

增持

——维持

日期：2019年01月29日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC证书编号：S0870513090001

分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC证书编号：S0870518030001

证券研究报告/行业研究/行业专题研究

# 医保支出面临结构调整 优先关注非药板块

## 主要观点

### 医保基金收入增速放缓，控费是长期趋势

2017年医保筹资总额18,973亿元，同比增长17.3%，同比增速从2011年到2016年呈下降趋势，2017年有所回升。短期来看，我国医保基金整体运营有所改善，控费加强促使医保年末滚存结余自2015年开始不断增长，这有利于医保基金长期稳定运营。但是，医保收入增速近年来有所放缓，而支出压力不减，保障水平还有提升的需求，控费压力长期存在。

我国人口结构具有老龄人口比例持续上升、劳动年龄人口出现负增长、人口出生率持续在低位运行等特点。人口结构的变化对医保的影响主要体现在：1) 老年人口数量持续增长，由于其患病率高于其他人群等因素，老年人口对医保的需求程度高于其他人群，是医保的主要支出力量；2) 劳动年龄人口出现负增长，更长期来看，我国每年出生人口持续减少，未来的劳动力供给矛盾会更加突出。同时由于医保保障水平也需不断提高，医保基金的收支矛盾凸显，医保控费、提高管理水平和资金利用效率等需求长期存在。

### 带量采购、创新药医保谈判是医保支出结构调整的重要手段

仿制药的带量采购、加快创新药进医保是医保支出结构调整的重要手段。其中带量采购和限制辅助用药有助于医保控费，为医保支出结构改善腾挪空间。通过腾笼换鸟将部分医保空间由一般仿制药、辅助用药转向创新药、医疗服务等。未来医药行业的投资方向应该从顺应医保支付结构调整的方向寻找。

## 投资建议

维持2019年医药行业“增持”评级，建议从板块的结构性机会入手，关注受降价影响较小、景气度高的非药的细分领域龙头，同时战略性配置创新药、高端仿制药板块。

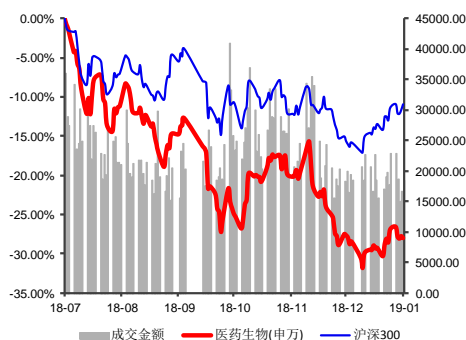
## 风险提示

企业核心产品降价超预期；带量采购政策执行不到位；产品安全性问题等。

## 行业数据 (Y18M11)

累计产品销售收入(亿元)	22,213.8
累计产品销售收入同比增长	12.9%
累计利润总额(亿元)	2,822.0
累计利润总额同比增长	8.4%

## 近6个月行业指数与沪深300比较



## 目 录

<b>一、医保基金收入增速放缓，控费是长期趋势</b> .....	<b>3</b>
1.1 卫生总费用稳健增长，社会卫生支出占比持续上升 .....	3
1.2 医保结余增长，但收入增速放缓 .....	4
1.3 人口老龄化程度持续提升 .....	6
<b>二、带量采购是优化医保支出结构的手段之一</b> .....	<b>8</b>
2.1 “4+7”带量采购中选价平均降幅 52% .....	8
2.2 部分企业选择“4+7”中标价格自愿联动 .....	9
2.3 带量采购将重塑仿制药行业生态 .....	10
<b>三、加速审评审批、医保目录动态调整，创新药有望逐步提高在医保支出结构中的比例</b> .....	<b>11</b>
3.1 创新药加速审批 .....	11
3.2 医保目录动态调整 .....	12
3.3 医保支出结构将发生变化 .....	13
<b>四、从医保支付结构改善的角度寻找投资机会</b> .....	<b>13</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图

图 1 2000-2017 年全国卫生总费用变化.....	3
图 2 2000-2017 年卫生总费用占 GDP 比例 .....	3
图 3 1985-2017 年全国卫生总费用构成.....	4
图 4 2005-2017 年全国三大医保参与人数及医保覆盖率概况 .....	4
图 5 2011-2017 年医保收支概况 .....	5
图 6 2011-2017 年医保本年收支结余概况 .....	5
图 7 2011-2017 年医保年末滚存结余概况 .....	5
图 8 2013-2018 年我国 15-59 岁人口概况 .....	6
图 9 1998-2018 年人口出生率(‰).....	6
图 10 1998-2017 年我国人口年龄结构.....	7
图 11 1998-2017 年老年抚养比.....	7
图 12 调查地区居民双周患病率(‰).....	7
图 13 调查地区居民慢性病患率(‰).....	7
图 14 2013-2018H1 盐酸右美托咪定注射液年度销售额概况 .....	10
图 15 2013-2018H1 盐酸右美托咪定注射液市场份额概况 .....	10
图 16 医保支出结构的优化路径.....	13

## 表

表 1 带量采购品种概况.....	8
表 2 恒瑞医药 2017 年盐酸右美托咪定注射液在药品集中招标采购中的中标情况.....	10
表 3 2018 年获批上市的新药.....	11

## 一、医保基金收入增速放缓，控费是长期趋势

### 1.1 卫生总费用稳健增长，社会卫生支出占比持续上升

近年来，随着国民经济的发展，居民对医疗资源的消费需求和消费能力不断提升，我国卫生总费用呈快速增长的态势，从 2007 年的 1,1574 亿元增长至 2017 年的 52,598 亿元，CAGR 为 16.35%，其中 2017 年同比增长 13.49%。

从整体看，受医保覆盖率快速增长等因素影响，卫生总费用在 2007-2009 年期间同比增速高于其他年度，2010 年起保持稳健增长的态势。另一方面，卫生总费用占 GDP 的比重自 2010 年起逐年增长，2017 年达 6.38%，同比提升 0.12 个百分点，卫生总费用的增速高于同期 GDP 的增速。

图 1 2000-2017 年全国卫生总费用变化

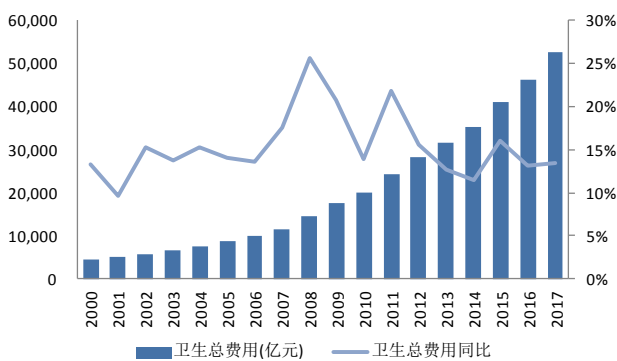
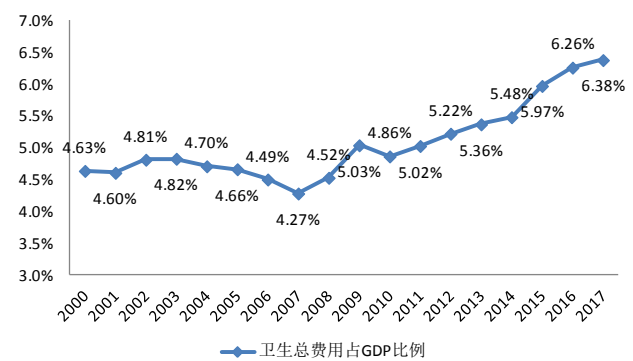


图 2 2000-2017 年卫生总费用占 GDP 比例

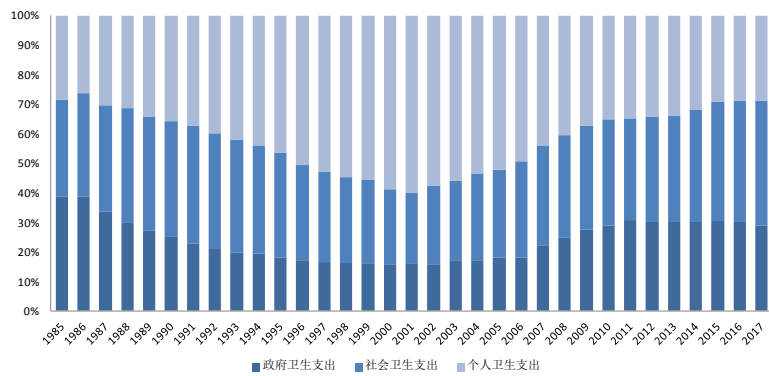


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

数据来源：国家统计局 上海证券研究所

从支出构成来看，2017 年政府卫生支出占卫生总费用的比例为 28.91%，同比下降 1.10 个百分点，政府卫生支出占比自 2009 年以来保持在 30% 的左右，说明政府持续加大卫生投入，政府卫生支出同比增速与卫生总费用增速基本持平；社会卫生支出占卫生总费用的比例为 42.32%，同比上升 1.11 个百分点，社会卫生支出包括社会医疗保障支出等，自 2001 年以来占比逐年提升，2010 年起取代个人卫生支出成为我国最大的卫生支出方，是我国卫生支出的中坚力量；2017 年个人卫生支出占卫生总费用的比例为 28.77%，同比下降 0.01 个百分点，个人卫生支出占比自 2001 年到达顶峰(59.97%)后呈下降趋势，根据 2016 年 10 月中共中央、国务院印发的《“健康中国 2030”规划纲要》，目标 2020 年、2030 年个人卫生支出占比分别为 28% 左右、25% 左右。

图 3 1985-2017 年全国卫生总费用构成

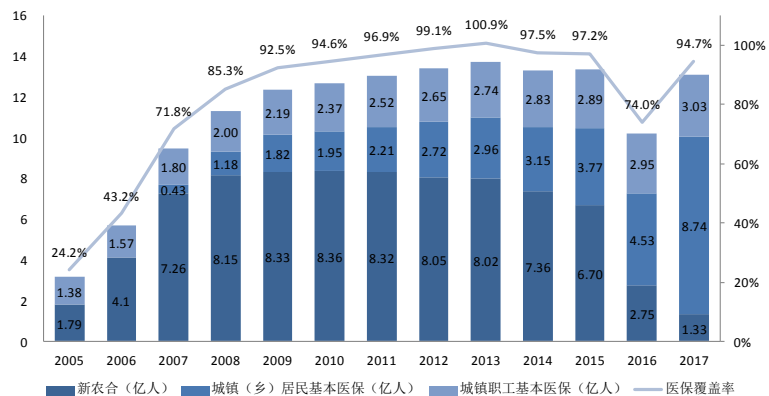


数据来源：卫健委 中国卫生和计划生育统计年鉴 上海证券研究所

## 1.2 医保结余增长，但收入增速放缓

根据卫健委数据，2017 年我国三大医保覆盖人数达 13.10 亿人，医保覆盖率达 94.7%。

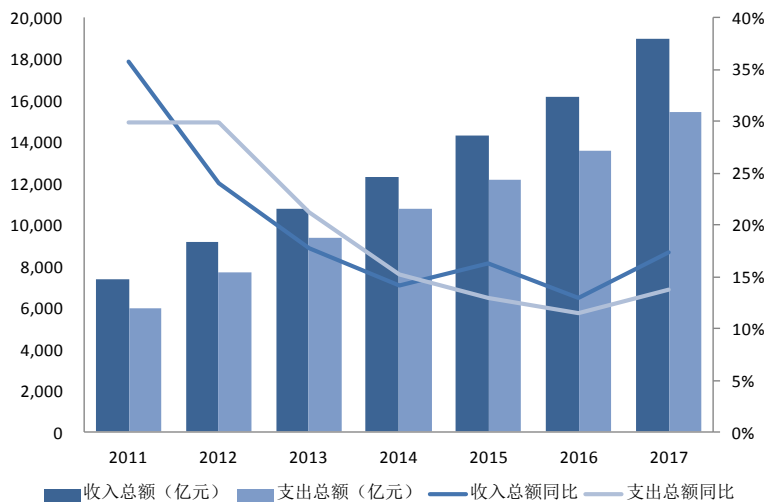
图 4 2005-2017 年全国三大医保参与人数及医保覆盖率概况



数据来源：卫健委 中国卫生和计划生育统计年鉴 上海证券研究所

根据财政部数据，2017 年医保筹资总额 18,973 亿元，同比增长 17.3%，同比增速从 2011 年起整体呈现下降趋势（2016 年、2017 年数据需考虑城镇居民医保和新农合整合，消除了既往多重缴费或未缴费但视同参保等异常情况带来的数据偏差的因素）；医保支出总额达 15,420 亿元，同比增长 13.7%。2017 年医保支出总额占当年社会卫生支出的比例为 69.3%，是社会卫生支出的重要组成部分。

图 5 2011-2017 年医保收支概况



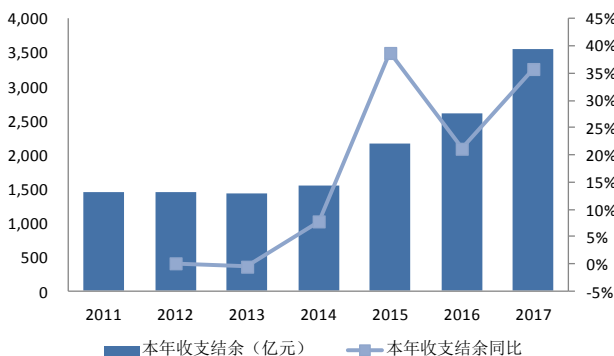
数据来源：财政部 上海证券研究所

\*医保包括城镇职工医保以及居民医保

居民医保包括城镇居民医保、新农合，以及城乡居民医保

2017 年医保本年收支结余为 3,553 亿元，同比增长 35.8%；年末滚存结余为 19,735 亿元，同比增长 22.8%。2012-2014 年期间，医保支出同比增速高于医保筹资增速，但医保收入规模高于支出规模，所以当年仍有结余，2012-2014 年医保本年收支为正且同比基本持平。随着政府医保控费力度的逐步加强，医保支出同比增速在 2015 年、2016 年有所下降且低于同期收入增速。2017 年医保支出同比增速有所上升，但在控费强化的情况下，收、支增速差进一步扩大。

图 6 2011-2017 年医保本年收支结余概况

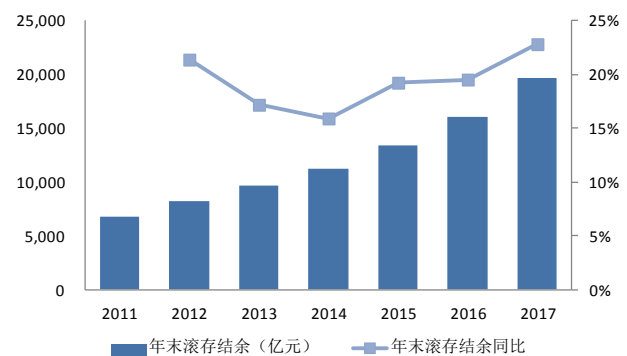


数据来源：财政部 上海证券研究所

\*医保包括城镇职工医保以及居民医保

居民医保包括城镇居民医保、新农合，以及城乡居民医保

图 7 2011-2017 年医保年末滚存结余概况



数据来源：财政部 上海证券研究所

\*医保包括城镇职工医保以及居民医保

居民医保包括城镇居民医保、新农合，以及城乡居民医保

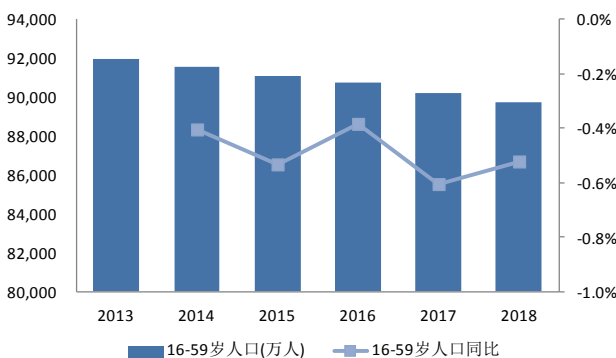
短期来看，我国医保基金整体运营有所改善，控费加强促使医保年末滚存结余自 2015 年开始不断增长，这有利于医保基金长期稳定运营。但是，医保收入增速近年来有所放缓，而支出压力不减，保障水平还有提升的需求，控费压力长期存在。

### 1.3 人口老龄化程度持续提升

根据国家统计局数据，2018 年我国 65 岁及以上人口达 16658 万人，同比增长 5.2%，高于同期总人口同比增速。从人口年龄构成来看，2018 年我国 65 岁及以上人口占总人口的比例为 11.9%，比重上升 0.5 个百分点，人口老龄化程度继续加深。

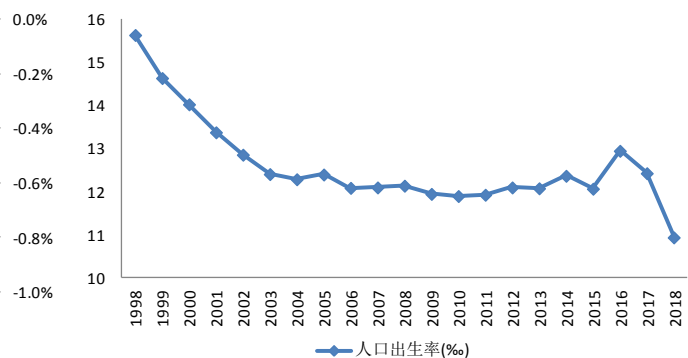
2018 年，我国 16-59 岁劳动年龄人口为 8.97 亿人，比重下降 0.6 个百分点，劳动年龄人口近年来出现负增长，新进入劳动年龄人口数量少于退出劳动年龄人口数量。当前我国人口发展处于重大转折期，随着年龄结构的变化，自 2012 年起，我国劳动年龄人口的数量和比重连续 7 年出现双降，7 年间减少了 2600 余万人。受劳动年龄人口持续减少的影响，劳动力供给总量下降，2018 年末全国就业人员总量也首次出现下降，预计今后几年还将继续下降。

图 8 2013-2018 年我国 15-59 岁人口概况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 9 1998-2018 年人口出生率(‰)

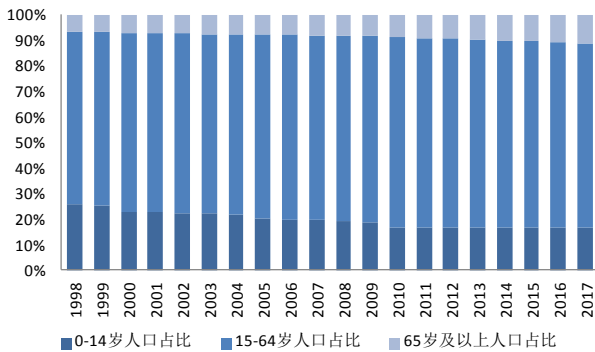


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

我国的人口出生率，从 1990 年的 21.06% 逐步下降到 2018 年为 10.94%，2018 年比 2017 年下降了 1.49 个百分点。根据统计局的分析，按当前育龄妇女数量、结构和生育水平测算，今后一段时期我国每年的出生人口数量还会继续减少。

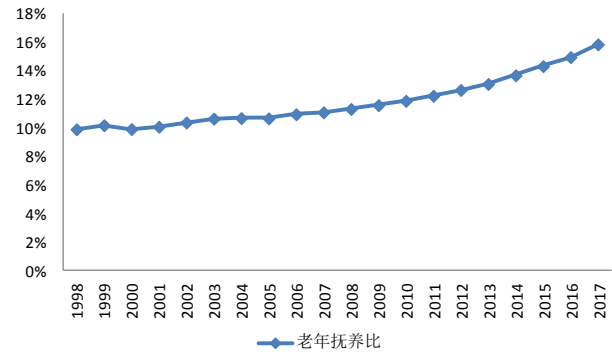
我国老年抚养比自 2009 年以来呈快速上升的态势，2017 年为 15.9%，同比上升 0.9 个百分点，2018 年老年抚养比接近 17%。

图 10 1998-2017 年我国人口年龄结构



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

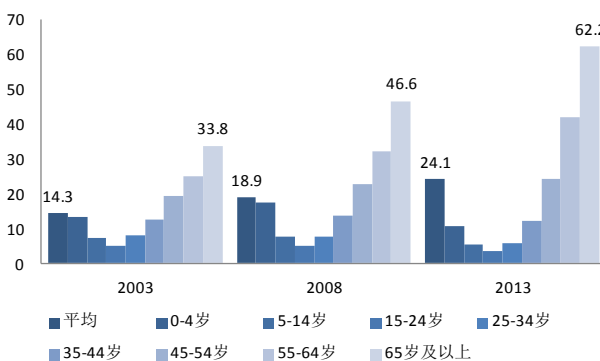
图 11 1998-2017 年老年抚养比



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

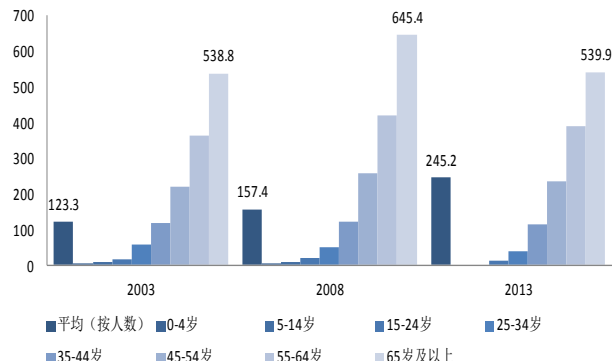
根据《中国卫生健康统计年鉴》中 2013 年调查地区居民的数据，65 岁及以上人群的两周患病率为 62.2%，高于调查地区居民的平均水平（24.1%）；65 岁及以上人群的慢性病患病率为 539.9%，高于调查地区居民平均水平（245.2%）。老年人口的双周患病率、慢性病患病率均显著高于其他人群，慢性病用药具有长期的用药需求。

图 12 调查地区居民双周患病率(%)



数据来源：中国卫生健康统计年鉴 上海证券研究所

图 13 调查地区居民慢性病患病率(%)



数据来源：中国卫生健康统计年鉴 上海证券研究所

综上所述，我国人口结构具有老龄人口比例持续上升、劳动年龄人口出现负增长、人口出生率持续在低位运行等特点。人口结构的变化对医保的影响主要体现在：1) 老年人口数量持续增长，由于其患病率高于其他人群等因素，老年人口对医保的需求程度高于其他人群，是医保的主要支出力量；2) 劳动年龄人口出现负增长，更长期来看，我国每年出生人口持续减少，未来的劳动力供给矛盾会更加突出。同时由于医保保障水平也需不断提高，医保基金的收

支矛盾凸显，医保控费、提高管理水平和资金利用效率等需求长期存在。

## 二、带量采购是优化医保支出结构的手段之一

### 2.1 “4+7”带量采购中选价平均降幅 52%

2018 年 12 月，上海阳光医药采购网公布《4+7 城市药品集中采购中选结果的通知》（以下简称上海《4+7》），31 个试点品种中有 25 个药品拟中选，其中通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现。

国内企业中，中标药物数量最多的公司为华海药业，其中标药品包括标厄贝沙坦口服、帕罗西汀口服、利培酮口服、厄贝沙坦氢氯噻嗪口服、赖诺普利口服、氯沙坦口服。此外，京新药业、扬子江药业、豪森药业都有多个产品入选；而跨国企业中，仅阿斯利康、百时美施贵宝有中标产品。

此次中标品种降价明显，平均降幅达到 52%，超出市场预期，其中最大降幅达到 96%。

表 1 带量采购品种概况

药品通用名	规格包装	生产企业	中选价格 (元)	较全国最 低价降幅	含其他品规后的采购规模 (百万元)
阿托伐他汀钙片	20mg*7 片	嘉林药业	6.6	83%	196.12
瑞舒伐他汀钙片	10mg*28 片	京新药业	22	71%	92.01
硫酸氢氯吡格雷片	75mg*7 片	信立泰	22	63%	427.69
厄贝沙坦片	75mg*28 片	华海药业	5.7	62%	8.90
苯磺酸氨氯地平片	5mg*28 片	京新药业	4.2	44%	43.65
恩替卡韦分散片	0.5mg*28 片	正大天晴	17	94%	25.63
草酸艾司西酞普兰片	10mg*7 片	科伦药业	31	18%	43.79
盐酸帕罗西汀片	20mg*20 片	华海药业	33	48%	31.13
奥氮平片	10mg*7 片	豪森药业	68	27%	199.66
头孢呋辛酯片	0.25g*12 片	成都倍特	6.2	11%	17.43
利培酮片	1mg*60 片	华海药业	10	56%	5.68
吉非替尼片	250mg*10 片	阿斯利康	547	76%	26.89
福辛普利钠片	10mg*14 片	中美施贵宝	12	69%	19.42
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	(150mg+12.5mg)*14 片	华海药业	15	54%	99.20
赖诺普利片	10mg*28 片	华海药业	6.5	80%	0.48
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg*30 片	成都倍特	18	96%	3.75
氯沙坦钾片	50mg*14 片	华海药业	15	51%	100.88



马来酸依那普利片	10mg*16片	扬子江药业	8.9	42%	10.61
左乙拉西坦片	250mg*30片	京新药业	72	21%	15.55
甲磺酸伊马替尼片	100mg*60片	豪森药业	624	26%	26.37
孟鲁司特钠片	10mg*5片	安必生	19	39%	102.03
蒙脱石散	3g*15袋	先声药业	10	7%	11.56
注射用培美曲塞二钠	500mg/支	汇宇制药	2777	70%	63.59
注射用培美曲塞二钠	100mg/支	汇宇制药	810	66%	31.67
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg*5支	泰德制药	110	65%	113.35
盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg*4支	扬子江药业	532	17%	178.53
合计					1895.56

数据来源: CDE 上海阳光医药采购网 上海证券研究所

1月17日,国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》(以下简称《方案》),对国家组织药品集中采购和使用试点工作作出部署,包括带量采购、保证使用、保证回款等,于2019年初开始执行集中采购结果。与上海阳光医药采购网于2018年11月发布的《4+7城市药品集中采购文件》相比,国家版集采试点方案的变化主要体现在:1)强调带量采购,按照用量的60%~70%估算采购总量,以量换价;2)未提及中选品种确定准则,上海版集采试点文件中使用的独家中标、最低价中标等规则有待进一步明确;3)探索试点城市医保支付标准与采购价协同,对于集中采购的药品,在医保目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准,超出支付标准的部分由患者自付,如患者使用的药品价格与中选药品集中采购价格差异较大,可在2~3年内渐进调整支付标准。

## 2.2 部分企业选择“4+7”中标价格自愿联动

目前,已有部分非试点地区收到中选企业的主动申请,进行价格联动。扬子江药业于2018年12月在山东省申请盐酸右美托咪定注射液价格联动,在甘肃省2ml:0.2mg规格联动并申请增补另一规格(1ml:0.1mg)挂网。

根据Wind医药库的样本医院销售数据,盐酸右美托咪定注射液2017年实现收入9.42亿元,同比增长15.32%,其中恒瑞医药市场份额约为88.15%,市占率处在领先地位。

图 14 2013-2018H1 盐酸右美托咪定注射液年度销售额概况

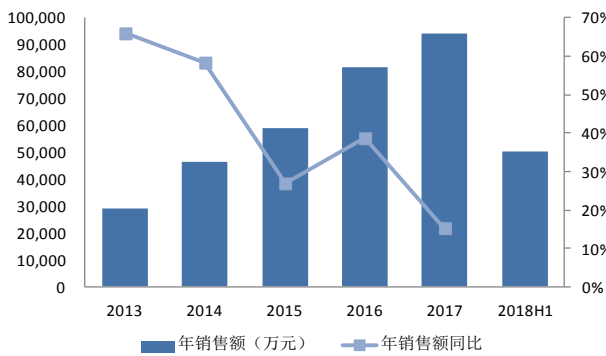
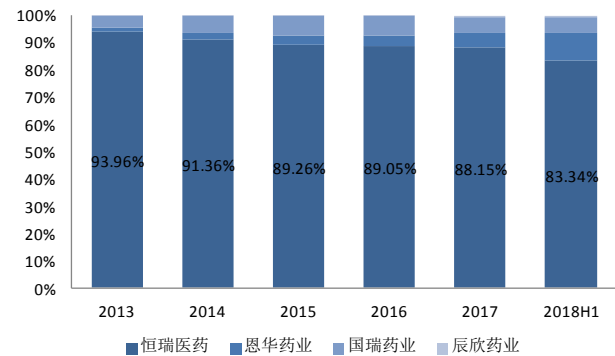


图 15 2013-2018H1 盐酸右美托咪定注射液市场份额概况



数据来源: Wind 医药库 上海证券研究所

数据来源: Wind 医药库 上海证券研究所

根据恒瑞医药 2017 年年报, 公司麻醉产品 2017 年实现收入 36.00 亿元, 同比增长 19.71%, 其中盐酸右美托咪定注射液的销售量同比增长 30.66%。根据中标数据测算, 盐酸右美托咪定注射液单品种 2017 年为恒瑞医药贡献超 14 亿元的收入, 是恒瑞医药的重点品种之一。恒瑞医药于 2018 年 12 月在安徽省申请盐酸右美托咪定注射液 (2ml:0.2mg) 降价至 123 元/支/盒, 较扬子江药业的“4+7”中选价进一步下降 7.52%。

表 2 恒瑞医药 2017 年盐酸右美托咪定注射液在药品集中采购中的中标情况

规格	中标价格区间 (元)	医疗机构的合计实际采购量 (万支)	销售额区间 (亿元)
1ml:0.1mg	74-97	77.93	0.58-0.76
2ml:0.2mg	136.55-224.348	990.57	13.53-22.22
	合计		14.11-22.98
	占公司 2017 年收入规模的比例		10.20%-16.61%

数据来源: 恒瑞医药 2017 年年报 上海证券研究所

### 2.3 带量采购将重塑仿制药行业生态

我们认为, 带量采购将重塑仿制药行业生态, 目前趋势是: 1) 不再区分原研和仿制, 鼓励仿制替代原研, 这有助于降低原研高价品种对医保资金的压力; 2) 降价对所有品种都不可避免, 对于仿制药品种而言能够中标可能是最优选择, 未中标的需要在集采之外的 30%~40% 的市场上与原研品种和其他仿制品种竞争; 3) 中标价联动不可避免, “4+7” 的中标价目前并没有强制进行全国联动, 但联动或不可避免。仿制药价格长期下降趋势形成, 医保资金在过期专利药、一般仿制药的支出将会大幅压缩。

此次集采最终的中标价很可能成为制定医保支付价的基础。医

保支付价将带来医生处方动力根本的变化，医疗机构将成为压低药价的力量，从而带来整个医药市场，尤其是仿制药市场深层次结构性的改变。质量高、具有成本优势的治疗性品种在今后将长期受益。

### 三、加速审评审批、医保目录动态调整，创新药有望逐步提高在医保支出结构中的比例

#### 3.1 创新药加速审批

2018年，国家药监局批准48个新药上市，其中38个进口药，10个国产新药。从适应症来看，2018年国家药监局批准的新药以抗癌药、抗病毒药和孤儿药为主。

表3 2018年获批上市的新药

通用名	厂家	适应症	2017 销售额 (IQVIA, 亿美元)
阿帕西普	拜耳	糖尿病性黄斑水肿	26.92
环丙贝特	赛诺菲	高血脂	1.12
乌美溴铵维兰特罗	葛兰素史克	慢性阻塞性肺病	7.05
伊沙佐米	武田	多发性骨髓瘤	2.4
艾尔巴韦格拉瑞韦	默沙东	HCV 感染	24.4
重组细胞因子衍生蛋白	杰华生物	HBV 感染	N/A
九价人乳头状瘤病毒疫苗	默沙东	HPV 疫苗	12.42
安罗替尼	正大天晴	NSCLC	N/A
德拉马尼	大冢	结核	0.05
索磷布韦维帕他韦	吉利德	HCV 感染	21.82
艾博韦泰	前沿生物	HIV 感染	N/A
赛瑞替尼	诺华	ALK+NSCLC	0.8
罗替高汀	UCB	帕金森病	4.85
依达赛珠单抗	勃林格殷格翰	达比加群酯中毒	0.38
达诺瑞韦	歌礼药业	HCV 感染	N/A
纳武利尤单抗	百时美施贵宝	NSCLC	53.15
达芦那韦考比司他	强生	HIV 感染	8.81
噻托溴铵奥达特罗	勃林格殷格翰	慢性阻塞性肺病	3.98
特立氟胺	赛诺菲	多发性硬化	19.17
重组人凝血因子 VIII	拜耳	甲型血友病	N/A
帕博利珠单抗	默沙东	转移性黑色素瘤	35.12
依洛尤单抗	安进	高血脂	4.43
哌柏西利	辉瑞	HR 阳性, HER2 阴性的乳腺癌	35.24
氟替卡松维兰特罗	葛兰素史克	哮喘	21.72

全氟丁烷	通用医疗	造影剂	0.07
艾考恩丙替	吉利德	HIV 感染	42.54
阿来替尼	罗氏	ALK 阳性的 NSCLC	3.47
吡咯替尼	恒瑞医药	HER2 阳性的乳腺癌	N/A
奥拉帕利	阿斯利康	卵巢癌	2.16
依库珠单抗	Alexion	PNH 和 aHUS	11.82
仑伐替尼	卫材	肝癌	0.87
呋喹替尼	和记黄埔	直肠癌	N/A
地加瑞克	辉凌	前列腺癌	1.34
拉布立海	赛诺菲	高尿酸症	1.32
拉考沙胺	UCB	癫痫	14.59
来迪派韦索磷布韦	吉利德	HCV 感染	79.3
艾美赛珠单抗	罗氏	血友病	0.06
普乐沙福	赛诺菲	非霍奇金淋巴瘤, 多发性骨髓瘤	1.92
司来帕格	强生	肺动脉高压	2.01
帕妥珠单抗	罗氏	HER2 阳性的乳腺癌	19.29
特瑞普利单抗	众合生物	转移性黑色素瘤	N/A
罗沙司他	珐博进	肾病综合症型贫血	N/A
地诺孕素	拜耳	子宫内膜异位症	1.88
信迪利单抗	信达	霍奇金淋巴瘤	N/A
硫培非格司亭注射液	恒瑞医药	粒细胞减少症	N/A
苯达莫司汀	梯瓦	白血病化疗	8.53
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗	默沙东	轮状病毒疫苗	3.35
帕洛诺司琼	HBP	化疗性呕吐	7.8

数据来源: 中国医药报 CDE IQVIA 上海证券研究所

### 3.2 医保目录动态调整

2017 年 4 月, 人社部印发《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》, 计划逐步建立药品目录动态调整机制。目前, 医保目录动态调整过两次。2017 年 4 月, 人社部与 44 个品种进行了国家医保药品谈判, 最终将包括利拉鲁肽注射剂等在内的 36 种谈判成功的药品纳入医保乙类范围。与 2016 年平均零售价相比, 这些平均降幅 44%, 最高降幅 70%。

2018 年 10 月, 国家医保局将阿扎胞苷等 17 种药品纳入《医保目录 (2017 年版)》乙类范围, 并确定了医保支付标准。

2019 年 1 月 10 日至 11 日, 全国医疗保障工作会议在北京召开, 国家医疗保障局党组书记、局长胡静林作工作报告, 研究部署 2019

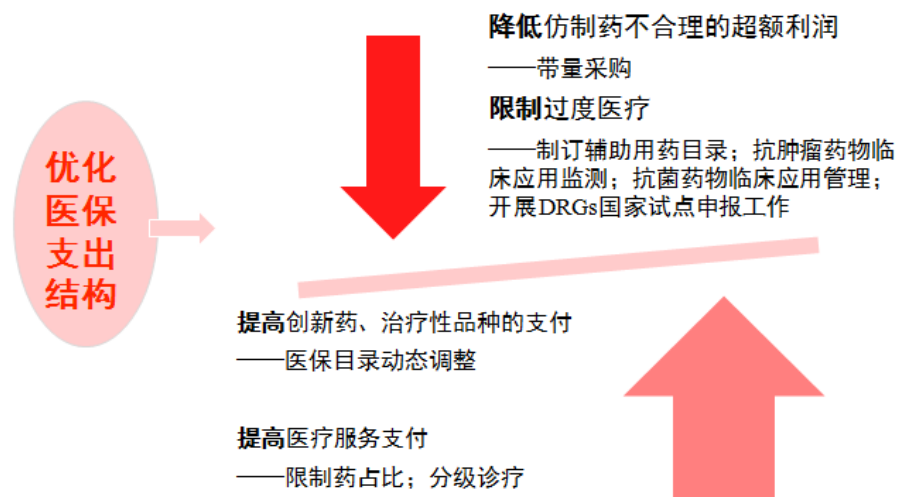
年医疗保障重点任务，包括建立医保目录动态调整机制，发挥医保战略购买者作用，将更多救命救急的好药纳入医保。

审评审批制度改革、建立医保目录动态调整机制、医保准入谈判等政策的推进，提高了创新药的可及性和可负担性。从医保支出来看，未来医保在创新药、优质仿制药上的比例将会提升。

### 3.3 医保支出结构将发生变化

我们认为，带量采购是我国药品招采制度改革的重要手段，通过带量采购、控制辅助用药等手段实现医保控费的效果，通过腾笼换鸟将部分存量市场转向优质创新药、转向医疗服务等，最终目的是改善医保支出结构，提高资金利用效率和效益。未来医药行业的投资方向应该顺应医保支付结构调整带来的政策红利，关注医疗服务等受降价影响小、景气度高的细分领域。

图 16 医保支出结构的优化路径



数据来源：卫健委 中国政府网 国家药监局 国家医保局 上海证券研究所

## 四、从医保支付结构改善的角度寻找投资机会

由于人口老龄化，劳动就业人口数量和比重双降，医保收支矛盾在未来将愈发突出。医保基金需要精打细算，提高资金利用效率和效益来维持其长期运转。总量控费、控制不合理支出、改善支出结构将是医保长期面临的课题。带量采购是医保控费的重要手段之一，未来医保支出结构将发生变化，主要表现在总体减少对药品的支付比例，增加对医疗服务等非药领域的支付比例，在药品支付这块，增加创新药的支付比重，减少对一般仿制药和辅助用药的支付

比重。从医保（目前是医药市场最大的买方力量）支付结构改变这个角度看，未来的投资方向应该顺应医保支付增加的方向。

短期我们建议从板块的结构性机会入手，关注受降价影响较小、景气度高的细分领域龙头。药品板块中，创新药和优质仿制药制造企业可以中长期战略性配置。

1) 医疗服务板块：医疗资源紧缺的现状并没有缓解，医疗服务板块会一直获得政策扶持。但医疗服务是个投入期长、回报期也长的过程，重点关注已经有较长时间积累、逐步进入回报期、绑定医生资源丰富的公司。

2) 药品零售板块：目前零售行业正在从群雄割据走向龙头鼎立。借助资本的力量，连锁龙头通过并购及开店迅速扩大版图。药店分级管理有助于加速行业集中，看好连锁龙头的发展。

3) 医疗器械：主要看好平台型的医疗器械企业以及体外诊断、医学影像进口替代、高值耗材等细分领先的上市公司。

4) 医药工业板块：带量采购使过期专利药与仿制药直接竞争，借助市场的力量，仿制药价格有望实质性降低。医保支付价有可能在此次中标价基础上形成。未来医保支付结构将发生变化，创新药及优质仿制药的在医保药品支出中的占比将提升，过期专利药、辅助用药占比将迅速下降。我们看好研发管线丰富、有重磅大品种的化学制剂、生物药、新型疫苗等研发创新龙头，同时也可以关注优质的制造型企业。

4) 其他细分领域：例如品牌 OTC、家用医疗器械等。

## 五、风险提示

包括但不限于：

企业核心产品降价超预期；带量采购政策执行不到位；产品安全性问题等

## 分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。