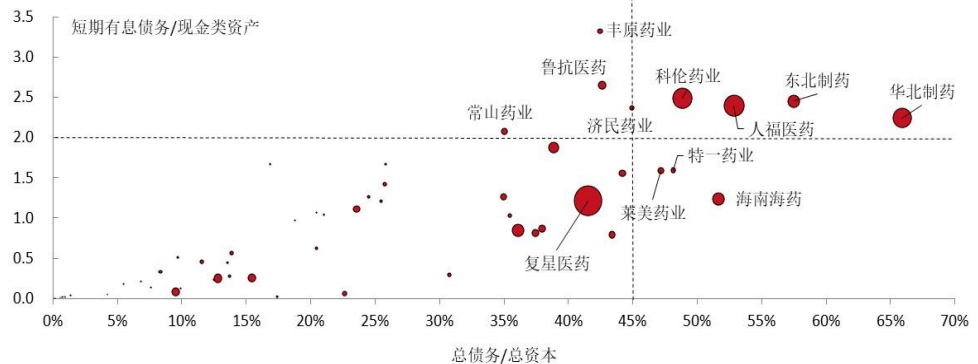
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

预计 2021 年化药制剂样本企业整体偿债压力不大，样本企业之间偿债压力有所分化，部分企业面临一定的偿债压力

随着疫情得到有效控制，预计 2021 年化药制剂样本企业整体偿债压力不大。化药制剂样本企业财务杠杆水平整体较为稳定且处于较低水平；2020 年 9 月底，化药制剂样本企业总债务/总资本中位数为 20.45%，较 2019 年底提高 3.86 个百分点，预计 2021 年样本企业财务杠杆仍维持在较低水平。化药制剂样本企业短期流动性整体较为充沛，现金类资产（货币资金+交易性金融资产+其他流动资产）对短期有息债务覆盖程度较好；2020 年 9 月底短期有息债务/现金类资产中位数为 0.71，较 2019 年底略有上升，但仍处较好水平。

尽管化药制剂样本企业整体偿债压力不大，但样本企业之间偿债压力有所分化，部分财务杠杆水平较高的企业面临一定的偿债压力。样本企业中华北制药、东北制药负债搬迁生产基地，人福医药、科伦药业对外投资相对激进，财务杠杆水平相对较高，现金类资产对短期有息债务覆盖程度欠佳，面临一定的偿债压力。

图4 化药制剂样本企业整体偿债压力不大，样本企业之间偿债压力有所分化



注：气泡大小代表有息债务规模；均采用 2020 年 9 月数据；

总债务/总资本=有息债务/（有息债务+所有者权益）

资料来源：WIND，中证鹏元整理

## 附录 化药制剂样本企业名单

证券代码	证券简称	公司全名	存续债券情况
000623.SZ	吉林敖东	吉林敖东药业集团股份有限公司	敖东转债
000919.SZ	金陵药业	金陵药业股份有限公司	
002038.SZ	双鹭药业	北京双鹭药业股份有限公司	
002907.SZ	华森制药	重庆华森制药股份有限公司	华森转债
300255.SZ	常山药业	河北常山生化药业股份有限公司	0
600196.SH	复星医药	上海复星医药(集团)股份有限公司	17 复药 01; 18 复药 02; 18 复药 03; 21 复星医药 SCP001; 21 复药 01; 18 复药 01
600624.SH	复旦复华	上海复旦复华科技股份有限公司	
603590.SH	康辰药业	北京康辰药业股份有限公司	
000153.SZ	丰原药业	安徽丰原药业股份有限公司	
000513.SZ	丽珠集团	丽珠医药集团股份有限公司	
000566.SZ	海南海药	海南海药股份有限公司	
000597.SZ	东北制药	东北制药集团股份有限公司	
000756.SZ	新华制药	山东新华制药股份有限公司	
000915.SZ	山大华特	山东山大华特科技股份有限公司	
002020.SZ	京新药业	浙江京新药业股份有限公司	
002262.SZ	恩华药业	江苏恩华药业股份有限公司	
002294.SZ	信立泰	深圳信立泰药业股份有限公司	
002332.SZ	仙琚制药	浙江仙琚制药股份有限公司	
002393.SZ	力生制药	天津力生制药股份有限公司	
002422.SZ	科伦药业	四川科伦药业股份有限公司	19 科伦 01; 20 科伦(疫情防控债)MTN001; 20 科伦 SCP003; 21 科伦 SCP001; 17 科伦 01
002437.SZ	誉衡药业	哈尔滨誉衡药业股份有限公司	
002550.SZ	千红制药	常州千红生化制药股份有限公司	
002653.SZ	海思科	海思科医药集团股份有限公司	
002675.SZ	东诚药业	烟台东诚药业集团股份有限公司	
002728.SZ	特一药业	特一药业集团股份有限公司	特一转债
002898.SZ	赛隆药业	珠海赛隆药业股份有限公司	
002900.SZ	哈三联	哈尔滨三联药业股份有限公司	
002923.SZ	润都股份	珠海润都制药股份有限公司	
300006.SZ	莱美药业	重庆莱美药业股份有限公司	
300016.SZ	北陆药业	北京北陆药业股份有限公司	北陆转债
300086.SZ	康芝药业	康芝药业股份有限公司	
300110.SZ	华仁药业	华仁药业股份有限公司	
300194.SZ	福安药业	福安药业(集团)股份有限公司	



300199.SZ	翰宇药业	深圳翰宇药业股份有限公司	18 翰宇 02
300254.SZ	仟源医药	山西仟源医药集团股份有限公司	
300436.SZ	广生堂	福建广生堂药业股份有限公司	
300558.SZ	贝达药业	贝达药业股份有限公司	
300573.SZ	兴齐眼药	沈阳兴齐眼药股份有限公司	
300584.SZ	海辰药业	南京海辰药业股份有限公司	
300630.SZ	普利制药	海南普利制药股份有限公司	普利转债
300705.SZ	九典制药	湖南九典制药股份有限公司	
600062.SH	华润双鹤	华润双鹤药业股份有限公司	
600079.SH	人福医药	人福医药集团股份公司	20 人福 MTN002; 20 人福 01; 20 人福(疫情防控债)MTN001
600276.SH	恒瑞医药	江苏恒瑞医药股份有限公司	
600380.SH	健康元	健康元药业集团股份有限公司	
600420.SH	现代制药	上海现代制药股份有限公司	现代转债; 20 现代制药 SCP001
600513.SH	联环药业	江苏联环药业股份有限公司	
600521.SH	华海药业	浙江华海药业股份有限公司	华海转债
600789.SH	鲁抗医药	山东鲁抗医药股份有限公司	
600812.SH	华北制药	华北制药股份有限公司	
603168.SH	莎普爱思	浙江莎普爱思药业股份有限公司	
603222.SH	济民制药	济民健康管理股份有限公司	
603669.SH	灵康药业	灵康药业集团股份有限公司	灵康转债
603676.SH	卫信康	西藏卫信康医药股份有限公司	
603811.SH	诚意药业	浙江诚意药业股份有限公司	
300158.SZ	振东制药	山西振东制药股份有限公司	
688321.SH	微芯生物	深圳微芯生物科技股份有限公司	

注：未包含 2020 年新上市公司。

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

### 版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com) 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。