

今非昔比

——论集采后的中国医药产业趋势

分析师：钟奇 执业证号：S0100518110001
研究助理：袁中平 执业证号：S0100117120030

2019年2月11日

风险提示：短期政策调整幅度不确定性，新药临床试验失败的风险，企业并购、产品引入
商誉减值风险

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



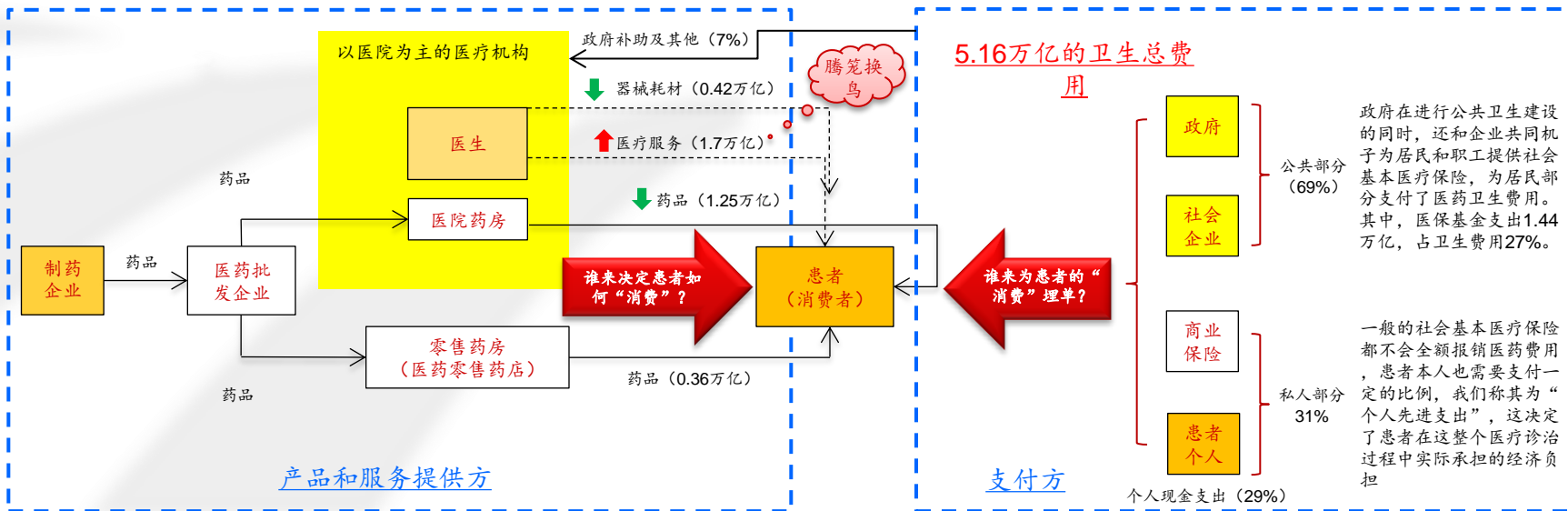
本篇报告试图解决的问题：

- **医药产业投资面临的窘境：**在带量集采启动的背景下，医药产业为什么会有这么大震荡？仅仅是因为价格吗？价格作为政府管控的一种方式，并不新鲜，哪怕这种降幅，也不是历史上第一次出现，为什么？医药产业的发展方向和结构调整节奏到底如何？这些成为当下资本市场感到最困惑的。当下无论是对于政策影响的节奏，还是最终可能的产业格局，都存在众多疑惑。
- **当下的现实是：世界是平的，国际化竞争从来没有这么真切。**中国医药企业在过去20年享受政策红利、野蛮生长之后，当下面临最大的现实是在老龄化加速、医保已经完成全民覆盖的情况下，控费主导下的产业结构调整（顶层设计称：更多更好救命的药、市场化主导）已经是确定的趋势，国内的医药产业已经全面对外开放，在靶向治疗、免疫治疗领域，我们试图躲避的国际化竞争（EGFR、PD1），但在2018年我们必须直面这种竞争。我们认为，在今天仿制药产品管线布局时，印度仿制药的竞争，也是必须考虑的事情了。
- **过去的研究思路已经不再适用：**我们认为，当下医药产业的研究，沿着之前的分析框架已经有很多不适用的地方，我们没有必要去沿着之前的量价思路去讨论当下第一批带量采购的当期影响，以销售导向的仿制药研究思路即将成为历史。当下更应该考虑的，我们认为应该是：对中国医药产业现状的分析，去探讨药企应对挑战的策略以及可能受益于产业升级的细分领域；开放的市场化导向下竞争优势的分析，探讨中国可能实现产业升级、国际化竞争力积累的优秀公司，这些可能更加重要。
- **本篇报告解决初步搭建新的研究框架，为投资筛选赛道。**本篇作为我们系列研究的第一篇，旨在结合当下政策导向以及中国医药产业现状，对未来中国医药产业的发展趋势进行窥探，为二级市场投资者提供“选赛道”的指引，解决：1）此轮支付端发起的产业链价值重塑，其基于的最大现实是什么？2）中国医药产业过去20年积累到底是否足以应对这看似“突如其来”的改革？3）2019年，我们的医药产业是不是开始变得越来越好？如果是，哪些细分领域作为投资布局？

● 医药卫生行业价值链上的多方关系——今天的改革已然是三医联动（医药、医疗、医保）

——医生vs患者、制药企业vs医生、政府和保险公司vs医院和制药企业

政府：矛盾体（不能不管，不能管太多）；药企：尴尬（面对政府和医院，议价弱势）；医院：最强势（没人能管，带量采购造成局部和药企的对立，政府开始倾斜促其价值回归）

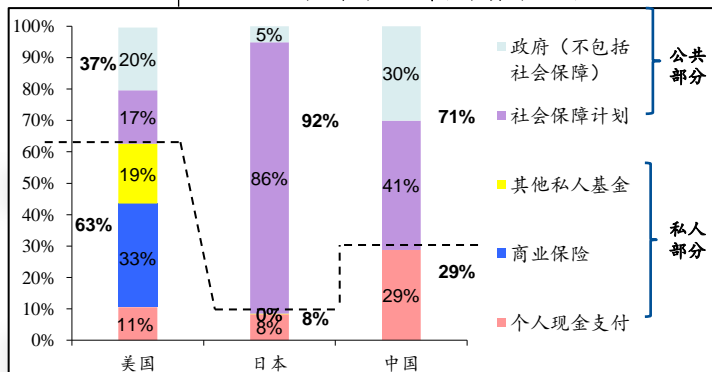


这种支付端的改革与我们国家的医保体系息息相关：市场vs政府



中日均是全民医保，均较好的控制了费用的过快增长；美国的
市场化机制导致了费用在GDP占比持续提高，压力增加性

政府监管下的公平性和费用可控性

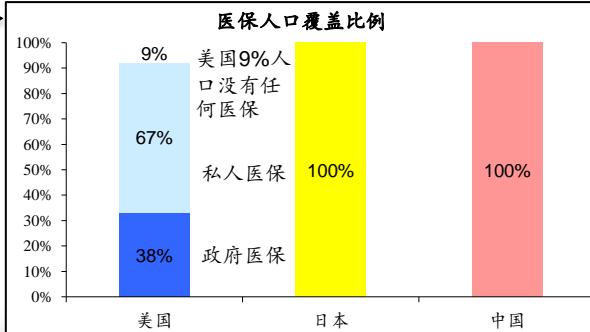


美国：以市场化为主，由商业保险覆盖大多数人的医药卫生开支，政府通过社会保障体系覆盖低收入人群（Medicare、Medicaid）；个人支付比例占63%（其中商业保险占33%）。

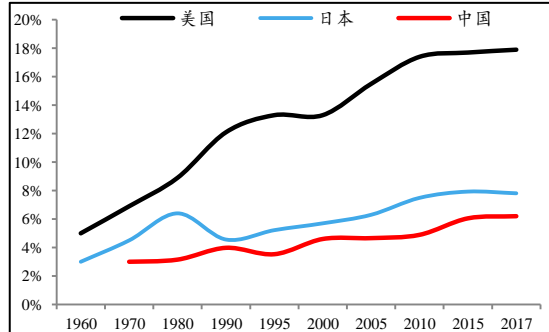
日本：以政府监管为主，提供全民社会医疗保障，正如通过该体系支付了全部医疗费用的92%左右；同时政府严格管制药品及医疗服务价格。

中国：以政府监管为主，完善全民医保制度、提高基本医保和大病保障水平，通过该制度不断降低个人支付比例（2017年28.8%），同时新医保局成立，严格监管药品及医疗服务价格。

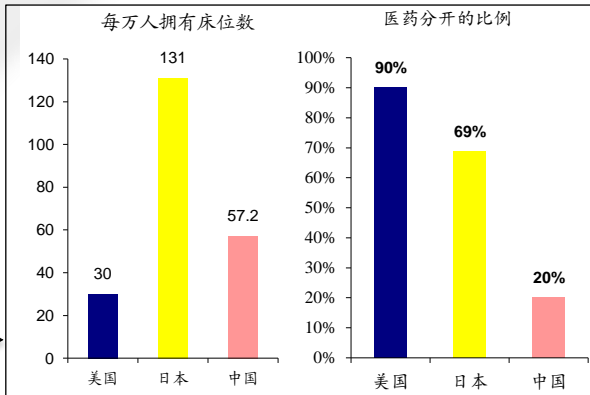
公平性比较



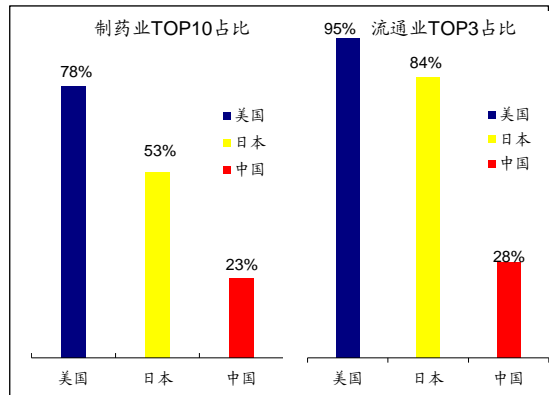
费用比较



医院效率比较



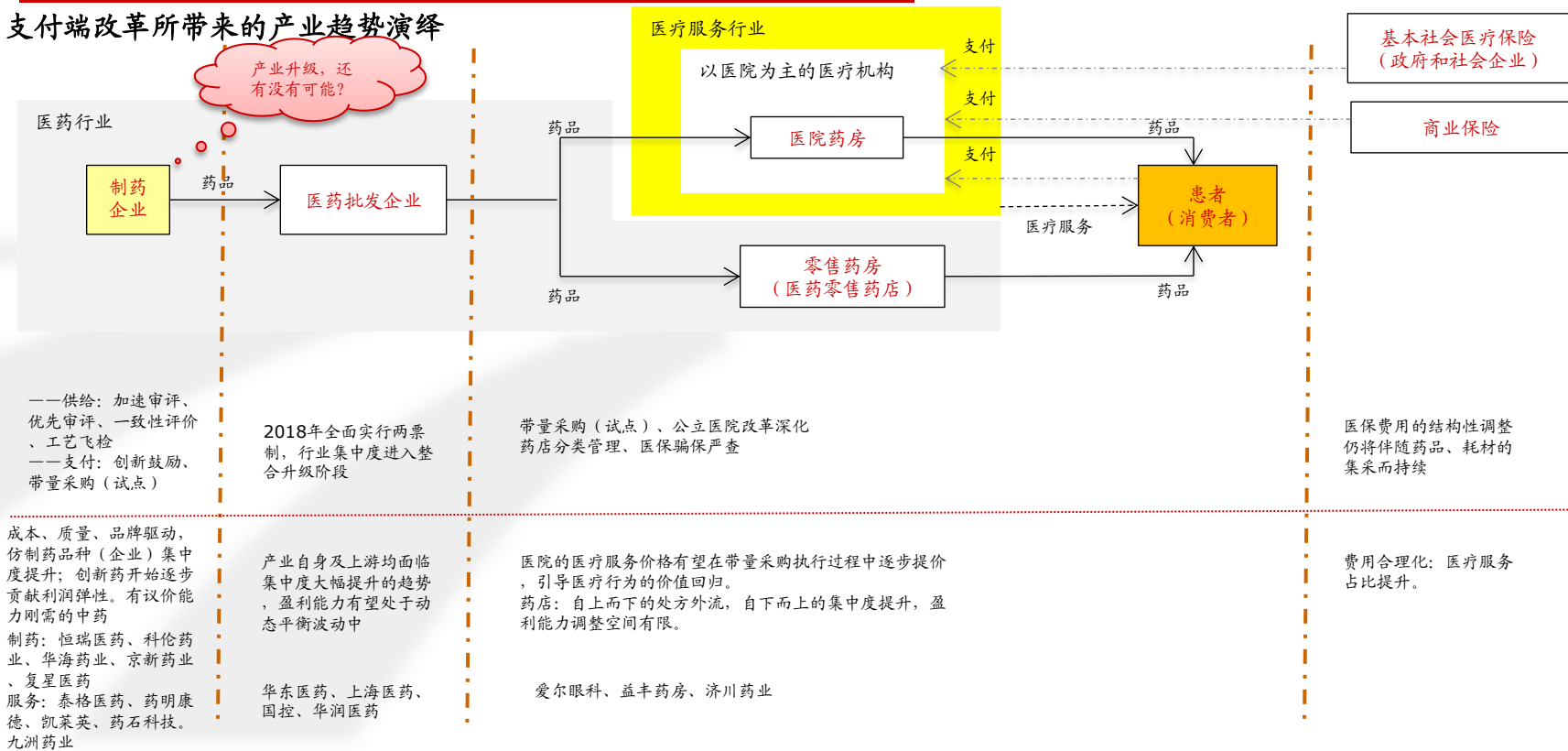
集中度比较



美国高度市场化，促进制药业发展，推动行业整合，中日医疗机构的效率略低，行业整合较慢，特别是中国

支付端是表面，实际上是撬动的三医联动

支付端改革所带来的产业趋势演绎



三医联动导向: 医药行业真正意义的供给侧改革

这种供给侧改革, 涉及**医药、医疗、医保**

腾空间、调结构、保衔接的思路, 加快建立以成本和收入结构变化为基础、及时灵活的价格动态调整机制, 通过规范诊疗行为, 降低药品、医用耗材等费用腾出空间, 优化调整医疗服务价格。

促进医保支付、医疗服务价格、药品流通、人事薪酬等政策衔接。

-国家市场监督管理局

- 改革方向: 药价虚高、两票制、带量采购、器械国产化(高值耗材管理科室建立)、药店分类管理
- 具备条件: 存量仿制药一致性评价、增量优先审评、基本药物目录、境外药品国内上市
- 现状: 一致性评价快速推进、新药注册ICH接轨、优先审评、148家试点医院建立单独的高值耗材管理科室

-国家卫生健康委员会

- 改革方向: 现代医院管理制度建立。取消^o加成、薪酬体制、医疗服务价格、回归公益、分级诊疗
- 具备条件: 药品加成已经取消, 卫健委配套带量采购政策出台
- 现状: 药品加成取消、带量采购逐步改善医院逐利趋势

-国家医疗保障局

- 改革方向: 目录、购买、支付集权, 发挥联盟采购优势, 探索仿制药医保支付机制的形成, 提高医保效率, 推动^o支付方式改革。
- 具备条件: 仿评推进、11城市试点带量采购启动
- 现状: 从虚高药价、辅助用药中挤水分, 25品种11城市的试点带量采购、DRGs试点

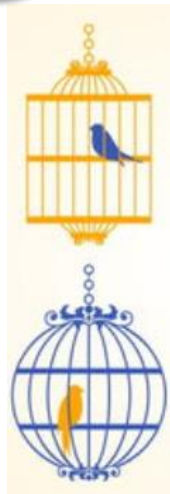
医药

医疗

医保

降低不合理用药、不合理的药价

扩大保障范围、DRGs对医疗的制约提高



我们认为: **2019年前**, 以药养医的背景下, 药企承担了比较大的制度成本(改革成本), 但同时也享受了制度的红利(医保扩容、医生大处方、抗生素/中药注射剂的滥用); 但**2019年后**, **三医联动**或许开启了市场化机制影响下的行业发展路径, 这个过程中产品、质量、成本、品牌等成为更重要的竞争变量, 而之前, 这些或许没那么重要。

——PS: 我们理解的三医联动, 其实更多是从支付端出发, 对医药、医疗更多的制约(这两者都是提供方), 实际上驱动了一场供给侧改革, 而此次开始触及医疗, 是最大的变化。

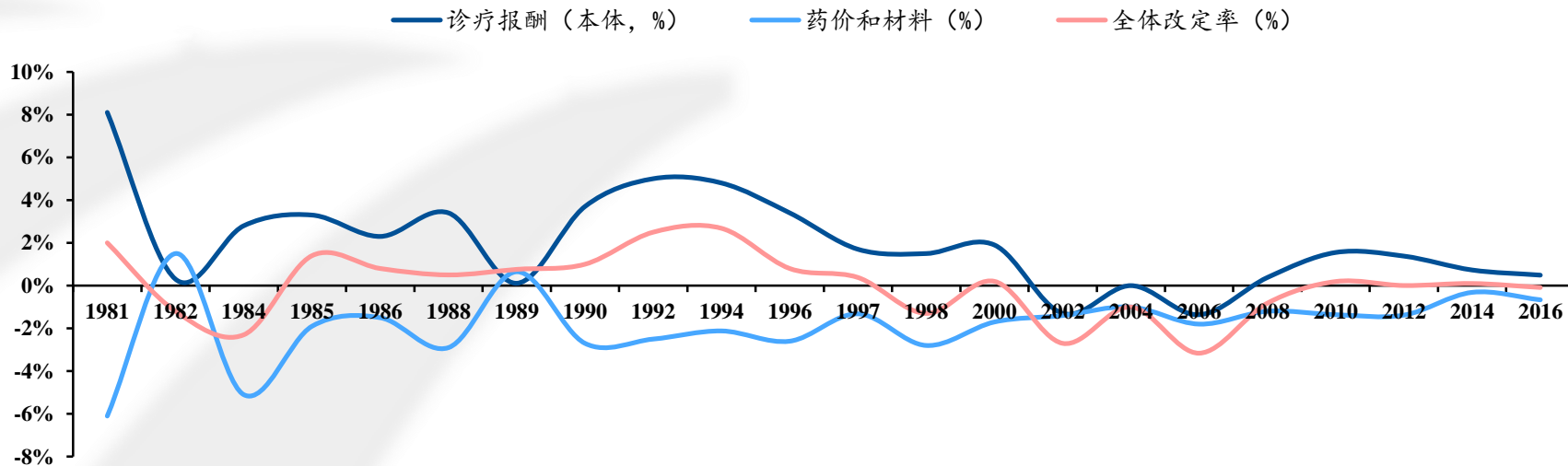
各个国家医疗供给与财政支付的比较

	供给	财政	(参考) 财政的制度设计	
日本	<ul style="list-style-type: none"> 以“私”为中心 (“公”的床位数约占30%) 自由就医 (守门人功能非常薄弱) 	<p>“公” (社会保险方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 国民皆保险 (职场保险+地域保险, 1961年实现) 社会保险方式 除“保险费”之列“税”的比例较高约占30% 	<p>75岁 后期高龄者医疗制度 国民健康保险被用者保险</p>
德国	<ul style="list-style-type: none"> 以“公”为中心 (“公”的床位数约占90%) 守门人功能非常薄弱 	<p>“公” (社会保险方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 以九成国民为对象 (个体经营户、高收入者可任意加入公共医疗保险) 社会保险方式 以“保险费”为原则 	<p>公共医疗覆盖九成国民 个体经营户等任意加入</p>
法国	<ul style="list-style-type: none"> 以“公”为中心 (“公”的床位数约占70%) 守门人功能非常薄弱 	<p>“公” (社会保险方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 以全体国民为对象 社会保险方式 保险费约占80%, 其他一般社会缴纳金占20% 	<p>民间部门的员工保险 (一般制度) 公务员等的员工保险 (特别制度) 个体经营户保险</p>
英国	<ul style="list-style-type: none"> 基本全部为“公” 守门人功能非常强 	<p>“公” (税收方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 以全体国民为对象 保健服务方式 “税”方式 	<p>通过税收方式覆盖全体国民</p>
瑞典	<ul style="list-style-type: none"> 基本全部为“公” 守门人功能没那么强 	<p>“公” (税收方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 以全体国民为对象 保健服务方式 “税”方式 	<p>通过税收方式覆盖全体国民 (以县为单位)</p>
美国	<ul style="list-style-type: none"> 以“私”为中心 (“公”的床位数约占25%) 在管理式医疗类型的保险中, 守门人的功能很强 	<p>“私” (除了医疗照顾计划和医疗救助计划)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 公共医疗保障只针对老年人、残疾人、低收入人群 医疗保险制度为社会保险方式 医疗补助计划通过“税”覆盖低收入人群 	<p>65岁 公共医疗保险 (医疗保险制度) 任意加入民间保险</p>
中国	<ul style="list-style-type: none"> 基本全部为“公” (非营利性医院诊疗人次占比达94%) 守门人功能非常薄弱 (缺乏有效的分级诊疗体系) 	<p>“公” (社会保险方式)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 全民医保覆盖 社会保险方式 通过政府补助 (新农合大比例) 覆盖全民 	<p>公共医疗保险覆盖全体国民 (职工保险+地域保险) 商业保险刚起步, 个人任意加入</p>

我们的医疗改革或许比日本速度更快一些

- 关于医疗医药的腾笼换鸟，我们从同样医保政府高度管控的日本（计件付费+总括化支付结合），也能找到同样的证明，1980-2002年的20多年，诊疗报酬均处于每年正增长，而药价及材料始终每年负增长的调整。
- ——从我们国家医保和医疗的政府强监管、老龄化程度差异等角度看，我们认为或许我们的医疗改革比日本速度更快一些（日本面临民营的医疗法人医师会的比较强烈的反抗，而且改革期初老龄少子化比我们严重）。

图：1981-2016年，日本诊疗报酬修改的变化

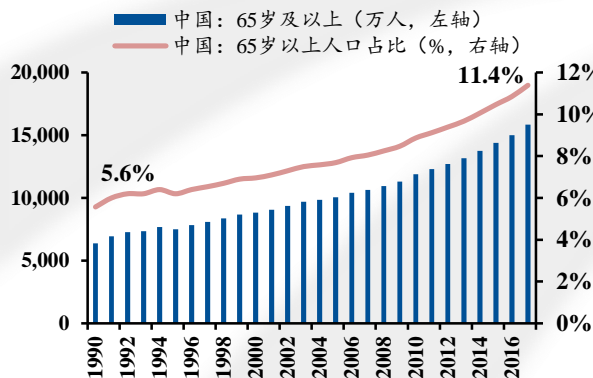


资料来源：日本厚生劳动省官网，《日本的医疗——制度与政策》（P97-98），民生证券研究院

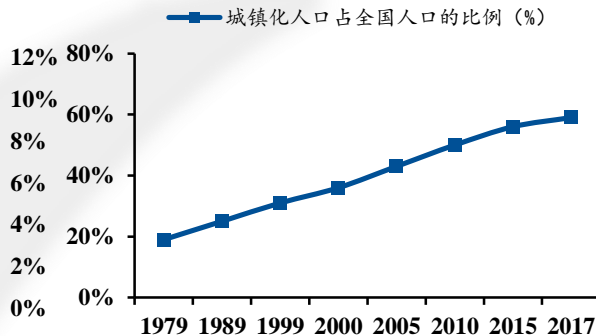
供给侧改革启动的背景下，我们当下医药产业发展 阶段和应对改革能力分析

- 老龄化、城镇化、居民健康意识提高（特别是农村人口）仍然是我国医药产业需求驱动的核心因素。
 - 长期存在，驱动行业增长。
 - 只不过，这种需求处在一种持续强化的监管、控制之下。

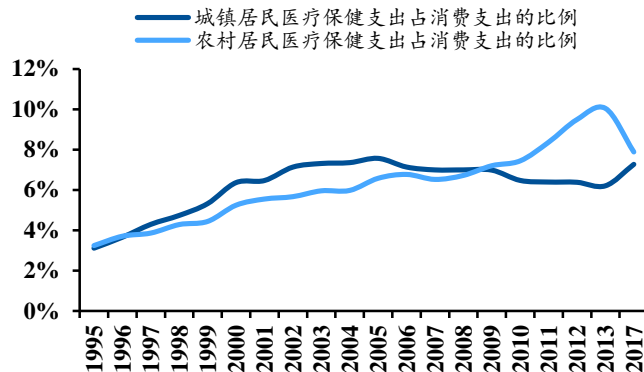
图：1990-2017年，中国老龄化进程加速



图：1979-2017年，中国城镇化人口占比提升，2015年开始占比持续超过50%



图：1995-2017年，医疗消费升级体现在城镇和农村居民医疗费支出占比持续提高

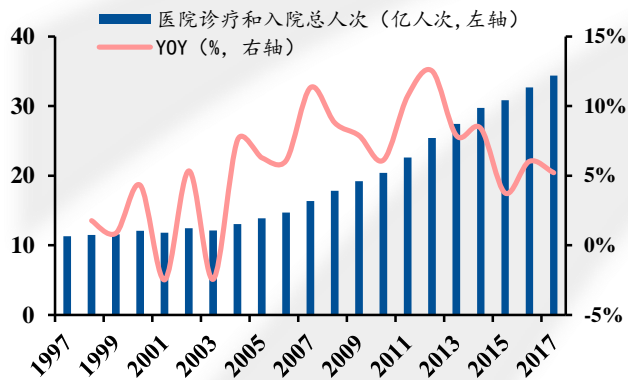


资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴2017，民生证券研究院

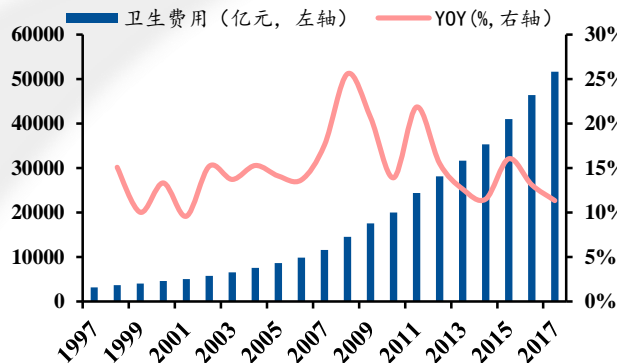
20多年医改，需求释放*单价提高，带动费用增长（支付）

- 过去10年，医药卫生总费用复合增速15.1%（医院诊疗人次增速7.6%、人均次费用增速7.0%）
- 过去21年，医药卫生总费用复合增速14.9%（医院诊疗人次增速5.7%、人均次费用增速8.7%）
- 我们关注到2002年是一个关键年份，在医保体系建立完善的过程中，诊疗人次、费用、医疗供给均呈现明显向上拐点（注：医生人数增加落后于床位增速）。

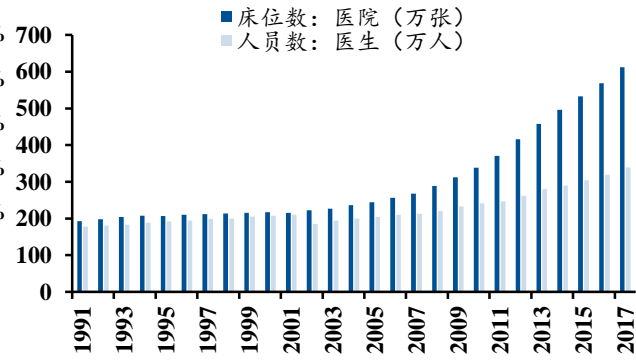
图：2002年开始，国内医院诊疗和住院人次开始快速增长



图：2002年起，随着医保体系搭建，卫生总费用呈现加速增长态势，2012年起回落



图：2002年开始，医疗供给大幅增加（床位数、医生人数）

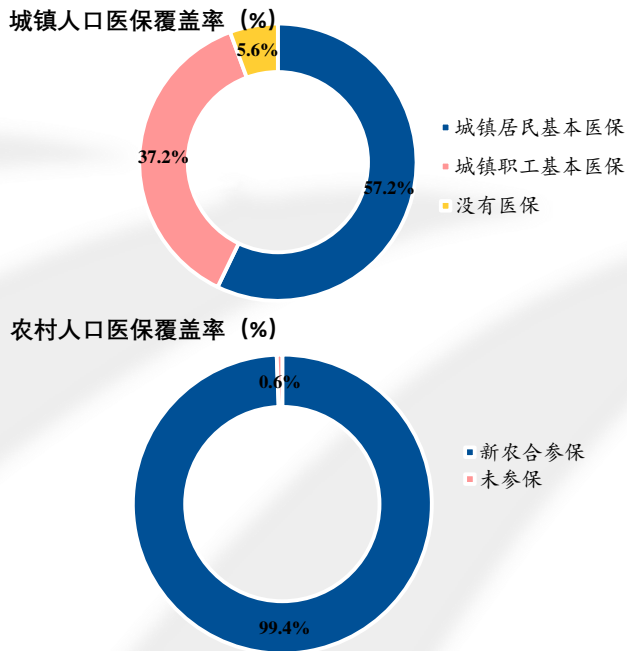


资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴2017，民生证券研究院

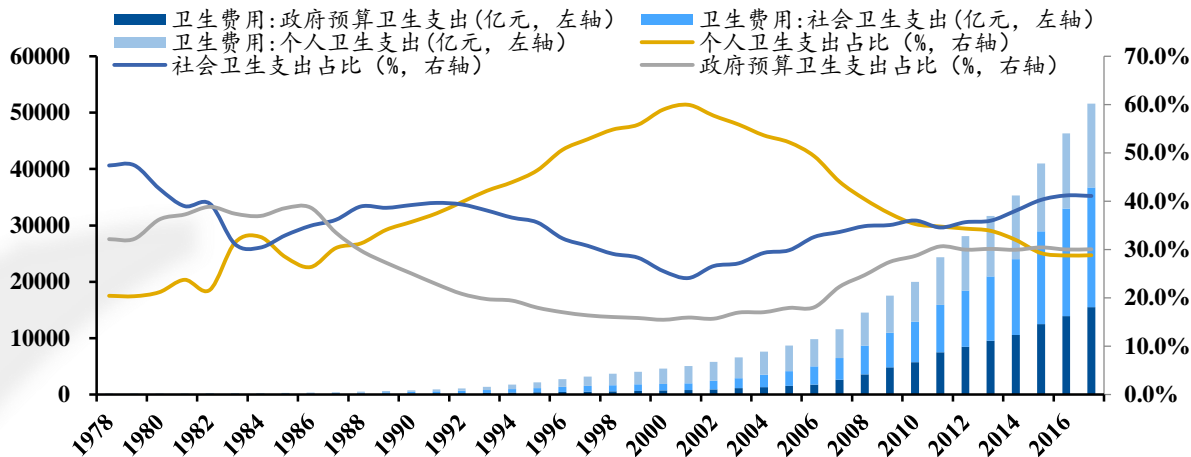
我们处在：全民医保覆盖完成，个人支付比例降至30%以下

● 中国已经实现全民医保覆盖，个人支付比例逐年下降。

图：截止2017年底，中国已经基本实现全民医保覆盖



图：政府支出占比逐年提升，而个人支付比例逐年下降，2017年降低到28.8%



政府卫生支出：各级政府用于卫生事业的财政拨款。它包括公共卫生服务经费和公费医疗经费；按功能分：医疗卫生服务支出、医疗保障支出、行政管理事务支出、人口与计划生育事务支出4项。
社会卫生支出：指政府支出外的社会各界对卫生事业的资金投入。包括社会医疗保障支出、商业健康保险费、社会办医支出、社会捐赠援助、行政事业性收费收入等。
个人卫生支出：城乡居民在接受各类医疗卫生服务时的直接现金支付

资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴2017，民生证券研究院

我们处在：向高福利国家逐步接近，公共支付成为主导

- WHO成员国比较，中国医药卫生费用支出个人支付比例不断降低，已经逐步接近高福利国家，公共支付占据相对主导地位。我们认为，这也提示了，话语权和控费主动性的提升。

图 各个国家卫生费用构成比较

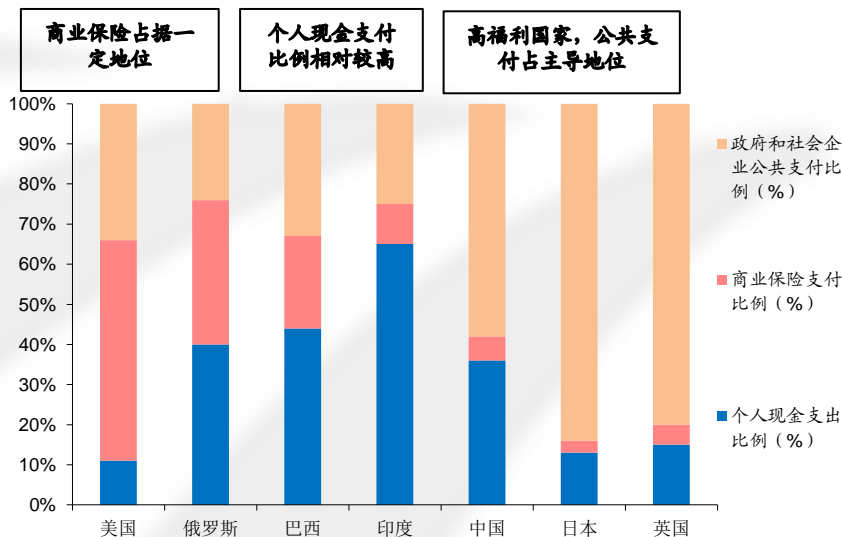
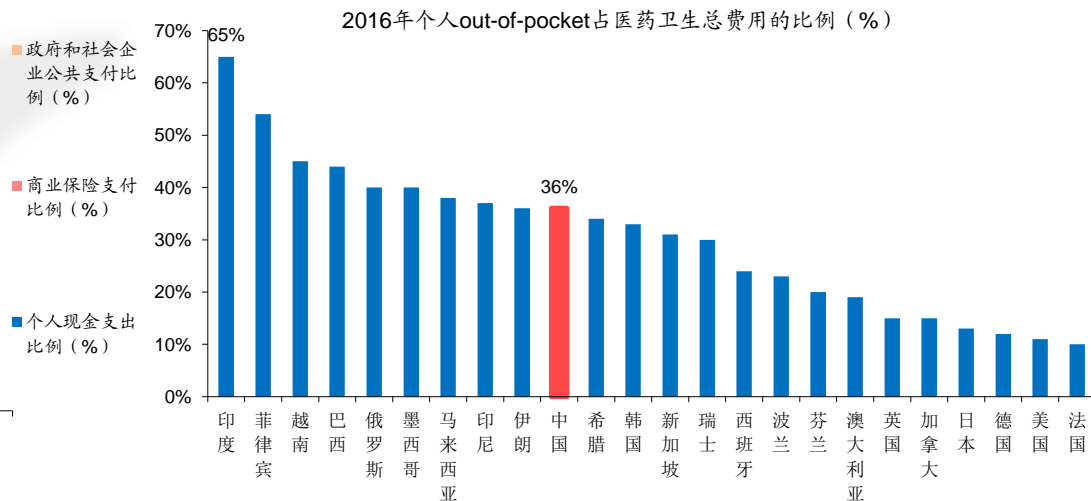


图 各个国家个人现金支出在卫生费用中的占比比较



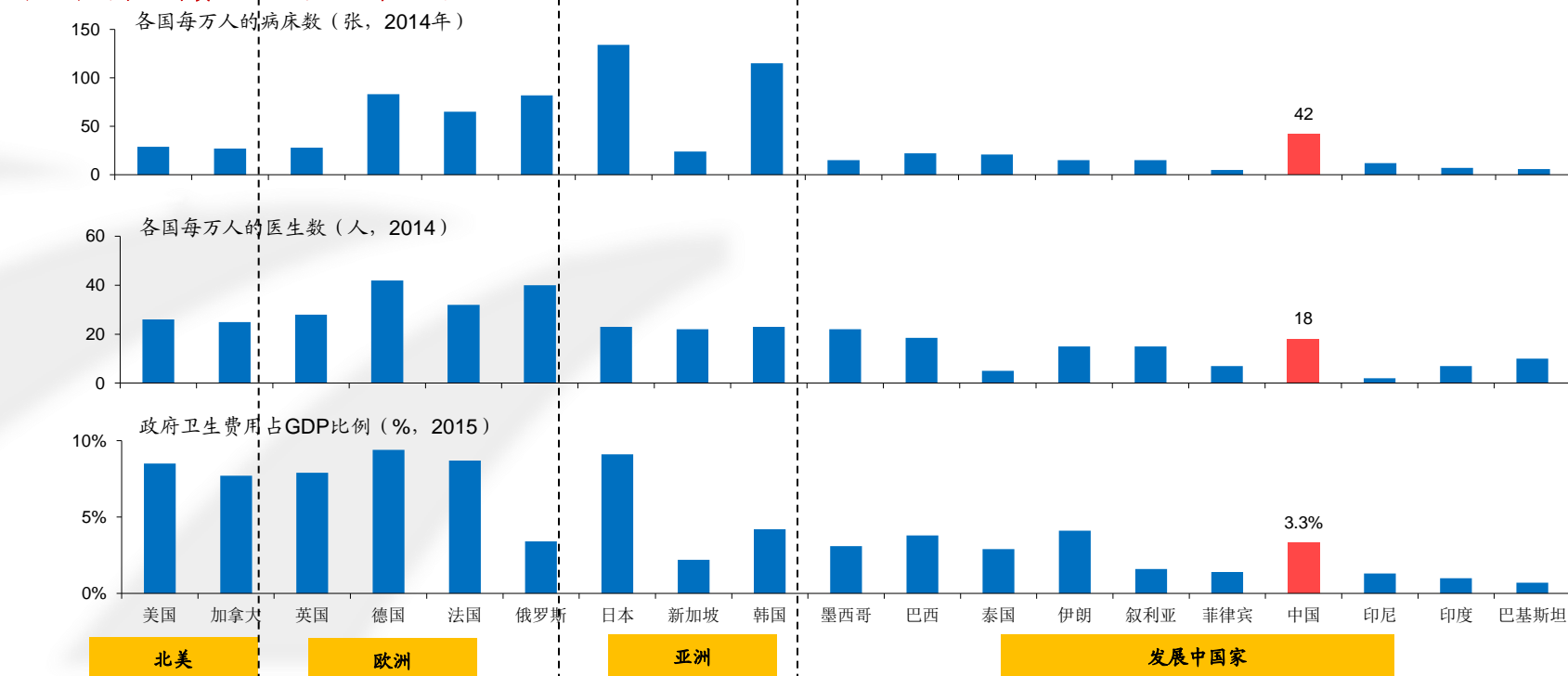
资料来源：WHO，民生证券研究院

我们处在：医疗资源并不缺乏，政府投入和可及性存在问题



- 医疗卫生资源并不缺乏，但是政府投入略低，公平性、可及性一直是困扰医改最重要的议题。

图 各个国家医疗资源及政府投入情况比较



我们处在：医疗资源并不缺乏，政府投入和可及性存在问题

- 我国医药卫生资源总量在城镇和农村之间分布趋于合理，但是在各级医院之间的分布严重失衡，分级诊疗有待推进。

——占综合性医院数量**5.7%**的中央和省属医院承担我国**30.1%**的医疗服务工作。

图 我国医疗资源在城镇和农村间的分配趋于合理

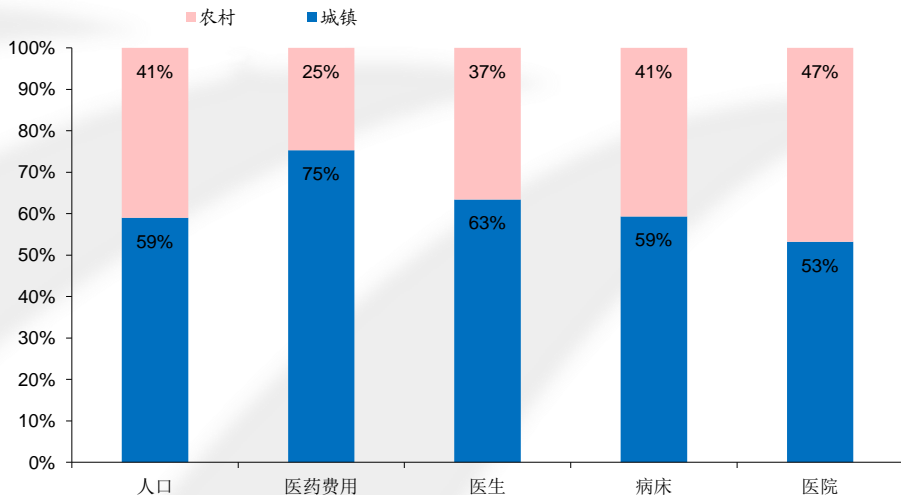
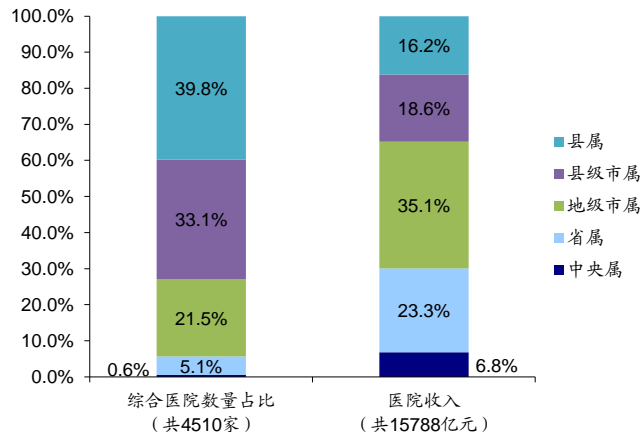


图 我国医疗体系的分级诊疗有待推进



资料来源：WIND，民生证券研究院

我们处在：告别以药养医，迎来医院分配机制调整关键期

- 政府投入和医疗服务收费占医院利润83%，已经告别所谓“以药养医”时代，我们认为这也是当下带量采购大概率会持续推进的最主要原因，医改已经进入公立医院改革的深水区，支付体系的改革成为重点。

-药品销售利润贡献占综合医院利润的比例为**7.9%**，药品成为医院利润构成中最小的一部分。

-以2007年CPI为100，居民医疗服务和西药的价格指数均弱于CPI，中药因涨价原因高于CPI。

图 我国综合性医院收入和利润结构拆分

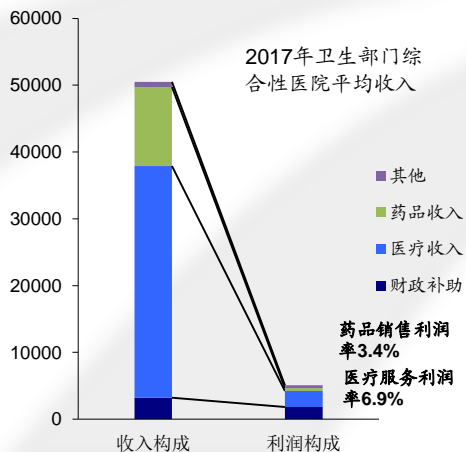
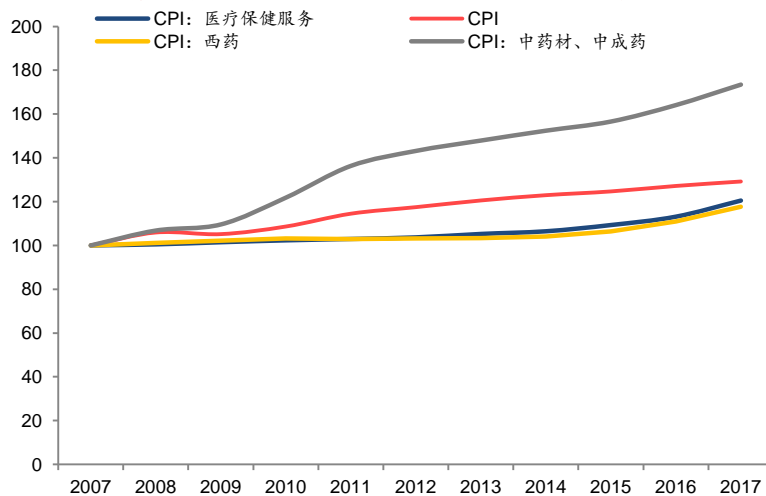


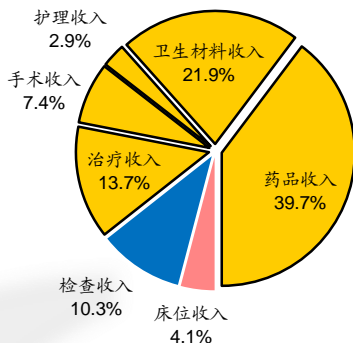
图 2007年以来，化药和医疗服务CPI涨幅均弱于平均CPI



告别了以药养医，当下重点是医院收入端“腾笼换鸟”

- 从各级医院的医疗收入的拆分看，均保留**30-35%**的门诊收入，而门诊转住院比例仅**5%**左右，我们认为，这说明**没有体现出各级医院的职能特点**；
- 门诊和住院收入结构看（不考虑财政补贴及科教项目收入），药品及卫生材料都是其中最大的组成部分（**50-60%**），从这个角度看，**医改的“腾笼换鸟”才刚开始**；
- 我们预计随着药品、高值耗材等的集采推进，挤掉环节水分，将有更大的费用空间调整各级医院的医疗服务价格体系，使公立医院改革逐步体现医生医疗技术的价值。

各级综合医院住院收入结构



各级综合医院门诊收入结构

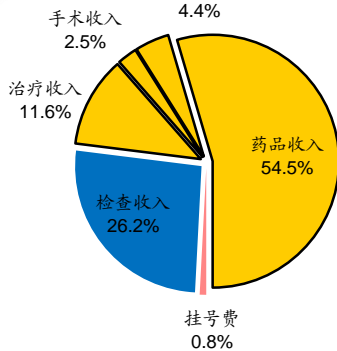


图 各级医院住院和门诊收入结构变化

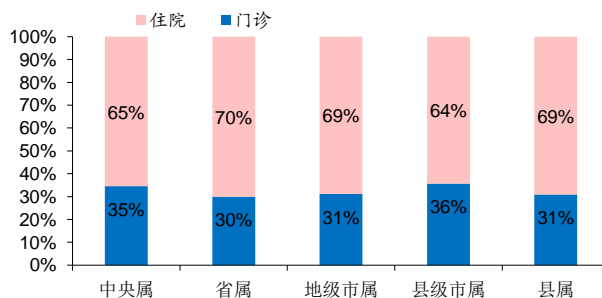
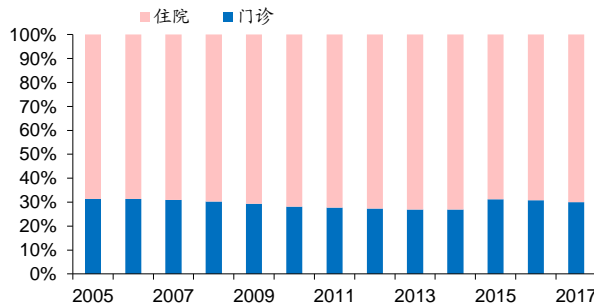


图 2005-2017年省属医院住院和门诊收入结构变化



医疗卫生机构效率提升，但价值回归仍有很大提升空间

- 1998年医改以来，资源分配失衡造成的床位闲置问题基本解决，1998-2017年的20年间，在反映医院工作效率的指标中：“平均住院日”下降、“医师日均担负诊疗人次”基本稳定在比较高的位置、“病床使用率”也维持在高位。显示，医疗服务系统在医改20年间服务效率得到的比较大提升，但是，同时我们也发现，资源配置角度，乡镇卫生院的床位闲置率还在40%左右，显示资源配置不合理仍旧存在，床位闲置率的解决更多的可能是因为医保体系覆盖完善过程中带来的红利。

图 医院医师日均担负诊疗人次



图 各级医院病床使用情况

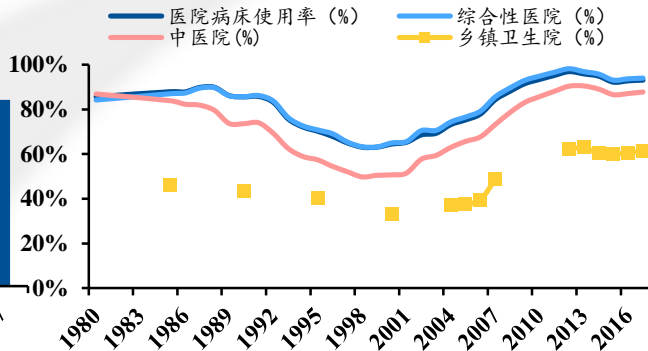
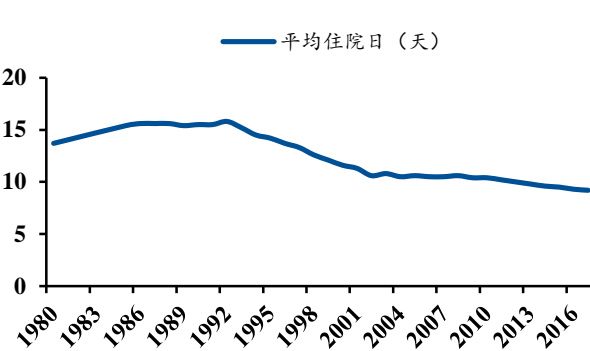


图 医院病人平均住院日



资料来源：2016年中国卫生统计年鉴，民生证券研究院

小结：公立医院改革搅动了旧游戏规则

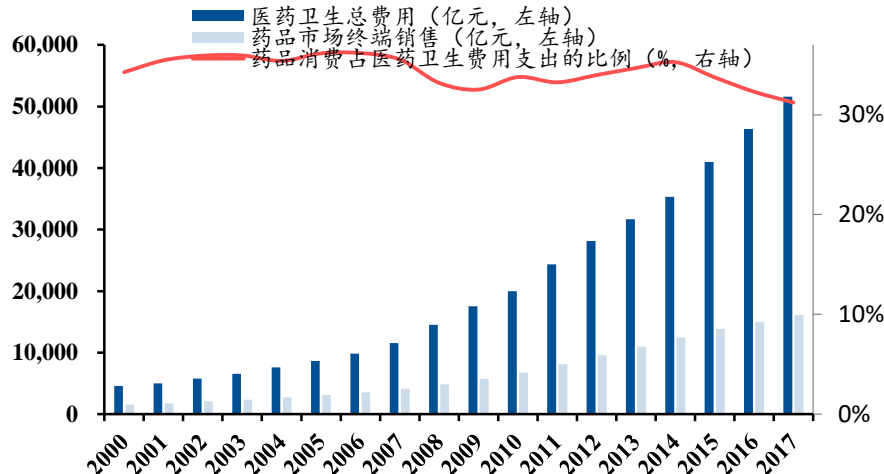
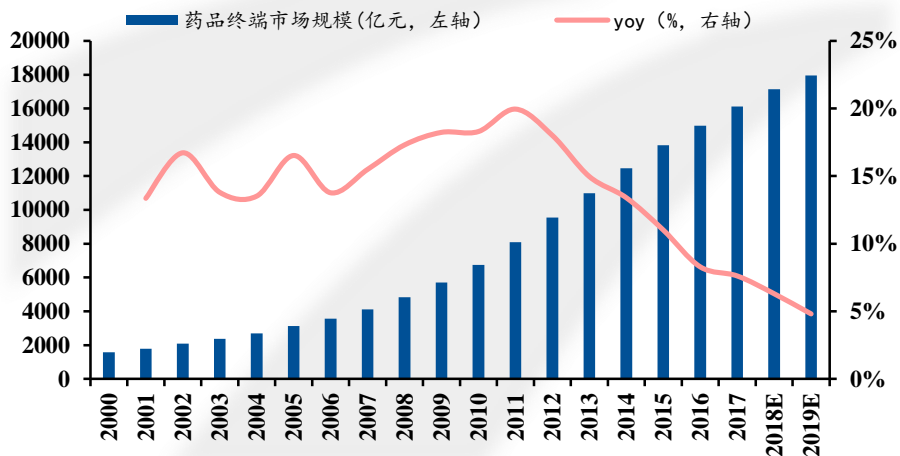
- 过去20年，是中国医药卫生需求得以极大释放的20年。而且这种释放带来了医药行业粗放式的发展，医药卫生总费用可以说是量价齐升，20年增长了14倍，复合增速接近15%。
- 居民就医需求的释放，核心驱动来自过去20年医保体系的建立和完善。通过数据比较，我们发现多个拐点重叠在2002年（医院诊疗住院人次、医院床位数的增加、病床使用率、个人卫生支出在卫生总费用中的占比），而这一年是政府开始推广新农合、完善城镇职工医保的一年，之后又经过了2008-2011年医保的大幅扩容，而个人支付比例的持续降低，也极大的释放了就医的需求，所以，我们认为从一定角度看，关于我国“就医难”的问题已经得到了极大的解决。
- 我们已经告别以药养医，这是我们认清当下政策思路的最大现实。历史上，医院作为医疗提供方，持续亏损，不得不以药养医。而2017年，卫生部门综合性医院数据显示，政府投入和医疗服务收费占医院利润83%，医院提供医疗服务的利润率和利润贡献也远远高于药品，也就是说我们已经告别所谓“以药养医”时代，我们认为这也是当下带量采购大概率会持续推进的最主要原因，医改已经进入公立医院改革的深水区，支付体系的改革成为重点，而当下多部门不断的政策勾勒，无疑就是不断清晰化下一步的改革意图：公立医院！
- 公立医院的改革，如何影响医药产业？前面我们提到，医院处于产业链最强势的地位，药企处在最弱势的位置，最强势方改革的同时，势必导致药企、医生、医院原有的平衡关系松动甚至颠覆，我们认为，带量采购政策就造成了医院（或医生）和药企局部形成对立的局面，这势必影响药企业已形成的生存法则。

中国药企生存现状与发展：快速增长，但低端产能重复

- **受益于需求释放，野蛮生长：**基于过去20年就医需求的极大释放，过去20年我国药品市场年均复合增长率高达15%，2011年控费以来，复合增速在12%左右，仍然是下游消费行业中增加较快、持续性较强的细分行业，药品销售在我国医药卫生费用中的占比多年保持在30%以上的水平。

图 过去20年药品市场年均复合增速高达15%

图 药品市场占医药卫生总费用的比例保持在30%以上



资料来源：米内网，统计局，民生证券研究院

中国药企生存现状与发展：快速增长，但低端产能重复

● 我们认为：从产业低端产能出清的角度看（供给侧改革），过去20年，政府主导的药价管理基本是失效的。

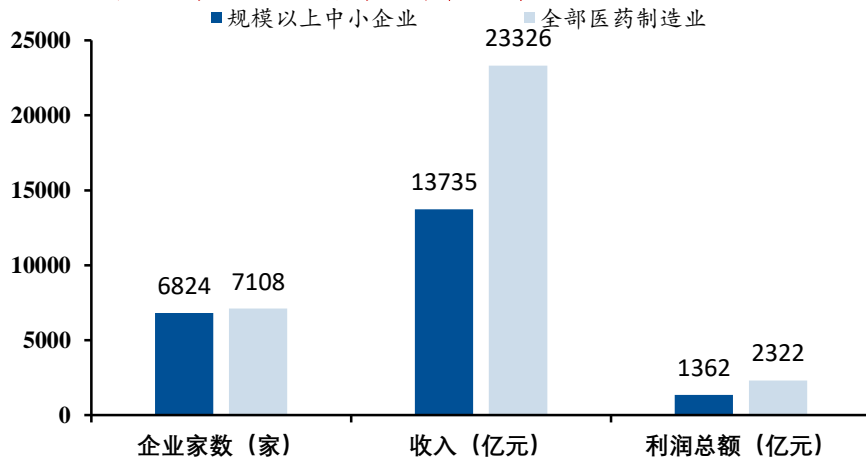
-药品控费、招标降价，没有达到供给侧的产能调整，也没有达到产业结构升级的目的。占比96%的中小企业（其中亏损企业1200家左右，占比16%，即便全部假设这些都是创新研发型企业，仍然有80%的中小企业，“痛并活着”），贡献59%的收入和利润占比，单体平均利润不足2000万元。

-此轮带量采购是否是真正意义的市场化改革？

图 1998-2017年医药制造业家数持续增加



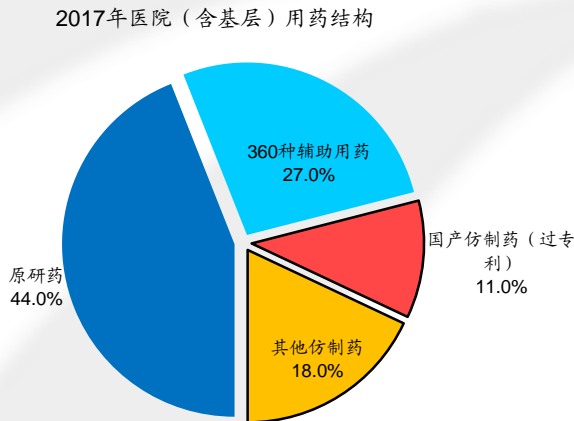
图 医药制造业产业低端重复，产业集中度非常低



非规范市场化的环境下，医药行业供给侧改革失利

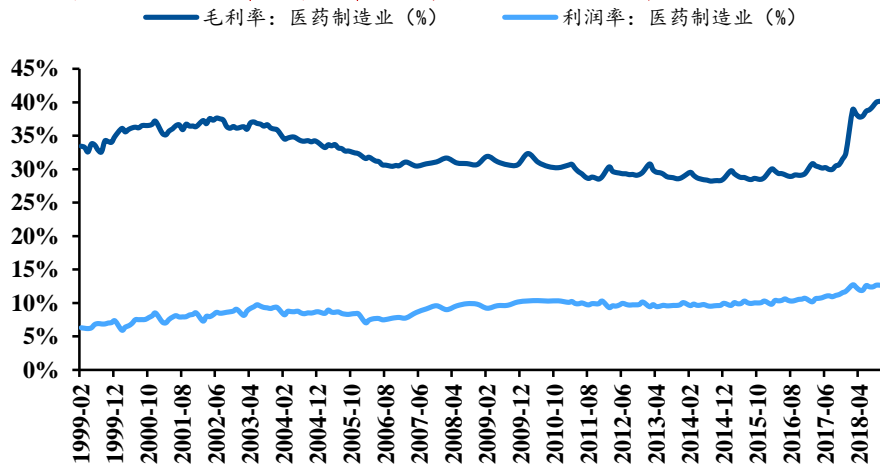
- 缺乏替代能力又享受一定的定价自由度，是供给侧改革失利的重要原因。2006年触底以来，医药行业在市场竞争和行业政策（医保扩容、招标降价、药审收紧）影响下，行业的盈利能力维持在较低水平，但并没有呈现明显的下降，同时用药结构看，原研药和辅助用药占比超过70%，国产仿制药替代程度仍然不高（我们认为这可能是行业没有实现供给侧低端产能出清的原因？结果？），过专利期的原研药为什么占据这么高的市场份额？为什么中国仿制药市场没有出现所谓“专利悬崖”，我们认为核心的原因在国内同类产品缺乏替代能力，同时又享受比较好的定价自由度。

图 2017年医院用药结构拆分



资料来源：统计局，WIND，米内网，民生证券研究院

图 1999-2018年间的20年，医药制造业盈利能力保持稳定



非规范市场化的环境下，医药行业供给侧改革失利

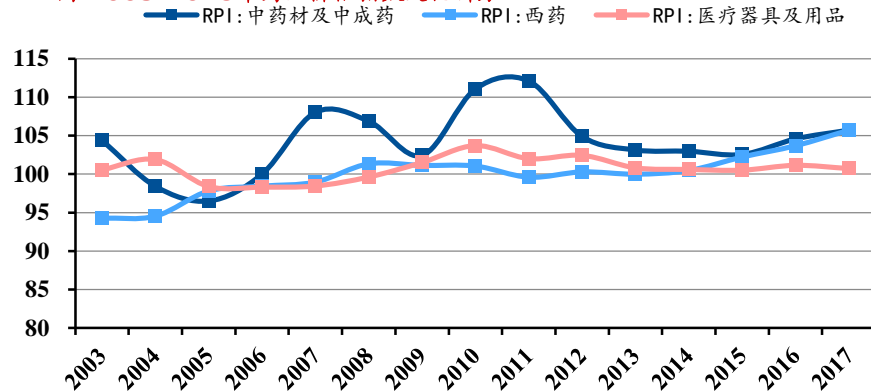
- 2007年5月，发改委表示“大规模的药品下调基本结束，未来对药品价格的监管将以微调为主，一刀切的做法将逐步向更科学更细致的监管手段过渡”之后，药品零售价格指数和RPI波动趋势基本一致，体现了药品价格零售指数的变化受政策的影响越来越小，市场竞争取而代成为更加重要的影响变量，2015年6月取消药品的政府定价，启动新一轮的集采的背景下，我们发现药价零售指数甚至超越RPI，这也体现了集采中呈现的价格调整更加市场化，**在这个过程中产品、质量、成本是最主要的考核变量**。我们相信，在一致性评价推进、医保机制、集采完善的背景下，这种市场化的程度会逐步加强，药价的波动和政策的联动会进一步减弱（除非是市场化的政策，比如此次的带量采购），市场化因素会更加强化，到时拼的更加是产品、质量、成本等市场化因素。

——从这个意义上讲，我们认为**此次的带量采购是医改历史上第一次真正意义的市场化改革的尝试**。

图 2002-2018年药品价格指数变化分析



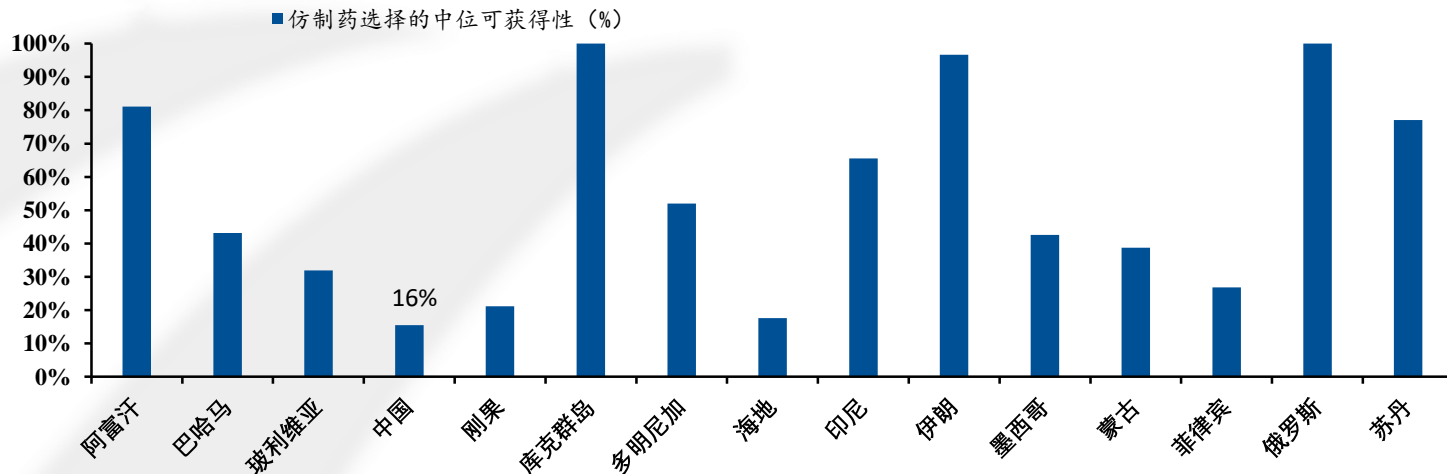
图 2003-2018年药品价格指数变化拆分



缺乏市场化机制，国内仿制药可获得性远远不足

- 我国仿制药选择的中位可获得性在WHO披露的发展中国家中垫底。我们认为可能和以药补医背景下部分低价药退出市场、我国仿制药产业升级速度慢（缺乏市场化的淘汰机制，低端产能充斥）以及药政对过期专利药进口的壁垒等因素有关（当然，从采样的角度，也存在国内仿制药品规相对混乱的原因）。
- 而值得庆幸的是：所有以上的事情，2015年都在逐步好转。

图 WHO披露的各国基本药物可获得性数据比较



资料来源：WHO，民生证券研究院

顶层设计：

质量标准

一致性评价作为质量托底，实现用药质量提升，避免“劣币驱逐良币”

带量采购

11试点城市每个品种的采购量，给药企明确的预期，有利于其据量报价，杜绝“带金销售”

公平竞争

通过一致性评价品种和原研药公平竞争，有利于强化竞争，促进仿制药替代，推动“专利悬崖”实现。

联盟采购

规模团购效应，以量换价，明显降低药价，减轻患者负担，减少企业跨区域市场推广成本。

组织方式和思路

国家组织

国家试点工作小组
(医保局、卫健委、药监局)

组织协调
基本政策、范围、要求

联盟采购

采购联盟：4+7城市
公立医院
(北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安)

联采办公室
基本政策、范围、要求

平台操作

上海医药集采事务管理所及阳光采购平台

集采工作承担

探索2个机制:

发挥市场作用，加强政府引导，完善药价形成机制

原研、仿制充分竞争，完善集中采购机制。

形成4个效应:

药品降价提质

药品行业转型升级

公立医院深化改革

现代医院管理制度试点：净化医务人员行医环境
……降低药品费用，腾挪费用空间，为深化公立医院改革创造条件。

医保减负增效

减轻群众医药费负担，提高医保资金使用效率，同时也为扩大医疗保障范围、提升保障水平创造条件。

2015.5.17《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》提出“当前还存在一些比较突出的矛盾和问题，公立医院逐利机制有待消除……人民群众就医负担依然较重等”，基本目标“构建起布局合理、分工协作的医疗服务体系和分级诊疗就医格局，有效缓解群众看病难、看病贵问题”。“三级医院……诊疗人次比重明显降低”、“医药费用不合理增长得到有效控制，卫生总费用增速与本地区GDP增幅协调”、“个人卫生支出占卫生总费用的比例降低到30%以下”；基本路径“建立公立医院科学补偿机制，以破除以药补医机制为关键环节，通过降低药品耗材费用、取消药品及擦成、深化医保支付方式改革、规范药品使用和医疗行为等措施，留出空间，同步理顺医疗服务价格，建立……”

减轻负担的同时vs扩大保障范围，提升保障水平，是否矛盾？如何做？基本用药、仿制药的使用扩大

小结：产业第一次变得越来越好，优胜劣汰，集中度提升



- **中国药企目前的现状：需求端很美好，但是供给侧始终没有实现低端产能出清。**中国药品市场从2000年的1571亿元增长到2018年1.7万亿，19年增加了10倍，这得益于医保体系建立、完善过程中医疗需求的极大释放；但同时，国内药企依然还是低端产能重复，在控费、降价、（取消政府定价后）不带量的集采，价格在资源配置中应该起的作用却在医药产业“失效”，目前仍有**59%的药企平均2000万的利润体量**，这只相当于**2-3个仿制药的研发成本**，显然，中国药企的供给侧改革还没有开始。回答报告首页提出的问题，我们认为，可以肯定的是并不是所有的药企都做好了沿市场规律的产业升级准备，但是我们更加乐观的认为，市场化规律开始起作用正是“医药产业第一次越来越好”的开始。
- **国内仿制药缺乏替代能力又享受一定的定价自由度，是供给侧改革失利的重要原因。**我们认为以仿制药为主的我国医药产业市场低端产能的出清源自两个前提条件：1) 市场化的竞争环境；2) 产品的标准化程度，消除竞争壁垒；而2018年之前，这两个条件显然都不完善，2015年开始药品价格形成机制方面放弃政府定价启动集采，但是并没有给药企实现明显的销量预期，这种情况的集采价格无疑也是缺乏市场化的；2015年之后产品标准化方面，药审制度改革推进（提高产品供给和一致性评价工作）；三年来，基础工作逐步完善，我们认为有效的供给侧改革启动，已经成为确定性趋势。
- **尽管始于“超级医保局”，但我们认为此次的带量采购可能是医改历史上第一次真正意义的市场化改革的尝试。**药企面对强势医院议价方，药品的集采如果没有量的预期，其价格无疑是虚高而失真的，2018年医保局的成立，作为最大的单体支付方，无疑可以在一定程度撬动这种价格形成机制（50-60%抑或30%的量仅仅是议价的砝码），这种情况下形成的价格无疑是买单方支付价格，我们期待交易价格方面（不同的采购主体带量形成的撮合价格，医保局毕竟不是采购主体）有更大的市场化推进，最终形成良性的价格形成机制，有效促进产业升级。

- 我们认为未来一年，医药行业很难有板块性行情的机会，建议投资者在板块走弱的过程中逐步增持行业中的战略性品种；我们的理解是：1) 国内医药产业在医改政策的影响下，进入实质的供给侧改革阶段，而改革初期带来的压力也让板块估值在2018年大幅缩水接近40%，但是，供给侧改革必然为行业中长期良性发展带来机会，这个过程中符合新的产业趋势的公司，凭借竞争优势具有长期可持续发展潜力，有望在供给侧调整中实现产业升级过渡；2) 从细分领域的角度，我们建议关注：
 - 创新升级的服务方（CRO/CMO）及有弹性的创新药企业：泰格医药、药明康德、昭衍新药、凯莱英、恒瑞医药、复星医药等。
 - 具备技术优势和全球化运营能力的原料药公司将迎来难得的产业机遇期：普洛药业、天宇股份、九洲药业等。
 - 有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业：中国生物制药（H）、恒瑞医药、科伦药业、京新药业等。
 - 商业模式持续创新的医疗服务、药店等企业：爱尔眼科、通策医疗、连锁药店等。
 - 具有品牌议价能力，产业具备一定中国特色的细分领域：济川药业、我武生物、片仔癀等。

医保护容下，各子行业利润率稳定

- 在医保护容、非市场化的价格形成机制的影响下，我们的医药产业（除医药商业外）一直享受10%以上的净利润率水平，在医疗需求得到快速释放的同时，行业保持10%以上的收入增速。

图 2016年医药各子行业利润率比较

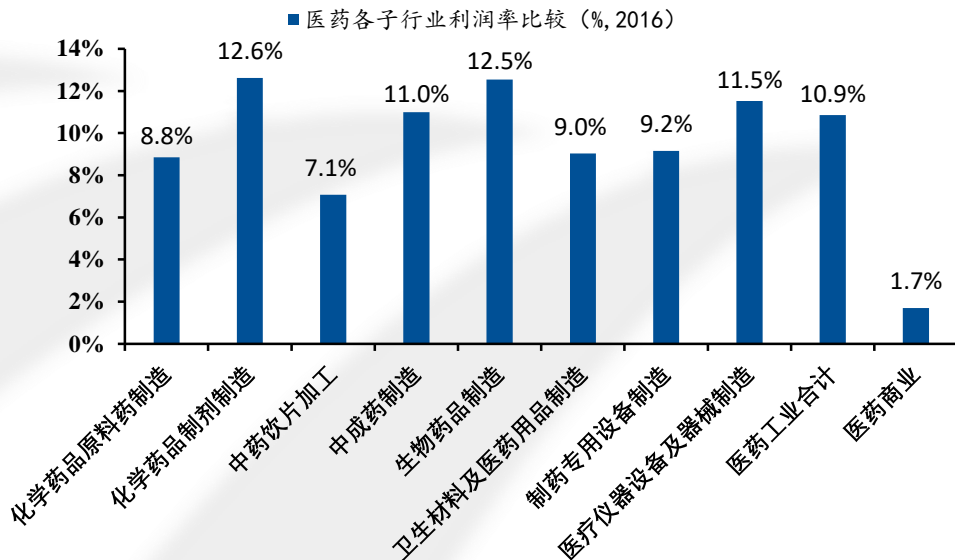
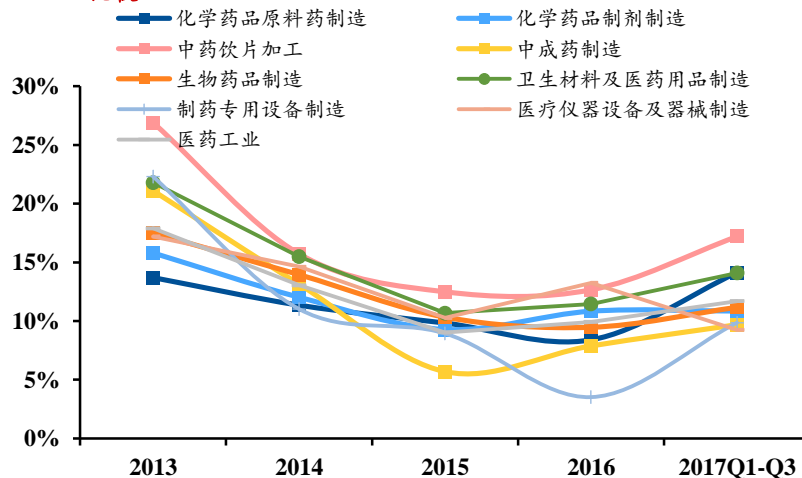


图 2013-2016年医药各子行业销售收入增速比较



资料来源：工信部，民生证券研究院

低端产能重复严重、创新产品太少、辅助用药占比高、医保支付结构腾笼换鸟

仿制药：核心竞争力重构。1) 一致性评价，截止2019.2.9,194个品规通过仿评，对应95个品种，其中289目录内42个左右通过，完成率不足15%；2) 新4类仿制药申报受理号，从2017年的月均20个，提高到2018年的超过50个/月。

创新药：IND申报持续创历史新高，2018年前三季度超过300个申报（2017:162），8个国产创新药获批上市，2019年预计10个左右获批；

医疗器械、耗材：2018.12.20，卫健委公告148家现代管理制度试点医院，必须单独建立高值耗材管理科室。

药品、耗材使用：压缩仿制药虚高价格、降低辅助用药及高值耗材价格空间，缩短流通环节；从供给端加速审评和加快创新药纳入医保的谈判工作，进而倒逼产业升级转型，解决用药可及性问题。

产业投资机会：竞争环境全球接轨，供给侧改革开始，投资创新升级

上游原料药议价能力体现，药品研发及生产服务方（CRO、CMO）受益创新趋势：受益于仿制药质量升级和创新药研发投入加强的产业趋势；部分公司逐步体现一定的国际竞争力，生物药领域的CMO产业崛起。而对于原料药行业，我们认为作为一个充分市场竞争的行业，在下游仿制药核心竞争变量重构的过程中，原料药行业的竞争优势凸显，特别在细分领域具备国际竞争力的原料药企业，有望受益于下游行业重构（成本、质量成为更重要的变量）。

药企：供给侧改革背景下，仿制药产品迭代能力较强的头部企业，有望实现产业创新升级，在医疗需求持续增长的同时，受益于集中度提升的产业趋势。（仿制药迭代、创新药、制剂出口）。

器械、耗材：具备持续产品升级能力的公司，看好国产化替代趋势。

医药

基本面：医药行业盈利增速在政策调控中起伏

● 回顾过去20年政策在价格、医保、医疗等方面的产业政策调控和行业利润增速发现：

● 行业利润增速和政策调控有比较大的正相关。

● 那么，下一步的调控，我们倾向于认为是一次偏市场化的结构性调整，实质对药企的产品结构形成更大的影响，最终导向产业升级，以此实现供给侧调整的目的。

	政策调控	行业利润增速	
药品价格政府强监管	1998年 1999年 2000-2003年	9.70% 大幅反弹	
	2004年 2005年	持续利润高增长 大幅放缓至9.1%	
	2006年	低基数反弹至20%以上 年初增速下落到2-3%，逐季恢复至11%+，全年9.6%	
	2007年	新医改政策频出，全方位调整医药行业，三次下调药品价格，产供销多方面整顿行业秩序（打击商业贿赂） 挂网招标和一品两规政策影响，具有品种和成本优势的大企业相对受益。没有继续出台降价政策，竞争环境逐步改善。	新会计准则、费用控制及投资收益等因素影响，医药利润增速远超收入增速
	2008年	医保扩容（中央财政投入823亿+地方财政投入1600亿左右+2007年起收留下的300多亿合计2008年政府医药卫生实际投入1900亿元）、商业贿赂有所遏制，政府采购降低了费用、原料药/中药材价格上涨	29.1%
	2009年	2009-2011年合计投入8500亿，相当于年投入增长15%，《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》，抓好基本医保建设、初步建立国家基药制度、健全基层医疗卫生服务体系等5项工作。	25.3%
	2008-2011年 医保扩容红利期	2010.4出台政策，扩大城镇职工和居民医保覆盖面，计划参保人数从09Q3的3.6亿提高到4.1亿，新农合参保人数在8.3亿人左右，参保率稳定在90%以上。2010年城镇职工报销比例70%以上，新农合计划从40%提高到60%以上，城镇居民计算从50%提高到60%以上。 新农合、城镇居民补助标准继续提高（从120到200元），城镇居民、新农合范围内住院费用支付比例争取达到70%左右（2010年60%）。最高限额达到人均纯收入6倍以上，不低于5万元。	29.8%
医保控费，政策纠偏	2011年	23.50%	
	2012年	药品采购：鼓励安徽双信封模式（基本药物）。 上海开始将医保控费推行至全部三级医院。 十二五开局年，新医改步入深水区；三项改革：基本医疗保障、基本药物制度、公立医院改革。甘肃、广东基药招标政策回暖。	19.8%
	2013年	225个统筹地区的职工医保不抵支，占全国城镇职工统筹地区的32%，对前三年纠偏（基药的唯低价招标）、探索性前进；发布新版基药目录，扩大入选范围	17.8%
	2014年	短期药价、招标、医保支付政策看不清，导致板块2013年下半年持续调整。 控费 小市值股票阶段性表现，医药板块表现垫底儿。	12.1%
	2015年	2015.6.1药品价格取消政府定价，通过医保和招标采购，让药品实际价格由市场竞争形成，同时启动招标大年	12.9%
医保主导下的结构调整	2016年	十三五开局之年，深化医改、研发、生产、流通等各环节政策频出，医改进入攻坚期。	13.9%
	2017年	招标持续推进、两票制、医保控费持续	17.8%
	2018年	医保局集采、抗癌药准入谈判	9.5%

资料来源：统计局，民生证券研究院

二级市场：政策调控中，医药板块从来不乏机会

1998-2007年药品价格政府强监管时期（医药属于小盘股）

板块估值溢价率：**40%左右**

涨幅居前：

- ✓ 品牌OTC：云南白药、三精制药、吉林敖东、东阿阿胶、江中药业、同仁堂
- ✓ 原料药：鑫富生化
- ✓ 生物药：双鹭药业
- ✓ 综合性药企：双鹤药业
- ✓ 化药：恒瑞医药

2008-11年医保扩容红利时期（资金容纳能力提高）

板块估值溢价率：**85%左右**

涨幅居前：

- ✓ 医疗器械、服务：鱼跃医疗（次新）、新华医疗、恒康医疗
- ✓ 中药：康美药业、中恒集团、片仔癀、天士力、云南白药、昆药集团
- ✓ 专科用药：恩华药业（次新）、长春高新、人福医药
- ✓ 血制品：上海莱士

2012-15年医保控费、政策纠偏、A股牛市时期

板块估值溢价率：**172%左右**

涨幅居前：

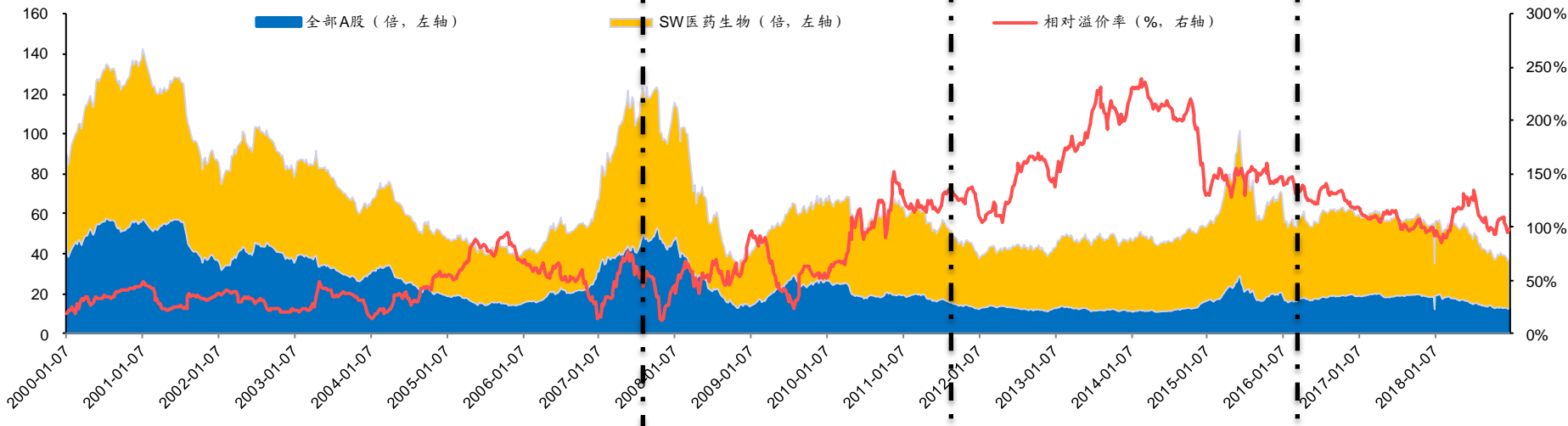
- ✓ 非药：上海莱士、永康制药、宜华健康、和佳股份、迪安诊断、达安基因、九安医疗、九强生物
- ✓ 药品：广誉远、香雪制药、誉衡药业、北陆药业、济川药业
- ✓ 嘉事堂、西藏药业

2016年至今，十三五，医保政策主导时期

板块估值溢价率：**90-100%**

涨幅居前：

- ✓ 益丰药房、贝瑞基因、健帆生物、沃森生物、安科生物、安图生物、长春高新、爱尔眼科
- ✓ 泰格医药、药明康德、恒瑞医药
- ✓ 富祥股份、健友股份
- ✓ 康弘药业、我武生物



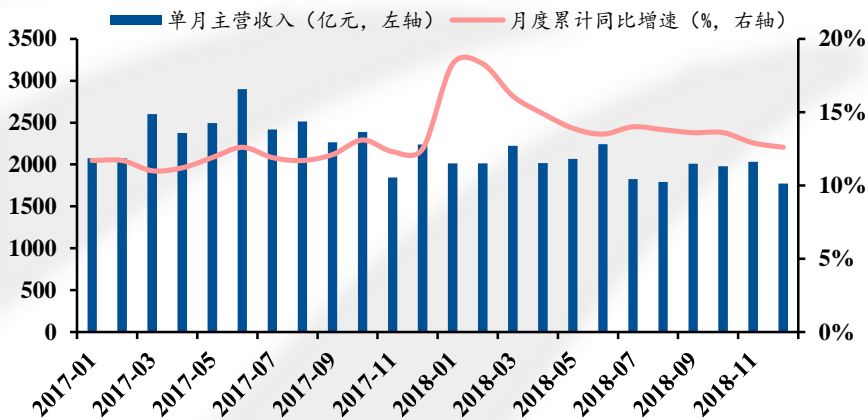
2000-18年长周期看，股价涨幅靠前的均为绩优股（恒瑞医药、长春高新、通化东宝）及资源壁垒较高的（云南白药、片仔癀、东阿阿胶、华兰生物）。

行业经历了全面的政策调整：

- 2018年对医药行业来说是充满变化和挑战的一年。在2018年初的全国两会上，取消药品加成后流通环节挤水分、三医联动，医改开始触及医院收入分配机制的改革，诸如此类问题成为两会关注的重点，并以此拉开公立医院最深层次改革的帷幕。
 - 这一年，国家大部委调整，组建了新的国家医保局、卫生健康委员会、市场监督管理局；
 - 在这一年里，药品、生物制品安全受到了全社会的关注，长生疫苗事件必将成为药品监管历史上具备代表意义的事件；以及华海药业缙沙坦事件，也让行业高度重视药品的质量合规体系；
 - 电影《我不是药神》和抗癌药减税，为抗癌药的医保谈判铺垫，促成17种抗癌药进入医保目录（2018.10.10）；
 - 时隔近6年，推出2018年《国家基本药物目录》（由2012版的520增加到685种），取消地方增补（2018.10.25）。
 - 8月份开始酝酿，12月6日医保局推出的带量采购试点，也让医药板块的估值下半年整体承压，并持续杀跌；
 - 此外，政府的其他配套政策仍在探索推进中，包括高值耗材的集采、医保支付价、医疗服务价格调整，探索医院收入分配的合理性，使医疗回归公益性。

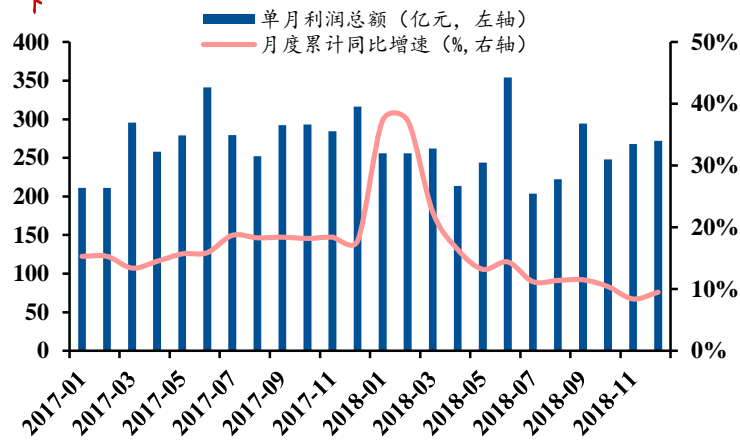
行业利润增速：上半年“虚高”，下半年持续走低。随着2015年以来的各省集采工作接近尾声，集采带来的边际效应递减，而企业新产品的放量还没有构成主要的业绩拉动，在2018年初流感带来的短期景气度后，2018年二季度开始，随着两票制调整基本结束，行业收入、利润同比增速呈现明显下降趋势。从行业数据看，2018年1-12月，整个医药行业的收入同比增速12.6%，但行业利润总额仅同比增长了**9.5%**，远低于2017年同期的17.8%的利润总额增速，同时也略低于我国制造业整体11.5%的利润总额同比增速。

图 2018年医药行业收入同比增速呈现逐季放缓的趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2018年医药行业利润增速也呈现逐季放缓的趋势，降至两位数以下



行业利润增速：全年降至个位数，上半年“虚高”，下半年持续走低。随着2015年以来的各省集采工作接近尾声，集采带来的边际效应递减，而企业新产品的放量还没有构成主要的业绩拉动，在2018年初流感带来的短期景气度后，2018年二季度开始，随着两票制调整基本结束，行业收入、利润同比增速呈现明显下降趋势。从行业数据看，2018年1-12月，整个医药行业的收入同比增速12.6%，但行业利润总额仅同比增长了9.5%，远低于2017年同期的17.8%的利润总额增速，同时也略低于我国制造业整体11.5%的利润总额同比增速。

表 2014-2018年年医药制造业与下游消费行业利润增速比较

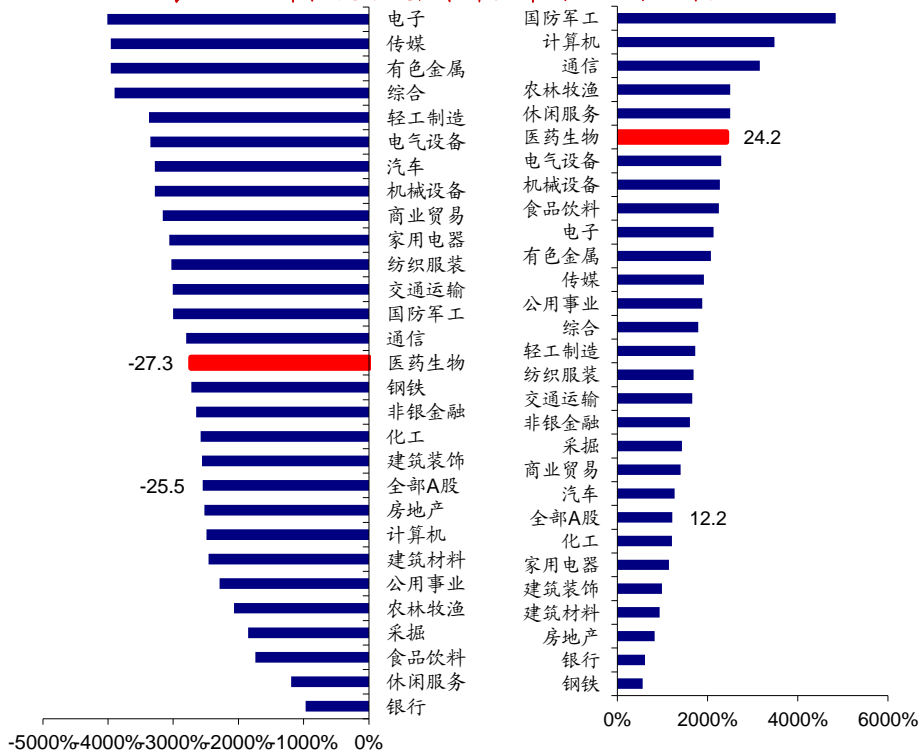
利润总额增速	2014	2015	2016	2017	201802	201803	201804	201805	201806	201807	201808	201809	201810	201811	201812
制造业	6.5	2.8	12.3	18.2	12.5	8.2	12.0	13.8	14.3	14.3	13.5	12.5	11.5	9.9	8.7
医药制造业	12.1	12.9	13.9	17.8	37.3	22.5	16.4	13.2	14.4	11.2	11.4	11.5	10.4	8.4	9.5
其他与下游消费有关的行业															
食品制造业	9.8	9.1	8.2	6.7	12.3	9.0	5.4	3.0	5.4	7.0	6.1	6.8	7.3	7.4	6.1
农副食品加工业	-0.4	6.4	5.5	4.5	-0.1	1.0	2.1	1.3	2.2	1.4	2.4	2.3	1.9	2.3	5.6
酒、饮料和精制茶制造业	-3.1	7.5	5.0	17.5	19.0	21.3	24.8	22.5	23.6	20.0	17.3	17.1	16.6	15.3	20.8
烟草制品业	0.2	-1.4	-15.0	-6.3	8.0	7.5	8.8	7.2	6.0	7.1	7.6	6.7	5.8	4.8	-4.6
纺织服装、服饰业	10.6	4.0	2.4	2.9	-0.1	-3.1	0.9	0.9	0.8	5.5	8.6	8.0	8.9	10.1	10.8
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	8.9	4.9	-2.7	6.9	2.1	0.8	2.0	0.9	4.4	4.6	4.5	5.2	4.3	4.1	4.2
家具制造业	12.5	14.0	7.9	9.3	6.9	-1.5	-0.5	5.0	-6.1	-1.2	3.6	4.0	3.1	5.5	4.3
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	13.4	7.4	7.5	6.7	5.3	-0.6	-3.9	-4.2	-2.9	-0.4	1.8	1.6	2.3	2.8	7.1
造纸及纸制品业	-1.4	6.2	16.1	36.2	1.9	5.0	14.8	16.6	13.5	10.7	7.8	1.5	-4.6	-7.9	-8.5
印刷业和记录媒介的复制	9.2	5.0	-4.5	6.9	5.7	5.9	10.1	6.6	5.3	6.4	7.7	4.6	2.9	2	6.1
橡胶和塑料制品业	2.8	4.6	6.7	3.7	-6.6	-4.6	-1.1	-0.8	0.2	1.2	1.9	0.8	0.8	2.5	3.6

资料来源：wind，民生证券研究院

板块表现低迷, 略落后于大市

尽管板块利润同比增速呈现放缓的趋势, 但是仍是消费板块中具备较强增长可持续性板块, 如果将医药板块-27%的跌幅拆分, 接近10%的利润增速, 也就是说估值收缩37%左右。据wind有预测数据的150多家医药公司中, 有接近90家的预测市盈率(2019)低于20倍, 进入我们认为比较合适的市盈率区间。

表 2018年板块涨跌幅和市盈率(TTM)比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

2018年，在震荡的行情下，仍然有表现优异的个股，黑马也不少，医药板块仍然是重个股的板块。

一些景气度高的细分领域被市场挖掘，估值也存在收缩：比如医药CRO、器械服务头部公司及少数OTC标的，继2017Q4的创新药板块表现后，市场提升认知并挖掘，虽然股价呈现正的增长，但在下半年板块杀跌过程中，市盈率也是收缩的。

①医药CRO板块企业（泰格医药、药明康德、昭衍新药）：子行业景气度高，订单需求旺盛，属于政策鼓励的方向。

②器械服务头部公司（爱尔眼科、通策医疗、健帆生物）：各自细分领域龙头，凭借自身的产品迭代和渠道开拓能力，提升商业模式壁垒。

③具备OTC属性，有品牌议价能力的企业（片仔癀、济川药业、仁和药业）：在仿制药价格承压的背景下，OTC产品或中药产品凭借优势定价能力和先发的渠道优势，契合国内自我诊疗人群需求。

④拥有创新产品梯队的公司（我武生物、恒瑞医药、智飞生物）：品种优势在当前的政策环境下，逐步兑现为估值的重要支撑。

港股：一些新商业模式（阿里健康、药明生物）、细分龙头（石四药）及消费属性、政策免疫的中药（同仁堂国药、中国中药、白云山），因其优秀的业绩表现受到资本青睐。

投资建议：沿市场规律选择个股

- 我们认为未来一年，医药行业很难有板块性行情的机会，建议投资者在板块走弱的过程中逐步增持行业中的战略性品种；我们的理解是：1) 国内医药产业在医改政策的影响下，进入实质的供给侧改革阶段，而改革初期带来的压力也让板块估值在2018年大幅缩水接近40%，但是，供给侧改革必然为行业中长期良性发展带来机会，这个过程中符合新的产业趋势的公司，凭借竞争优势具有长期可持续发展潜力，有望在供给侧调整中实现产业升级过渡；2) 从细分领域的角度，我们建议关注：
 - 创新升级的服务方（CRO/CMO）及有弹性的创新药企业：泰格医药、药明康德、昭衍新药、凯莱英、恒瑞医药、复星医药等。
 - 具备技术优势和全球化运营能力的原料药公司将迎来难得的产业机遇期：普洛药业、天宇股份、九洲药业等。
 - 有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业：中国生物制药（H）、恒瑞医药、科伦药业、京新药业等
 - 商业模式持续创新的医疗服务、药店等企业：爱尔眼科、通策医疗、连锁药店等。
 - 具有品牌议价能力，产业具备一定中国特色的细分领域：济川药业、我武生物、片仔癀等。

风险提示

- 短期政策调整幅度不确定性
- 新药临床试验失败的风险
- 企业并购、产品引入商誉减值风险

● 中国医药卫生体制的诸多问题已经得到解决：

- 基本社会医疗保障体系基本完善，个人现金支付比例降低至**30%**以下；
- 医疗机构效率明显提升；
- 过去**10年**政府投入持续提高，基本告别以药养医（已是成本项，但是收入结构还有待“腾笼换鸟”）。

● 仍需解决的难题

- 医疗保障水平提升，进一步解决可及性问题（降价主旋律，短期挤水分，中长期有望建立完善的支付体系）
- 医疗资源分配失衡，分级诊疗有待推进（人才的问题短期无法解决，影响医改的效率）；
- 多头管理，政策执行、监管不利（顶层设计，医保局撬动，卫健委、药监局配合，各部门内部仍需协调）。

- 分析师与研究助理简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明