

# 政策变革下的中国医疗健康行业发展

2019年7月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

## CONTENTS

- 一、中国医疗健康行业发展与运营现状
- 二、政策变革下全产业链景气度变化
- 三、中国药械领域的创新水平与发展空间
- 四、中国医疗健康行业未来发展机遇展望
- 五、中国医疗健康行业在资本市场中的发展情况

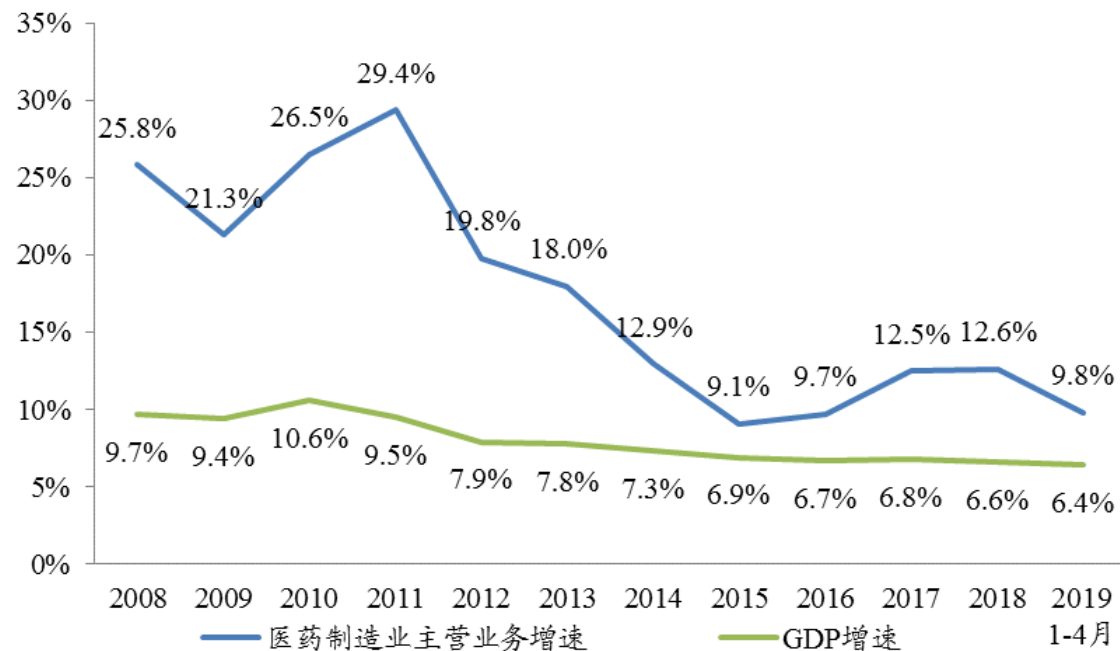
## I.I 行业多维数据：医药制造业增速

### 医药制造业增速高于 GDP 增速

医疗健康行业是国民经济运行的支柱产业之一。近十年来，随着经济发展水平的提高以及人民健康意识的改善，中国医疗健康产业规模日益增长，医药行业一直保持快于GDP的增长。医疗需求的增长一方面来自于人口增加，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。中国人口年增速基本保持在0.5%左右，2018年下降至0.38%，而随着老龄化的加速，预计医疗升级需求将持续上升。

近年来，随着基数的增大，中国医药制造业主营收入增速逐渐放缓，但仍将保持快于GDP的增速。

中国医药制造业增速与 GDP 增速对比



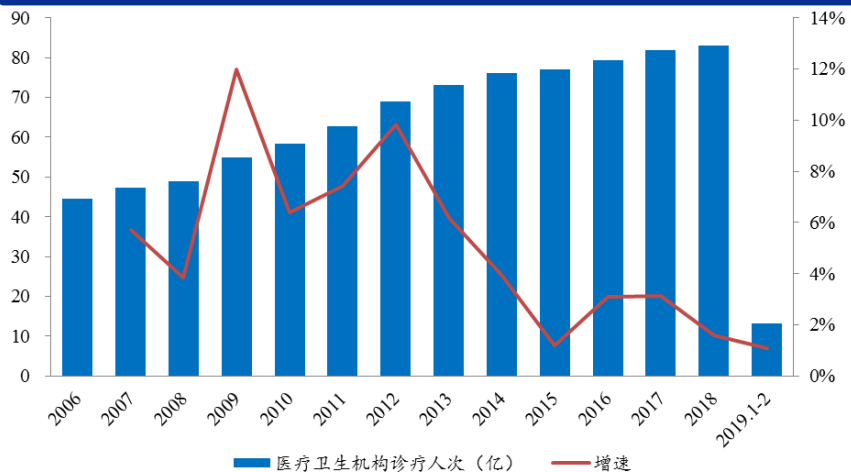
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## I.2 行业多维数据：医疗服务增速

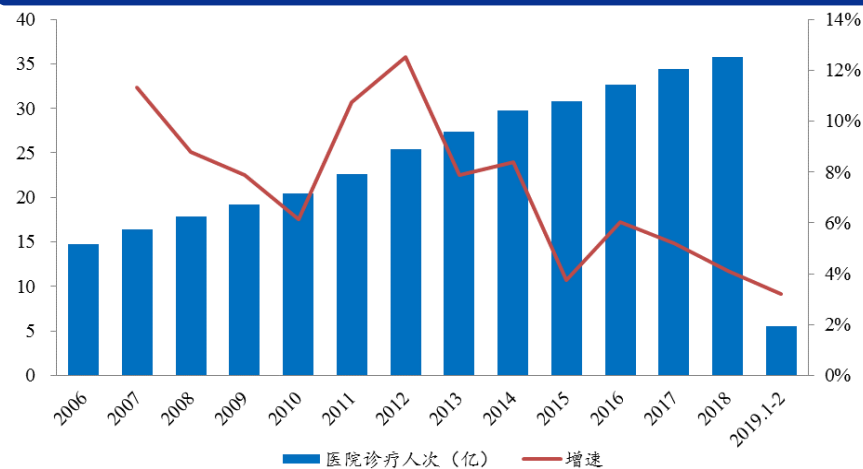
### 医疗机构及医院业务量增速逐步回落

2012-2015年医疗机构业务量增速在2012年高增速的基础上逐步回落。在2016-2017年增速短暂回升后，2017至今医疗机构业务量增速继续回落。

2006至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



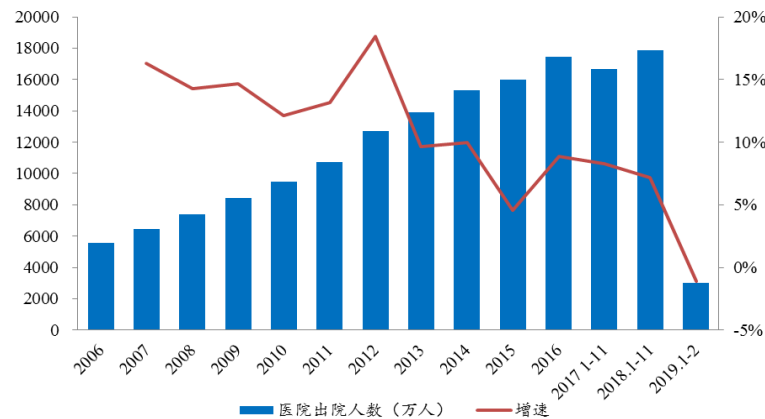
2006年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)



2006年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况



2006年至今全国医院出院人数变化情况



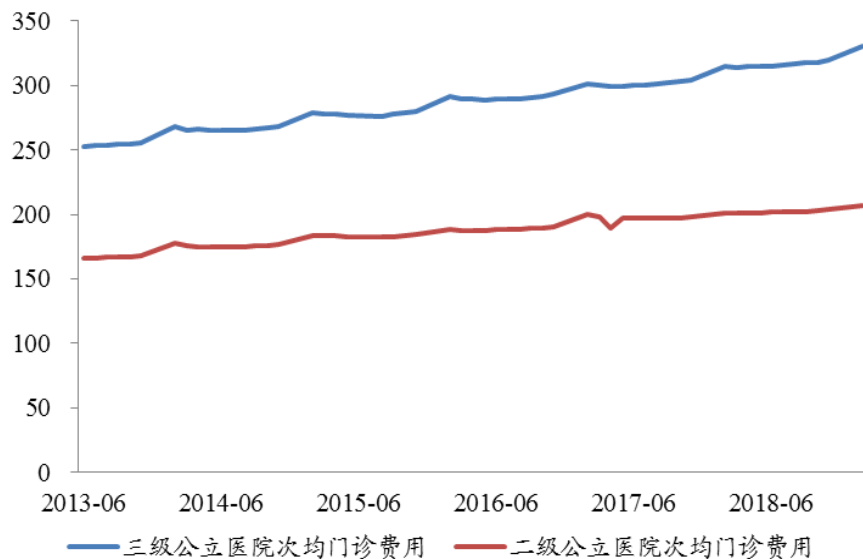
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

## I.2 行业多维数据：医疗服务增速

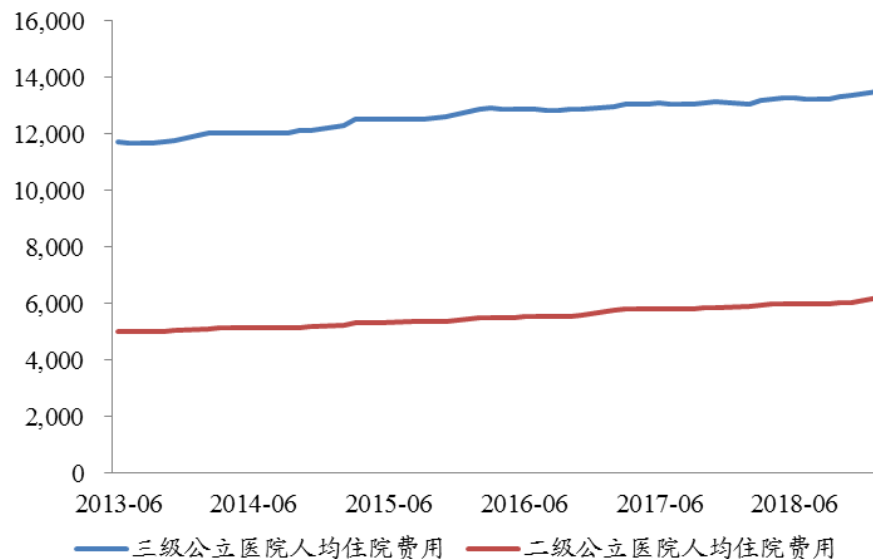
### 中国公立医院次均门诊费用和人均住院费用稳步提升

中国人均医疗费用稳步上升。从2013年6月至2019年2月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从253.0元和166.3元分别提高到330.0元和206.5元；人均住院费用从11717元和5016元分别提高到13564元和6257元。我们认为随着人们的健康意识的逐步提高，医疗需求将进一步升级，人均医疗费用将进一步上涨。

公立医院次均门诊费用统计（元）



公立医院人均住院费用统计（元）



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

## I.3 行业多维数据：医保支付能力

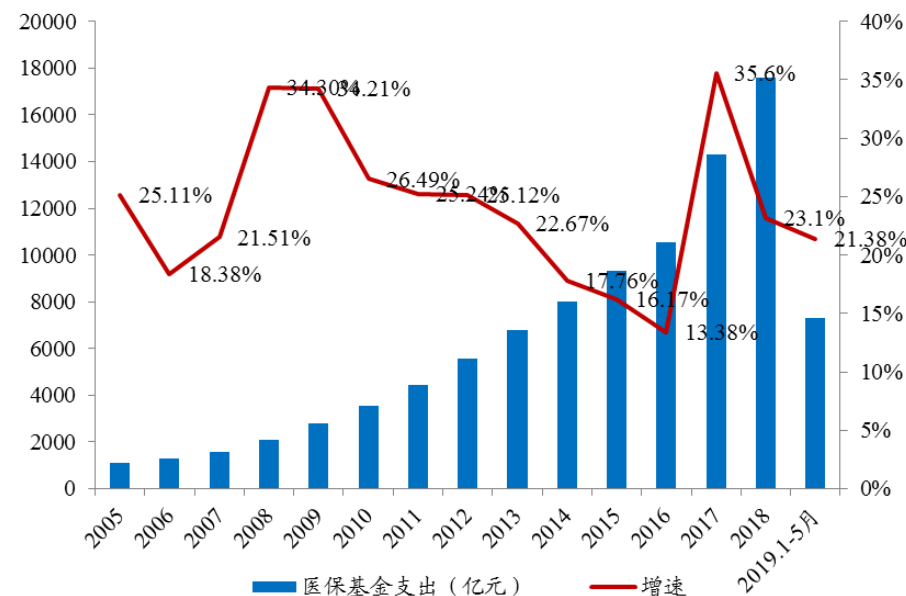
### 中国医保基金运行维持高位

医保基金是中国当前医疗卫生体制下主要的支付方，也是行业长期增速的核心来源。当前中国医保基金收入维持15%以上的较高增速。其中，受城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗“两保合一”影响，2017年、2018年医保基金收入、支出均出现异常高的增速，但是截至2018年末，“两保合一”的影响已基本消退。2019年1-5月医保基金收入同比增长17.25%，医保基金支出增长21.38%，仍保持较快增长。截至2018年末，基本医疗保险累计结存达2.3万亿元，医保结存资金支付保障倍数约为15.8月，医保基金支付压力不大。

历年医保基金筹资额（亿元）



历年医保基金支出额（亿元）

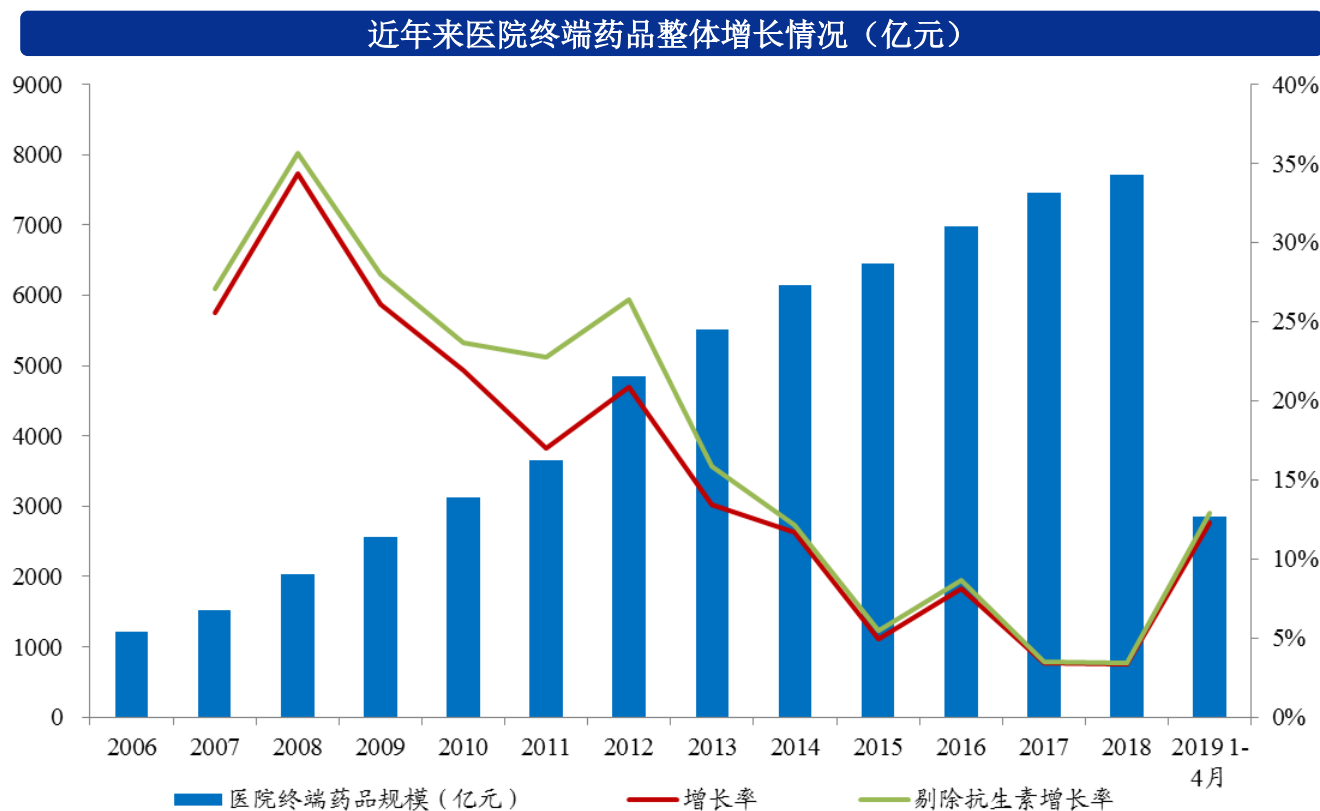


资料来源：人社部，国家医保局，中国银河证券研究院

## 1.4 行业多维数据：医院终端药品增速

### 医院终端药品增速触底后回升

中国医院终端药品增速于2018年降至低点，2019年以来触底回升。18年医院终端药品增速为3.35%，剔除抗生素后增速为3.42%，其中中药销售增速为-5.6%。而2019年1-4月医院终端药品销售增速明显改善，整体增速为12.27%，剔除抗生素后增速高达12.94%，其中中药类增速亦转正为4.5%。我们认为终端增速触底回升一方面与年初流感疫情有关，另一方面也由于创新药尤其是抗肿瘤药持续放量。



## CONTENTS

- 一、中国医疗健康行业发展与运营现状
- 二、政策变革下全产业链景气度变化
- 三、中国药械领域的创新水平与发展空间
- 四、中国医疗健康行业未来发展机遇展望
- 五、中国医疗健康行业在资本市场中的发展情况



## 2.1 医药卫生体制改革政策变动方向

### 医药卫生体制改革全面推进，行业发展步入新轨道

医药行业高度依赖政策，从政策看中国医药行业近十年发展可以分为两大阶段：

- 2011年前：行业发展的黄金期，医药行业随中国医保体系扩容而快速发展
- 2011年后：新农合与城镇居民医保体系基本实现全覆盖，此后医保总筹资增速下行，医药行业控费降价压力逐渐显现，行业增速自2012年后下台阶。2016年后医改政策密集落地，行业内部分化加剧。

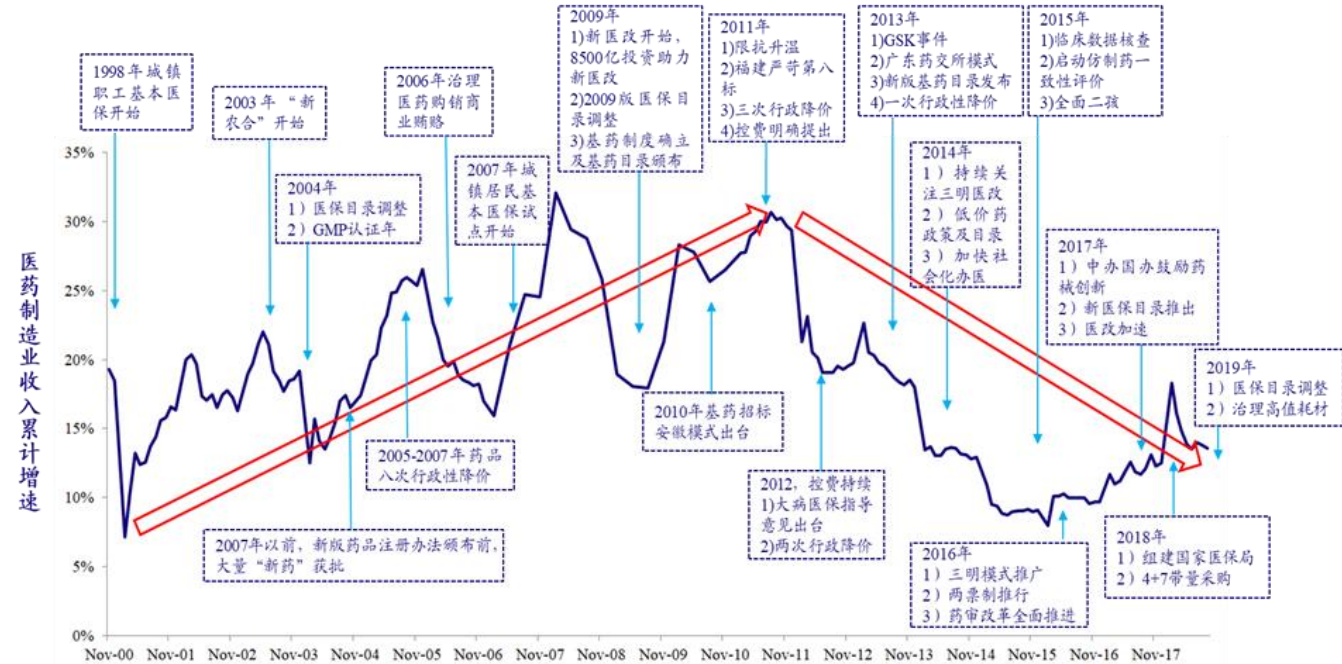
#### 近几年新医改不断推进：

- 2017年——政策落实年：各省招标推进，两票制全面落地，新版医保目录推出，药监体系继续推进一致性评价及评审审批各项改革等。2017年10月8日，中办国办联合发布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，为近年来药监体系改革集大成之政策，是前期多个药审改革政策的汇总，最终导向为鼓励药械创新及与国际接轨。
- 2018年——国家医保局组建元年：中国药品定价、采购与医保支付端的权力终于合一，医保基金运行的独立性大幅上升。第一个大动作：4+7城市药品带量采购
- 2019年——医保局持续发挥作用：高值耗材集采、药品带量采购第二批、辅助用药目录、19版新医保目录等

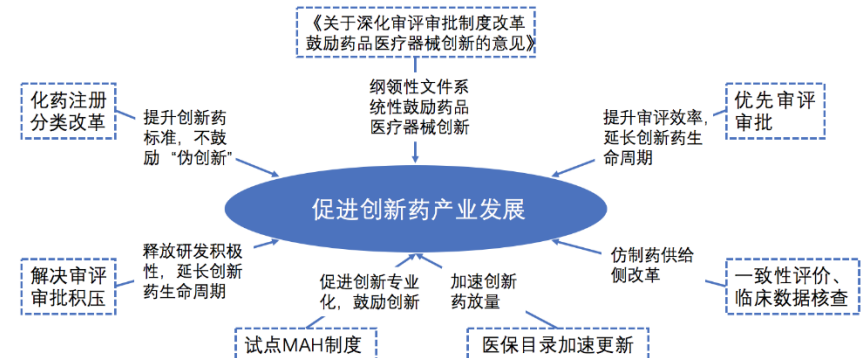
### 中国医药行业及政策发展历程

2011年以前：医保扩容、新医改初期投入期下的震荡上行

2011年之后：控费、招标降价、医改进入深水区（打破以药养医），行业震荡下行



### 政策鼓励药械创新，向国际接轨



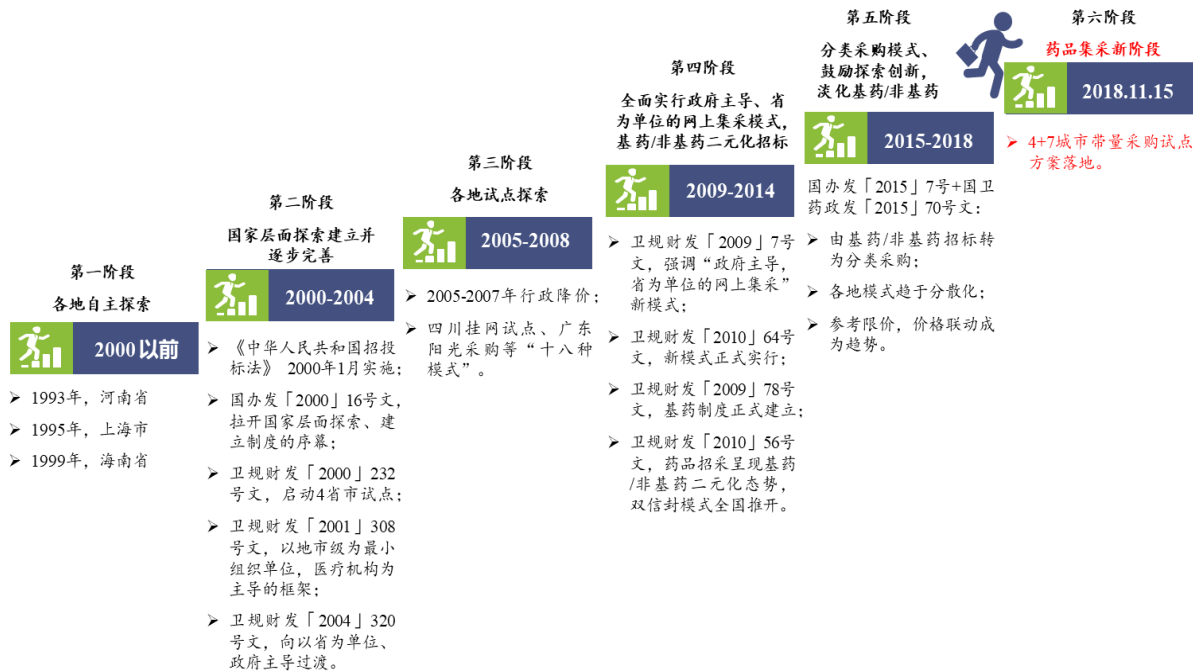
## 2.2 药品采购政策演变方向

药品采购模式不断探索创新，从医疗机构主导到政府主导，由地方逐步提升至国家层级

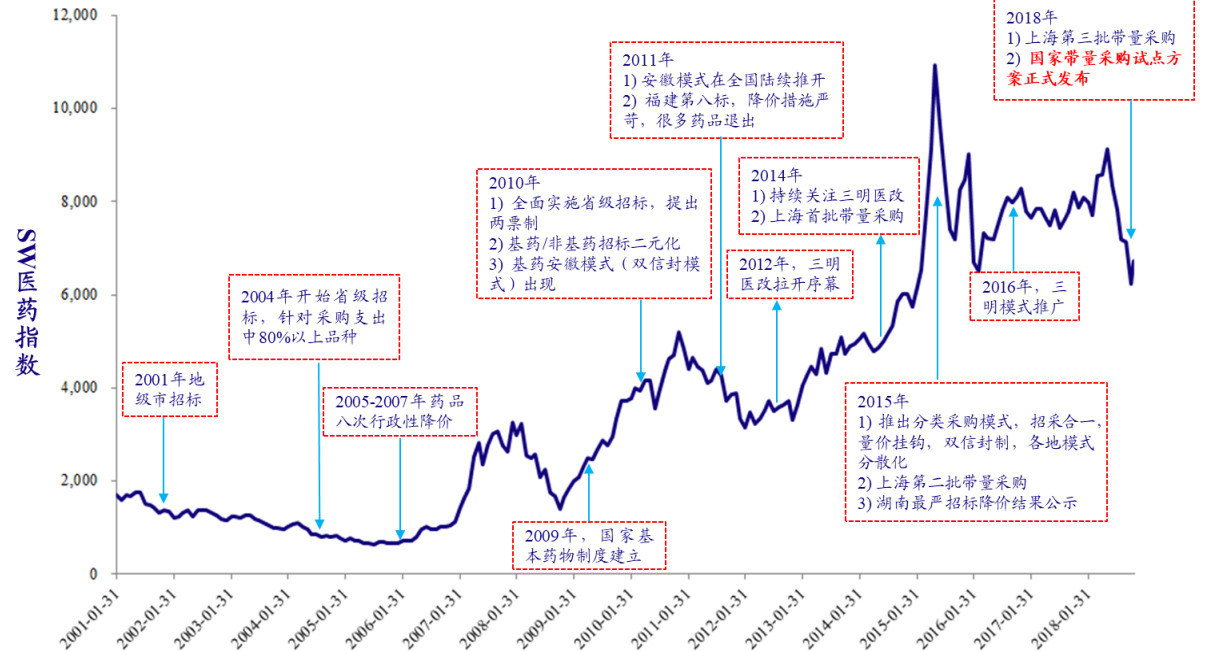
4+7带量采购：

- 中国国家医保局成立后，集定价、采购、支付等功能于一身，开展了首次国家层面的药品集中招标采购，联合了4个直辖市以及7个省会城市/计划单列市，试点城市药品市场规模约占全国30%，规划集采量约占试点区域总用量的30-50%，通过以价换量、单一中标的方式实现药品价格大幅下降。
- 结果：试点地区试点品种平均价格降幅52%。
- 最终目的：实现像美国等发达国家市场上那样的“专利悬崖”，打破此前专利过期后原研药和仿制药企在中国市场上仍能赚取超高毛利率的情况。

### 中国药品采购模式演进历程



### 中国药品采购模式与A股医药指数叠加图



## 2.3 政策变革下全产业链景气度变化方向

政策密集落地导致全产业链议价能力、景气度发生显著变化

上游:

- **CDMO、CRO行业:** 国家政策鼓励药械创新, 议价能力提升, 景气度提升。
- **CMO行业:** 环保趋严, 行业集中度提升, 龙头话语权增强。

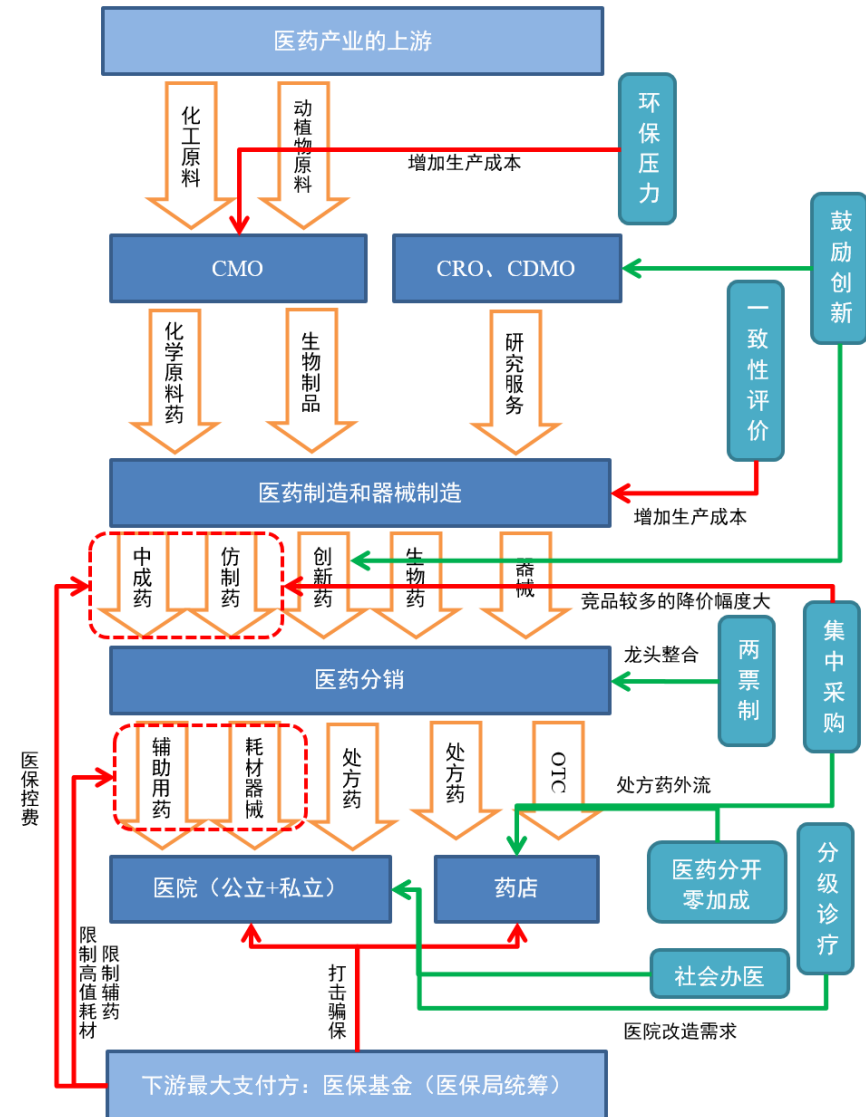
中游: 药品和器械生产企业景气度依据创新能力出现分化

- **仿制药械行业:** 一致性评价加大企业成本, 带量采购政策继续, 相关公司的盈利水平很难恢复到前期水平。
- **创新药械公司:** 医改政策鼓励药械创新, 行业景气度将持续提升。
- **中药行业:** 国家打击辅助用药、中药注射剂一致性评价, 且行业鲜有新品种上市, 导致议价能力和景气度下降。

下游:

- **流通行业:** 行业集中度提升, 此外也受社会融资成本影响
- **药店行业:** 连锁化提升导致行业集中度提升, 未来将受益处方外流和医药分开等政策, 景气度提升。
- **医疗服务行业:** 新医改支持社会办医和分级诊疗, 行业景气度持续提升。

近年来医改政策对产业影响 (绿色为促进, 红色为抑制)



## CONTENTS

- 一、中国医疗健康行业发展与运营现状
- 二、政策变革下全产业链景气度变化
- 三、中国药械领域的创新水平与发展空间
- 四、中国医疗健康行业未来发展机遇展望
- 五、中国医疗健康行业在资本市场中的发展情况

## 3.1 中国药械创新水平仍有较大提升空间

### 中国创新药研发靶点、数量和进展整体未及世界领先水平

与国际先进水平相比，中国创新药物研发靶点、数量和进度等方面仍存在差距。我们对比了Evaluate Pharma评选出的2018年全球最具价值的在研新药Top20及其对应靶点的中国研发进展情况，发现：

首先，Top20中涉及到相关靶点或新给药途径的重磅药品，中国几乎没有开展研究或仍处于临床前阶段，如CFTR、A $\beta$ 、IL-2R $\beta$ 、microdystrophin、CTGF、THR- $\beta$ 等，其中国外以CFTR为靶点的药物已获批上市，以A $\beta$ 、IL-2R $\beta$ 为靶点的药物也已完成或处于III期临床阶段，而中国尚未有相关靶点药物开展研究。

其次，中美均已开展的相同靶点的新药研发项目中，中国的项目数量和项目进度也不及美国。

2018年全球最具市场价值的在研新药Top20及中国国内对应研发进展（单位：亿美元）

编号	项目	公司	靶点/细节	适应症	治疗领域	研发进展	中国国内进展	净现值
1	Tezacaftor	Vertex	CFTR	囊性纤维化	抗纤维化	获批上市	无	144
2	JCAR017	Celgene	CD19	非霍奇金淋巴瘤	抗肿瘤	II期临床	获批上市（欧洲）	85
3	Semaglutide Oral	Novo Nordisk	口服GLP-1	II型糖尿病	消化系统及代谢病	III期临床	无	76
4	Aducanumab	Biogen	A $\beta$	阿尔茨海默病	神经系统疾病	III期临床	无	74
5	Filgotinib	AbbVie; Galapagos; Gilead Sciences	JAK1	强直性脊柱炎；类风湿性关节炎；克罗恩病；皮肤红斑狼疮；干燥综合征；溃疡性结肠炎；银屑病关节炎	抗炎药和抗风湿药	III期临床	III期临床	66
6	ARGX-113	Argenx	FcRn	免疫性血小板减少症；天疱疮；重症肌无力	自身免疫性疾病	III期临床	无	65
7	NKTR-214	Nektar	IL-2R $\beta$	三阴性乳腺癌；非小细胞肺癌；肉瘤；尿路上皮癌；非霍奇金淋巴瘤；黑色素瘤；肾细胞癌	抗肿瘤	III期临床	无	62
8	Elafibranor	Genfit	PPAR $\alpha$ , PPAR $\delta$	非酒精性脂肪性肝炎；高脂血症；糖尿病前期；腹部肥胖	消化系统及代谢病	III期临床	III期临床	55
9	GSK2857916	GSK	BCMA	多发性骨髓瘤	抗肿瘤	II期临床	I/II期临床	54
10	bb2121	bluebird bio; Celgene	BCMA	多发性骨髓瘤	抗肿瘤	III期临床	I/II期临床	54
11	Ozanimod	Celgene	S1PR	克罗恩病；多发性硬化症；溃疡性结肠炎	消化系统及代谢病	III期临床	II期临床	44
12	DS-8201	Daiichi Sankyo	HER2	非小细胞肺癌；胃癌或胃食管交界处癌；尿路上皮癌；HER2阳性乳腺癌；结直肠癌	抗肿瘤	III期临床	获批上市	43
13	Valoctocogene Roxaparvovec	BioMarin	factor VIII	A型血友病	血液和造血系统药物	III期临床	I期临床	43
14	SGT-001	Solid Biosciences	microdystrophin	假肥大性肌营养不良	消化系统及代谢病	I/II期临床	无	43
15	Voxelotor	Global Blood	SCD疗法	镰状红细胞病	血液和造血系统药物	19年有望获批	非创新药	36
16	PF-05280586	Pfizer	Rituxan生物类似药	天疱疮	自身免疫性疾病	19年有望获批	非创新药	36
17	Pamrevlumab	FibroGen	CTGF	肝纤维化；胰腺癌；假肥大性肌营养不良；特发性肺纤维化	抗纤维化	II期临床	无	32
18	Luspatercept	Acceleron Pharma; Celgene	activin receptor type 2B	骨髓纤维化；骨髓增生异常综合征；贫血；地中海贫血	血液和造血系统药物	III期临床	无	31
19	MGL-3196	Madrigal; Via	THR- $\beta$	非酒精性脂肪性肝炎；家族性高胆固醇血症	消化系统及代谢病	II期临床	无	31
20	ARGX-110	argenx; Johnson&Johnson	CD27L, CD70	皮肤T细胞淋巴瘤；急性粒细胞白血病	抗肿瘤	II期临床	无	30

### 3.1 中国药械创新水平仍有较大提升空间

#### 中国医疗器械公司市场份额远低于国际巨头，同类产品技术参数亦存在差距

中国医疗器械公司在市场规模和产品技术参数方面与国际巨头相比差距明显，未来发展空间广阔。

首先，中国医疗器械公司市场份额远不及国际巨头。全球医疗器械公司收入Top20的公司中，美敦力以300亿美元的医疗器械收入雄踞榜首，强生以266亿美元的收入屈居次席，Top20收入共计2221亿美元，占总市场规模的54.8%，高于其他医疗器械公司收入之和。Top20中，美国公司共计11家（占比55%），占据半壁江山，而中国医疗器械公司中，整体收入最高的为迈瑞医疗（2017年收入111.74亿元），与美国巨头公司相比差距较大。

其次，同类产品技术参数方面存在差距。以CT为例，此前市场上有技术制造128层CT设备的仅有飞利浦、西门子、GE等少数医疗器械国际巨头，中国业已制造出拥有完全自主知识产权和核心技术的128层CT。通过与国际巨头CT设备比较，我们发现中国CT设备相关技术参数与国际巨头同类产品相比仍存在一定差距。例如，与飞利浦的128层CT设备Brilliance iCT相比，中国CT设备单圈扫描速度相对较慢慢，最大采样率和空间分辨率低。

2017年全球医疗器械公司Top20

排名	公司	国家	2017医疗器械营收 (十亿美元)	同比增速	2017市场份额
1	Medtronic	美国	30	+0.8%	7.4%
2	Johnson & Johnson	美国	26.6	+5.9%	6.6%
3	Abbott Laboratories	美国	16	+60.9%	4.0%
4	Siemens Healthineers	德国	15.5	+3.1%	3.8%
5	Philips	荷兰	13.6	+3.8%	3.3%
6	Stryker	美国	12.4	+9.9%	3.1%
7	Roche	瑞士	12.3	+5.4%	3.0%
8	Becton Dickinson	美国	11	-3.6%	2.7%
9	General Electric	美国	10.2	+4.2%	2.5%
10	Boston Scientific	美国	9	+7.9%	2.2%
11	Danaher	美国	8.7	+10.6%	2.1%
12	Zimmer Biomet	美国	7.8	+1.8%	1.9%
13	B.Braun Meisungen	德国	7.7	+7.2%	1.9%
14	Essilor International	法国	7.3	+6.7%	1.8%
15	Baxter International	美国	7.3	+2.9%	1.8%
16	Novartis	瑞士	6	+3.6%	1.5%
17	Olympus	日本	5.6	+5.4%	1.4%
18	3M	美国	5.5	+4.4%	1.4%
19	Terumo	日本	4.9	+12.8%	1.2%
20	Smith & Nephew	英国	4.8	+2.1%	1.2%
	<b>Total Top 20</b>		222.1	+7.1%	54.8%
	Other		182.9	+1.6%	45.2%
	<b>Total</b>		405	+4.5%	100.0%

资料来源：EvaluateMedTech，中国银河证券研究院

## 3.1 中国药械创新水平仍有较大提升空间

### 研发投入尚待提高，中国医药研发创新发展空间广阔

对比全球范围内的医药国际巨头、重要创新药企、仿制药企及械企与中国A股医药板块研发龙头的研发支出情况：A股医药板块的研发投入整体与国际先进水平存在较大距离，中国创新产业链发展空间依然广阔。

国际大型药企2018财年平均研发费用34.47亿美元，研发费用占收比中位数14.19%。其中：1. 国际医药巨头研发支出占总收入比重之中位数可达16.79%，最低也有7.5%，研发支出占总收入比重最高为艾伯维（31.5%），研发支出绝对值前三甲为罗氏、强生、艾伯维，其研发支出可达百亿美元量级。2. 国际上市值较大的创新药企研发支出占总收入比重中位数可达32.58%，最高比例为Incyte的63.66%，最低也有14.02%。3. 器械企业相对研发支出占比较低，中位数为8.02%，最低为2.0%，最高为18.7%（Illumina）。4. 仿制药企对研发投入也相当重视，其研发支出占总收入比重的中位数也有7.5%，最低为2.0%，最高为14.35%。

国内药企研发支出的绝对值和占收入比重与国际一流水平还存在较大距离：A股市场研发投入前50强企业2018年研发支出的均值为5.58亿元，研发支出占收比中位数为7.39%。即使是国内医药研发第一股——恒瑞医药，18年的研发支出已超过26亿元（研发支出率15.33%），但与国际巨头相比仍有较大差异。

18财年国内外大型药企研发支出及研发投入强度比较

	平均研发支出	研发支出占收入比重中位数
国际大型药企	34.47亿美元	14.19%
国内大型药企	5.58亿元	7.39%

资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院

注：国际大型药企样本取自42个市值较大的公司，国内大型药企取自研发投入排名前50的公司。

## 3.2 中国医药创新未来发展可期

### 从ASCO 2019中国企业成果展示看中国医药创新研发端倪已露

ASCO 2019年会于5月31日至6月4日在美国芝加哥召开，虽然今年ASCO从整体看是个小年，没有太多颠覆性的突破，但是今年中国医药成果在ASCO年会亮相频率却胜往年，体现中国创新药品及疗法领域研发能力逐步增强，且创新热情高涨：

- 小分子肿瘤药领域，共有10个公司的34项临床试验结果发布，其中包括恒瑞的阿帕替尼13项、吡咯替尼3项，正大天晴的安罗替尼4项。
- 抗体领域，共有10个公司的30项结果发布，主要集中于PD-1/PD-L1靶点，尤其是国内四大进度较快的PD-1单抗（恒瑞、信达、君实、百济神州）正处于较为激烈的跑马圈地拓展适应症阶段，其中恒瑞的卡瑞利珠单抗拓展适应症数量最多，且联用优势十分显著；信达的信迪利单抗数量次之，而其获口头报告的复发/难治性结外NK/T细胞淋巴瘤适应症结果优秀。除单抗外，双抗、抗体药物偶联物也榜上有名，体现未来研发潜力。
- Car-T及其他细胞疗法的研发也是如火如荼地开展，武汉波睿达、科济生物、深圳普瑞金、恒瑞源正、华大吉诺因、优瑞科等公司各有相关成果发布。
- 其他药品（例如PEG-rhG-CSF、恩度等）也有不少成果发布。



## 3.2 中国医药创新未来发展可期

### 2018年开始中国创新药研发已陆续进入收获期

18年至今中国有多款创新药获批或报产。在医药创新新时代的大背景下，国内药企的研发创新意识不断加强，同时药品优先审评审批、鼓励药械创新等政策也有效地缩短了创新药的研发上市周期，2018年起中国创新药研发已进入收获期。据我们统计，截至2019年5月29日，国内获批的自主创新药品种有16个，报产的有30余个，其中重磅的品种包括卡瑞利珠单抗、信迪利单抗、特瑞普利单抗、呋喹替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、艾博卫泰、安罗替尼和四价流感疫苗等。

2018年至今国内获批的自主研发创新药（截至2019年5月29日）

药品	企业	机理	适应症	注册分类	研发进度	状态开始日期	治疗领域分类
注射用卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	PD-1	经典型霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品1	获批	2019/5/29	抗肿瘤和免疫调节剂
康柏西普眼用注射液	康弘生物	VEGF阻断剂	治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害	治疗用生物制品1	获批	2019/5/20	感觉系统药物
聚乙二醇洛塞那肽注射液	豪森药业	长效GLP-1受体激动剂	2型糖尿病	化药1	获批	2019/5/8	消化系统及代谢药
信迪利单抗	信达生物	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品1	获批	2019/1/3	抗肿瘤和免疫调节剂
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	黑色素瘤	治疗用生物制品1	获批	2018/12/21	抗肿瘤和免疫调节剂
I型+III型脊髓灰质炎减毒活疫苗糖丸（人二倍体细胞）	中科院医学生物研究所	获得性免疫	脊髓灰质炎	预防用生物制品6	获批	2018/10/29	抗感染
呋喹替尼	和记黄埔	VEGFR抑制剂	晚期胃癌、非小细胞肺癌、结直肠癌	化药1	获批	2018/9/13	抗肿瘤和免疫调节剂
马来酸吡咯替尼	恒瑞医药	HER1/HER2 抑制剂	HER2阳性转移性乳腺癌	化药1	获批	2018/8/17	抗肿瘤和免疫调节剂
聚乙二醇化重组集成干扰素变异体注射液	凯因科技	PEG-IFN-SA	慢性丙型肝炎	治疗用生物制品9	获批	2018/7/6	抗病毒
丹诺瑞韦	歌礼生物	NS3/4A 蛋白酶抑制剂	全身用抗感染药物	化药1	获批	2018/6/15	全身用抗感染药物
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	获得性免疫	流感预防-成人型（3岁及以上人群）	预防用生物制品6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
流感病毒裂解疫苗（四价）	长生生物	获得性免疫	流感预防-成人型（3岁及以上人群）	预防用生物制品6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
注射用艾博卫泰	前沿生物	GP41抑制剂	艾滋病	化药1	获批	2018/5/30	全身用抗感染药物
硫培非格司亭	恒瑞医药	PEG-G-CSF	放化疗相关中性粒细胞减少症	治疗用生物制品9	获批	2018/5/17	抗肿瘤和免疫调节剂
安罗替尼	正大天晴	VEGFR抑制剂	转移性结直肠癌	化药1	获批	2018/5/17	抗肿瘤和免疫调节剂
重组高效抗肿抗病毒蛋白注射液	杰华生物	抑制病毒复制	慢性乙型肝炎	治疗用生物制品1	获批	2018/4/20	抗肿瘤和免疫调节剂

## CONTENTS

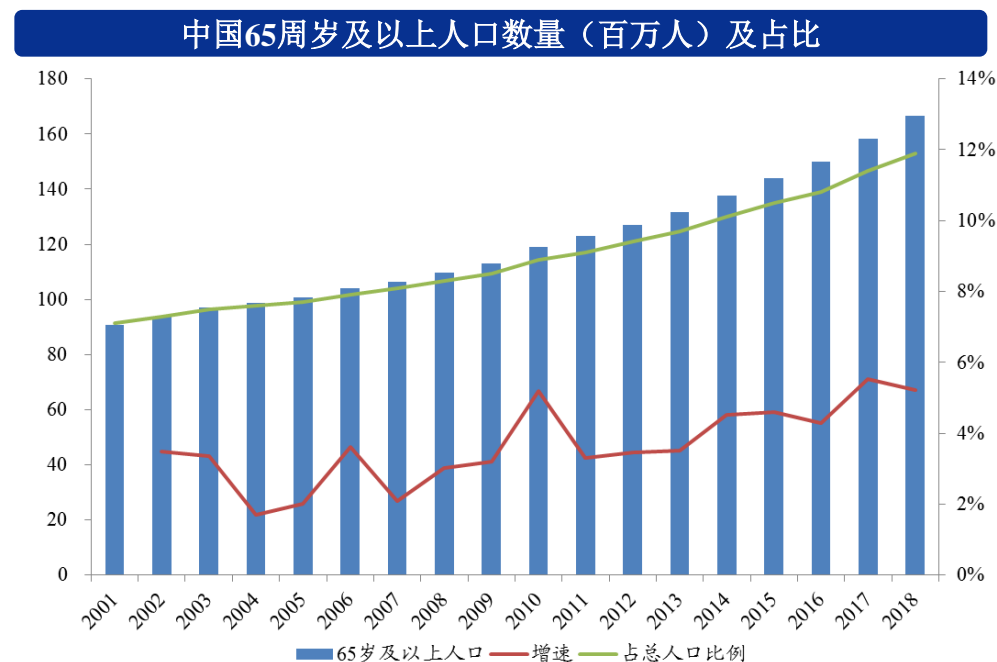
- 一、中国医疗健康行业发展与运营现状
- 二、政策变革下全产业链景气度变化
- 三、中国药械领域的创新水平与发展空间
- 四、中国医疗健康行业未来发展机遇展望
- 五、中国医疗健康行业在资本市场中的发展情况

## 4.1 行业发展长期驱动因素

### 老龄化加速是中国医疗健康行业发展的长期驱动因素

中国人口老龄化速度加快，带来大量未满足的医疗健康需求。根据国家统计局数据，截至2018年底，中国65周岁以上人口达到1.67亿人（同比+5.22%），占总人口比例达到11.9%，较2017年提升0.5个百分点，较5年前提升2.2个百分点，较10年前提升3.6个百分点，老龄化进程明显加速。未来30年中国将会出现人类历史上前所未有规模的人口老龄化浪潮，预计到2050年3个人中1个老年人。

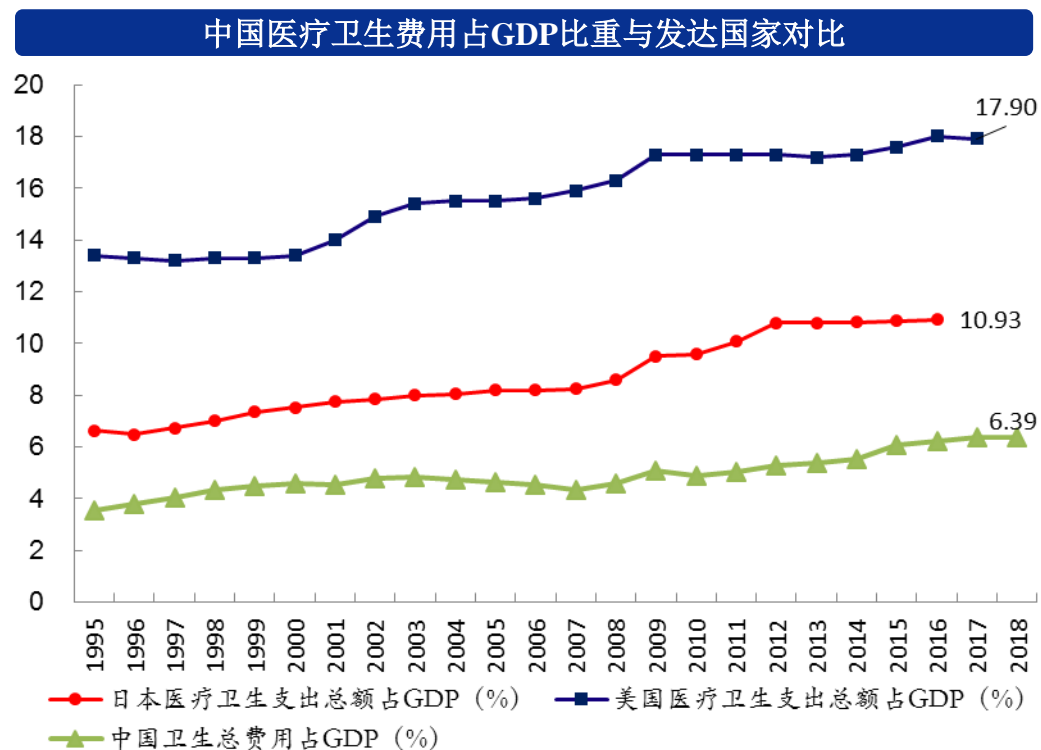
**通常人生70%的医疗花费在65岁以后：**上海市卫生发展研究中心的最新研究表明，上海每位市民一生中68.6%的医疗费用发生在65岁以后；41.7%的医疗费用发生在65岁到84岁；死亡前1个月的住院费用占临终两年总费用的38%。卫生部数据也表明，60岁以上老年人慢性病患者率是全部人口患病率的3.2倍，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗卫生资源的1.9倍。人口老龄化加速带来的医疗健康需求是巨大的。



## 4.1 行业发展长期驱动因素

### 卫生费用占GDP比重仍有增长潜力

2018年中国卫生总费用占GDP比重为6.39%，低于美日水平。近10年来，中国卫生总费用占GDP比重基本呈逐年上升趋势，除2010年略有下滑外，其余年份较往年均有提升，但与发达国家相比仍有差距。美国2017年医疗卫生支出占GDP比重为17.9%，大约是中国三倍。日本2016年医疗卫生支出占GDP比重为10.93%，也高于中国水平。中国2018年卫生总费用约为5.8万亿元，若中国医疗卫生支出占GDP比重能向美国靠拢，则在当前水平下有超过10万亿元的潜在需求未被满足。



资料来源: World Bank, 卫健委, 中国银河证券研究院

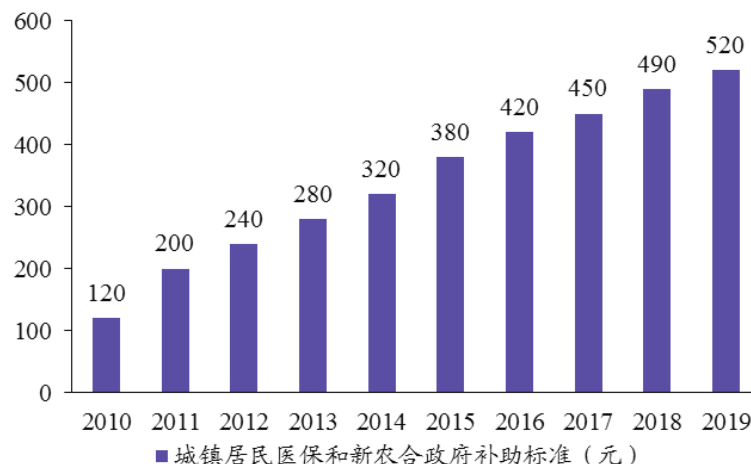
CHINA GALAXY SECURITIES

## 4.2 行业支付端提升空间

### 医保基金仍有稳定增长空间

- **职工基本医疗保险：参保人数仍有较大提升空间。**职工基本医疗保险总筹资额由参保人数、人均筹资额和缴费费率共同决定。其中缴费费率基本没有变化，人均筹资额随平均工资增速稳定增长，而参保人数当前仍有较大提升空间。2018年末，全国就业人员7.76亿人，其中城镇就业人员4.34亿人，对比18年全国参加城镇职工基本养老保险人数4.19亿人（参保职工3.01亿人+参保离退休人员1.18亿人）vs全国参加城镇职工基本医疗保险人数3.17亿人（参保职工2.33亿人+参保离退休人员0.84亿人），可以看出职工基本医保参保人数较职工基本养老保险少1亿人。
- **城乡居民基本医疗保险：人均筹资额仍有提升空间，尤其是人均个人筹资水平仍低。**城乡居民基本医保由政府补助和个人筹资组成，其中政府补助部分增速较为稳定，而个人筹资额具备较大提升空间。2018年城乡居民基本医保人均筹资额仅777元，其中个人筹资额为287元，处于极低水平。
- **未来中国医保基金筹资增速预计可维持10%以上。**2019年1月1日之后社保开始由税务局征收，叠加金税三期影响，导致社保征收能力上升，我们预计未来医保基金筹资增速仍可保持10%以上。

城镇居民医保和新农合政府补助标准（元）



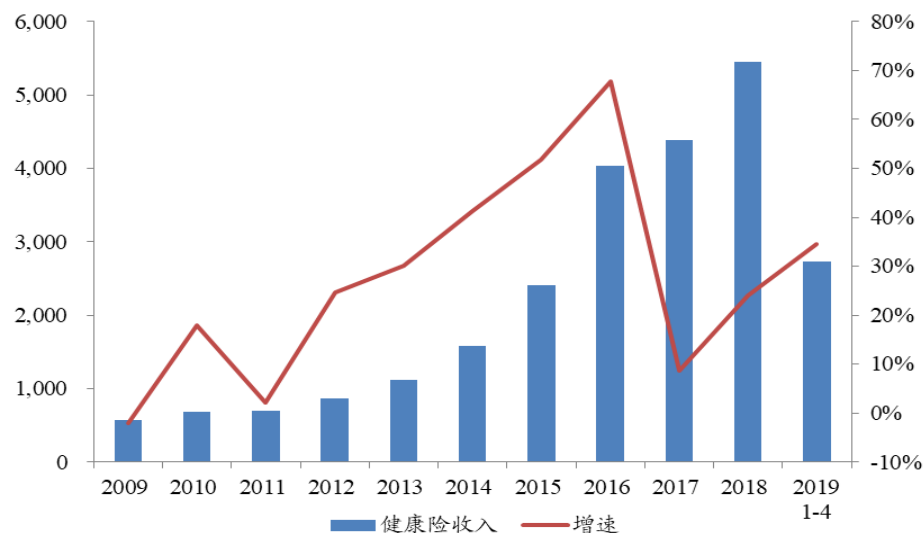
资料来源：财政部，中国银河证券研究院

## 4.2 行业支付端提升空间

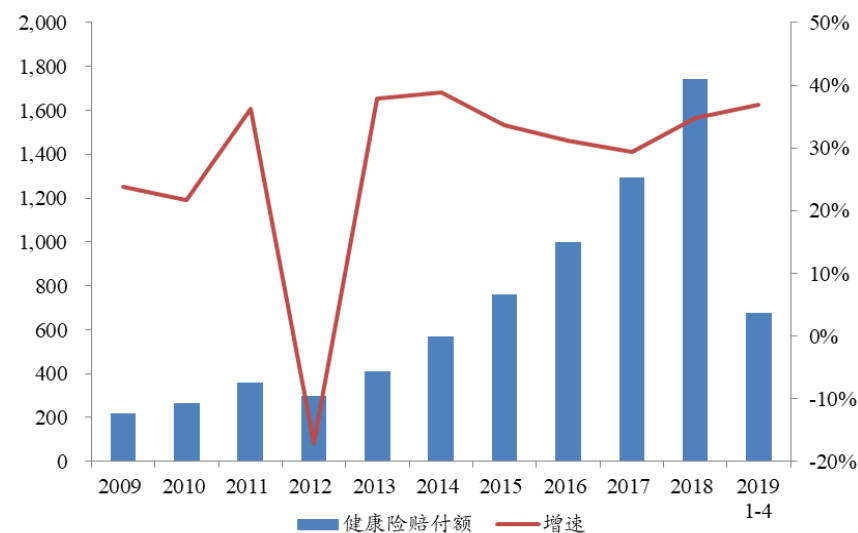
### 商业健康险方兴未艾

商业健康险得到政策扶持，当前快速发展。自2013年以来，商业健康险就是政策扶持的重点方向，如在个人所得税上对商业健康险的保费进行税前扣除。2017年健康险筹资额4389亿元，同比增长8.6%；2018年健康险筹资5448亿元，同比增长24.1%；2019年1-4月健康险筹资2732亿元，同比增长34.6%，增速呈上升趋势。

商业健康险筹资额（亿元）及增速



商业健康险赔付额（亿元）及增速



资料来源：保监会，中国银河证券研究院

## 4.3 行业未来发展方向展望

### 自主研发创新药赚钱效应显现，并加速走向世界

医保目录动态调整促进创新药放量加速，国内创新药赚钱效应凸显：

- 石药集团恩必普：中国脑血管疾病领域第一个拥有自主知识产权的创新药物，共有两种剂型，软胶囊剂型2005年上市，2009年进入国家医保目录，注射剂型2010年上市，2017年进入国家医保目录。2017年销售收入35.7亿港元（+34.7%），2018年销售收入48.7亿港元（+36.5%）。
- 贝达药业埃克替尼：中国第一个拥有自主知识产权的小分子靶向抗癌药，其主要适用于转移性非小细胞肺癌患者的治疗。2011年获批上市，2017年进入国家医保目录，价格降幅约50%，但销量实现快速增长。2017年销量大幅增长42%，销售额突破10亿元。2018年继续加速放量，销售额创历史新高，达到12.08亿元（同比增长17.79%）。
- 恒瑞医药阿帕替尼：全球第一个在晚期胃癌中被证实安全有效的小分子抗血管生成靶向药物。2014年底获批上市，2017年经谈判进入医保目录。虽然价格下降37%，但带动销量大幅提升，整体收入保持快速增长。2018年医疗机构采购金额达到17.41亿元，总销量同比增长68.37%。

此外，很多中国创新药械正通过申报国际临床或license out的方式加速全球化。

#### 中国企业创新药License Out梳理

许可方	合作方	标的资产	日期	交易总金额 (亿美元)	首付款 (亿美元)	销售分成
微芯生物	HUYA	西达本胺	2017/3/6	0.28	未披露	
和记黄埔	阿斯利康	沃利替尼	2011/12/21	1.40	0.20	是
和记黄埔	礼来	呋喹替尼	2013/10/9	0.87	未披露	是
百济神州	默克雪兰诺	BGB-283	2013/5/31	未披露	未披露	是
百济神州	默克雪兰诺	BGB-290	2013/11/13	2.32	未披露	是
百济神州	新基	BGB-A317	2017/7/6	13.93	2.63	是
溥瀛生物	Teva	长效重组人血清白蛋白融合蛋白	2013/6/11	0.10	未披露	
信达生物	礼来	肿瘤抗体药物	2015/3/20	4.56	0.56	是
信达生物	礼来	3个肿瘤免疫治疗双特性抗体	2015/10/12	10.00	/	是
恒瑞医药	Incyte (合作已终止)	SHR-1210	2015/9/2	7.95	0.25	是
恒瑞医药	Arcutis	SHR-0302	2018/1/4	2.23	0.02	(6-12%)
恒瑞医药	TG Therapeutics	SHR-1459/SHR-1266	2018/1/8	3.50	0.01	(10-12%)
康方生物	默沙东	AK-107	2015/12/4	2.00	未披露	
正大天晴	强生	TLR7激动剂	2016/1/18	2.53	未披露	是
复旦大学	HUYA	IDO抑制剂	2016/3/15	0.65	未披露	
成都先导	英国癌症中心	临床前肺癌候选药物	2017/3/3	未披露	未披露	
科伦博泰	Pieris	肿瘤免疫单抗药物	2017/8/8	0.94	未披露	是
誉衡药业	Arcus	GLS-010	2017/8/17	8.16	0.19	是
南京传奇	杨森	LCAR-B38M	2017/12/21	未披露	3.5	是

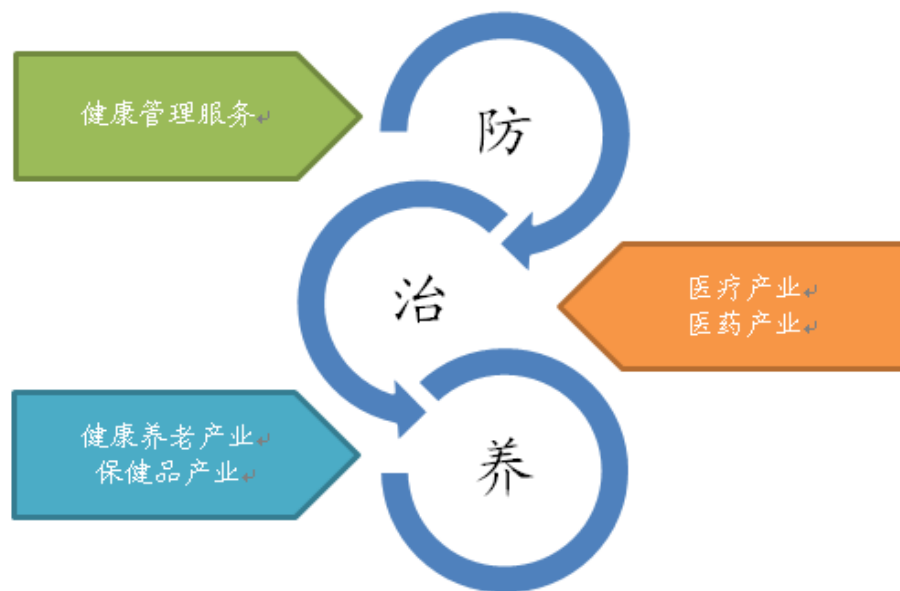
资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

## 4.3 行业未来发展方向展望

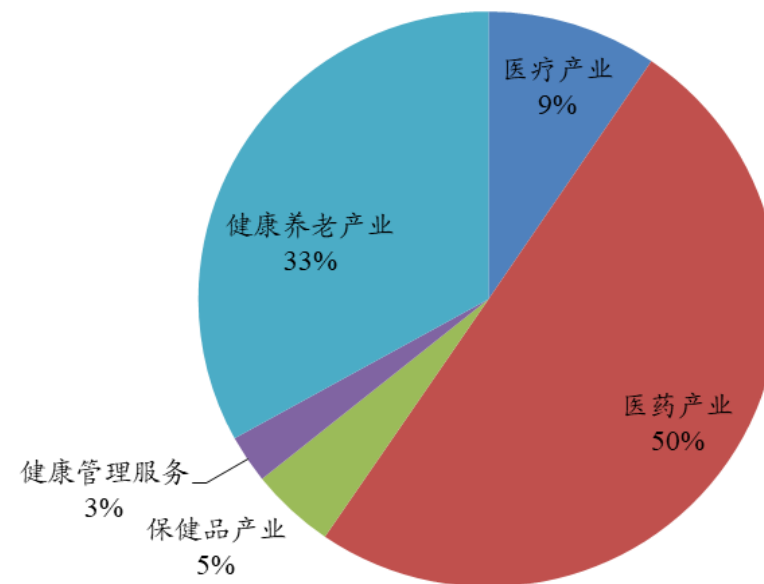
### 大健康日益成为医疗健康行业热点

随着人民健康需求不断提升，传统医疗产业的单一救治模式已经不能满足人民的健康需求，大健康概念应运而生，健康医疗产业转向“防—治—养”一体化防治模式。长期以来，中国医疗健康行业局限于有病治病，大健康理念不仅要治病，还要“治未病、防未然”，发掘潜在的医疗健康需求。从细分领域占比看，中国医疗和医药产业占比合计接近60%，而美国这两项占比合计仅为约33%，这说明中国狭义的医药健康产业在广义的大健康领域中占比过高。而中国的健康养老产业、健康管理服务等领域占比仍然偏小，未来发展空间巨大。

大健康细分领域



中国大健康各细分领域占比



资料来源：前瞻，中国银河证券研究院



## CONTENTS

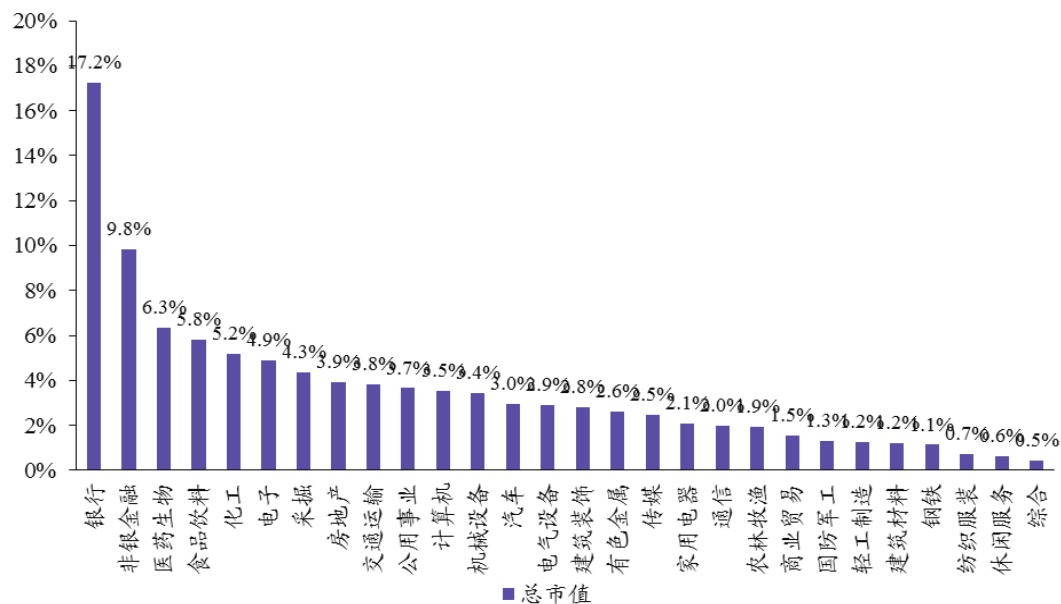
- 一、中国医疗健康行业发展与运营现状
- 二、政策变革下全产业链景气度变化
- 三、中国药械领域的创新水平与发展空间
- 四、中国医疗健康行业未来发展机遇展望
- 五、中国医疗健康行业在资本市场中的发展情况

## 5.1 医疗健康行业在中国股市中地位

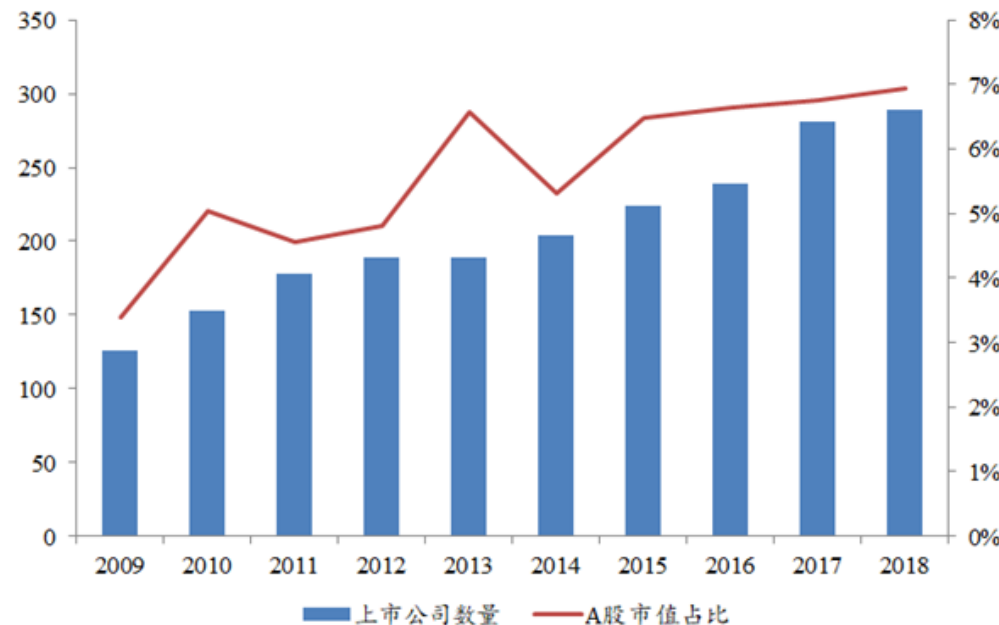
中国A股市场当前共近300家医药上市公司，占A股总市值比重超过6%，在所有行业中排名第三

截至2019年6月10日，A股市场医药上市公司共296家，数量占A股整体的8.17%，市值占比为6.28%，医药行业市值在全部28个行业中排名第三，仅次于银行和非银金融行业。从A股市值占比来看，2014年-2018年医药板块市值占A股总市值比例分别为5.31%、6.48%、6.65%、6.76%和6.95%，市值占比逐年提升。截至6月10日，市值突破千亿的医药公司有2家，分别为恒瑞医药（2593.1亿元）和迈瑞医疗（1844亿元）。

医药行业市值占比在A股全部28个行业中排名



医药行业上市公司数量与A股市值占比变化情况



## 5.1 医疗健康行业在中国股市中地位

### 医药行业是中国公募基金市场最重仓的行业之一，基金长期超配

医药行业是中国公募基金最重仓的行业之一，长期处于仓位最重的前三个行业之列。其中，2019年一季度我们测算的主动型非债券基金医药股持仓比例为12.75%，与2018Q4相比保持不变，较2018Q3下降0.49pp，较2018Q2下降2.44pp，位居所有行业第二（第一为食品饮料行业）。我们逐个剔除医疗医疗健康行业基金后，19Q1主动型非债券基金的医药股持仓比重为9.40%，同样位居所有行业中第二。

中国公募基金长期超配医药行业，且超配程度高。以19年3月31日市值计，医药板块市值占A股总市值比例为7.06%，而剔除医疗医疗健康行业基金后主动型非债券基金中医药股19Q1持仓比重为9.40%，高于医药板块市值占比2.34pp。

基金医药持仓比例变化



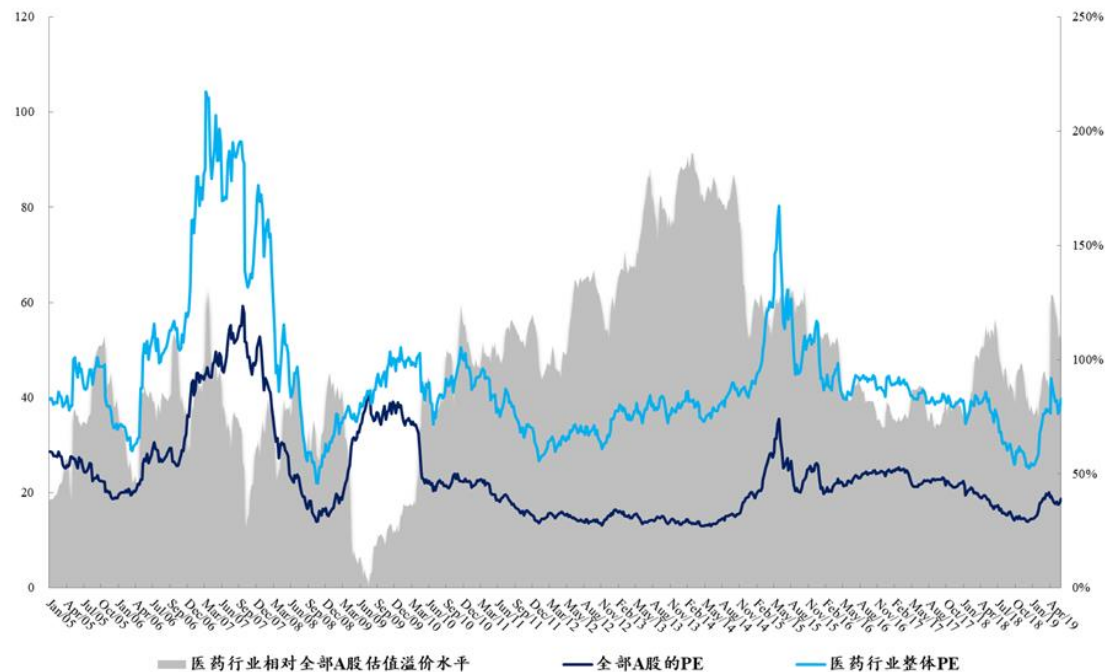
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 5.2 医疗健康行业相对市场整体估值水平

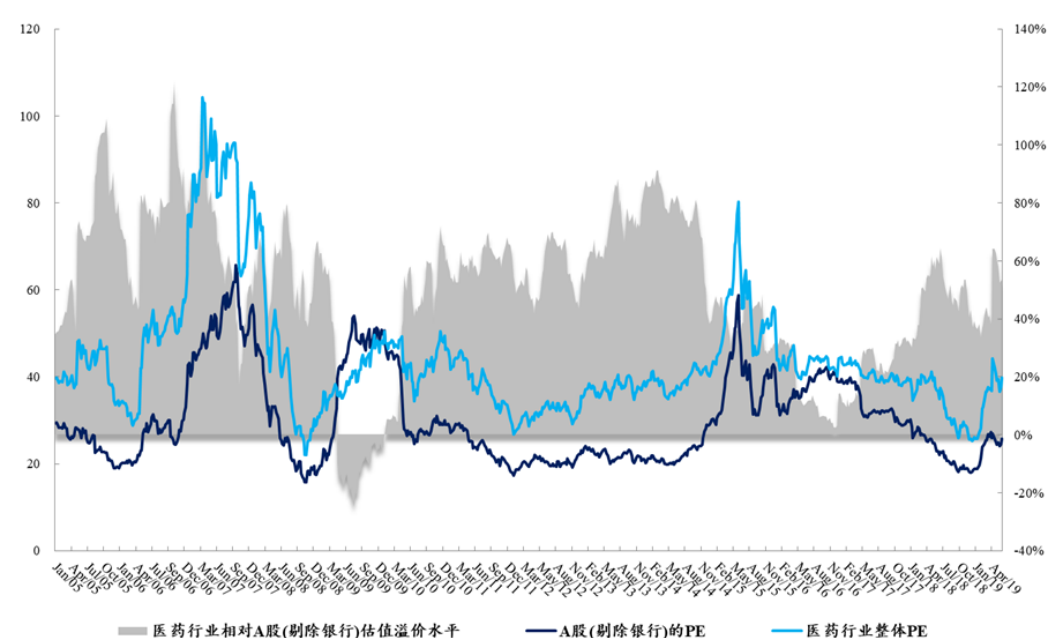
医药行业相对整个A股市场长期存在估值溢价，当前估值溢价率处于中等偏高水平

由于中国股票市场对医药行业长期看好以及医药行业的自身特征，导致医药行业长期估值溢价。截至6月21日，医药行业一年滚动市盈率为39.73倍（TTM 整体法，剔除负值），全部A股为18.68倍，医药股溢价率为**112.65%**，较2005年以来的平均值高17.69个百分点，位于相对高位，历史均值为94.96%。A股剔除银行股后的医药股估值溢价率为**53.91%**，历史均值为49.83%，行业估值溢价率较2005年以来的平均值高4.08个百分点，位于相对较高位置。

医药股估值溢价情况



医药股估值溢价情况-剔除银行股



## 5.3 医疗健康行业近期业绩表现分析

近期行业业绩分析：18Q4和19Q1医药上市公司整体业绩下滑，各行业表现分化

A股医药行业2018年和19Q1医药上市公司整体扣非净利润增速同比出现大幅度下滑。

剔除新股和并表因素，18全年收入和扣非净利润增速分别为16.74%和-4.63%，分别同比+2.97pp和-17.21pp。我们认为18年行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为：（1）体量排名前二的化药和中药子行业受商誉减值损失、两票制、辅助用药和抗生素限用影响较大。（2）原料药板块自18Q4景气度大幅回落。

医药行业19Q1收入和扣非净利润增速分别为15.24%和-2.98%，同比分别-2.99pp和-32.20pp。我们认为19Q1行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为（1）18Q1流感疫情推动业绩高速增长。（2）原料药板块景气度处于低点。

经营性现金流状况同比明显改善。剔除新股，2018年医药行业整体经营性现金流/净利润为113.04%，同比提高41.26pp。

1 2 3 4

5

医药行业18年和19Q1内生增速情况（剔除新股及并表因素）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%
净利润增速	13.71%	12.98%	30.72%	6.90%	-55.25%	0.52%	0.28%
扣非后净利润增速	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%
经营性现金流/净利润	196.67%	77.31%	-11.36%	92.84%	567.62%	111.82%	7.41%

医药各子行业收入增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	10.94%	9.94%	21.41%	19.40%	13.79%	17.58%	11.13%
中药	10.85%	11.09%	15.69%	11.90%	3.74%	9.99%	8.25%
生物制品	41.62%	25.53%	39.70%	48.21%	31.09%	45.67%	55.60%
原料药	25.64%	18.29%	36.51%	20.43%	7.58%	18.71%	-2.39%
医药商业	14.02%	14.99%	16.18%	15.44%	18.97%	16.31%	16.24%
医疗器械	24.85%	22.46%	19.98%	19.20%	18.23%	20.36%	17.91%
医疗服务	60.95%	42.81%	39.18%	31.59%	19.91%	32.66%	26.25%
整体	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%

医药各子行业扣非归母净利润增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	6.40%	8.26%	15.10%	14.80%	-89.93%	-7.73%	-0.14%
中药	1.50%	10.98%	15.34%	0.79%	-79.13%	-11.46%	-1.91%
生物制品	-18.48%	21.38%	40.96%	48.45%	14.30%	45.82%	40.69%
原料药	76.03%	20.65%	163.14%	14.52%	-53.49%	23.32%	-48.05%
医药商业	18.06%	20.17%	22.55%	21.29%	16.02%	20.57%	21.27%
医疗器械	-15.75%	7.67%	12.04%	20.46%	-15.36%	13.52%	22.00%
医疗服务	85.23%	50.87%	45.89%	34.63%	-2.02%	33.59%	32.35%
整体	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 5.4 中国股市医药板块与国际市场的差异

行业整体相对国际高估，中国龙头公司成长性、稳定性更高

中国A股医药板块市盈率长期高于美国和日本，当前相对溢价率处于较低水平。以2019年6月21日收盘价计算，国内医药板块的动态市盈率为32.45倍（指数法，TTM）。同期美国医药板块为19.27倍，日本医药板块为21.29倍，我国医药板块PE高于美国和日本。我们认为国内医药指数市盈率估值水平通常高于国际医药指数的原因主要是国内医药上市公司整体增速高于全球药品市场增速，国内上市公司整体增速在10-15%，而全球药品市场增速在5%左右。

我们选取了全球市值较大的医药国际巨头及在细分领域具有代表性的共计52家国际医药龙头公司，及A股市场具有代表性的30家医药龙头及大市值公司，计算了其2019Q1及2018年的收入、净利润增速及估值等。我们发现A股医药龙头的收入、净利润增速中枢均高于国际巨头，且增速相对稳定，波动性小于国际巨头。而A股医药龙头的估值中枢也高于国际巨头，这一一定程度上体现了高成长增速和高稳定性溢价。

### 各国医药板块PE比较



资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院

### 海内外龙头公司盈利能力、估值水平比较

	49家国际医药巨头及细分领域龙头					30家A股医药龙头及大市值公司				
	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率TTM	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率TTM
	19Q1	Y18	19Q1	Y18	2019/6/20	19Q1	Y18	19Q1	Y18	2019/6/20
均值	12.84%	152.44%	7.50%	7.97%	77.19	27.52%	26.05%	29.78%	39.10%	40.56
中位数	12.02%	23.47%	4.56%	6.87%	21.54	24.29%	30.55%	23.84%	31.04%	38.73
最小值	-742%	-109%	-15%	-16%	-122.43	93.38%	235.75%	173.58%	289.43%	85.15
最大值	349%	1684%	76%	32%	2240.83	-35.48%	-294.77%	-23.83%	-0.46%	12.76

资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院（市盈率根据稀释每股收益计算得出，非Non-GAAP值）

余宇 研究员 执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢：孟令伟、刘晖

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

余宇，生物医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。银河证券版权所有并保留一切权利。

