

账上趴着13亿元 千红制药仍要发债扩张

中经记者 苏浩 卢志坤 北京报道

近期,千红制药(002550.SZ)披露了“向不特定对象发行可转换公司债券并在主板上市募集说明书(二次修订稿)”,拟募集资金总额不超过10亿元,用于创新药研发项目、湖北钟祥原料药生产

近3亿元补流

千红制药测算出未来三年将产生约3.23亿元的资金缺口。

官网信息显示,千红制药是国内生化制药行业多糖类和蛋白酶类药品的龙头生产经营企业,2011年在深交所上市,公司产品包括胰激肽原酶系列、肝素及低分子肝素系列、复方消化酶制剂、门冬酰胺酶系列。

千红制药本次可转债拟募集资金总额不超过10亿元,其中创新药研发项目拟投入4.1亿元,湖北钟祥原料药生产基地一期建设拟投入3亿元,另有2.9亿元用于补充流动资金。然而,对照千红制药的财务状况,补流的合理性便存在疑问。

财报显示,截至2025年年末,千红制药的货币资金为4.91亿元,交易性金融资产达到5.94亿元,二者合计接近10.85亿元。若再计入其他可快速变现的流动性资产,公司可自由支配资金高达12.91亿元。与此同时,公司资产负债率仅为10.39%,流动比率高达8.51,现金充裕程度远超同行可比公司。

更值得关注的是,为了论证补流的必要性,千红制药按照未来三年营收复合增长率15%的乐观假

设,测算出未来三年将产生约3.23亿元的资金缺口。但这一假设是否站得住脚?从历史数据来看,2023年至2025年,千红制药的营业收入复合增长率实际为-6.94%。进入2026年,情况继续恶化。一季度公司实现营收3.58亿元,同比下滑20.58%;归母净利润录得8505.51万元,同比下降47.16%。

面对实际-6.94%的复合增长率和2026年一季度的双降事实,15%的乐观假设显然与此相距甚远。深交所的问询函对此予以明确质疑,并要求公司说明这一假设的合理性。

在回复函中,千红制药解释称,对未来营业收入的谨慎、中性和乐观增长率假设,系基于各业务板块未来发展规划,以及公司主要制剂



图为千红制药大楼外景。

公司官网/图

产品(如肝素制剂、胰激肽原酶系列等)的市场份额提升预期。公司认为,制剂业务的增长有望部分对冲原料药周期性波动的负面影响,进而支撑整体营收实现增长。

在2026年一季度业绩说明会上,投资者对业绩下滑、创新药进度等问题接连提问,千红制药管理层回应称,原料药行业受大环境大周期影响,目前仍处于低迷状态。

肝素原料药在出口价格与数量双双承压的背景下,制剂业务的增长能否真正弥补原料药板块的收入缺口?实际上,2026年一季度的数据已经给出了初步答案,即便制剂销售占比已提升至70%以上,原料药出口受挫后,公司营收与净利润仍在双双大幅下滑。

制药的补流逻辑值得推敲。

针对上述问题,《中国经营报》记者日前向千红制药方面致函致电采访,其证券部工作人员表示,由于公司近期正在筹备可转债募会上事宜,暂不方便接受采访。

针对这一矛盾,深交所所在问询函中要求公司予以说明。千红制药在回复中解释称:“主要基于谨慎性原则,考虑项目产品主要用于自用,目的为降低生产成本及保证原材料供应稳定性,为确保效益测算的严谨性与信息披露的准确性,故第二次可行性分析报告未测算经济效益,由此亦未披露经济效益,具有合理性。”

实际上,千红制药现有的产能并未得到充分利用。数据显示,2023年至2025年,公司制剂产能利用率分别为67.30%、68.49%、79.85%;同期,原料药产能利用率波动更为剧烈,2023年千红制药

现有产能未达产

千红制药现有的产能并未得到充分利用。

与补流问题并行的是产能扩张的必要性论证。

在2024年11月的第一次可行性分析报告中,千红制药测算湖北钟祥原料药项目的财务内部收益率为19.44%,投资回收期7.13年。然而在2025年11月修订后的文件中,该项目被调整为“产品主要用于自用”,变成了“不单独测算经济效益”,前后披露口径出现显著差异。

公告显示,湖北钟祥原料药项目主要包含建设质检研发楼、联合厂房等设施以及购置肝素系列产品生产线、粗胰酶生产线、药用蛋白酶原料药生产线。项目建成后可能形成年产肝素粗品约6000吨、高端抗血栓药物(类肝素)2.50吨、粗胰酶125吨、药用蛋白酶750吨单位的生产能力。

针对这一矛盾,深交所所在问询函中要求公司予以说明。千红制药在回复中解释称:“主要基于谨慎性原则,考虑项目产品主要用于自用,目的为降低生产成本及保证原材料供应稳定性,为确保效益测算的严谨性与信息披露的准确性,故第二次可行性分析报告未测算经济效益,由此亦未披露经济效益,具有合理性。”

实际上,千红制药现有的产能并未得到充分利用。数据显示,2023年至2025年,公司制剂产能利用率分别为67.30%、68.49%、79.85%;同期,原料药产能利用率波动更为剧烈,2023年千红制药

原料药产能利用率尚在80%以上,2024年大幅下滑至65.87%,2025年又回升至82.55%。

并且,千红制药旗下的河南千牧年产6000吨单位肝素粗品的新增产能项目已于2025年7月投产。在产能利用率未饱和的背景下,公司仍投资3亿元新建湖北钟祥原料药基地,逆周期扩张的产能消化压力不容忽视。

从全球市场规模来看,肝素原料药的需求增长趋势是客观存在的。多家研究机构的预测均指向7%—8%的年复合增长率区间。根据百谏方略(DIRResearch)研报数据,2025年全球肝素原料药市场规模约21.45亿美元,预计2032年达到35.56亿美元,年均复合增长率7.49%。恒州博智(QY-RResearch)研报显示,2024年全球肝素市场估值为12.25亿美元,预计至2031年将以7.8%的复合年增长率达到23.01亿美元。

而开源证券研报指出,肝素原料药行业经历2019—2021年高潮阶段,整体处于供过于求的状态。2023年肝素原料药价格呈现下降趋势,其中2023年四季度价格呈现急速下降,主要受非规范市场价格下跌影响,近两年肝素原料药价格基本处于企稳阶段。

千红制药在回复中给出的逻辑是,肝素原料药价格已在底部区间震荡超过两年,部分券商已确认其底部周期,后续暂无进一步下降预期,扩产匹配肝素价格

底部反转预期。但价格拐点何时真正来临,目前尚无定论。

与此同时,在可转债10亿元的募资金额中,用于创新药研发项目的资金比例最高,达到4.1亿元。其中QHRD106将推进III期临床及上市注册,QHRD107将开展II b期临床研究,QHRD211推进III期临床及上市注册。

这被市场视为千红制药从传统肝素企业向创新药企转型的关键一步。然而,创新药从研发到上市的周期远比想象中漫长。

根据可转债问询函回复及相关信息披露,QHRD107胶囊处于II a期临床试验阶段,QHRD106注射液处于II b期临床试验阶段,QHRD211已完成II期临床所有患者入组,即将进入III期,QHRD110处于II期临床试验阶段。

核心管线均在II期或II期前期阶段,这意味着距离新药上市申请还有三到五年甚至更长的时间窗口,且临床试验失败的风险始终悬于头顶。

千红制药方面则强调,公司正加快重大创新药物的研发与上市节奏,使之成为业务增长的新战略核心。但不可否认的是,创新药远水难解近渴。千红制药在2026年一季度研发费用同比增长25.01%至2049.46万元,管理费用同比增长26.09%至3473.32万元。在营收和利润双双承压的背景下,继续大举投入研发,对当期利润也形成了更严峻的挑战。

拟募资11亿元 昂利康豪赌创新药

中经记者 晏国文 卢志坤 北京报道

为了向创新药转型,以化学仿制药和原料药为主业的昂利康(002940.SZ)拟募资11.1亿元,主要用于还处于早期阶段的、从第三方引进的创新药研发项目ALK-N001的研发。

5月28日,昂利康更新了向特定对象发行A股股票预案,同时对

预计最早2030年申请上市

向特定对象发行A股股票预案显示,此次拟募资11.1亿元,主要用于创新药研发项目ALK-N001。

据了解,ALK-N001是一款创新的肿瘤微环境激活型白蛋白小分子偶联药物。ALK-N001目前已完成I a期临床试验,适应症包括小细胞肺癌、结直肠癌、胰腺癌、卵巢癌及食管癌等。

2024年2月,昂利康与亲合力公司签署授权许可协议,用于开发ALK-N001。根据相关协议,昂利康需向亲合力公司支付800万元首付款以及最高不超过2.91亿元的临床前开发费用和研发、销售里程碑付款。此外,在销售提成支付期限内,需向亲合力支付6%—12%的销售提成。

截至2026年4月末,ALK-N001单药治疗已完成I a期临床试验,项目累计研发投入金额为5207.67万元,I a期临床试验已取得阶段性积极成果。ALK-N001单药治疗适应症已进入I b或I b/II期临床试验阶段,联合用药方案的IND(新药临床试验)申报筹备工作同步开展。

ALK-N001单药治疗适应症预计在2030—2032年进行NDA(新药上市申请)及药品上市,ALK-N001联合治疗目前还处于IND申报准备阶段,预计在2032年进行NDA及药品上市。

早期研发项目风险高、投入大、周期长。在问询函中,昂利康被要求说明创新药研发项目各阶段通过率情况。

回复公告显示,据《中国药业》发表的《我国药品生产企业化学创

深圳证券交易所问询函作了回应。

昂利康主要业务是化学原料药、化学制剂及特色中间体系列产品的研发、生产和销售,制剂产品以仿制药、改良型新药为主。ALK-N001为其首个主要的在研创新药,对其创新转型而言意义较大。

昂利康方面未对《中国经营报》记者采访作出回应。

新药研发项目阶段成功率及批准可能性多维度分析》,该研究以2017—2023年间中国药企在全球研发的2036个化学创新药为研究样本,统计得出I期临床试验、II期临床试验、III期临床试验及注册申请阶段成功率分别为52.1%、47.2%、64.2%及80.3%。

记者查询发现,国家药监局药物临床试验登记与信息公示平台显示,共有两项与ALK-N001相关的临床试验,一项是I b/II期研究,处于开始阶段,登记号为CTR20261097。

另一项是“一项评估注射用ALK-N001在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学和有效性的开放性、多中心的I/II期研究”,登记号为CTR20252185,试验状态为主动暂停。该试验目标入组人数为90人,实际入组人数为16人。第一例受试者入组日期为2025年6月24日,试验已于2026年4月6日暂停。

该试验暂停原因是什么?其与正在进行的新的临床试验关联是怎样的?对于这些疑问,昂利康方面未回应记者。

此次募投项目的资金计划主要在2028—2030年进行使用,占比超八成。

昂利康方面表示,公司目前正在致力于实现从仿制药为主,逐步向特色仿制药、改良型新药和创新药相结合的“仿创协同”的战略转型,公司募集资金投向与上述发展战略与现有业务均具有一致性和延续性,是现有业务的发展和提升。未来,随着募投项目的实施,公司创新药投入将大幅增加。

片剂产能利用率低

目前,昂利康主要产品分为化学制剂、原料药、特色中间体和其他。2025年,上述产品占营业收入的比重分别为47.58%、40.42%、9.82%和2.19%。昂利康产品以国内销售为主,2025年,国内销售占比为77.94%。

昂利康制剂产品分为抗感染类、心血管类、消化系统类和泌尿系统类(肾病类)等,如苯磺酸左氨氯地平片、复方 α -酮酸片、吸入用七氟烷、替格瑞洛片等,主要制剂产品均已纳入集采范围。

近3年,昂利康片剂产品的产能利用率为92.94%、49.79%、64.3%。在问询函中,昂利康被要求结合片剂产能利用率、相关固定资产投资成新率等情况,说明是否存在设备闲置、资产损坏情形或其他减值迹象。

在回复公告中,昂利康方面表示,公司片剂的产能利用率相对较低,主要系公司新增片剂产线同时部分品种受集采影响产销量下滑所致。未来,随着苯磺酸左氨氯地平片在接续集采中标并开始供货,集采中标的复方 α -酮酸片持续放量,公司的片剂产品整体产能利用率将持续回升。

2023—2025年,昂利康原料

业绩比较依赖政府补助

2025年,昂利康营业收入为14.25亿元,同比减少7.35%;归属于上市公司股东的净利润为1.25亿元,同比增长56.15%;归属于上市公司股东的扣非净利润为0.87亿元,同比增长78.82%。非经常性损益主要来自政府补助。

2023—2025年,昂利康计入当期损益的政府补助资金分别为0.43亿元、0.42亿元、0.5亿元。同期,计入当期损益的政府补助资金占归母净利润的比例分别为30.99%、53.11%、39.79%。

连续3年30%以上、最高超50%的归母净利润来自政府补



图为昂利康公司厂区。

公司官网/图

药收入分别为8.07亿元、7.47亿元和5.76亿元,连续3年下滑。昂利康原料药主要包括头孢类原料药、泌尿系统用药Alpha酮酸等,这两类产品销售额占原料药销售额的八成以上。

在回复公告中,昂利康方面

表示,近3年,原料药收入持续下降,主要原因为:第一,受头孢类原料药下游市场需求减少的影响,公司头孢类原料药销售收入由2023年的5.73亿元减少至2025年的4.31亿元。第二,受复方 α -酮酸片集采影响,其原料药

表示,近3年,原料药收入持续下降,主要原因为:第一,受头孢类原料药下游市场需求减少的影响,公司头孢类原料药销售收入由2023年的5.73亿元减少至2025年的4.31亿元。第二,受复方 α -酮酸片集采影响,其原料药

表示,近3年,原料药收入持续下降,主要原因为:第一,受头孢类原料药下游市场需求减少的影响,公司头孢类原料药销售收入由2023年的5.73亿元减少至2025年的4.31亿元。第二,受复方 α -酮酸片集采影响,其原料药

表示,近3年,原料药收入持续下降,主要原因为:第一,受头孢类原料药下游市场需求减少的影响,公司头孢类原料药销售收入由2023年的5.73亿元减少至2025年的4.31亿元。第二,受复方 α -酮酸片集采影响,其原料药

表示,近3年,原料药收入持续下降,主要原因为:第一,受头孢类原料药下游市场需求减少的影响,公司头孢类原料药销售收入由2023年的5.73亿元减少至2025年的4.31亿元。第二,受复方 α -酮酸片集采影响,其原料药

据统计,在剔除华北制药2023年特殊数据的情况下,2023—2025年,在同行业可比公司中,信立泰、鲁抗医药、华北制药、花园生物计入当期损益的政府补助金额占归母净利润的比例平均值为24.32%、15.67%、18.59%。

对比来看,昂利康近3年计入当期的政府补助金额占归母净利润的比例远高于上述同行业可比公司的平均值。

2023—2025年,昂利康研发费用分别为1.43亿元、2.14亿元、1.44亿元,研发费用占营业收入的比例分别为8.82%、13.94%、

10.11%,高于同行业可比公司的平均值。昂利康方面表示,公司盈利能力对政府补助不存在重大依赖。报告期内,公司政府补助占净利润比重相对较高,主要系公司持续加大研发投入,研发费用规模较高,拉低了当期经营性净利润基数,并非公司主业盈利能力偏弱,符合公司的实际发展情况。随着公司在研项目陆续实现产业化落地、产品结构进一步优化升级,主营业务盈利规模将稳步增长,预计政府补助占净利润的比例也将随之逐步降低。