

医药生物

证券研究报告

2018年12月13日

“4+7”带量采购思考：政策的考量、未来演变，企业怎么应对，资本市场如何投资

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

潘海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080006

panhaiyang@tfzq.com

郑薇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110003

zhengwei@tfzq.com

杨烨辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516080003

yangyehui@tfzq.com

带量采购的大背景是经济增长放缓，老龄化下人口红利消失，财政对医疗的支出压力导致医保控费成为了硬约束，开源节流是内在需求

从结果来看，降幅超过市场大多数的预期，最根本的原因还是在于医保开源节流（医保控费）的总约束，其背后的原因在于经济下滑，更深层次的原因在于人口趋势的变化。人口趋势的变化对医药医疗而言，除了影响国家对于医疗的补贴和支出外，影响更深远的是将不断放大医疗供需矛盾。根据历史出生人口分布预测，我们将在2022年开始迎来老龄化人数的爆发增长，对于医保而言，必须未雨绸缪，提前应对。

国家医保局成立带有历史使命，实施战略购买是医保的目标

今年三月份，国务院机构改革方案中，与医药领域密切相关的卫计委、食药总局、医改办被撤销，组建国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局三大部门，原有分工调整合并。医保局的新设，我们认为标志着医保主导定价时代来临，对医疗产品（药品/耗材/医疗服务等）的定价、采购产生直接而深远的影响。医保局主导实施的带量采购，主要是以量博价，最低价中选，其具体方案中标设计客观上会导致国内企业价格战，后续试点品种及范围有可能继续扩大，但带量采购政策细节不排除后续有可能修改，而战略购买、提升效率作为医保的思路，后续在其他领域的体现也有望逐步展开。

仿制药企业应积极应对行业变化与挑战

我们认为对于仿制药行业而言，行业的整合和大浪淘沙大幕拉开，未来优胜劣汰，行业集中度提升是大趋势。对于仿制药企业而言，需积极应对行业的挑战，我们认为在医保控费约束和产品竞争的双重叠加下，仿制药企业需要加大品种储备，形成梯队对冲单品种下滑风险，同时要强成本管控，提升对上游原料药的掌控力；长远来看要向高端仿制药进阶，挑战创新药难度。

医药行业仍是具备吸引力的行业，后续建议关注创新药及产业链、以及受带量采购及医保控费影响小或不受影响的景气度高的细分领域

我们认为未来投资思路主要在带量采购直接影响的领域（仿制药、流通）、带量采购间接影响的领域（零售终端、原料药及外包服务 CMO/CDMO、创新药、CRO、中药处方药），规避受带量采购影响比较大的领域，不受带量采购负向影响，或者受医保控费约束相对较小的领域，更多的可以从医药消费领域筛选：刚性壁垒（消费）用药、中药大消费（带治疗属性）、医疗服务、医疗器械等。

风险提示：医保控费力度超预期，创新药发展进度低于预期，经济增速下滑带来消费支出下行等

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600276.SH	恒瑞医药	58.84	买入	0.87	1.07	1.32	1.64	67.63	54.99	44.58	35.88
300760.SZ	迈瑞医疗	113.93	买入	2.13	3.09	3.95	4.94	53.49	36.87	28.84	23.06
600436.SH	片仔癀	88.88	增持	1.34	1.85	2.43	3.15	66.33	48.04	36.58	28.22
300347.SZ	泰格医药	48.00	买入	0.60	0.91	1.21	1.56	80.00	52.75	39.67	30.77
603259.SH	药明康德	80.65	持有	1.18	1.53	1.93	2.41	68.35	52.71	41.79	33.46
603939.SH	益丰药房	50.04	增持	0.86	1.17	1.51	1.86	58.19	42.77	33.14	26.90
603883.SH	老百姓	57.94	买入	1.30	1.62	2.01	2.45	44.57	35.77	28.83	23.65
002727.SZ	一心堂	22.56	买入	0.74	0.94	1.17	1.43	30.49	24.00	19.28	15.78
603233.SH	大参林	46.70	增持	1.19	1.49	1.86	2.27	39.24	31.34	25.11	20.57

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业点评：“4+7”带量采购正式落地，仿制药行业格局重塑》 2018-12-10
- 2 《医药生物-行业研究周报：“载入史册”的带量采购落地，医药配置“何去何从”？》 2018-12-09
- 3 《医药生物-行业点评：芬太尼指定为受控物质，行业规范进一步明确》 2018-12-03



内容目录

1. “4+7” 带量采购的价格降幅大超预期，医药股还能买吗？	3
2. 大幅度降价后面的政策背景是什么？	4
3. 超级医保局及大医保时代的开启，需看清医保局的历史使命	7
4. 医保局首战告捷，带量采购政策设计独特	10
5. 医保局带量采购已成定局，我们做一些后续具有意义的判断	12
5.1. 带量采购政策后续执行前景如何？	12
5.2. 医保局后续工作重心推演	13
5.3. 带量采购对于仿制药行业影响如何？仿制药公司如何决策？	14
5.4. 对于二级投资怎么看，医药机会还有吗？	14
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 与中国的人口结构图相比，印度的人口结构很漂亮，体现印度是一个年富力强的国家	5
图 2: 卫生费用构成，政府支出在 2006 年后（新医改）开始上升（单位：占比）	5
图 3: 财政对基本医疗保险的补贴（单位：亿元）	6
图 4: 我国近年来城镇职工医保收支情况（亿元）	6
图 5: 我国近年来居民医保收支情况（亿元）	6
图 6: 我国近年来医保收支情况	7
图 7: 今年三月份的国务院机构改革调整，医保局正式成立	8
图 8: 以往医疗产品定价和支付存在一定脱节	9
图 9: 医保局统一了定价与支付	9
图 10: 医疗保险（含新农合）是医院收入的主要来源	10
图 11: 此次带量采购几个关键点分析判断	11
图 12: 带量采购最极端情景假设：超额收益为 0	11
图 13: 带量采购最极端情景假设：三大条件	12
图 14: 三医联动共同推动医改	13
图 15: 我国医保制度发展历程	13
表 1: 25 个产品进入拟中标名单，整体降幅超过 50%	3
表 2: 6 个流标品种投标厂家	4
表 3: 部分地区医保面临收不抵支的情况	6
表 4: 11 个城市占全国医药市场在 20-30%	10

1. “4+7”带量采购的价格降幅大超市场预期，医药股还能买吗？

12月6日，带量采购报价正式开始，医药股板块午后迅速跳水，大跌超过3%，12月7日，更多信息透露出来，显示出整体降幅可能巨大，医药板块延续下跌趋势，全天跌幅再次超过3%。

12月7日傍晚，上海阳光采购网发布《4+7城市药品集中采购拟中选公示》，共有25个品种中标，整体降价幅度达到52%，这其中富马酸替诺福韦二吡呋酯片、恩替卡韦分散片价格降幅超过90%，阿托伐他汀钙片、赖诺普利片降价幅度超过80%。对于常用的大品种而言，国内的大多数份额较大的既有国产厂商不约而同选择大幅降价保持市场量份额，像阿托伐他汀的嘉林药业、瑞舒伐他汀的京新药业、氯吡格雷的信立泰、恩替卡韦的正大天晴等，给后来竞争者带来较大阻力，另外让人略显意外的是仍有跨国企业阿斯利康、百时美施贵宝各一个品种拟中标，对于阿斯利康而言，通过吉非替尼大幅降价打压同适应症类型替尼类，完成更大范围患者的渗透，为奥希替尼做更大的导流不失为一个明智之举。

表 1：25 个产品进入拟中标名单，整体降幅超过 50%

品种	规格	竞争情况	预中标厂家	全国最低中标价	报价 (12月7日)	转换比	最小包装规格 报价 (12月7日)	降幅
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg	≥3家	成都倍特	13.96	17.72	30	0.59	-96%
恩替卡韦	0.5mg	≥3家	正大天晴	9.60	17.36	28	0.62	-94%
阿托伐他汀钙片	20mg	≥3家	北京嘉林	5.64	6.60	7	0.94	-83%
赖诺普利片	10mg	2家	浙江华海	1.16	6.45	28	0.23	-80%
吉非替尼片	250mg	2家	阿斯利康	228.00	547.00	10	54.70	-76%
瑞舒伐他汀钙片	10mg	≥3家	浙江京新	3.06	21.80	28	0.78	-75%
注射用培美曲塞二钠	500mg	2家	四川汇宇	9283.20	2776.97	1	2776.97	-70%
福辛普利钠片	10mg	2家	施贵宝	2.64	11.80	14	0.84	-68%
注射用培美曲塞二钠	100mg	2家	四川汇宇	2417.00	810.00	1	810.00	-66%
厄贝沙坦片	75mg	2家	浙江华海	0.53	5.66	28	0.20	-62%
硫酸氢氯吡格雷片	75mg	≥3家	深圳信立泰	7.61	22.26	7	3.18	-58%
利培酮片	1mg	2家	浙江华海	0.39	10.02	60	0.17	-57%
氯沙坦钾片	50mg	2家	浙江华海	2.14	14.70	14	1.05	-51%
盐酸帕罗西汀片	20mg	2家	浙江华海	3.19	33.40	20	1.67	-48%
苯磺酸氨氯地平片	5mg	≥3家	浙江京新	0.27	4.16	28	0.15	-45%
马来酸依那普利片	10mg	2家	扬子江	0.97	8.93	16	0.56	-42%
孟鲁司特钠片	10mg	2家	杭州民生滨江	6.36	19.38	5	3.88	-39%
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg+12.5mg	≥3家	浙江华海	1.51	15.26	14	1.09	-28%
奥氮平片	10mg	2家	江苏豪森	13.25	67.51	7	9.64	-27%
甲磺酸伊马替尼片	100mg	2家	江苏豪森	14.05	623.82	60	10.40	-26%
蒙脱石散	3g	≥3家	先声药业	0.88	10.20	15	0.68	-23%
左乙拉西坦片	250mg	2家	浙江京新	3.04	72.00	30	2.40	-21%
草酸艾司西酞普兰片	10mg	≥3家	四川科伦	5.36	30.94	7	4.42	-18%
头孢呋辛酯片	250mg	≥3家	成都倍特	0.60	6.16	12	0.51	-14%
盐酸右美托咪定注射液	0.2mg/2ml	2家	扬子江	140.5	532.00	4	133.00	-5%
氟比洛芬酯注射液	50mg/5ml	2家	北京泰德	-	109.75	1	109.75	NA

资料来源：上海阳光采购网，天风证券研究所

值得一提的是，此次带量采购有 6 个产品在议价环节流标，分别是石药集团欧意药业的阿奇霉素、阿莫西林胶囊、盐酸曲马多片、重庆药友的阿法骨化醇片、常州制药的卡托普利片、海南普利的注射用阿奇霉素。其中竞争格局较好的阿奇霉素注射剂型报价降幅也有 40%，在议价中流标意味着报价环节的高降幅仍没有达到医保方的预期降幅。

表 2：6 个流标品种投标厂家

序号	品种	规格	竞争情况	全部投标厂家
1	注射用阿奇霉素	0.5g	2 家	海南普利、辉瑞
2	卡托普利片	25mg	≥3 家	常州制药、百时美施贵宝、石药集团
3	阿莫西林胶囊	250mg	≥3 家	石药中诺、珠海联邦、金华康恩贝
4	阿法骨化醇片	0.25 μg	2 家	重庆药友、日本帝人
5	盐酸曲马多片	50mg	2 家	石药集团、PLIVA Croatia Ltd.
6	阿奇霉素片	500mg	2 家	石药集团

资料来源：新华网，上海阳光采购网，天风证券研究所

连续的负面情绪，持续的医药暴跌，大家都有疑问，医药股怎么了，带量采购为什么是这个结果？未来医药行业还能坚定配置吗？未来仿制药向化工股看齐？为此，我们有必要深入剖析带量采购后面的政策初衷以及后续演变趋势。

2. 大幅度降价后面的政策背景是什么？

经济下滑，人口扭转，交钱的人越来越少，用钱的人越来越多的窘境。

从结果来看，降幅超过大多数的预期，最根本的原因还是在于医保开源节流（医保控费）的总约束，其背后的原因就在于经济的下滑，更深层次的原因在于人口趋势的变化。**我们认为，目前对于我国影响最大的问题，那就是人口的变化。**技术、资本、劳动力是经济增长的三大要素，我国自改革开放以来，非常明显的特征是资本市场的大发展（资本逐渐充实）同时享受着低廉的劳动成本加上技术的不断积累，持续的共振，创造了令全世界瞩目的增长奇迹。而随着人口趋势的逆转（由金字塔形逐步向倒金字塔型变化），人口红利的结束，劳动人口的持续减少，劳动力成本将不断上升，会最终拖累经济的整体增速，经济增速的下降直接影响财政收入进而影响财政相关支出（补贴），不仅是医疗行业，其他行业也将受影响。

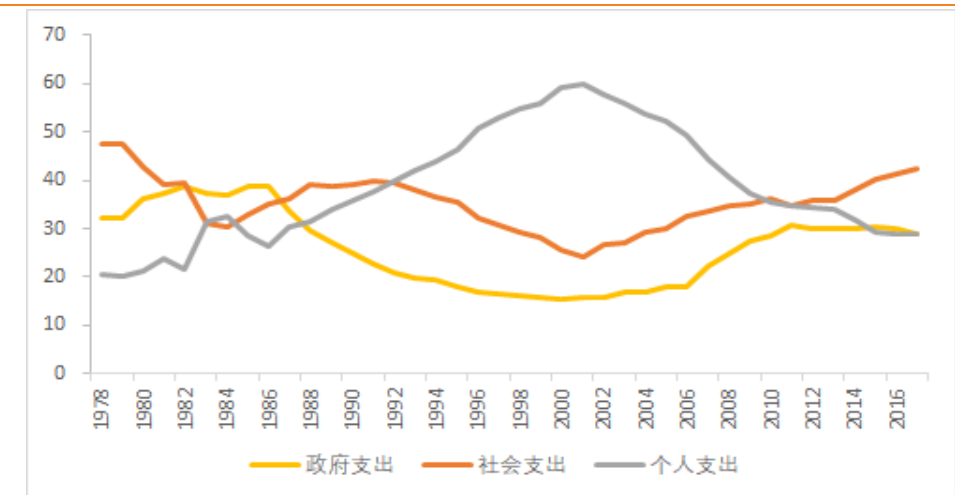
图 1：与中国的人口结构图相比，印度的人口结构很漂亮，体现印度是一个年富力强的国家



资料来源：PopulationPyramid, 天风证券研究所

就医疗卫生事业（卫生费用）投入来讲，主要是三部分，一部分是政府支出、一部分是社会支出、一部分是个人支出，其核心还是在于经济增长，宏观经济决定了政府能投入的限度，微观的企业盈利决定了社会能支出的限度，个人的医疗卫生消费支出受制于收入的约束，均和整体经济增长紧密相关。

图 2：卫生费用构成，政府支出在 2006 年后（新医改）开始上升（单位：占比）



资料来源：WIND, 天风证券研究所

自 2006 年以来，新医改启动，国家逐步建立覆盖全面的医保体系，建立起了城镇职工、城乡居民、新农合三大保险体系，目前城乡居民、新农合逐步实现两保合一，其中城镇职工主要依靠公司和个人收入按照一定比例计提，城乡居民及新农合则较为依赖财政的补贴，

医保制度是我国健康卫生事业的核心支柱，对其进行良好的管理是关乎国计民生的大事。

图 3：财政对基本医疗保险的补贴（单位：亿元）

2017年全国一般公共预算支出决算表
National General Public Budget Expenditure

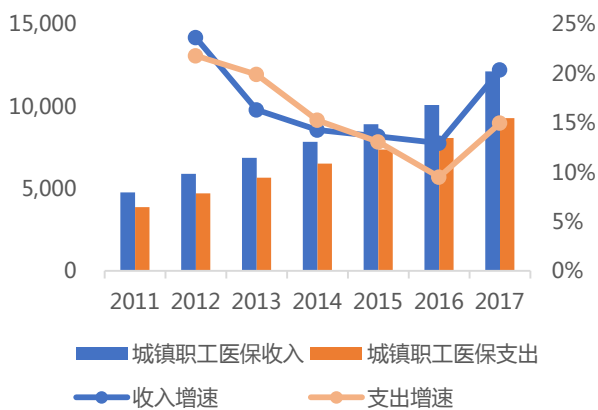
单位：亿元

项 目	预算数	决算数	决算数预 算数的%	决算数为 上年决算 数的%
财政对基本 医疗保险 基金的补助	4982.39	5024.08	100.8	107.0
其中：财政对 城镇职工基本医 疗保险 基金的补助		185.84		
本医疗保险 基金的补助		3471.46		49663.2
财政对 城乡居民基 本医疗保险 基金的补助		989.95		
财政对 新型农村合 作医疗保险 基金的补助		291.86		
财政对 城镇居民基 本医疗保险 基金的补助		84.96		
财政对 其他基本医 疗保险 基金的补助				

资料来源：财政部，天风证券研究所

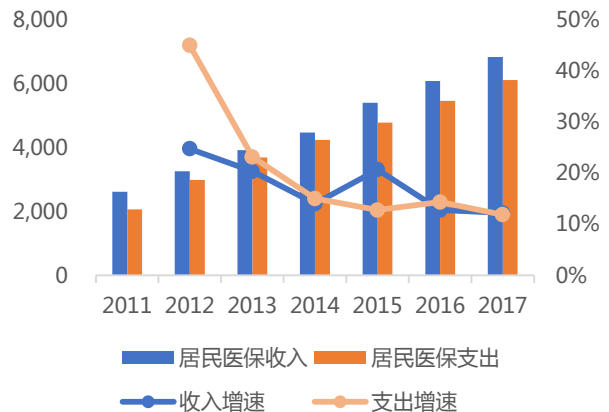
人口趋势的变化对医药医疗而言，除了影响国家对于医疗的补贴和支出外，影响更深远的是将不断放大医疗供需矛盾，由于青壮年工作的人口持续减少，老龄化的持续深入，意味着医疗方面要花钱的人越来越多，然而交钱的人越来越少，一长一短的变化，使得供需缺口持续扩大，面临后续持续不断膨胀的医疗需求所带来的潜在巨大消费，医保有必要提前准备进行开源节流，尤其是很多地方医保资金已经面临入不敷出的背景下显得更为棘手。

图 4：我国近年来城镇职工医保收支情况（亿元）



资料来源：财政部，天风证券研究所

图 5：我国近年来居民医保收支情况（亿元）



资料来源：财政部，天风证券研究所

表 3：部分地区医保面临收不抵支的情况

年份	收不抵支/当期		收不抵支/累计	
	统筹地区数量 (个)	涉及金融 (亿元)	统筹地区数量 (个)	涉及金融 (亿元)
2009	114	8.9	10	7.8
2010	257	47.3	12	23.9

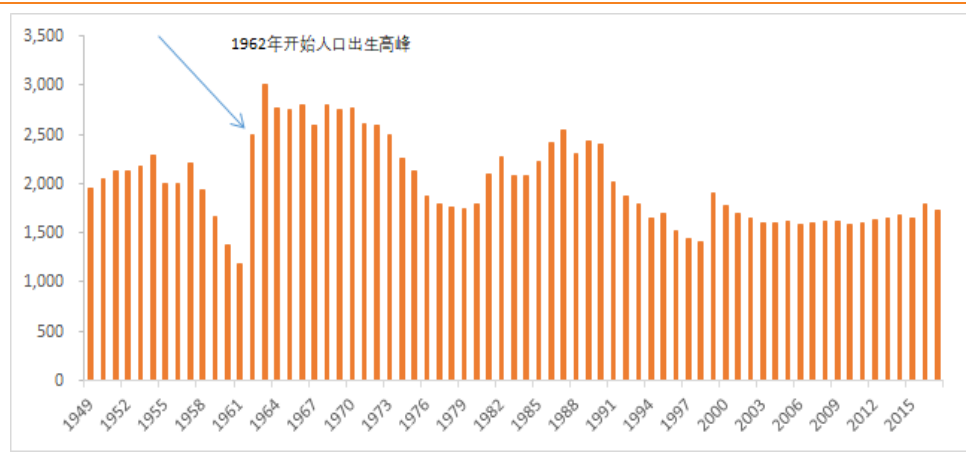
2011	298	46.1	10	1.7
2012	232 (109)	71.5 (10.3)	48 (7)	13.4 (0.34)
2013	225 (108)	88.9 (20)	22 (2)	5.35 (0.74)
2014	185 (137)	81.3 (31.1)	42 (7)	43.2 (0.85)
2015	143 (61)	71.4 (14.3)	40 (1)	71 (1.6)

资料来源：人社部社会保障研究所，天风证券研究所

注：括号内为居民医保统计数据

我们预计 2022 年将是医保大幅承压的开端。医疗费用与年龄的关系符合二八原则，一般来讲，60 岁以上的医疗费用支出会占到人一生中总医疗费用支出的大部分，从整个国家层面看，随着老龄化的深入，医疗费用将集中爆发，根据历史出生人口分布预测，我们将在 2022 年开始迎来老龄化人数的爆发增长，对于医保而言，需要未雨绸缪，提前应对。

图 6：我国近年来医保收支情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从开源节流角度讲，如果可以开源，问题会轻松很多，比如补缴社保等，但这会导致企业的负担加重，反而可能造成不利影响，而且开源长期并不能持续，节流可能是更好的选择，从这样意义上看国家医保局的成立是带有历史使命的。

3. 超级医保局及大医保时代的开启，需看清医保局的历史使命

时间回到今年三月份，国务院机构改革方案中，与医药领域密切相关的卫计委、食药总局、医改办被撤销，组建国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局三大部门，原有分工调整合并，机构的调整有利于推动健康中国战略，促进三医联动，重点关注大健康、人口老龄化、预防重大疾病等方向，为人民群众提供全方位全周期健康服务，此次改革标志着医药行业监管开启新的篇章。

图 7：今年三月份的国务院机构改革调整，医保局正式成立

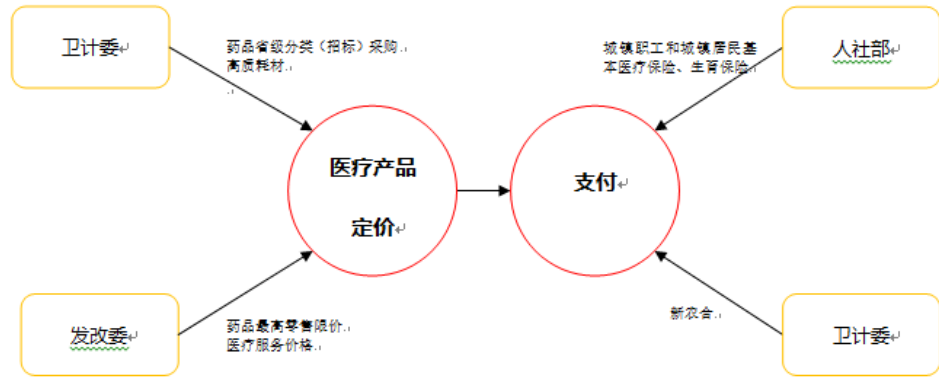


资料来源：《人民日报》，天风证券研究所

在这次调整中，直接诞生了国家医疗保障局：将人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合，组建国家医疗保障局，作为国务院直属机构。国家医疗保障局主要职责是，拟定医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等。同时，为提高医保资金的征管效率，将基本医疗保险费、生育保险费交由税务部门统一征收。

医疗保障局的新设，我们认为标志着医保主导定价时代来临，对医疗产品（药品/耗材/医疗服务等）的定价、采购产生直接而深远的影响。市场化情况下，理论上讲，反映医疗产品有效需求的支付方应该在价格形成的过程起到关键的作用，而在此之前我国药品、耗材、医疗服务等的管理主体主要有卫计委和发改委，人社部医保主要负责目录制定及支付标准的设定，大多数情况下卫计委主导药品等招标定价后，医保方只能被动接受价格并支付，医疗产品定价与支付方存在一定脱节。

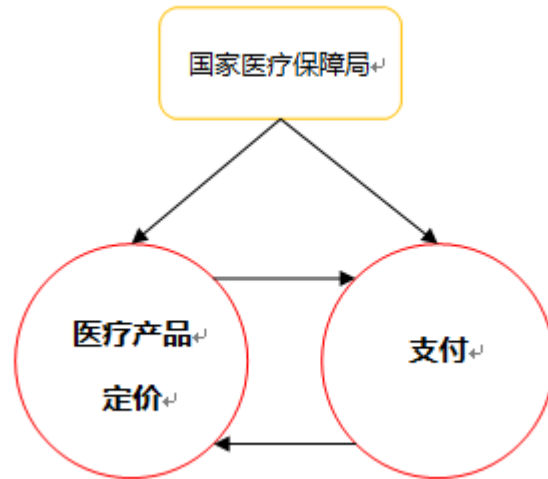
图 8：以往医疗产品定价和支付存在一定脱节



资料来源：卫计委，人社部，发改委，天风证券研究所

新设的医保局将药品定价和支付职能统筹到了一起，提升了医疗产品定价的市场化，医保局能在药品招采、支付改革等领域大展手脚，当然医保局主导的首要工作就是带量采购。

图 9：医保局统一了定价与支付



资料来源：卫计委，人社部，发改委，天风证券研究所

根据陈金甫局长的《实施价值导向的医保战略性购买》(2017年12月)可以看出，未来医保要通过战略性购买引导中国医疗实现更高质量、更具价值的发展，完成时代的命题：

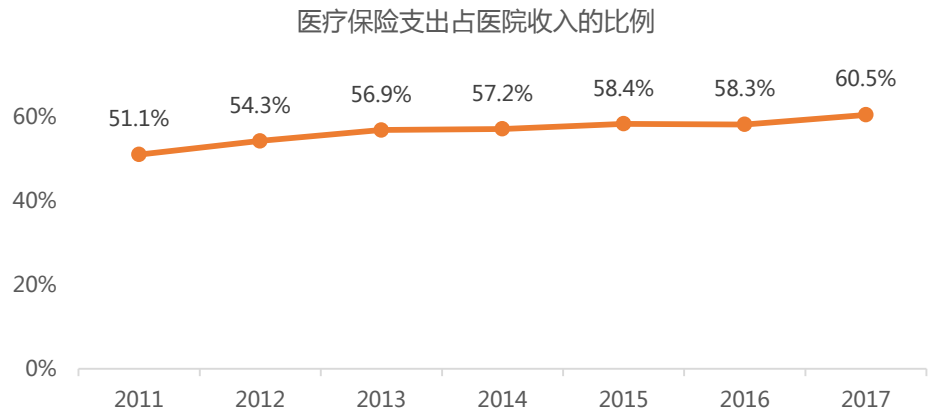
“回归医保医疗服务购买的社会属性，一般性购买，是国民将基金交给医保部门，医保部门不只是做出纳和会计，而是替国民实施对医院的博弈，进行价值的选择和成本的平衡，买到更好的服务。战略性购买，则是以近搏远的系统性改善和趋势性优化：以量搏价，提升医保集团购买的基金绩效；以质取胜，引领医疗服务体系的价值导向；兼容共生，构建未来协调健康、创新驱动的发展格局。”

“医保不能简单地跟在患者屁股后面去埋单,或医生开什么单子我付多少钱,而是要将服务质量和药品质量作为医保支付的首要依据。要将这种依据公之于众,形成强大导向。要将质量管理嵌入评价考核指标,形成强烈的利益激励。如果说我们过去讲医保支付方式的功能主要强调基金的平衡,而从当下的医疗服务质量现状看,更有质量的治疗,意味着更具效率的基金支出。”

由此可见医保支付的基本考量在于质量，医保需要占据医疗链条的重要位置（制衡医院医生的信息优势），以量搏价（此次带量采购的指导思想），而在医保局统筹招采定价和支付后，对医保局而言，实现这些目标的条件已经成熟。

值得一提的是，医保确有战略购买的能力，在 2.5 万亿公立医院业务收入中，医保基金支出 1.5 万亿元，权重超过 60%，如加上参保人个人负担，医保贡献率 80% 以上。

图 10：医疗保险（含新农合）是医院收入的主要来源



资料来源：财政部，天风证券研究所

4. 医保局首战告捷，带量采购政策设计独特

带量采购作为医保局成立后第一个大的举措，从前期酝酿，到 2018 年 12 月份结果落地，中间虽有争议，但最终还是执行并落地，价格降幅巨大引起了市场热议。

此前市场对于仿制药的主要论调是通过一致性评价后实现进口替代，关键假设是进行医保支付改革，将基准线设在国产仿制药水平，受损最大的是原研药（需要大比例患者自费），国产药虽说不能提价，但是价格下降压力尚不大，国产药在价格不大降低的情况下还可以抢占进口原研药的量，对于国产药品而言是个比较大的激励，企业有动力去做一致性评价，工业的利润也能短期相对稳定。

而医保局成立后，出乎意料之外的是并没有立即实施医保支付改革，而是先行推出 31 个品种（通过一致性评价）带量采购的试点，覆盖上海等 11 个城市（11 个城市药品销售额约占全国 20-30%），其核心要点是拿城市医院用药的 50-60% 的量给到报价的最低者。

表 4：11 个城市占全国医药市场在 20-30%

城市	所在省市	西药销售总额（万元）	城市占该省占比	全国占比
上海	上海	12913804	100%	8.82%
北京	北京	11456275	100%	7.82%
重庆	重庆	3254005	100%	2.22%
天津	天津	2554129	100%	1.74%
广州/深圳	广东	13509979	50%	4.61%
大连/沈阳	辽宁	3250308	50%	1.11%
成都	四川	6620423	40%	1.81%
厦门	福建	3151689	20%	0.43%
西安	陕西	2478383	40%	0.68%
全国 Total		146459887		29.24%

资料来源：商务部，天风证券研究所

这个设计有两点需要重点强调：

一是强调量，通过量去换取价格。这是医保作为战略购买者的关键思路，此前虽然政策层面在以省级为主的药品招采中一直想通过量价挂钩，发挥规模效应进行降价，但是效果一直不好，主要是招标实际形成价格过程中，并没有将量的因素考虑在价格的形成权重之中，在质量存在差异的背景下，以省级为单位若统计全省的量作为降价的依据实行起来本身有

一定难度。这次由于 11 个城市份额占比较小，同时品种上只有 31 个，试点的意义更大，如果效果不佳，影响也相对比较有限。

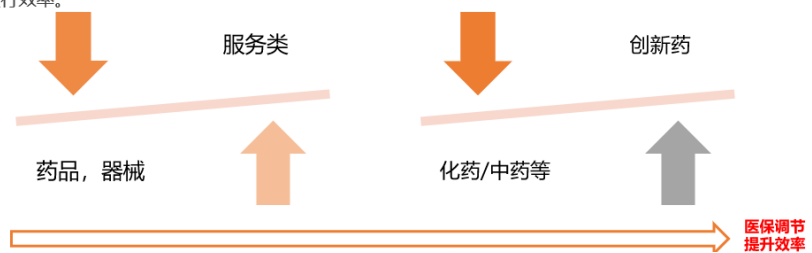
二是最低价中选。这个设计环节争议很大，最低价中标并不是新鲜事儿，过去招采的方案中也常常使用，过去的招采制定中实际上也是价低者得，不过前提门槛是技术标作为第一考核环节，虽然在一定程度上也能避免劣币驱逐良币的现象发生，但是过去质量层次并不统一，同一品种区分不同质量层次也能中标，所以并非严格意义上的最低价中标。此次关键在于将 50% 以上的试点城市投标药品的量给到最低价厂商，这个量对于投标企业吸引力很大，客观上会造成投标企业尤其是国产企业的激烈价格竞争，**而通过博弈论囚徒困境看，往往的结果对投标的各方都不是有利的，容易出现恶意压低价格后不能保证质量或者供应的情况，这正是市场所担心的地方。**

那么为什么最后方案在这个细节上并没有进一步修改呢？关键在于几点：1、医保方本身是买方，重医疗产品质量，但本身不对产品质量负责，这个需要食药监局去负责，其底气在于，国家一致性评价是国家质量工程，食药监局主导一致性评价，是在行使国家信用背书，后面民众看到一致性评价 logo 本身就应该有理由相信产品是质量过硬的，和进口药质量和疗效一样的药，而不在于这个药到底多便宜，事实上，食药监局在审核一致性评价的过程中，标准也是趋严的，尤其是后续对于片剂要求 BE 研究批次样品批量（以投料量计）应不得低于 10 万制剂单位，这能够提升通过一致评价后药品的质量保障。2、后续具体细则将未中标产品作为备选，一旦中选的药品供应不足的情况，立即启动备选药品的采购（这里我们推测如果出现质量问题，也可迅速采购备选药品）。在方案中，官方是一再强调质量和供应保证这个带量采购的前提的。

对于带量采购，我们认为，我们判断执行力度会很大。

图 11：此次带量采购几个关键点分析判断

- 1、50%的份额留给进口企业（未带量采购企业与原研PK 50%份额没有优势），通过几年时间（支付基准逐步变化）让外企转型（裁掉队伍）。
- 2、支付方式变化调动医院/医生积极性：细节还有诸多待商榷的地方，可能涉及到多部门利益，演变具有不确定性：总额预付，保证回款。上海医保会全部先行结算，其他10城也会具体确定本市先行支付总额，这相当于医院用自己的医保额度把药品买回来，是自己的成本；另外每次节省的费用会返还医院（院长再分配），但我们判断返还还会逐步萎缩，画饼的意味更多。
- 3、医保总量约束，内部腾笼换鸟思路执行加快：通过医保引导医院用药机构逐步合理化，提升医保基金运行效率。



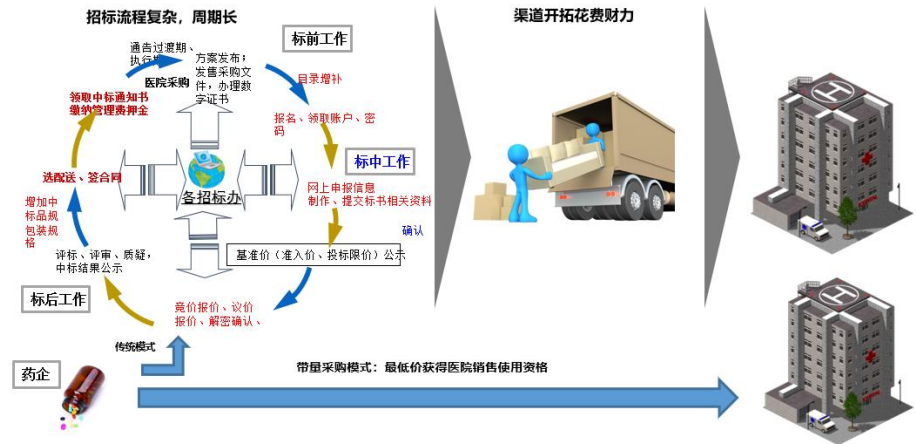
资料来源：乐普医疗投资者交流会，天风证券研究所

所以我们判断对于仿制药方面如此有压力，主要是在于认识：1、医保控费是总约束，不可破；带量采购是顶层设计，是发展趋势；2、带量采购的细节设计会导致恶性的价格竞争；3、虽说是试点，但是大概率后续其他地方会跟标（上海、北京等城市收入高却用上这么便宜的药有失公平和合理），品种、范围后续也大概率会扩大；4、从经济学上看，仿制药准入方式大变革，超额收益面临较大压力。

这里我们要重点强调药品准入，我们认为带量采购最为关键的影响是打破了原有仿制药的准入体系，深刻变革了仿制药的医疗产业链条。通过直接打通药企和医院，打破了原有的区域政策壁垒（寻租），实质上是执行了一票制。对于资本而言考虑的就是单纯的投资决策，假设报价，中标，成本等，考虑是否有利可图，在一定条件的最极端情况下，资本的迅速流入会导致行业的超额收益迅速为零。

图 12：带量采购最极端情景假设：超额收益为 0

药品准入需要做的大量的工作，存在难以打破的壁垒



资料来源：招投标网，天风证券研究所

图 13：带量采购最极端情景假设：三大条件

几大条件：

- 1、药品市场成熟（学术价值不重要），质量标准统一（一致性评价）适合做带量采购
- 2、准入方式改变：价格是准入的核心因素，大幅缩短周期（以往标期3-4年，医保对接更是遥遥无期），打破保护寻租壁垒，资本要素流动大大加快和有效率
- 3、上游产能要素能流动：委托生产、批号转移等政策设计。唯一中标一定需要的产能闲置和产能重复建设的资源错配。

结论：资本迅速涌入仿制药行业，侵蚀超额收益，工业企业收入迅速向成本线收敛。毛利率从60-70%下降至20-30%，净利润从20-30%下降至10%的水平，行业集中度提升，出现几个巨头。

从目前我国一致性评价进展看，这是一个非常长期的过程，可能要花数十年。

资料来源：天风证券研究所

当然，超额收益为零是一个极端的情景假设，我国仿制药的整体制造水平的提升并不能一蹴而就，需要长时间的积累，这里面涉及到诸多的政策设计和激励，尚需看后续政策的出台，但是仿制药整体承压不可避免。

5. 医保局带量采购已成定局，我们做一些后续具有意义的判断

5.1. 带量采购政策后续执行前景如何？

我们认为政策执行的力度和决心是毋庸置疑的，但要想后续成功推行，还需要多方面的考虑和协调，在于：

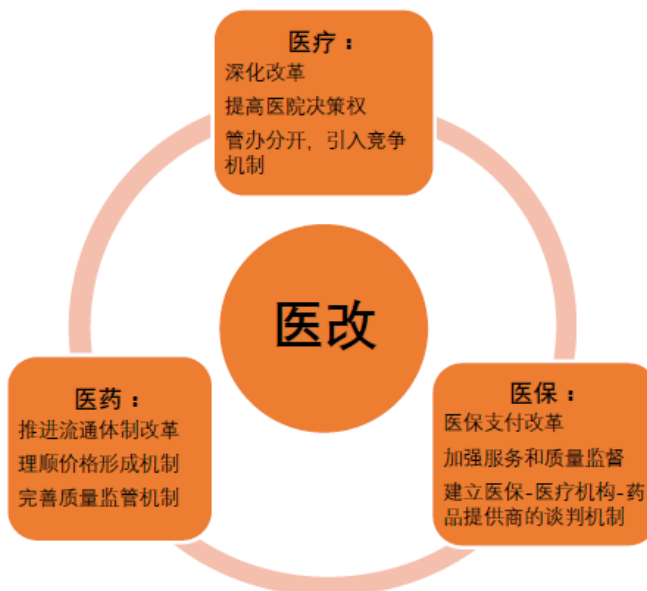
1)、医保局的能量是有限的，在政策协调中并不能力排众议，涉及到利益问题，需要妥善解决，比如：带量采购打掉的是渠道和医生的利益，这里需要进行补偿的设计，比如节省的费用能够返还部分或全部用以补偿医院和医生的损失，不至于对现有处方行为造成大的影响，需要说明的是，医保的战略购买虽然说是要和医院博弈，但在目前和未来很长一段时间内，医院医生依然是医疗整个链条中最强势、不对称信息优势最明显的一方，理应拥有较强议价权。

2)、最低价中标虽说本身是市场的机制，但唯一中标可能会产生更多的不利因素，主要在于标的不确定性对于资本投资是大忌，无法形成较好的预期，不利于资本进行投资，而我国仿制药整体水平的提升时间长，需要大额资金的投入，因此需要重点斟酌。再比如流通

环节的 CSO 承压，有没有后续行业的准则出来能具体细化。

这里的实质是在于三医联动，也就是说，医保、医疗和医药的改革是需要协调的，好比三轮车的三个轮子，要想车跑的好，三个方面的改革速度不能差异太大，医保的进展速度可以加快，可以作为带头人引领医疗和医药改革，但是医疗和医药的改革需要跟进，比如带量采购必须要理顺医生的报酬机制，在医疗改革方面出台举措来协调。

图 14：三医联动共同推动医改



资料来源：天风证券研究所

5.2. 医保局后续工作重心推演

从目前的财政和人口形势看，对于仿制药的带量采购只是医保的第一把火，后续会继续烧向其他领域。我们认为，医保的基准是质量，在于花的钱值不值，是药物经济学的考量，因此实打实的疗效是医保认为关键指标。这里推行临床路径和按病种付费是未来医保着眼政策。因此要作为医保内的药品，质量、性价比是重要的考量。

图 15：我国医保制度发展历程



资料来源：国家医保局，国家卫计委，天风证券研究所

辅助用药：未来占比将进一步降低，这类药此前医院用药占比大，占用医保资源较多，是医保持续严控的领域。

中成药：虽然中医生不提倡中药按照西药体系评价，但是药品本身大多是西药剂型，均一稳定，医保方如果按照临床要求也无可厚非，倒不需要中成药能向西药那样解析得很清晰，靶点、机理研究的很透彻，但是我们认为，中成药若能在有效性和安全性上提出更多的临床研究和证据，那么后续在临床路径、医保控费方面能相对受益，否则也不能排除医保对中成药后续实施进一步的控费。

器械：器械领域高值耗材可能存在压力，器械的流通方式和药品存在一些差异，比如骨科等是渠道和终端深度绑定的营销模式，因此定价具有特殊性，不过盈利空间充足，不排除医保加大控费。对于 IVD 等小器械，标准不统一，差异化大，有些并入服务收费，因此医保降价影响相对较小。

生物仿制药：生物药的特点是大分子，仿制称为生物类似物，其仿制的药品壁垒比创新药低，但是比化学仿制药高，由于产品特征估计较难进行带量采购，我们认为产品降价更多来自于产品周期即产品竞争格局恶化，医保压制相对比较小。

5.3. 带量采购对于仿制药行业影响如何？仿制药公司如何决策？

我们认为对于仿制药行业而言，行业的整合和大浪淘沙从 2018 年 1 月 1 号正式开启（2017 年年底第一批一致性评价品种公布）未来优胜劣汰，行业集中度提升是大趋势。

带量采购对于行业的冲击在所难免，对于企业而言，要有充分的准备，通过这次价格的中选价来看，价格的降幅和速度可能会比大家想的来的更快，因此需要有坚定转型的决心：

- 1)、若要做仿制药，一定要扩充管线，不断的出品种，不以每个产品卖多少价、卖多少金额取胜，要以数量取胜。
- 2)、仿制药并不是仿制药企业的终点，重要的是仿制药企业需要在制造过程当中，不断提升水平，逐步提升仿制药产品壁垒，比如从常释到控缓释到新型 DDS，这些产品壁垒更大，产品格局更好，降价压力相对较小。
- 3)、创新是终极挑战，直接转型创新周期长，耗费多，难度大，由仿制药不断积累到创新也不失为一种方式，比如以色列 TEVA，除了仿制药外，创新药也是很大的看点。
- 4)、销售思路要调整，建立成本概念。药价的约束必然促成对成本的压力，企业考量的是需要减少营销和学术，重点精力放在质量管理和成本控制，因此，对上游的原料药等的把控力需要进一步提升。

5.4. 对于二级投资怎么看，医药机会还有吗？

我们认为医药不缺乏投资机会，带量采购落地后，负面情绪逐步消化，医药行业依然是具备吸引力的行业。我们认为医药始终是一个不缺乏需求的行业，无论是治病还是自我健康提升的需求都是旺盛的，需要解决的关键是支付问题，即谁来买单的问题，目前在既有的医保体系下，医保的战略购买占据主体作用，商业保险及个人消费作为补充，但实际上医保战略购买归根结底还是追求质量，实质并非一刀切，以创新药准入而言虽然大幅降价，但是其通过医保覆盖激发的需求量的成倍增长的，医保在考虑价格时候已经确定了对方金额能够增长，本质上看，与医保博弈的关键在于产品力，仿制药虽说医保方有主动降价的需求，但说到底还是产品力的问题（厂商变多，投标价格战激烈），因此提升产品力和壁垒是企业应该追求的，而技术的积累与不断提升是形成强产品力的关键，这正是医药行业发展的特征和未来可以预见的成长空间。同时医药行业还有商保以及自主消费带来的可能的投资机会，未来完全不需要悲观。

就带量采购政策思考而言，投资思路主要在：

1) 带量采购直接影响的领域：

- a、**仿制药领域**：仿制药行业整体估值和业绩承压，未来行业集中度提升，优胜劣汰，投

资上看，一定要看仿制药企业管线是否充足，能否持续出品种，比如科伦药业、华海药业（不考虑原料药事件）的模式和理念是有前途的，此外进阶的仿制药相对优势明显，比如控缓释制剂、呼吸制剂、DDS（脂质体、胶束、微球等）等类美国 505b（2）的药品，建议关注：绿叶制药、健康元、丽珠集团等。

b、流通领域：流通领域企业如果依靠渠道价值的面临压力，带量采购打的就是渠道，工业药企可以不通过渠道直接卖到医院，其渠道的稀缺性降低，对应的价值相应降低，对于转型的 CSO 企业，应该尽快拓展创新药，逐步放弃仿制药的营销服务，如果流通企业单纯只做配送和垫资，影响不大，因为配送费率相对刚性，目前已经不高，商业企业还可以和工业企业议价，能对冲受带量采购降价的负向影响。就商业自身而言，两票制的冲击逐步首位，放水带来了资金成本的缓解，行业在三季度现金流出现了较为显著的改善，建议关注：柳药股份、国药股份、九州通、国药控股、上海医药等。

2) 带量采购间接影响的领域

a、零售终端：医院端药价进一步承压，院外市场尤其以零售终端为代表的企业受益。这里并非说仿制药卖到零售终端就能高价（后续零售和医院端价格会联动），主要是零售终端作为医疗链条里面的环节所处的地位越来越重要，工业企业会竞相谋求在零售终端对冲医院端产品下滑的风险，因此零售企业的溢价能力增强，叠加后续零售药店的数据端口价值，药占比下更多的处方外流，OTC 行业企业的渠道拓展，零售终端企业长期有望保持高景气度，建议关注：益丰药房、老百姓、一心堂、大森林等

b、原料药及外包服务 CMO/CDMO：仿制药终端价格压制整个链条，意味着工业企业后续需要更多的关注成本，原料药能掌控资源的企业有望在洗牌中胜出，这里我们认为，如果按照品种堆积模式，原料药要匹配多样性，对于制剂企业而言不一定有效益，因此，我们认为未来原料药外包或者外包第三方开发降低成本会是一个大的发展趋势，建议关注 CMO/CDMO 企业：凯莱英、合全药业等。

c、创新药：我们坚定的认为未来 10 年中国医药行业最大的投资机会在创新领域，尽管医保谈判会大幅降价，但准入的放量弹性足以使得销售额增长（对仿制药而言，专利悬崖会使得总额大幅萎缩，因为无法实现以量补价）对于创新药投资而言，结合目前的产业发展初期的客观事实，我们认为最大的投资机会不再二级市场，而在 VC/pe，一级半、并购，等其他资本市场，对于二级投资者而言，带量采购给了我们两个思路：一是对于做仿制药而言，未来薄利多销，不用花太多精力用在准入、营销等，可以专注将更多的投入用于品种扩充，提升工艺、提升研发能力，投入创新，因此就后续企业决策而言，创新虽然周期长，但不失为长期重点的发展战略，早布局比晚布局好，因此带量采购从这个角度看是利好创新药的；另外一点：国内创新产业处在起步初期，药企大多数还是依靠仿制药赚钱，因此带量采购下，可能大多数企业面临创新还未落地而主业现金流先下降的情况，因此实际上从持续投入看，利好能够自身形成内生投入良性循环的公司，比如恒瑞医药、科伦药业、复兴医药等，他们都有一个相对稳定的现金流支撑创新，未来会在行业中率先完成从仿制药业绩到创新药业绩的切换。

d、CRO：带量采购反应出医保控费的强烈诉求，而医保作为买方会直接影响上市公司的相关业绩，此时，在总约束下企业都面临现金流问题，这时候在创新的布局上就更要精打细算，CRO 此时的价值凸显的淋漓尽致，CRO 包括 CDMO 等外包行业的本质在于规模化效应，通过服务降低工业企业成本或者提升工业企业研发投入使用效率，在降低的成本和提升效率中，这些外包企业和工业企业谈一个分成，因此在经济周期下行，政策压制的大环境下，对外包行业的需求会更为旺盛，外包行业景气度会持续提升。标的：泰格医药、药明康德。

e、中药处方药：由于仿制药对于医生已经无利可图，在薪酬激励体制未理顺之前，医生有动力和诉求转移利益品种，中成药是一个不错的选择，中成药定价高，能够满足医院和医生的诉求，带量采购或许会导致医生医院处方的变化，倾向于多开中成药，中成药或短期收益，但如果后续医保腾出手来，将战略购买的理念推行到中成药，那么是否真的有效效就是中成药能否与医保在角力中不受太大压制的关键了，这时候我们需要关注给予临床疗效验证的品种和公司，比如以岭药业等。

3) 规避受带量采购影响比较大的领域，不受带量采购负向影响，或者受医保控费约束相对比较小的领域，更多的可以从医药消费领域筛选

a、**刚性壁垒（消费）用药**：刚性用药除了创新药外（事实上只有创新药能和医保角力），还建议重点关注一些偏刚性的用药，最好是能讲消费逻辑的用药。比如胰岛素、生长激素、粉尘螨滴剂等产品比如疫苗、血制品，这些领域的产品治疗需求刚性，而且要么壁垒高、医保控制相对较少，要么走消费属性，不在意医保覆盖来放量，因此相对优势比较明显，建议关注标的：通化东宝、长春高新、安科生物、健康元；血制品：天坛生物、华兰生物、博雅生物；疫苗：智飞生物、沃森生物、康泰生物等。

b、**中药大消费（带治疗属性）**：中药大消费相对受益，产品不属于医保，不但可以不降价，还可以提价，最好是带有较强的治疗属性，重点关注片仔癀、广誉远、云南白药以及 OTC 其他品牌药企业，可能风险在于明年消费大环境不明朗，需要持续跟踪渠道库存和业绩情况。

c、**医疗服务**：医疗服务行业景气度高。在居民健康意识的提升的催化下，需求端依旧较为旺盛；同时民营医疗服务机构在资本的助推下，在设备、专业化服务能力、技术以及人才招聘等方面逐渐缩短了公立医院的差距，社会信任度逐步提升。在长期的发展过程中，民营医疗服务机构或将进一步提升市场占有率，行业维持向上的高景气度。建议关注：爱尔眼科、美年健康、通策医疗等

d、**医疗器械**：器械领域标准不统一，医保难以一刀切，在创新的大潮下，我国医疗器械产品处于政策、资本、人才、专利多维度利好，国产品牌迅速崛起，部分领域已经具备进口替代的能力。逻辑：1. 政策相对不承压，器械多以医疗服务项目收费，出现大幅降价可能性低；2. 分级诊疗持续推进，进口替代稳步向前，集中度将逐步提升；3. 优选细分领域，看好龙头公司。建议关注：迈瑞医疗、安图生物、开立医疗、乐普医疗、迈克生物、万孚生物等

因此，可以看出，医药领域投资机会依然很多，我们仍然坚定看好未来医药行业的发展和投资机会，医药行业的监管、生产标准、规范和壁垒远超这些行业，我们坚定看好行业的发展，带量采购，只是阶段性的行业受挫，或许当下就是机会孕育的底部。

6. 风险提示

医保控费力度超预期，创新药发展进度低于预期，经济增速下滑带来消费支出下行

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com