

行业研究报告|行业深度报告

医药生物

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年8月26日



医药新常态，路在何方？

——调存量、寻增量、抓变量

证券分析师：

盛丽华 执业证书编号：S0210523020001

联系人：

何展聪、杨风雨

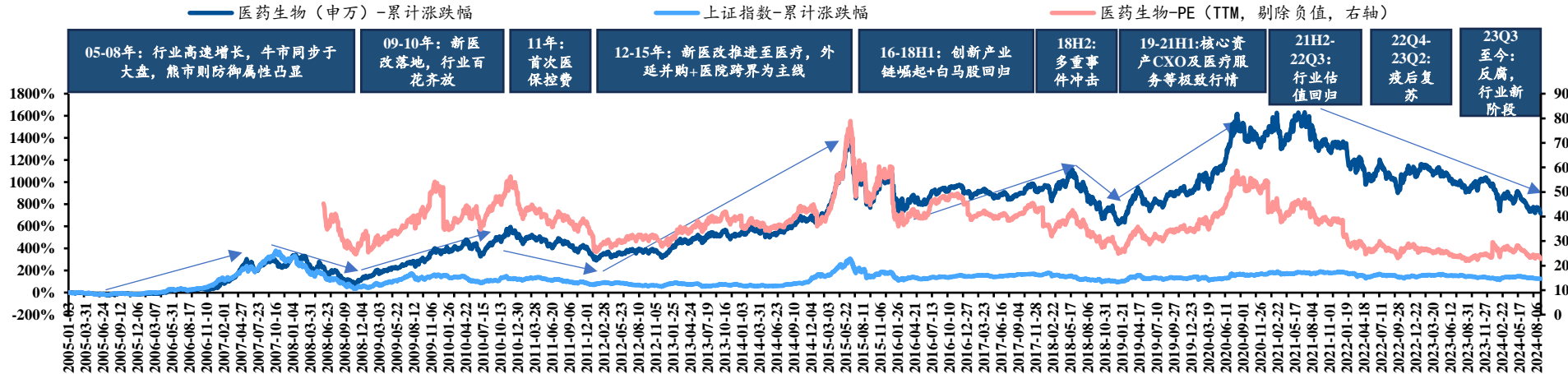
请务必阅读报告末页的重要声明

- **2020年8月至今医药板块已连续调整4年，时间和幅度远超过往，其背后行业基本面和政策面出现了哪些变化？未来中长期的医药投资与过往有哪些区别？我们试图复盘医药20年，结合国内人口结构变化与“三医联动”的医改政策，提出基于人口（需求）、医保（支付）、医药（供给）和医疗（结构）的行业分析框架。我们判断行业至暗时刻已过，但投资范式和过往的赛道（板块）投资将存显著差异，展望中长期，“调存量、寻增量、抓变量”或成医药投资关键词，本篇报告为我们中长期医药投资策略开篇，后续我们将针对各投资方向做进一步展开分析。**
- **1) 复盘-至暗时刻已过，进入医药新常态：**我们复盘了医药20年，板块二级表现既与基本面强相关，亦受政策强扰动，每个阶段医药表现均有所不同。受制于疫情、医疗反腐和医保控费等，近四年的深度调整已充分反映政策的悲观预期，结合人口的变化及支付端分析，我们认为**医药正进入新常态**。
- **2) 需求-量:新增人口下降和老龄化加大为需求变化最重要的基本面：**医疗不缺需求，民众对健康的追求是无止境的，但结构是受人口和疾病谱变化深刻影响的。预计23-30年60岁以上人群将成唯一复合正增长的人群，相对稳定的为中青年人，下降最快的是儿童。慢病/非传染病和抗衰老将有巨大需求。
- **3) 支付-价:个人收入预期+政府投入决定医保收入增长，预计未来支出增速降为4%-6%：**22年国内卫生总支出8.5万亿，其中医保基金占比近40%，根据我们分析：1、职工医保：压力相对较小，收入增长取决于工资增长，与经济增长预期强相关；2、居民医保：压力巨大，增长取决于政府投资和筹资方式改革；3、基金收入及支出测算：在政府投入和筹资政策不变的情况下，根据我们模型23-50年医保收入CAGR为2.7%，若支出增速分别为4.2%/4.9%/6.3%，则到2035/2040/2050年累计结余清零。4、考虑到医保支出的杠杆效应，在商业医保尚未发展起来的背景下，将从支付端决定医药行业整体未来增速或在4%-6%之间。5、考虑到支出金额有限，而老龄化下旺盛的需求，均价下降，追求性价比促进进口替代将成主旋律。
- **4) 供给-创新崛起：技术跟进与积极出海：**药审改革2015年启动至今，中国创新药快速崛起，带动医药从大国逐步走向强国。政策上-研发、临床、生产等监管标准向欧美靠近；市场上-国内创新药正在腾笼换鸟，国际上通过BD或自建团队走向全球，中国已成仅次于美国的第二大创新药研发大国。技术上-医药科技属性凸显，不断有技术突破，国内依托的人才优势和临床成本优势，快速跟进，特别是工程式创新成果显著，很多领域十分接近全球；
- **5) 结构-医改深水区，调整存量结构：**医疗改革作为医改深水区，主要通过系列政策解决看病难和看病贵的问题，涉及政策繁多，我们大致判断有如下趋势：1、医疗追求性价比：进口替代加速；2、医疗资源下沉：基层大于城市；3、薪酬改革：服务大于药耗；详细见后文判断。
- **投资建议：综上所述我们判断医药未来行业与GDP的超额增速将下降，支付端和医疗改革将决定医药更多结构性机会，我们认为调存量、寻增量和抓变量或为医药中长期主要投资策略：1) 调存量：老龄化（预计60岁及以上人口23-30年CAGR唯一正增长）+进口替代（支出有限，追求性价比，传统产品回制制造业）。2) 寻增量：出海（欧美定价高，市场大），大品种（空间大，放量快，盈利强）和仿转创-Pharma（传统企业第二增长曲线）；3) 抓变量：国企改革（国央企医药中仍有重要地位，国资委新要求下或有效率提升及产业整合）。**
- **风险提示：**行业政策风险、模型预测误差较大风险、海外结论不可比风险、宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险。

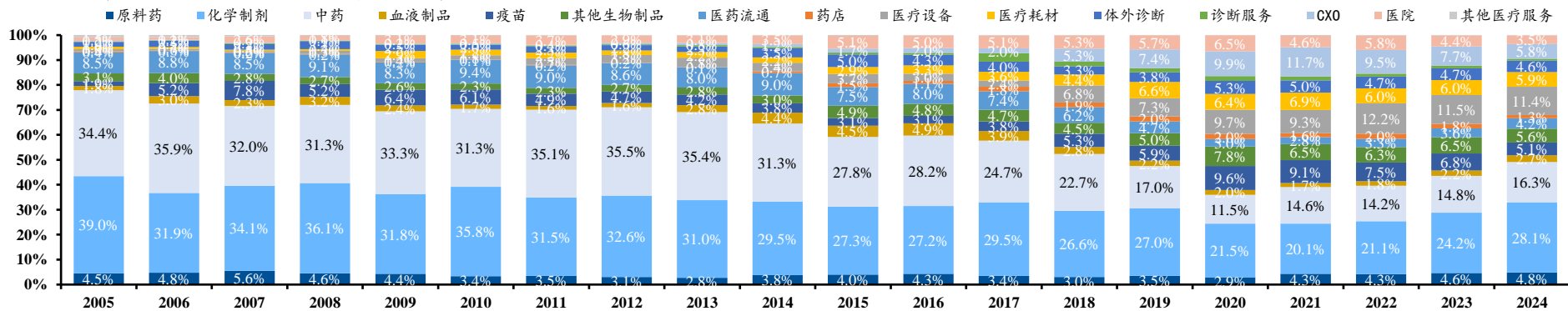
- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
 - 二级复盘：行情和估值体系受政策影响，近4年调整幅度及时长远超过往
 - 基本面复盘：行业超额增速逐步收敛，结构变化或更为重要
 - 行业分析框架：人口-需求、医保-支付、医药-供给、医疗-结构
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

1.1 二级行情复盘：行情和估值体系受政策影响，近4年调整幅度及时长远超过往

图：2005年至2024/8/23医药生物（申万）指数行情复盘



图：2005年至2024/8/23医药行业不同子版块市值占比变化情况



资料来源：iFinD，国务院，国务院办公厅，安徽省医疗机构药品招标采购领导小组，发改委，国家药监局，卫健委，国家医保局，人民政府官网，中国卫生杂志，新华社，百度百科，上游新闻，财联社，央视网，清华五道口，华福证券研究所

1.1 二级行情复盘：行情和估值体系受政策影响，近4年调整幅度及时长远超过往

05-08年：行业高速增长，牛市同步但熊市防御属性凸显

这一阶段医药板块体现的更多为板块下跌过程中的防御特性，超额收益并不显著

这一阶段行业涨跌幅为+138%，其中涨幅靠前的个股为双鹭药业（+947%）、国药股份（+752%）、华兰生物（+653%），涨幅靠前的板块为疫苗（+580%）、血制品（+299%）和IVD（+292%）。

市值前三：恒瑞医药（199亿）、云南白药（184亿）、华润三九（141亿）

09-10年：新医改，行业全面扩容

2009年3月新医改出台，医保快速扩容，行业百花齐放。

这一阶段行业涨跌幅为+163%，其中涨幅靠前的个股为中恒集团（+1326%）、长春高新（+570%）、人福医药（+513%），涨幅靠前的板块为医疗设备（+207%）、中药（+191%）和医院（+158%）。

市值前三：海普瑞（557亿）、恒瑞医药（446亿）、上海医药（435亿）

11年：安徽双信封政策，医保迎来首次控费，主题盛行

2010年8月安徽出台“双信封”政策，医保迎来首次控费。

这一阶段行业涨跌幅为-31%，其中涨幅靠前的个股为冠昊生物（+152%）、中源协和（+143%）、迪安诊断（+89%），涨跌幅靠前的板块为体外诊断（-4%）、医院（-13%）、药店（-18%）

市值前三：云南白药（368亿）、恒瑞医药（331亿）、上海医药（298亿）

12-15年：外延并购+医院跨界成为主线

新医改逐步推进至医疗，医院及精准医疗等相关概念成为主线，同时外延并购相关概念火热。

这一阶段行业涨跌幅为+169%，其中涨幅靠前的个股为上海莱士（+1125%）、尔康制药（+876%）、达安基因（+848%），涨幅靠前的板块为药店（+356%）、体外诊断（+347%）、CXO（+335%）。

市值前三：上海莱士（1096亿）、恒瑞医药（961亿）、云南白药（756亿）

16-18H1：创新产业链崛起+白马股回归

药审改革启动，17年10月国办发42号文，创新药迎来发展的纲领性文件，同时市场风格开始回归白马股和创新药。

这一阶段行业涨跌幅为-8%，其中涨幅靠前的个股为康泰生物（+2734%）、普利制药（+849%）、药石科技（+758%），涨幅靠前的板块为疫苗（+49%）、CXO（+41%）、药店（+25%）。

市值前三：恒瑞医药（2790亿）、康美药业（1138亿）、云南白药（1114亿）

图：2005年至2024/8/23医药生物（申万）指数累计涨跌幅情况



1.1 二级行情复盘：行情和估值体系受政策影响，近4年调整幅度及时长远超过往

18H2：集采+疫苗事件+贸易战冲击

19-21H1：疫情+全球大放水，核心资产极致行情

21H2-22Q3：政策+外部环境冲击，行业估值回归

22Q4-23Q2：政策缓和+疫后复苏，板块有所修复

23Q3至今：院内反腐+院外比价，行业进入新常态

受多重外部事件冲击，板块短期承压。

这一阶段行业涨跌幅为-30%，其中涨幅靠前的个股为爱朋医疗（+154%）、迈瑞医疗（+124%）、明德生物（+117%），涨跌幅靠前的板块为医疗设备（-15%）、疫苗（-23%）、CXO（-25%）。

市值前三：恒瑞医药（1942亿）、迈瑞医疗（1328亿）、药明康德（872亿）

疫情叠加全球大放水，疫苗、CXO、服务等核心资产演绎出极致行情。

这一阶段行业涨跌幅为+126%，其中涨幅靠前的个股为万泰生物（+4050%）、康龙化成（+2750%）、纳微科技（+1356%），涨幅靠前的板块为CXO（+502%）、疫苗（+288%）、医院（+249%）。

市值前三：迈瑞医疗（5836亿）、药明康德（4618亿）、恒瑞医药（4348亿）

集采品种由医保内扩散至医保外，政策担忧情绪上升，叠加外部环境冲击，行业估值回归，低估值板块相对抗跌。

这一阶段行业涨跌幅为-38%，其中涨幅靠前的个股为九安医疗（+488%）、兰卫医学（+410%）、拓新药业（+269%），涨跌幅靠前的板块为原料药（-14%）、医药流通（-14%）、中药（-25%）。

市值前三：迈瑞医疗（3625亿）、恒瑞医药（2239亿）、药明康德（2122亿）

政策有所缓和，疫后诊疗量复苏，板块有所修复。

这一阶段行业涨跌幅为+4%，其中涨幅靠前的个股为百利天恒（+193%）、三博脑科（+188%）、太极集团（+146%），涨幅靠前的板块为血制品（+33%）、中药（+28%）、医药流通（+23%）。

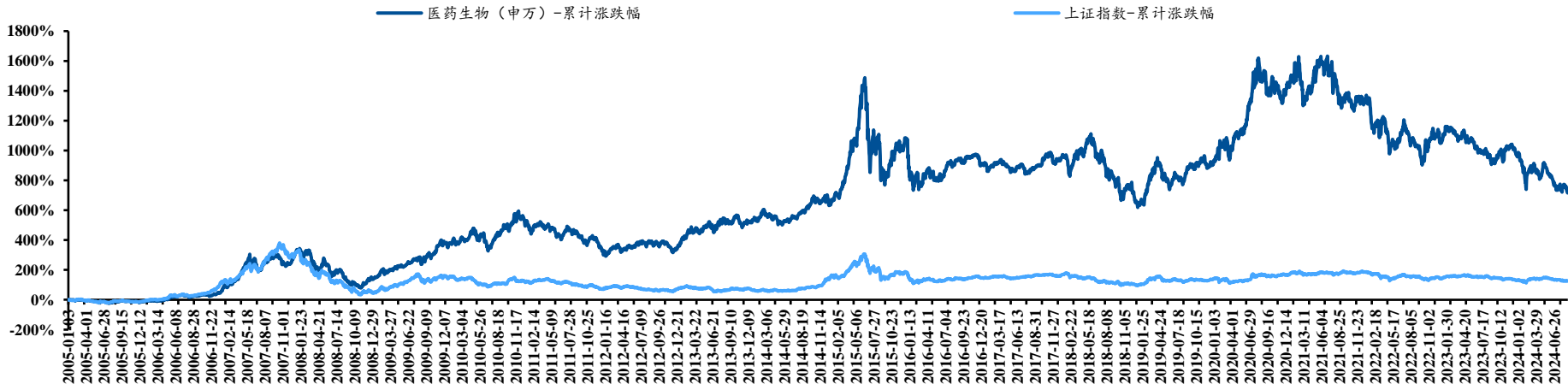
市值前三：迈瑞医疗（3635亿）、恒瑞医药（3056亿）、药明康德（1849亿）

院内反腐+院外比价，行业进入新常态。

这一阶段行业涨跌幅为-25%，其中涨幅靠前的个股为百利天恒（+87%）、英诺特（78%）、诺泰生物（+55%），涨跌幅靠前的板块为血制品（+7%）、化学制剂（-13%）、原料药（-16%）。

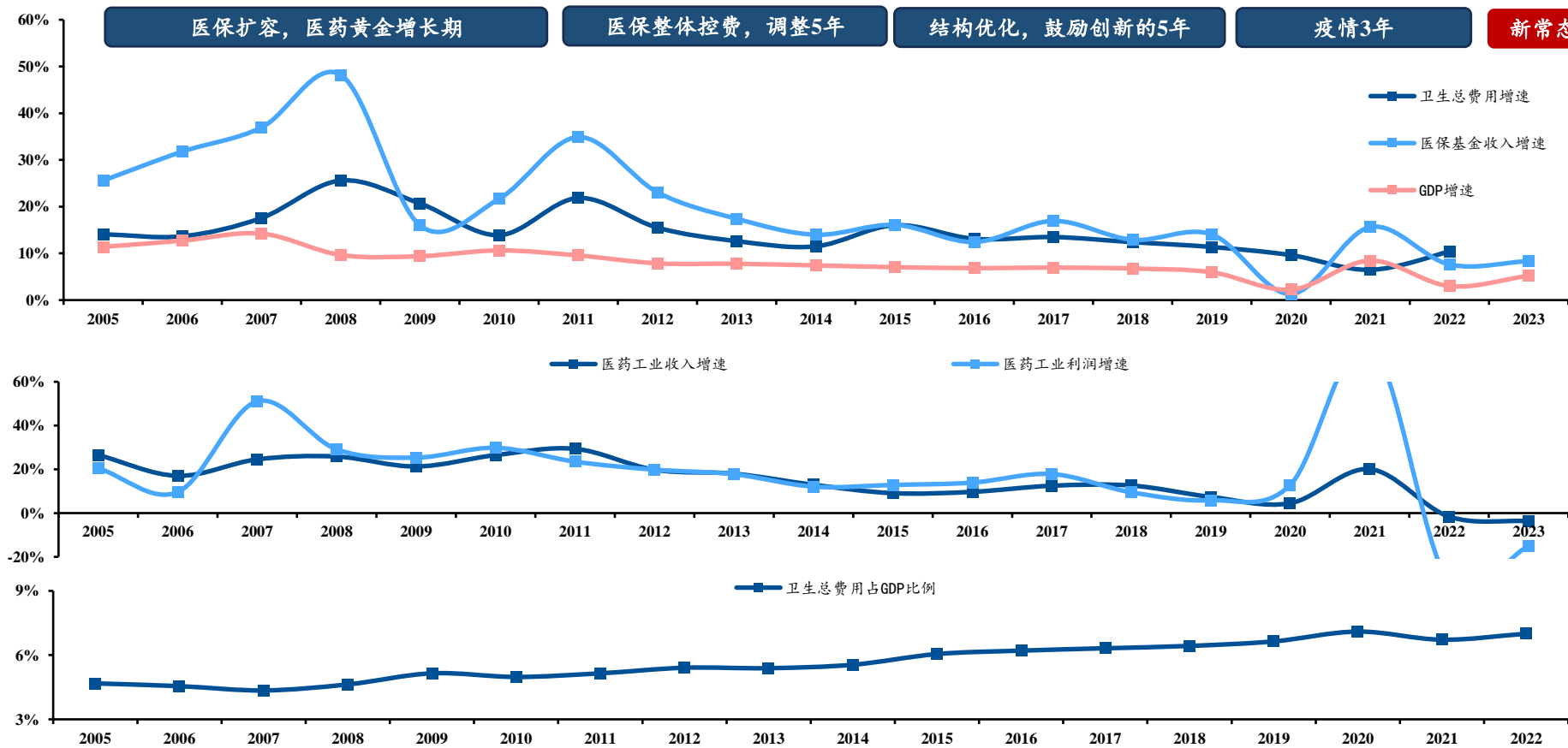
市值前三：迈瑞医疗（2979亿）、恒瑞医药（2783亿）、百济神州（2037亿）

图：2005年至2024/8/23医药生物（申万）指数累计涨跌幅情况



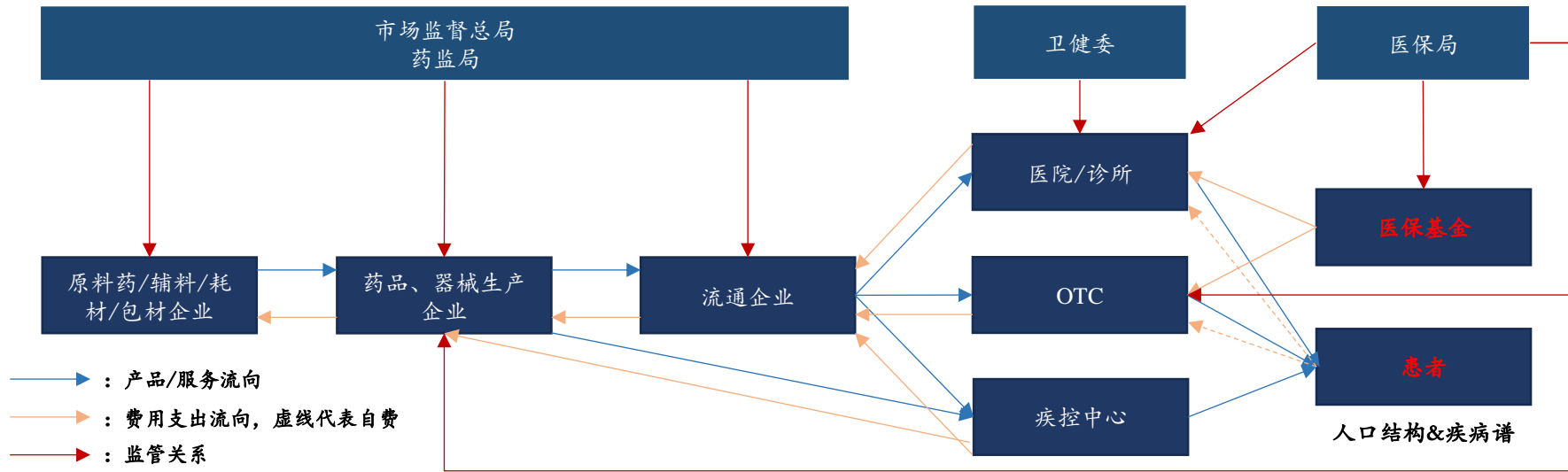
1.2行业基本面复盘：行业超额增速逐步收敛，结构变化或更为重要

图：2005年至今医药行业基本面复盘



1.3行业分析框架：医药-供给，人口-需求、医保-支付、医疗-结构

图：医药行业政策分析框架



➤ 医药：2015年启动改革至今已近9年，基本已完成，接轨欧美。**全产业链鼓励创新！**

- ❑ 研发端：优先审评制度、ICH、注册分类改革、一致性评价、临床数据核查；
- ❑ 生产端：MAH制度、生产工艺核查；
- ❑ 采购端：药品采购专项检查；
- ❑ 流通端：营改增、两票制；
- ❑ 应用端：院内限抗限辅、院外比价、零售药店分级。

➤ 医保：2018年启动改革至今已近6年，正在进行时，即将完成主要目标。

- ❑ 收入端：
 - ✓ 个账改革；
 - ✓ 设立长效参保机制；
 - ✓ 居民医保筹资方式改革；
- ❑ 支出端：
 - ✓ **DRG/DIP支付方式改革；**
 - ✓ 医保目录调整；
 - ✓ 药耗集采；
 - ✓ 医保飞检、大病保险、长效护理险。

➤ 医疗：2017年全面推开至今已近7年，最后一块硬骨头，医改的下一个重心，核心解决看病贵、看病难。

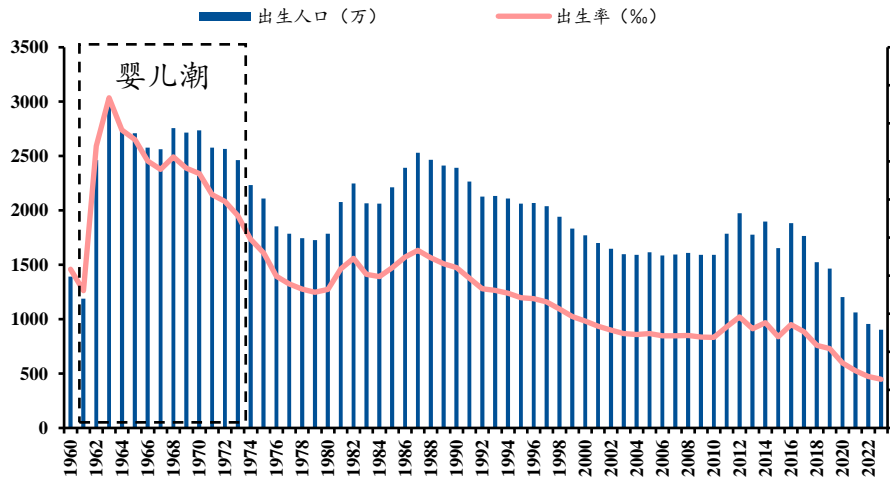
- ❑ 看病贵：
 - ✓ 加强财政补助，强调公益性，降低逐利性；
 - ✓ 医疗服务价格改革，理顺价格机制；
 - ✓ **薪酬机制改革**，医生绩效与科室收入无关；
 - ✓ 支付方式改革+**反腐**，抑制过度医疗；
- ❑ 看病难：
 - ✓ 分级诊疗，医生和患者资源下沉；
 - ✓ 编制改革，破除人才垄断；
 - ✓ 法人治理结构改革，破除行政垄断。

- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
 - 国内人口老龄化进入加速阶段，新生人口压力很大
 - 人口结构变化将带来需求结构变化
 - 疾病谱变化——慢性病、非传染病发病率明显提升
 - 中老年人群为消费信心和消费能力最强的群体
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

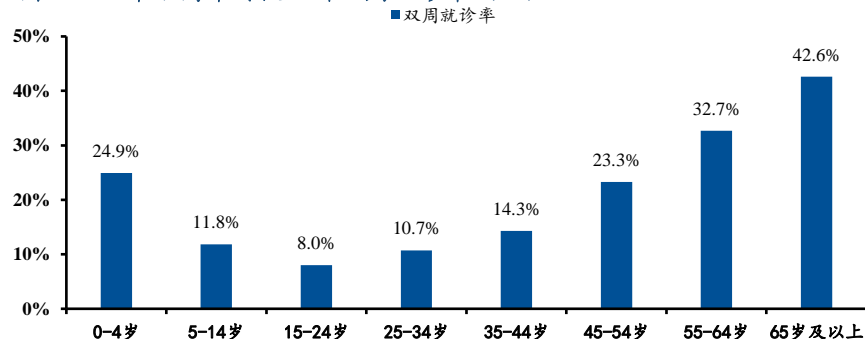
2.需求端：国内人口老龄化已进入加速阶段，新生人口压力很大

- **人口老龄化加速的趋势持续凸显：**从2015年到2023年，国内65岁及以上人群数量从1.4亿人增至2.0亿人，随着1962-1974年婴儿潮的出生人口逐步进入65岁，老龄人口增长将持续提速。
- **与此同时，伴随着国内出生人口和死亡人口持续下降，人均预期寿命持续提高等因素，国内人口老龄化程度将日益加剧。**根据国家卫健委预测，2035年60岁以上人群占比将超过30%，进入重度老龄化阶段。2050年老年人口规模和比重将达到峰值。
- **老年人口治疗需求显著高于其他年龄段。**根据卫健委数据，2018年国内65岁及以上人群双周就诊率为42.6%，显著高于其他年龄段人口。

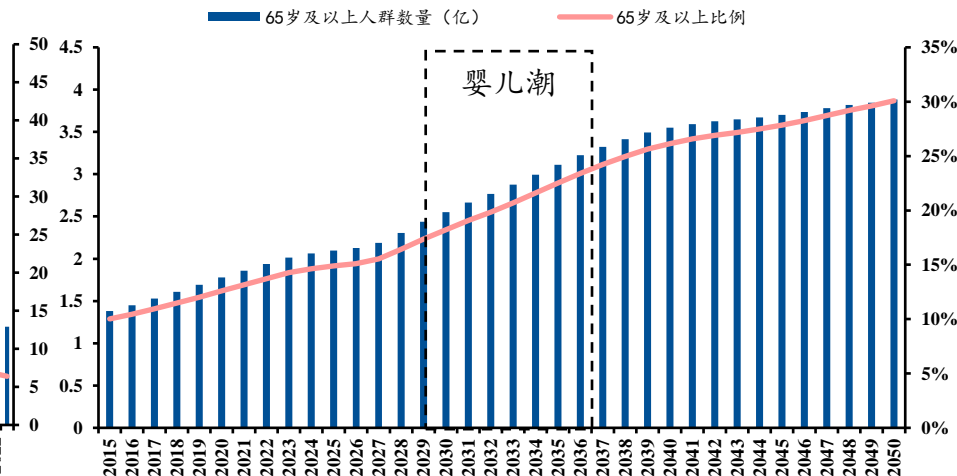
图：1960-2023年国内出生人口和出生率



图：2018年不同年龄段人群双周就诊率 (%)



图：2015-2050年国内65岁及以上人群数量及比例



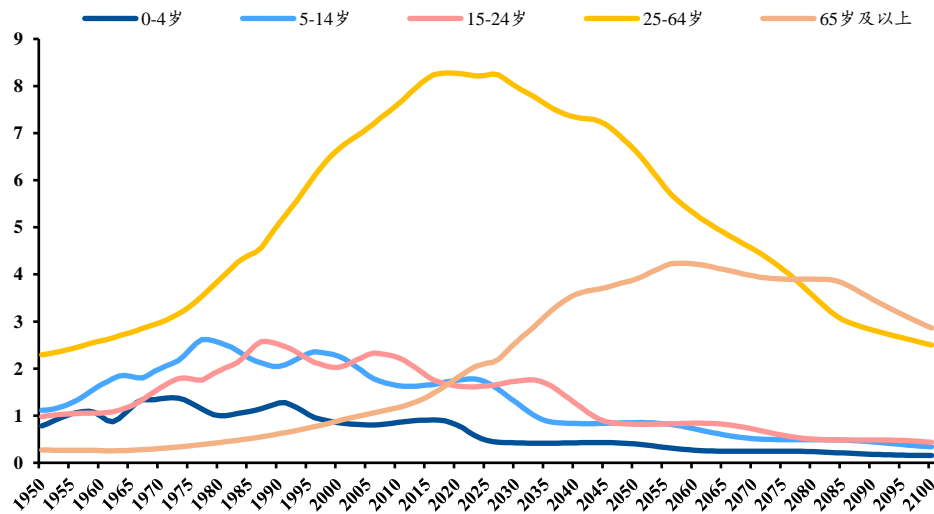
2.需求端：人口结构变化将带来需求结构变化

- 出生人口持续下滑，但下滑幅度有望收窄——相关品种需求二阶导有望转正；
- 青少年人口数量进入下滑区间，且预计将加速下滑——相关品种渗透率可能会加速达峰；
- 中青年人口数量先缓慢下滑再加速下滑——相关品种渗透率有望维持原有爬升曲线；
- 中年人口数量进入下滑区间——相关品种需求或迎来边际拐点；
- 老年人口进入加速上升再平稳增长区间——相关品种需求迎来加速放量阶段。

图：2000-2050年不同年龄段人群数量（亿）及代表需求

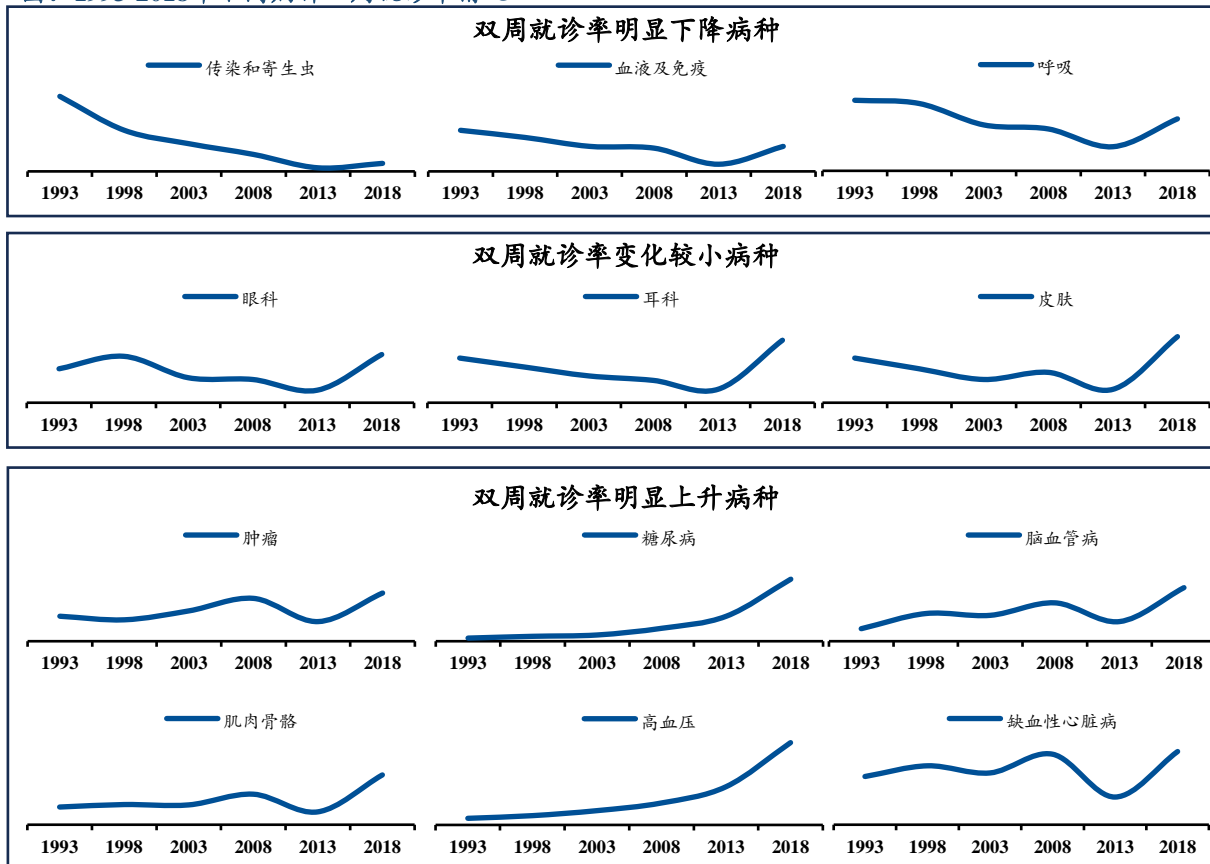
年份	0-4岁	5-19岁	20-44岁	44-59岁	60岁及以上
2000	0.84	3.33	5.29	1.90	1.27
2010	0.85	2.61	5.61	2.60	1.71
2015	0.90	2.46	5.34	2.96	2.15
2023	0.61	2.57	4.87	3.31	2.75
2030	0.50	2.22	4.59	3.03	3.67
2050	0.47	1.49	3.47	2.46	5.01
2010-2023CAGR	-2.6%	-0.1%	-1.1%	1.9%	3.7%
2023-2030CAGR	-2.7%	-2.1%	-0.8%	-1.3%	4.2%
2023-2050CAGR	-1.4%	-3.2%	-2.0%	-1.7%	3.6%
医保内-代表需求	VaVd等	常规院内治疗			严肃医疗
医保外-代表需求	疫苗	近视防控、生长激素等	屈光、正畸、医美/抗衰	保健滋补/抗衰	疼痛、老花等

图：1950-2100年不同年龄段人群数量变化情况（亿）

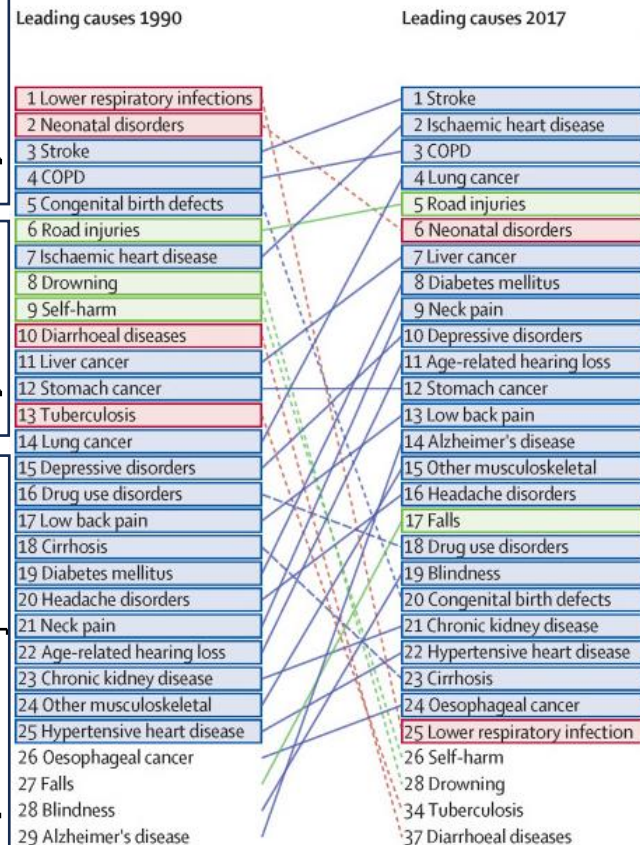


2.需求端：疾病谱变化——慢性病、非传染病发病率明显提升

图：1993-2018年不同病种双周就诊率情况

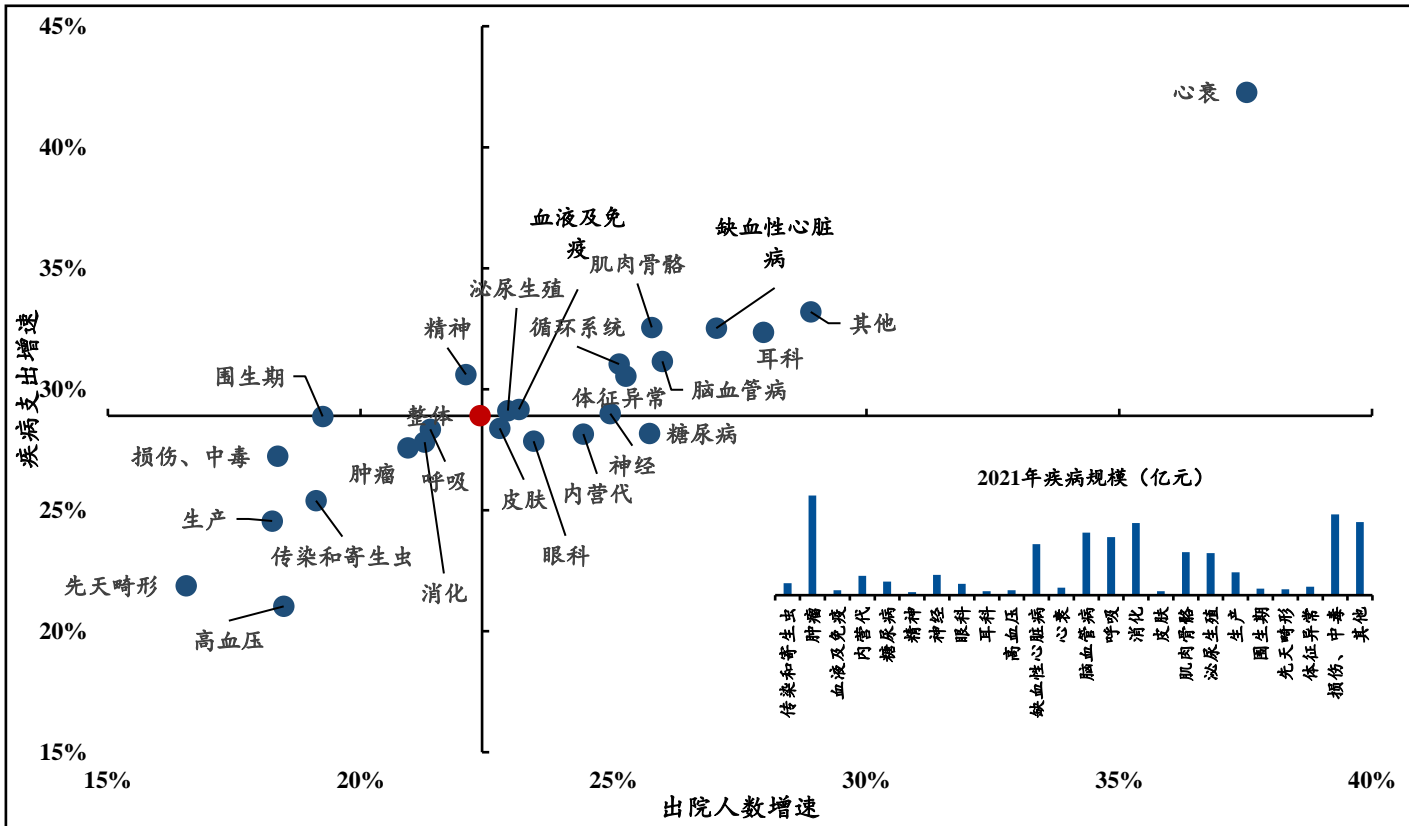


图：1990和2017年疾病负担病种排行比

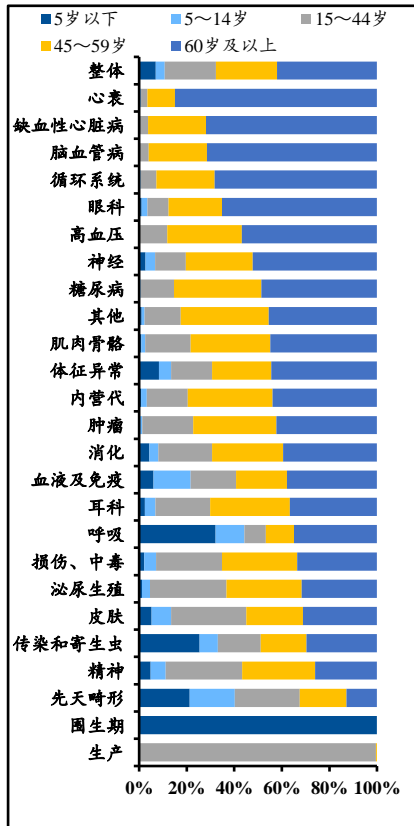


2.需求端：疾病谱变化——老龄化相关疾病住院量和支出规模快速增长

图：2005-2021年公立医院不同疾病出院人数增速及疾病支出增速比较



图：2021年不同疾病出院人数年龄结构



资料来源：卫生统计年鉴，华福证券研究所

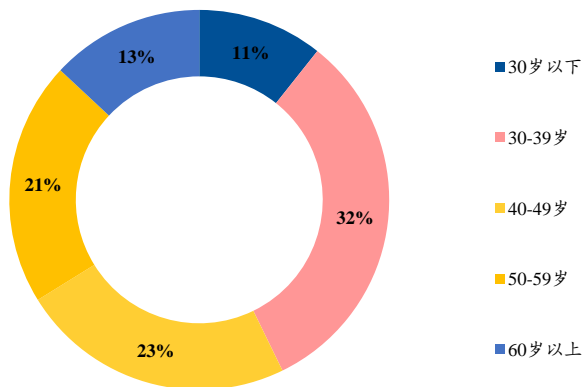
2.需求端：中老年人群为消费信心和消费能力最强的群体

➤ 根据麦肯锡发布的《2024中国消费趋势调研》，一线城市的富裕银发族（58-65周岁）和三线城市的富裕中老年群体表现出明显更乐观的消费信心，而从整体情况来看，银发一族也比整体表现出更强的消费意愿和增长预期。

➤ 根据中国银行协会、清华大学五道口学院发布的《中国私人银行发展报告（2023）》，2023年国内高净值人群（净资产千万元以上）中约有21%人群为50-59岁，约有13%人群为60岁以上，合计约占34%。

➤ 结合消费信心和消费能力分布看，**X世代和婴儿潮一代**消费能力和信心很强，我们认为未来老龄人口将具备较强的支付能力和支付意愿，带动老龄化相关医药消费持续增长。

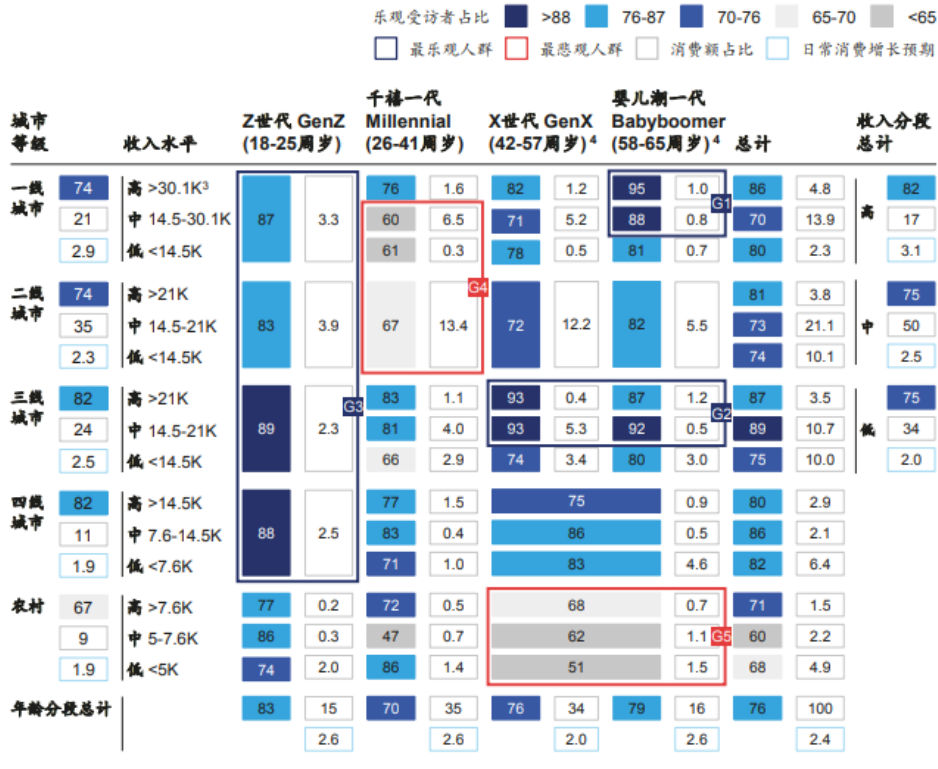
图：2023年国内高净值人群年龄结构



图：国内不同年龄结构、收入结构、区域结构人群消费信心比较

对宏观经济的信心与日常消费贡献占比

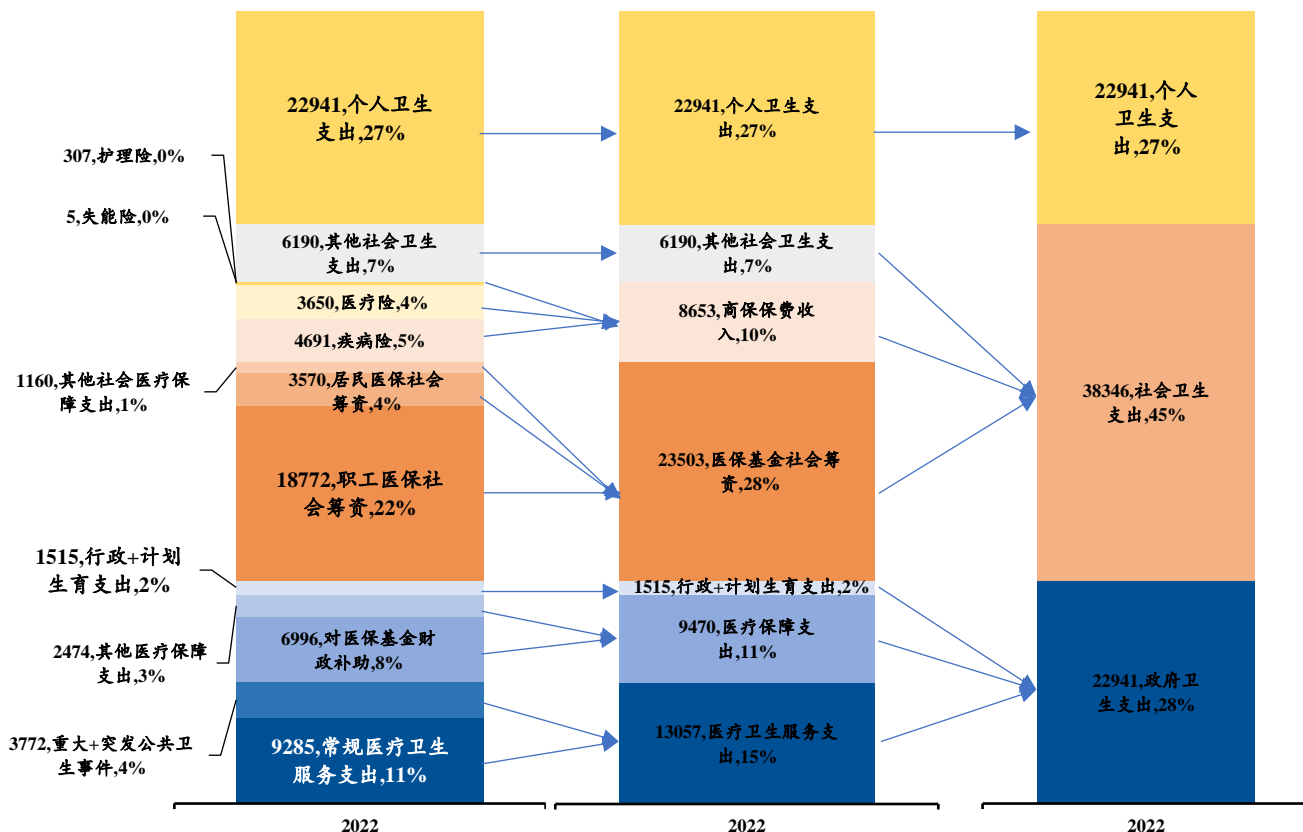
乐观的受访者占比¹, %, 日常消费占比², %, 总样本数=11,930



- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
 - 医疗总支出拆分：8.53万亿元支出从何而来？流向何处？
 - 收支拆分，新常态下医保基金收支均面临较大压力
 - 医保基金解决收支压力的四大途径
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

3.1 支付端：医疗总支出拆分：8.53万亿元资金从何而来？

图：卫生总费用按来源法拆分（2022E，亿元）

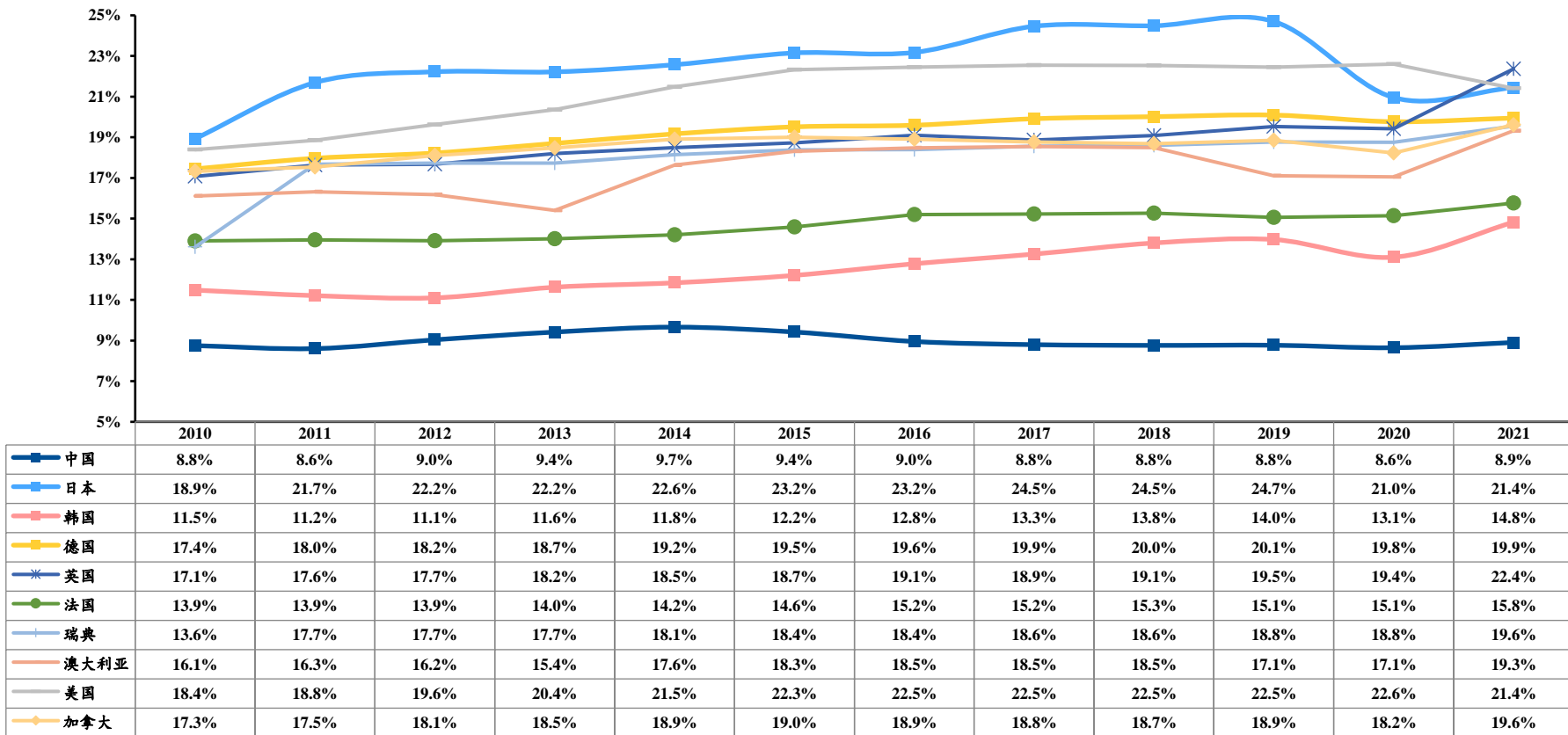


亿元	2019	2022	CA GR
卫生总费用（来源法）	65841	85327	9.0%
—政府卫生支出	18017	24041	10.1%
占比	27.4%	28.2%	0.8pct
—医疗卫生服务支出	7966	13057	17.9%
占比	12.1%	15.3%	3.2pct
—医疗保障支出	8459	9470	3.8%
占比	12.8%	11.1%	-1.7pct
—对医保基金财政补助	5864	6398	3.0%
占比	8.9%	7.5%	-1.4pct
—对居民医保财政补助	5607	6231	3.6%
占比	8.5%	7.3%	-1.2pct
—其他政府卫生支出	1591	1515	-1.6%
占比	2.4%	1.8%	-0.6pct
—社会卫生支出	29151	38346	9.6%
占比	44.3%	44.9%	0.7pct
—社会医疗保障支出	17315	23503	10.7%
占比	26.3%	27.5%	1.2pct
—职工医保社会筹资	13086	18772	12.8%
占比	19.9%	22.0%	2.1pct
—居民医保社会筹资	2669	3570	10.2%
占比	4.1%	4.2%	0.1pct
—商业健康险保费	7066	8653	7.0%
占比	10.7%	10.1%	-0.6pct
—其他社会卫生支出	4769	6190	9.1%
占比	7.2%	7.3%	0.0pct
—个人卫生支出	18674	22941	7.1%
占比	28.4%	26.9%	-1.5pct

资料来源：国家卫健委，国家财政部，中国保险行业协会，国家医保局，华福证券研究所

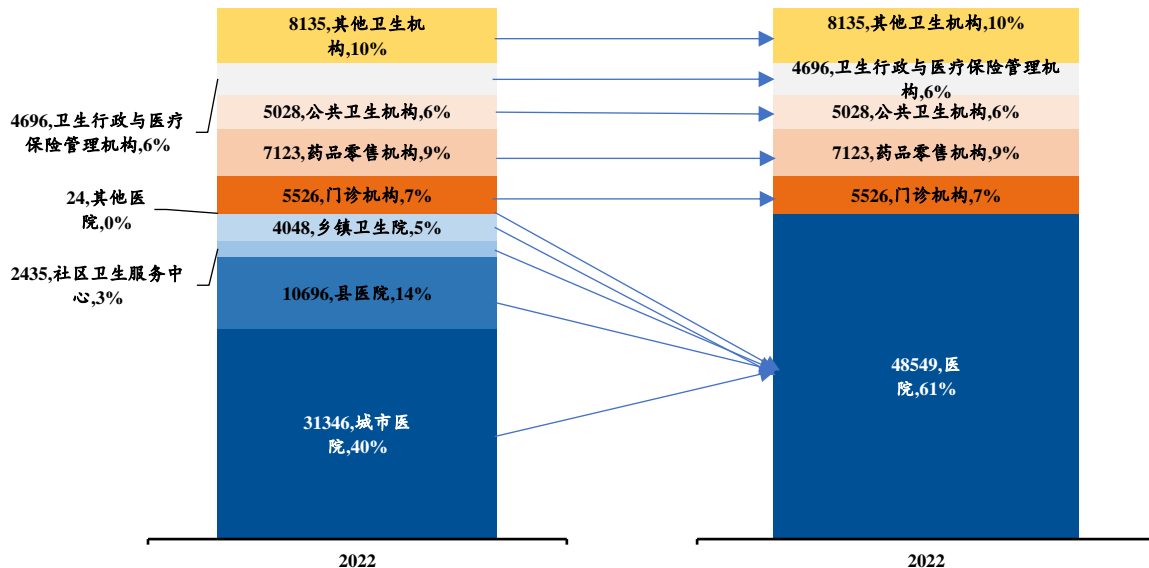
3.1 支付端：医疗总支出拆分：未来资金的增量来源？政府投入提升空间较大

图：各国政府卫生支出占政府一般财政支出比例比较



3.1 支付端：医疗总支出拆分：7.9万亿元支出去向何处？

图：卫生总费用按机构法拆分（2022年，亿元）



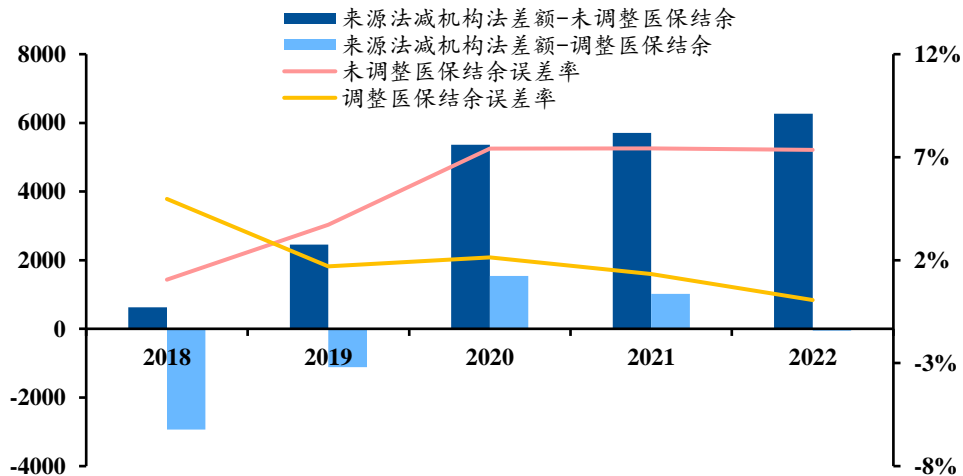
- 门诊机构：包括门诊部、诊所、卫生所、医务室、护理站、社区卫生服务站和村卫生室。
- 公共卫生机构：包括专科防治机构、疾控中心、卫生监督所、卫生监督检验机构、妇幼保健机构、采血机构、健康教育机构、食品和药品监督管理机构、计划生育机构、急救中心、精神病收容所等。
- 卫生行政与医疗保险管理机构：卫生行政管理机构费用+职工基本医疗保险管理费用+居民基本医疗保险管理费用+商业健康险管理费用。
- 其他卫生机构费用：主要包括各级各类卫生机构的固定资产投资、干部培训机构费用、医学科研机构费用和其他部门费用。

亿元	2019	2022	CA GR
卫生总费用（机构法）	63392	79057	7.6%
医院	40288	48549	6.4%
占比	63.6%	61.4%	-2.1pct
—城市医院	26337	31346	6.0%
占比	41.5%	39.7%	-1.9pct
—县医院	8758	10696	6.9%
占比	13.8%	13.5%	-0.3pct
—社区卫生服务中心	1755	2435	11.5%
占比	2.8%	3.1%	0.3pct
—乡镇卫生院	3403	4048	6.0%
占比	5.4%	5.1%	-0.2pct
—其他医院	35	24	-12.6%
占比	0.1%	0.0%	0.0pct
门诊机构	4380	5526	8.1%
占比	6.9%	7.0%	0.1pct
药品零售机构	7399	7123	-1.3%
占比	11.7%	9.0%	-2.7pct
公共卫生机构	3470	5028	13.2%
占比	5.5%	6.4%	0.9pct
卫生行政与医疗保险管理机构	2120	4696	30.3%
占比	3.3%	5.9%	2.6pct
其他卫生机构	5735	8135	12.4%
占比	9.0%	10.3%	1.2pct

3.1 支付端：来源法和机构法的差异来源？——医保基金结余

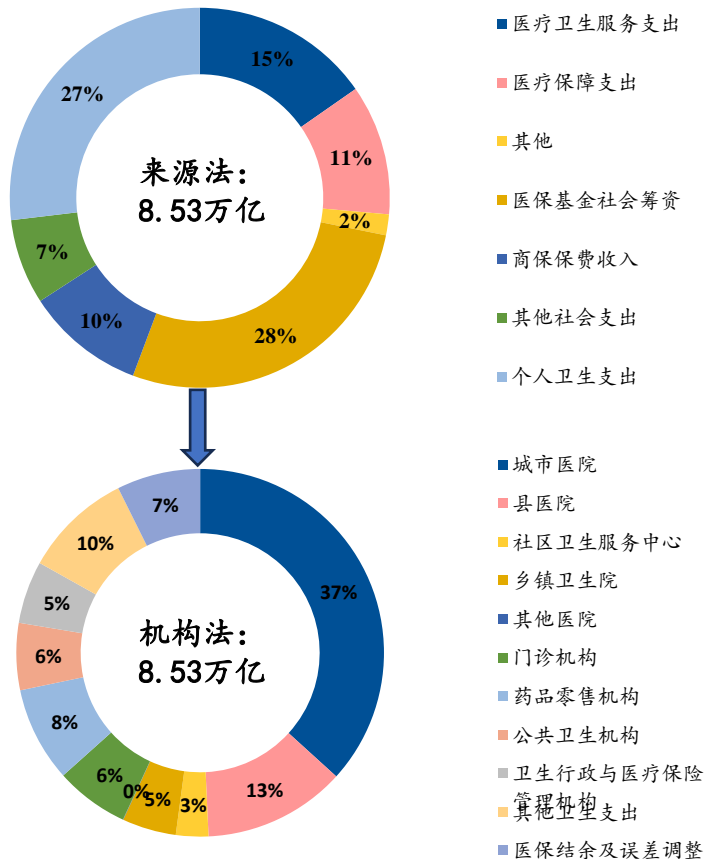
- 卫生总费用（来源法）一直高于卫生总费用（机构法），根据现有文献研究，二者差额主要来自：（1）医保基金结余，（2）不同统计方法的合理误差（5%以内）。不考虑商业健康险结余对误差的影响主要系机构法中已统计商业健康险的管理费用，当前商业健康险基本处于不盈利状态，其利润对误差影响较小。
- 经医保结余调整后，两个统计口径的误差率收窄至5%以内，且2019年及以后误差率基本在2%以内，可视作合理误差范围。

图：卫生总费用机构法和来源法差额调整（亿元）

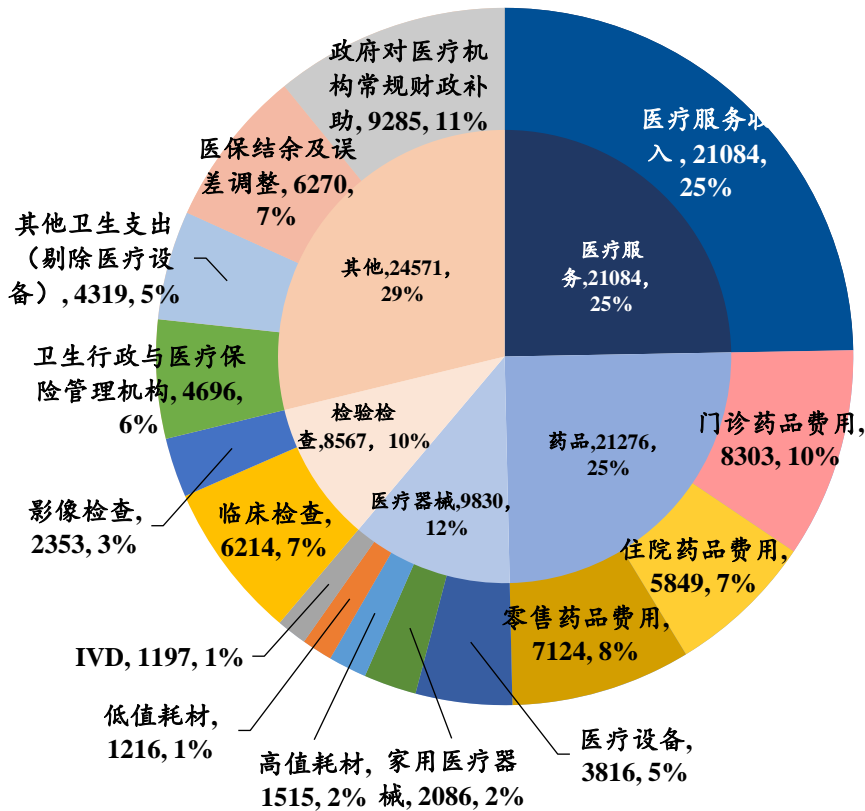


3.1 支付端：医疗总支出拆分：按不同领域

图：按来源法和机构法卫生总费用拆分（2022年）



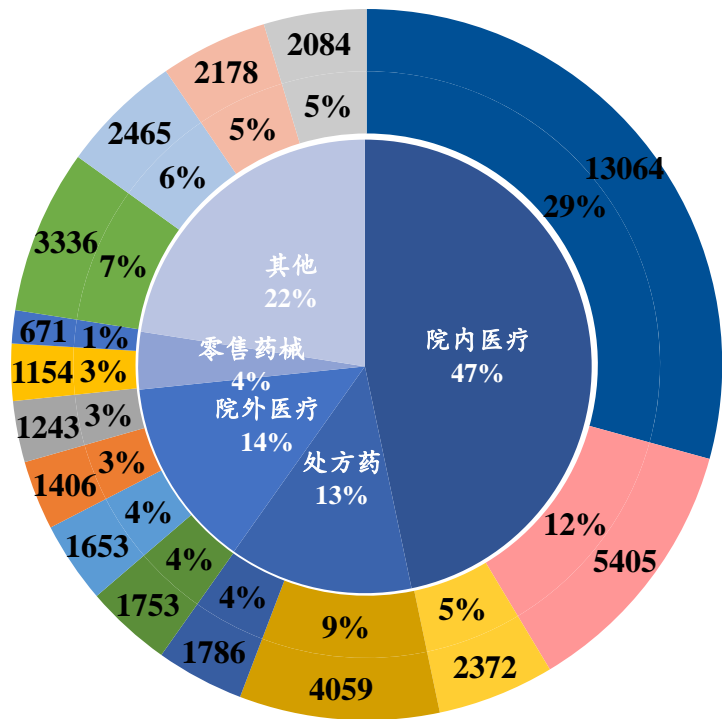
图：按领域卫生总费用拆分（2022年，亿元）



资料来源：国家卫健委，国家医保局，医械汇《中国医疗器械蓝皮书》，弗若斯特沙利文，一脉阳光招股说明书，艾迪康招股说明书，华福证券研究所

3.1 支付端：美国医疗总支出拆分：4.46万亿美元的行业规模如何划分？

图：美国医疗总支出拆分（2022年，亿美元）

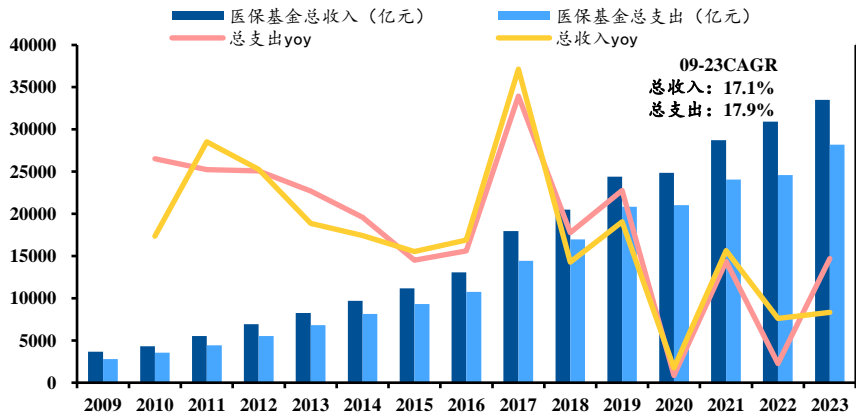


- 医院支出 → 主要为医院直接相关的费用，比如门诊服务、住院服务、住院医师服务费等
- 医生服务支出 → 主要为医生的医疗服务费，包括挂号费、诊疗费、手术费用等
- 临床服务支出 → 主要包括实验室检验费、影像检查费等
- 院外处方药 → 药房、邮寄、超市等零售渠道销售的处方药
- 院内处方药 → 门诊、住院、护理期间直接使用的药品
- 护理设施及持续照料护理社区 → 护理、康复
- 牙科服务
- 其他职业护理
- 家庭护理
- 其他非耐用医疗产品 → 包括非处方药、其他医疗杂物（手术工具、医用服装、针头等）。
- 耐用医疗设备 → 主要指零售销售的、使用寿命3年以上的医疗产品，比如眼镜、整形产品、助听器
- 政府管理支出及健康保险净支出
- 其他个人健康护理
- 投资
- 公共健康

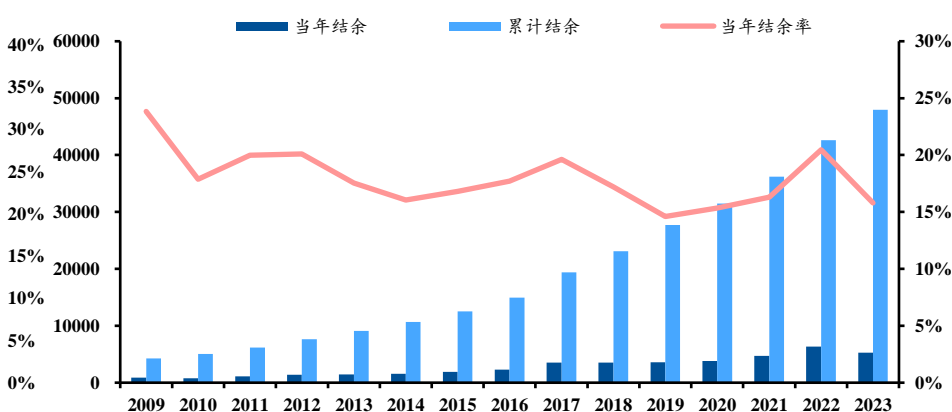
3.2支付端：医保制度的历史变革和运行情况

创建初期 (1949-1993)	框架构建阶段 1994-2002	全民医保制度建立期 2003-2020	深化改革时期
<p>1949年：提出逐步实施劳动保险制度（企业职工）</p> <p>1952年：建立公费医疗制度（国家工作人员）</p> <p>1955年：建立农村合作医疗制度（农民）</p> <p>1984年：公费医疗制度改革</p> <p>1993年：实行社会统筹和个人账户相结合</p>	<p>1994：两江试点：1) 镇江：个人账户用完后进入统筹；2) 九江：个人与统筹分块管理</p> <p>1996年：在全国50多个城市扩大试点；</p> <p>1998：建立城镇职工基本医疗保险</p> <p>2002年：建立新农合、开始试点</p> <p>2003：加大职工医保覆盖范围</p>	<p>2003：大力发展新农合（提出10年全国基本覆盖）</p> <p>2006年：推动农民工参加医疗保险</p> <p>2007：建立城镇居民医疗保险</p> <p>2009年：将大学生全部纳入城镇居民，取消公费医疗。</p> <p>2012年：开展大病保险工作</p> <p>2013年：开始整合新农合和城镇居民医保</p> <p>2016年：新农合和城镇居民医保加速整合</p> <p>2018年：国家医保局成立</p> <p>2020年：覆盖城乡居民的基本医疗保障体系建立</p>	<p>2018年：实行带量代购+医保谈判</p> <p>2020年：国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》</p> <p>2021年：DRG/DIP三年行动计划</p> <p>2021年：医保门诊共济</p> <p>2023年：药店纳入门诊统筹</p>
<p>强制性雇主负责制：公费医疗+劳保医疗。</p> <p>优点：个人负担低、保障程度高。</p> <p>缺点：存在浪费；缺乏控费手段，国家&企业负担重；各地区及企业间效益存在差异（公平性）；</p> <p>个人缴费、集体扶持：农村合作医疗。</p> <p>城乡医疗保障呈现二元化：全国卫生费用：公费医疗占比30%（830w人）、农村占比27%（5亿农民）。</p>	<p>覆盖范围：城镇所有用人单位及其职工；基金由用人单位+职工共同缴纳。</p> <p>个人缴纳进入个人账户，单位缴纳进入个人+统筹账户。</p> <p>缺点：非职工顾及不够，农村医疗未得到重视。</p>	<p>实现从零基础，到世界最大的医疗保障网络。</p> <p>为减少浪费而增加的个人账户，功能体现不强，因为费用支出主要取决于医生。</p>	<p>门诊共济：职工单位缴纳部分纳入统筹，门诊纳入医保，医保卡全家能用、以及药店纳入门诊统筹；</p>

图：2009-2023年医保基金整体运行较为平稳



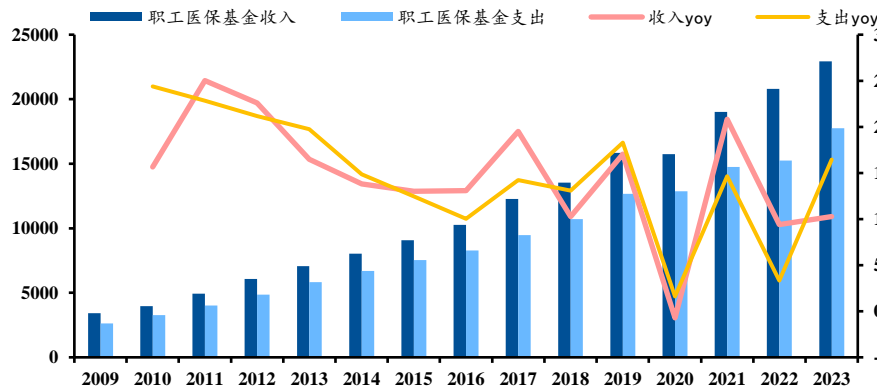
图：2009-2023年医保基金总结余情况 (亿元)



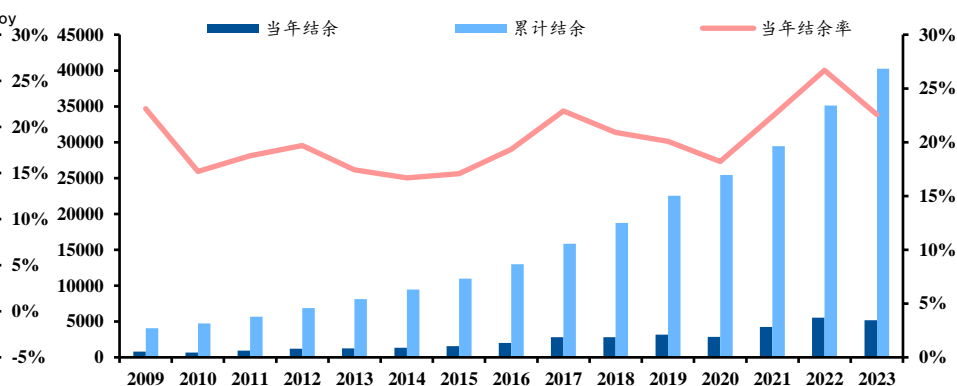
资料来源：中国医疗保险，邹长青等《中国医疗保障制度发展的历史演进（1949-1978年）》，宋晓梧《建国60年我国医疗保障体系的回顾与展望》，仇雨临等《我国医疗保险制度发展四十年：进程、经验与展望》，健康界，人民政府官网，人民网，国家医保局，国务院，华福证券研究所，注：2017年收入支出大幅增长主要系新农合当年大规模合并至居民医保

3.2职工医保整体运行较为稳健，居民医保已面临较大当年结余压力

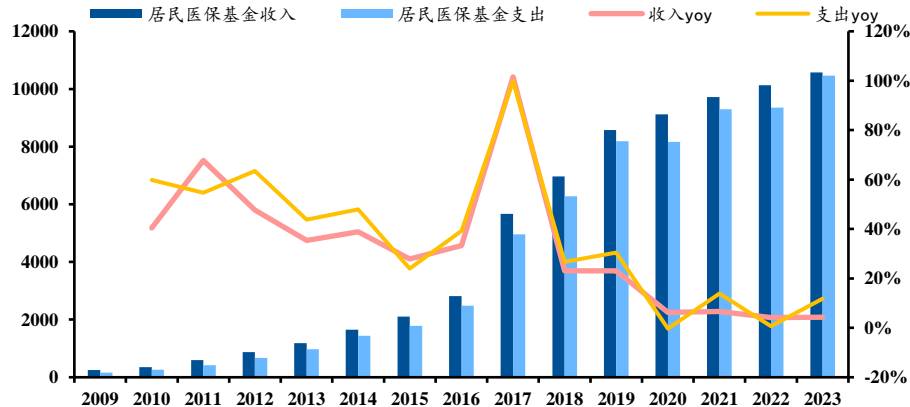
图：2009-2023年职工医保基金收支情况（亿元）



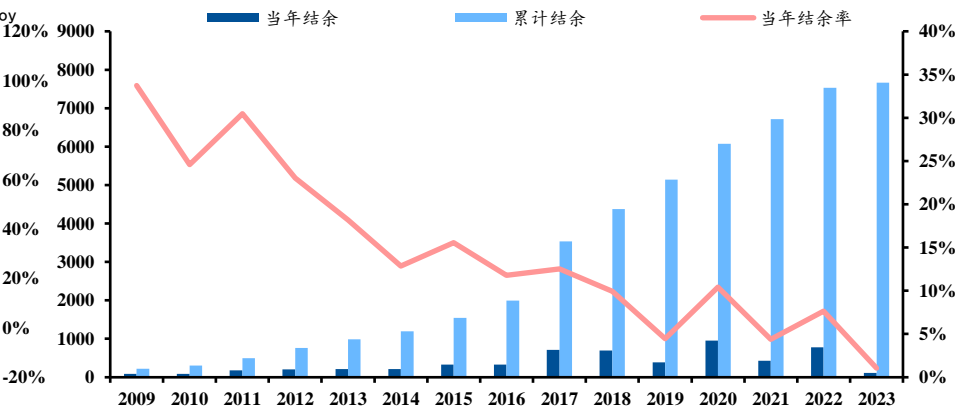
图：2009-2023年职工医保基金结余情况（亿元）



图：2009-2023年居民医保基金收支情况（亿元）

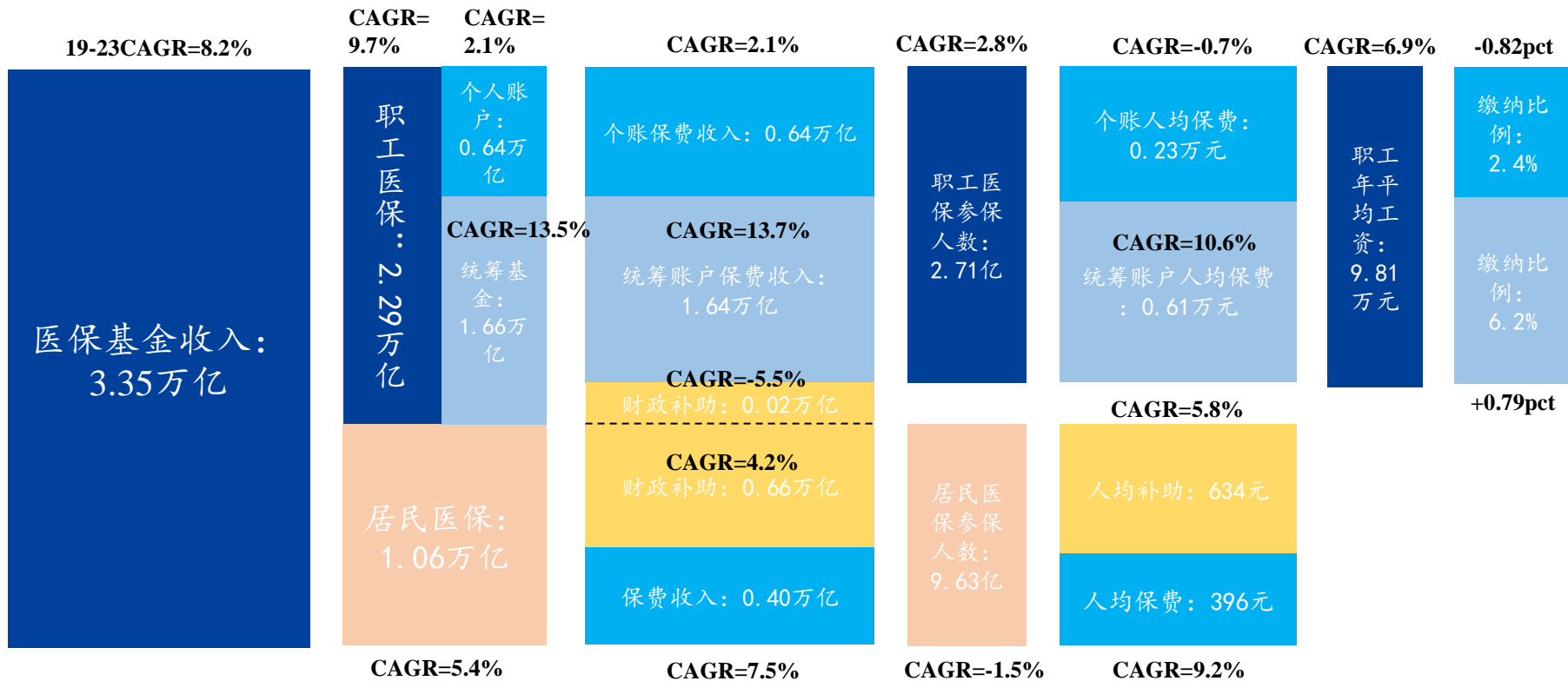


图：2009-2023年居民医保基金结余情况（亿元）



3.2支付端：医保基金的收入来源拆分：核心驱动为工资增长和居民人均保费增长

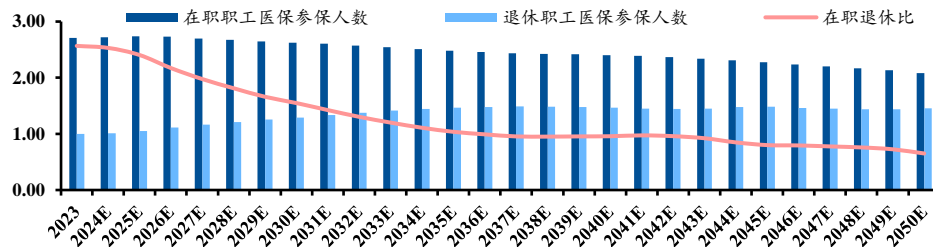
图：医保基金收入来源拆分（2023年）



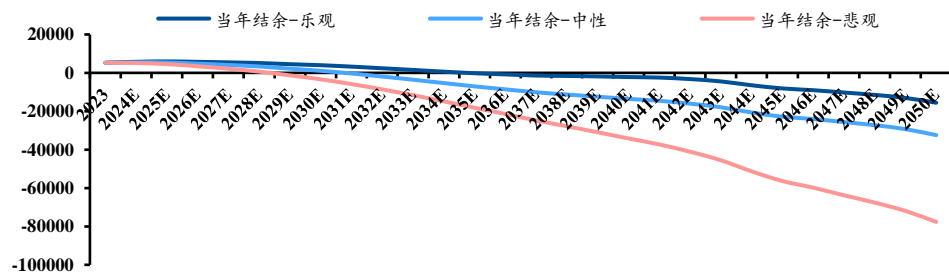
3.2支付端：人口结构变化将对医保基金形成较大的收支压力

- 随着出生人口下降和人口老龄化加速，医保基金的参保人年龄结构将发生显著变化，医保基金或将面临越来越大的收支压力。根据我们搭建的医保基金收支模型预测，从2023年到2050年，医保基金总收入的复合增速预计为2.7%，我们以医保基金累计结余清零的时间点为预测情景：
- (1) 乐观假设—医保基金累计结余于2050年清零，则2023-2050年医保基金总支出复合增速需控制在**4.2%**以内，医保基金当年结余预计在**2035年**转负；
- (2) 中性假设—医保基金累计结余于2040年清零，则2023-2050年医保基金总支出复合增速需控制在**4.9%**以内，医保基金当年结余预计在**2031年**转负；
- (3) 悲观假设—医保基金累计结余于2035年清零，则2023-2050年医保基金总支出复合增速需控制在**6.3%**以内，医保基金当年结余预计在**2029年**转负。

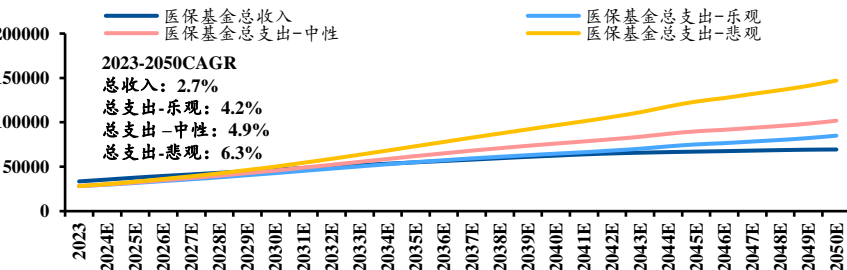
图：职工医保在职和退休参保人数预测



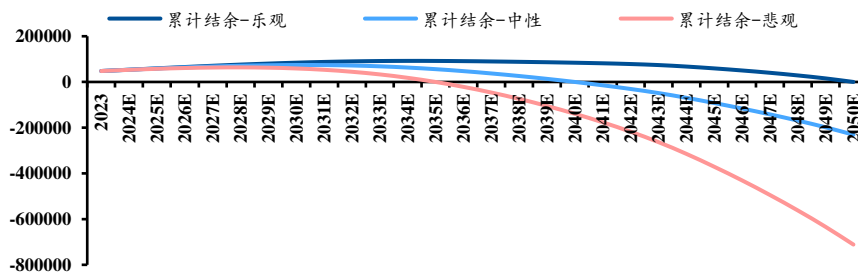
图：医保基金当年结余不同情形模拟预测 (亿元)



图：医保基金收入及支出不同情形模拟预测 (亿元)



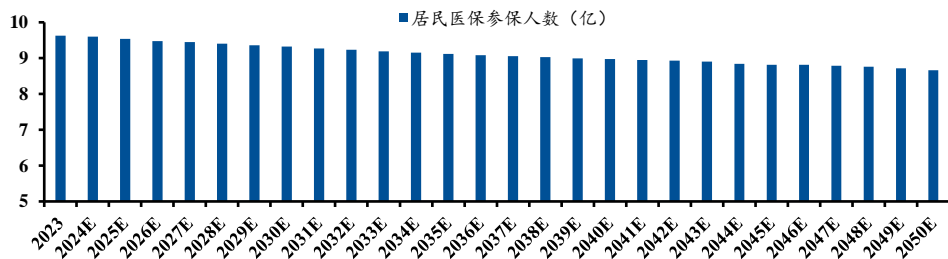
图：医保基金累计结余不同情形模拟预测 (亿元)



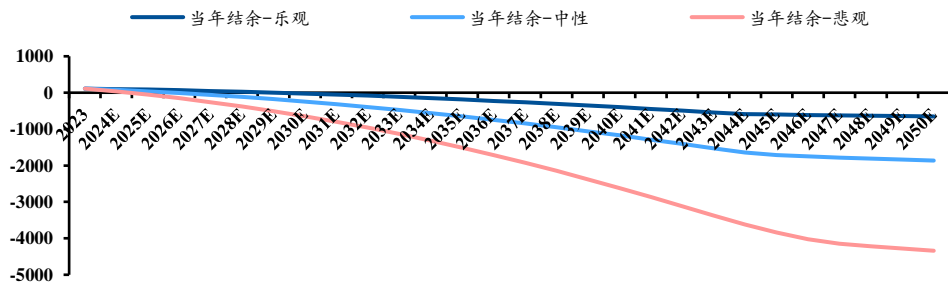
3.2支付端：居民医保或面临更大的收支压力，亟待改革！

- 居民医保或面临更大的收支压力。根据我们搭建的医保基金收支模型预测，从2023年到2050年，居民医保总收入的复合增速预计为3.1%，我们以居民医保累计结余清零的时间点为预测情景：
- (1) 乐观假设—居民医保累计结余于2050年清零，则2023-2050年居民医保总支出复合增速需控制在**3.3%**以内，居民医保当年结余预计在**2030年**转负；
- (2) 中性假设—居民医保累计结余于2040年清零，则2023-2050年居民医保总支出复合增速需控制在**3.5%**以内，居民医保当年结余预计在**2026年**转负；
- (3) 悲观假设—居民医保累计结余于2035年清零，则2023-2050年居民医保总支出复合增速需控制在**3.8%**以内，居民医保当年结余预计在**2025年**转负。

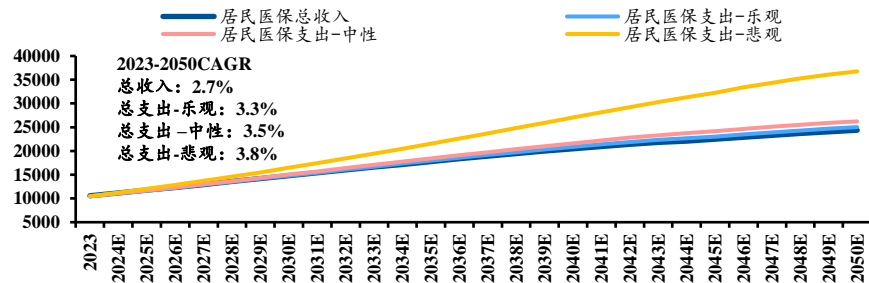
图：居民医保参保人数预测



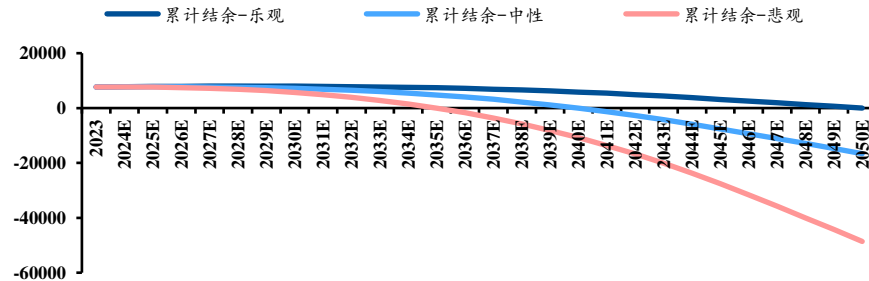
图：居民医保当年结余不同情形模拟预测 (亿元)



图：居民医保收入及支出不同情形模拟预测 (亿元)



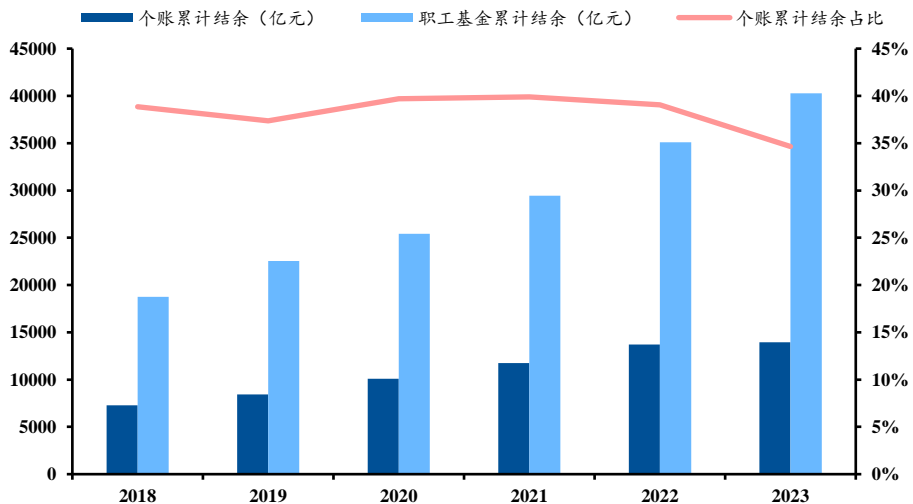
图：居民医保累计结余不同情形模拟预测 (亿元)



3.3 支付端：收支压力的解决途径一：盘活个账结余

- 个人账户的创立：个人账户经过两江试点后，在1998年向全国推广，起到了增加职工参保积极性、抑制过度医疗、控制医疗费用过度增长、引导个人积累医疗资金的作用。但随着时间的推移，个账缺陷逐步体现：（1）一方面，随着全民医保的实现、疾病谱的变化和医疗技术的发展，个账对于抑制医疗费用增长的效果越发不显著，（2）另一方面，个账医保共济能力弱（年轻人个账大量沉淀、退休或慢性病人个账资金不足），且产生了大量结余（2023年个账累计结余占职工基金累计结余34.7%），资金利用效率低下。
- 为了解决个账资金利用效率低下的问题，国务院办公厅分别于2021年4月和2024年8月发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》和《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》，其中关于个账改革的内容主要包括：（1）改变个账筹资结构（原来单位缴纳的个账部分划拨统筹基金），（2）推行个账家庭成员共济（拓宽至近亲属使用），（3）拓宽个账支付范围（拓宽至近亲属的个人医疗费用、在药店购买医疗器械、医用耗材的费用、居民医保缴纳费用）。

图：个账累计结余占职工基金累计结余比例情况



图：个账改革趋势

改变个账筹资结构

- 在职：改革前：个人部分（参保基数*2%）+单位缴纳的一部分；改革后：个人部分（参保基数*2%）
- 退休：改革前：个人养老金的一定比例（各地区有差异）；改革后：定额划入，按统筹地区平均养老金的2%左右测算

家庭成员共济

- 个账资金可以给近亲属使用（配偶、父母、子女、兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女）

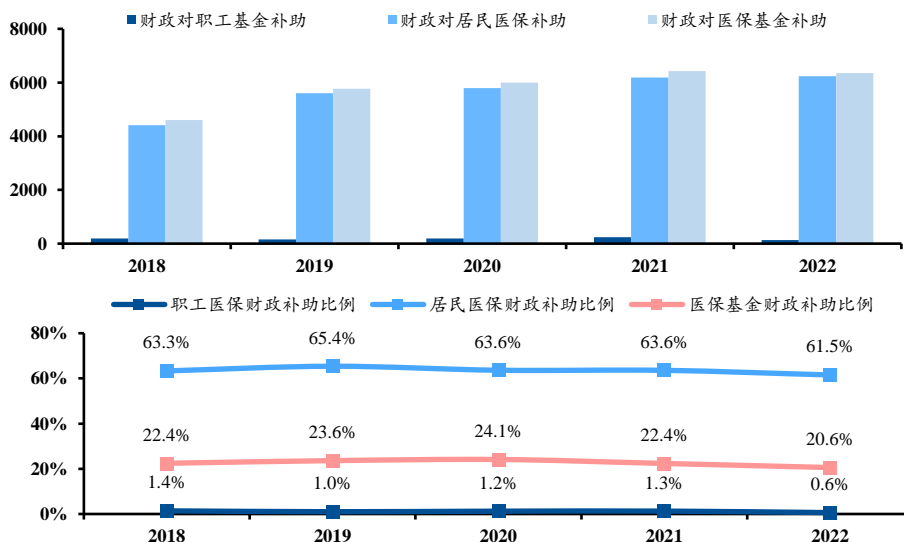
拓宽个账支付范围

- 支付近亲属在定点医疗机构就医发生的个人负担的医疗费用
- 支付近亲属在定点零售药店购买药品、医疗器械、医用耗材发生的由个人负担的费用
- 用于近亲属缴纳居民医保费用

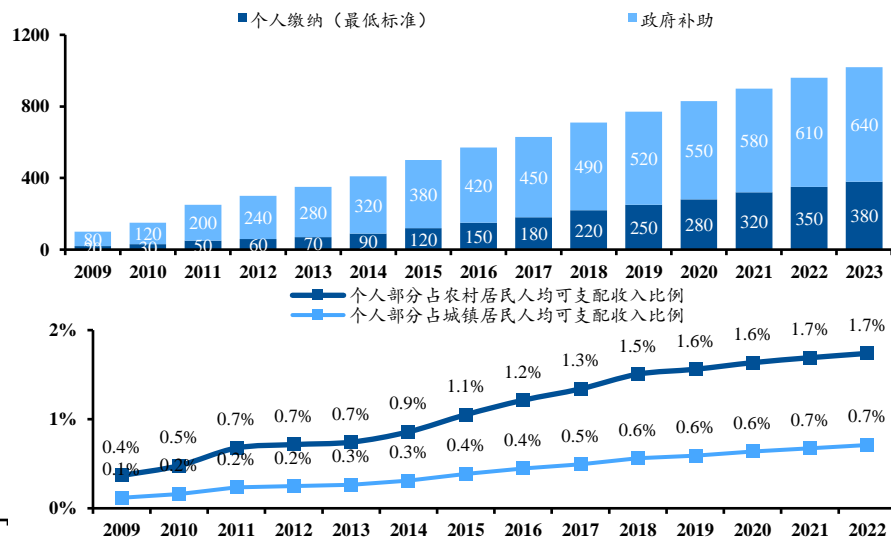
3.3支付端：收支压力的解决途径二：加强政府补助+改革居民医保筹资方式

- ▶ 近年来政府补助占医保基金收入占比有所下降。从2018年到2022年，政府补助占医保基金总收入比例从22.4%降至20.6%，其中占居民医保总收入比例从63.3%降至61.5%，占职工医保总收入比例从1.4%降至0.6%。
- ▶ 从居民医保的缴费标准变化来看，从2009年到2023年，个人最低缴纳保费从20元/年增至380元/年，CAGR高达23.4%，政府补助保费从80元/年增至640元/年，CAGR为16%，个人缴纳部分占农村居民人均可支配收入比例从0.4%显著提升至1.7%，占城镇居民人均可支配收入比例从0.1%提升至0.7%。
- ▶ 定额制且每年快速增长的居民医保个人缴纳费用对不同收入水平的家庭来说压力差别较大，一方面政府补助的占比应持续提升，尤其是对于低收入家庭，另一方面未来也可探索费率制，针对不同收入水平的家庭制定不同的缴费标准。

图：政府补助占医保基金比例变化情况（亿元）

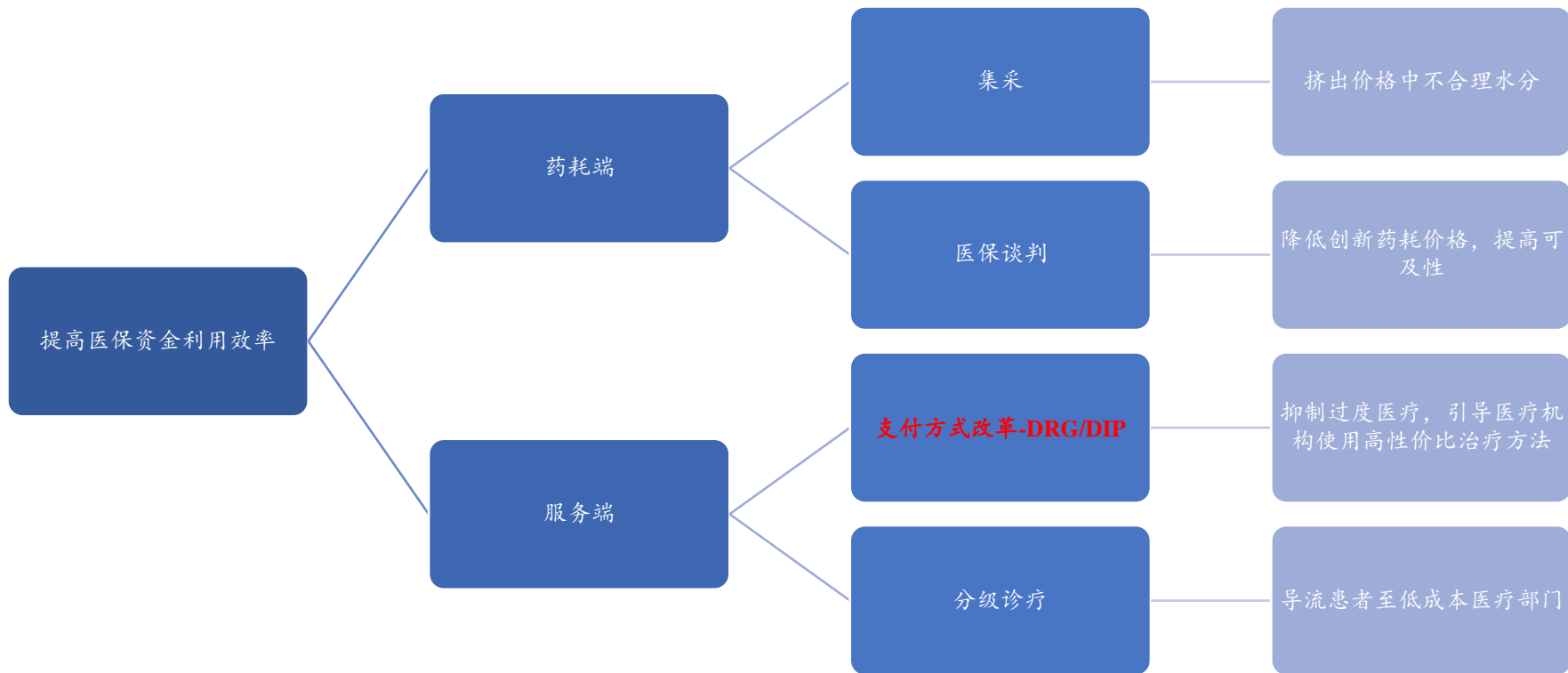


图：居民医保个人缴纳和政府补助变化趋势（元）



3.3支付端：收支压力的解决途径三：提高资金利用效率

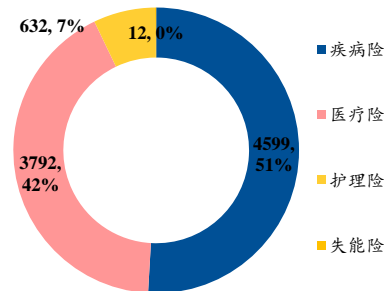
图：提高医保资金利用效率途径



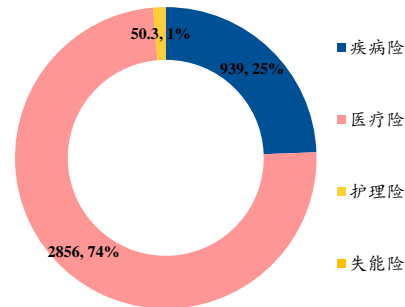
3.3支付端：收支压力的解决途径四：引入第三方资金

- 商业健康险的保费收入和支出在2020年以来增速有所放缓，占卫生总费用的比例和自身结构均有待优化。
- 收入和支出：从2009到2023年，国内商业健康险保费收入从574亿元增至9035亿元，CAGR为21.8%，支出从217亿元增至3831亿元，CAGR为22.8%；2020年以来，商业健康险的保费收入和支出增速均有所放缓。
- 占比：2022年，商业健康险保费收入占卫生总费用比例为10.2%，支出占卫生总费用比例仅为4.2%。
- 结构：2023年商业健康险保费收入中，疾病险（重疾险）占51%，医疗险占42%，护理险占7%。医疗险的占比仍有待提升。
- 2023年商业健康险赔付支出中，疾病险（重疾险）占25%，医疗险占74%，护理险占1%，医疗险的支出占大头。

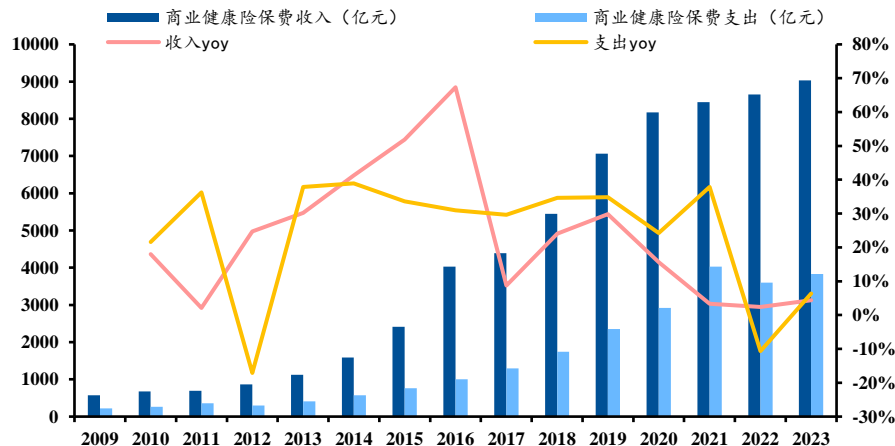
图：2023年商业健康险保费收入结构（E，亿元）



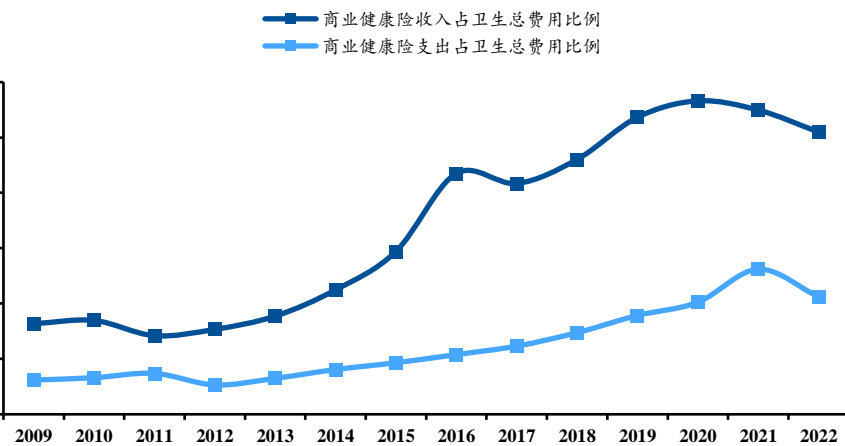
图：2023年商业健康险赔付支出结构（E，亿元）



图：2009-2023年商业健康险保费收入和支出情况



图：2009-2023商业健康险收入和支出占卫生总费用比例



目 录

- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

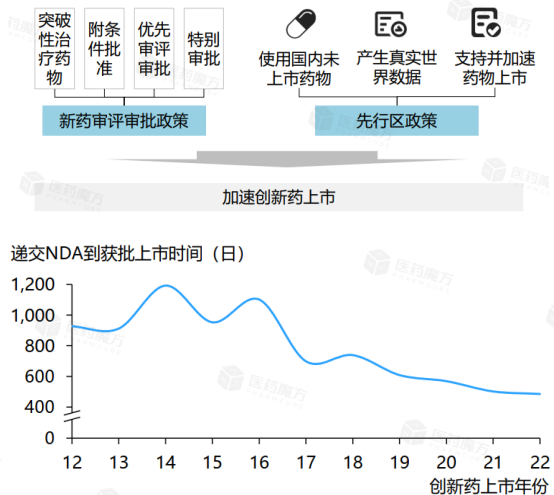
4.1 创新药-政策：药监加深门槛，政策强支持，BIC/FIC创新药正进入黄金发展期

	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023	2024
战略定位	国务院发布《中国制造2025》首次将生物医药产业提升到支柱性产业的高度						二十大报告提出“深化医药卫生体制改革，促进医保、医药、医疗协同发展治理”		《政府工作报告》提出“加快发展新质生产力”，并强调“ 创新药 是新质生产力的重要组成部分”
供给端	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	《药品上市许可持有人制度试点方案》	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品器械创新的意见》	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	《药物临床试验适应性设计指导原则》 《药品注册管理办法》修订设立了4个快速通道	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》 《专利法》修正，专利权期限补偿制度旨在弥补新药上市审评审批所占用的时间	《药物临床试验方案审评工作规范（征求意见稿）》多项细分疾病领域技术指导原则出台	《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》 《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》	《 全链条支持创新药发展实施方案 》指出 统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制
	清理积压	完善流程				提高标准		提高效率	
需求端	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7号）		医保局成立，“三医联动”开始 关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通知			共针对117个药品进行了国谈，成功94个，总体成功率80.34%。	医保目录调整工作中首次对外公开“简易续约”模式	新药从获批上市到进入目录的时间从5年缩短到1年多，80%的创新药能够在上市后两年内进入医保药品目录	国家医保局《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿 DRG/DIP付费2.0版分组方案提出对 创药械特例 单议，原则上不超过5%。
	腾笼换鸟	控费力度高、药品入院难				医保覆盖效率提升		加快医院准入、放开定价	
产业趋势	供给侧改革	加快新药审批完善流程法规增加融资渠道		国产创新药数量井喷诞生第一批biopharma迅速跟进海外成熟技术		临床标准收紧审评门槛提高鼓励源头创新		FIC重要性加强催生有国际竞争力的品种催生有差异化的品种	

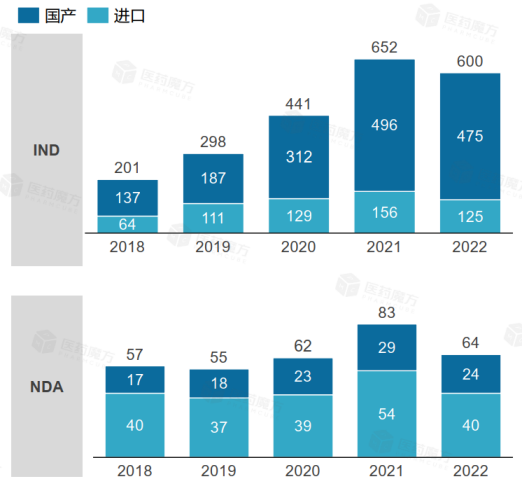
资料来源：NMPA, CDE, 医药魔方, 国家医保局, 国务院, 各政府网, 人民日报, 新华网, 人民网, 北京知识产权司法保护研究会, 华福证券研究所

4.1 创新药-成果：2015年医改后医药行业“腾笼换鸟”，创新药加速发展

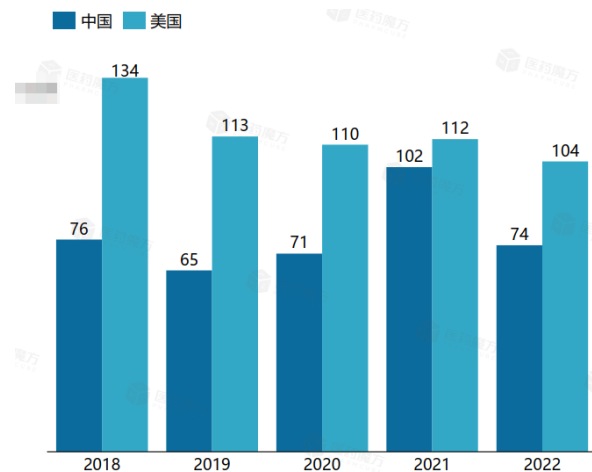
中国创新药上市申请审评时间明显缩短



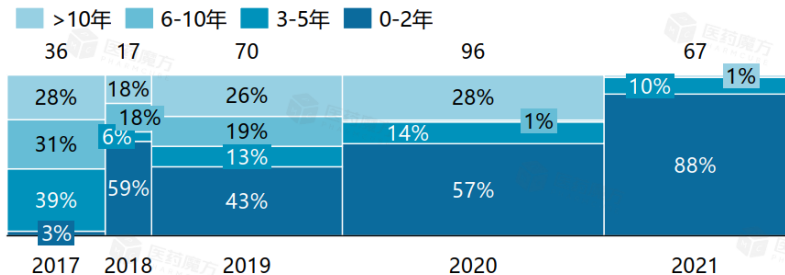
2018-2022年中国创新药临床申请和上市申请数量



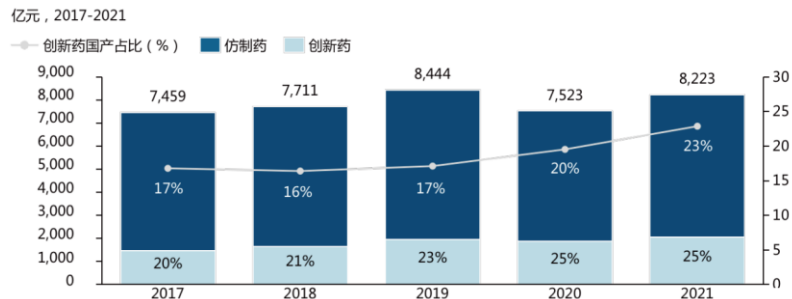
2018-2022年中国和美国的创新药上市数量



医保谈判新增药品自上市到经谈判进医保的时间分布



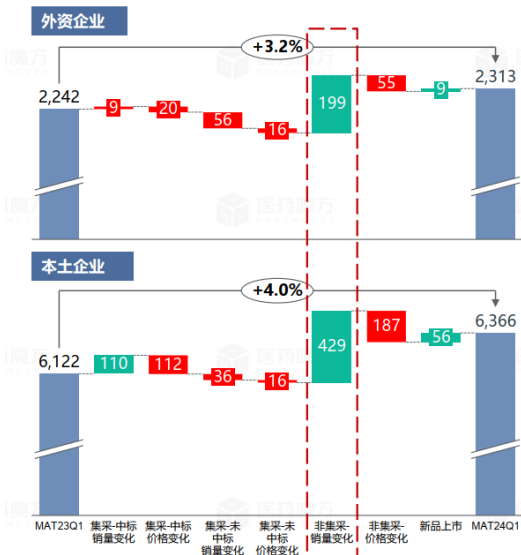
2017-2021中国药品医院销售额（百张床位以上销售额）



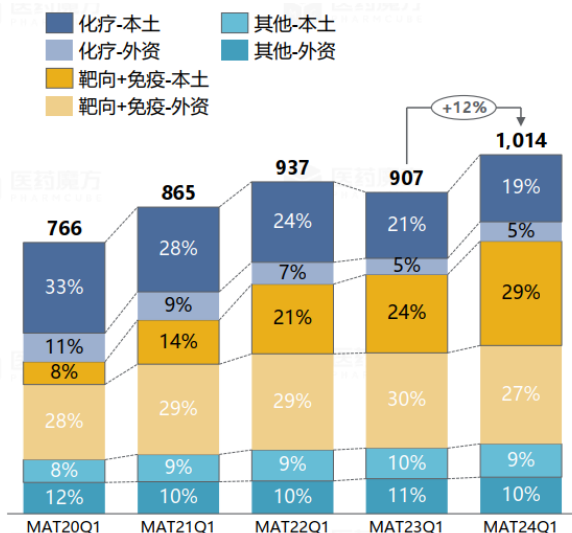
4.1创新药-成果：2024Q1非集采品种驱动药品市场，本土企业贡献显著高于外资

- MAT24Q1年度，中国医院药品市场规模增至8679亿元，增速为3.77%。从市场驱动因素看，MAT24Q1市场规模同比增长仍主要来源于**非集采品种销量提升**，其中本土企业贡献显著高于外资企业。
- **抗肿瘤领域MAT24Q1市场总规模突破1000亿元**；在多个TOP品种引领下，**靶向药和免疫治疗规模同比增长16.8%**，化疗药同比增长6.5%。
- 呼吸领域销售持续回升，其中抗哮喘和COPD药子类在呼吸领域占比仍保持首位；布地格福占据独家及医保优势连年增长。
- 神经领域整体销售小幅回升；受TOP品种集采执行影响，抗癫痫药销售额出现近年来首次下降。
- 抗感染领域整体销售下滑；其中抗菌药TOP品种受集采影响持续萎缩，抗病毒药或因疫情变化影响，整体增长放缓。

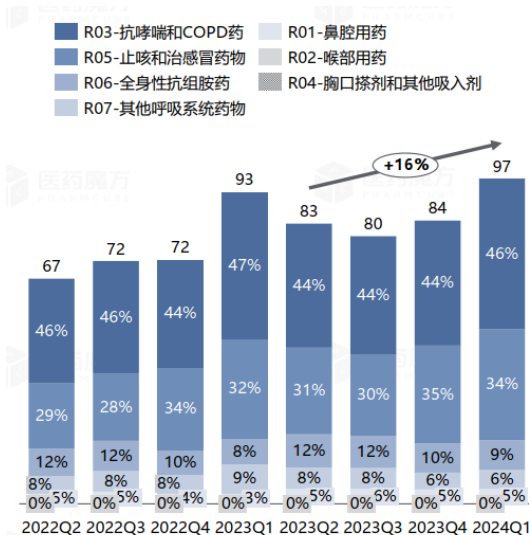
2023Q1-2024Q1中国大医院市场销售额增长变化（亿元）



抗肿瘤市场各类药物销售额表现（亿元）



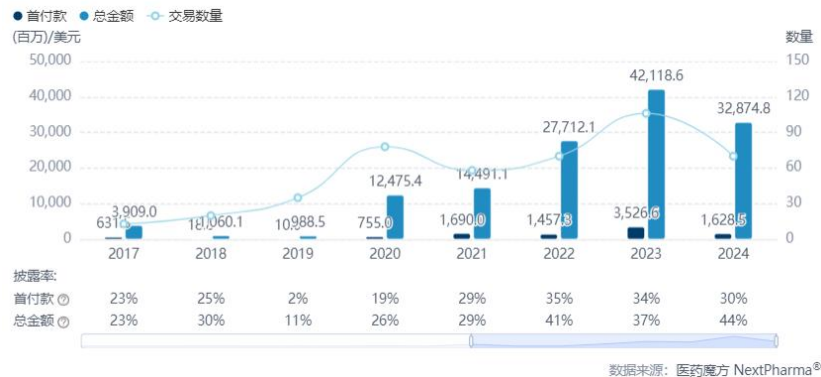
呼吸领域市场各类药物销售额表现（亿元）



资料来源：医药魔方PharmaBI® IPM数据库、PharmaGo®数据库，华福证券研究所 备注：MAT：为最新销售更新日期起前一年。如本次报告年度为MAT24Q1，则计算时间=2023年Q2~2024年Q1

4.1 创新药-成果：通过license-out参与全球市场，FDA获批上市亦取得突破

中国创新药出海交易从2021年起首付款金额每年突破10亿美元



已获FDA批准上市的国产创新药

公司	产品	进度	FDA上市时间
百济神州	泽布替尼	已获 FDA /EMA 批准上市	201912
传奇生物	西达基奥仑赛	已获 FDA 批准上市	202202
绿叶制药	利培酮缓释微球	已获 FDA 批准上市	202301
百奥泰	托珠单抗生物类似药	已获 FDA 批准上市	202310
君实生物	特瑞普利单抗	已获 FDA 批准上市	202310
和黄药业	呋喹替尼	已获 FDA 批准上市	202311
亿帆医药	艾贝格司亭α注射液	已获 FDA 批准上市	202311

中国创新药出海交易金额TOP 15 (按首付款)

序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	首付款(百万)/美元
1	2023-12-11	Systimmune	Bristol-Myers Squibb	伦康依隆妥单抗	800
2	2024-08-09	同润生物	Merck & Co.	CN201	700
3	2021-01-11	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	650
4	2022-12-06	康方生物	Summit Therapeutics	依沃西单抗	500
5	2023-01-23	和黄医药	Takeda Pharmaceuticals	呋喹替尼	400
6	2023-10-24	联拓生物	Bristol-Myers Squibb	玛伐凯泰	350
7	2017-12-21	传奇生物	Johnson & Johnson	西达基奥仑赛	350
8	2021-12-20	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗	300
9	2022-08-15	云顶新耀	Immunomedics	戈沙妥珠单抗	280
10	2017-07-05	百济神州	Celgene	替雷利珠单抗	263
11	2023-05-02	西比曼生物科技	Janssen Biotech	C-CAR066;	245
12	2020-08-18	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	200
13	2021-08-09	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	200
14	2023-12-20	翰森制药	GSK	HS-20093	185
15	2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	185

4.2 创新药-技术：全球存在以技术、靶点和疾病谱为基础的创新周期

原创性理论和技术突破阶段

1953年：提出了DNA双螺旋结构模型，人类首次认识到“DNA”为人类遗传物质；

1957年：提出中心法则DNA→RNA→蛋白质；

1961年：首次使用X射线衍射方法测定球蛋白三维结构；

1973年：发明了DNA重组技术，奠定了1982年重组人胰岛素的上市，这标志着制药领域从“化学药时代”开始进入“生物制药时代”；

1975年：发现了杂交瘤技术，建立了首个杂交瘤细胞系产生单克隆抗体，成为免疫学领域的重大突破：抗体药物与蛋白靶点结合特异性高，结合能力强，脱靶率低，可以避免使用化学药的代谢过程或者产物有肝肾毒性的问题，进而疗效更好、副作用更小；

1977年：发明了DNA测序技术，为研究人类疾病和开展个性化医疗奠定了基础；

1983年：发明了PCR技术，该技术对生命科学是一项革命性技术，目前已被广泛应用于分子生物学和基因工程及其他与DNA鉴定相关领域；

1990-2003年：利用DNA测序技术完成了“人类基因组计划”，为现代医药生物技术的产业化奠定了基础，具有科学上的巨大意义和商业上的巨大价值。

心血管、代谢、消化、疫苗周期

化学药

1986年：治疗消化性溃疡药品H2受体抑制剂泰胃美的年销售额超过10亿美元，是全球第一个“重磅炸弹”药品。

1996年：治疗高脂血症、心力衰竭的HMG-CoA还原酶抑制剂阿托伐他汀钙上市，2004年成为全球首个年销售额超过100亿美元的药品，到2012年专利到期时销售额超过1250亿美元。

替代性蛋白药物

1982年：礼来与基因泰克合作促使重组人胰岛素上市，在重组DNA技术的推动下，胰岛素生产成本大幅下降，第二代胰岛素因此逐渐替代第一代胰岛素。

1992年：重组人凝血因子VIII上市。

基因工程疫苗

1986年：默克公司开发的重组乙肝疫苗获批。

2006年：重组HPV疫苗获批。

肿瘤、自免、代谢药物周期

五大靶点

1997年：利妥昔单抗获批治疗非霍奇金淋巴瘤，成为第一个上市的抗癌抗体药，与CD20结合可以触发肿瘤细胞凋亡。

1998年：曲妥珠单抗获批用于治疗HER2阳性乳腺癌，是伴随诊断的特异性靶点的抗体药物。

2002年：靶向TNF-α的阿达木单抗获批，适应症为自身免疫系统类疾病，从2012年起至2022年蝉联全球最畅销药物，年销售额超过200亿美元。

2003年：吉非替尼是全球首个上市的第一代EGFR-TKI，用于EGFR基因敏感突变的局部晚期或转移性NSCLC患者治疗。

2004年：贝伐珠单抗获批治疗结肠直肠癌，是第一个抗血管生成的药物，与VEGF结合抑制肿瘤血管生成，阻断肿瘤供给营养，以达到抗癌的效果。

PD-1/L1

2014年：抗PD-1抗体纳武利尤单抗、帕博利珠单抗获批上市，是继传统治疗、靶向治疗之后，肿瘤治疗史上的第三次革命，开启了**抗癌免疫疗法**的新时代。

2023年：帕博利珠单抗年销售250亿美元成为最畅销药物，已在美国获批40个适应症，覆盖20个癌种。

GLP1R

2019年：诺和诺德的司美格鲁肽获批，Ozempic用于治疗成人**2型糖尿病**，Wegovy用于成人和12岁及以上儿童的**减肥**和长期体重管理，Rybelsus为口服司美格鲁肽，2023年合计销售210亿美元。

肿瘤、三高、自免、呼吸、疼痛、CNS新周期

疗效更优/更持久/更安全的研发思路

化学药：PROTAC、共价抑制剂、分子胶、大分子靶标、长效化

生物药：新分子单抗、双抗、ADC、长效化

基因治疗：CAR-T、mRNA、RNAi、CRISPR基因编辑、溶瘤病毒

其他：核药、XDC



4.2 创新药-技术：中国与全球前沿技术差距正在不断缩小甚至first-in-class



化学药、替代性蛋白药物、基因工程疫苗

双抗、ADC、CAR-T、RNAi等

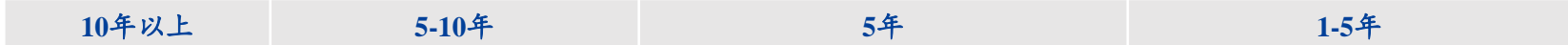
欧美发展阶段

中国发展阶段

截至2017年FDA合计批准上市销售的单抗药物达78个， 单抗药物在全球生物制药中所占市场份额从2000年的10%增长至2018的约50% ，2018年销售额已接近1200亿美元，是现代生物制药行业中占比最大、增长最快的细分领域。	2014年FDA获批PD-1单抗-K药和O药
到2017年底只有6个单抗上市	2018年NMPA获批PD-1单抗-特瑞普利单抗和信迪利单抗

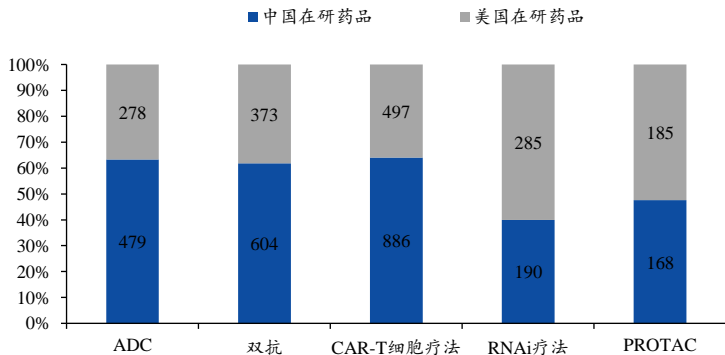
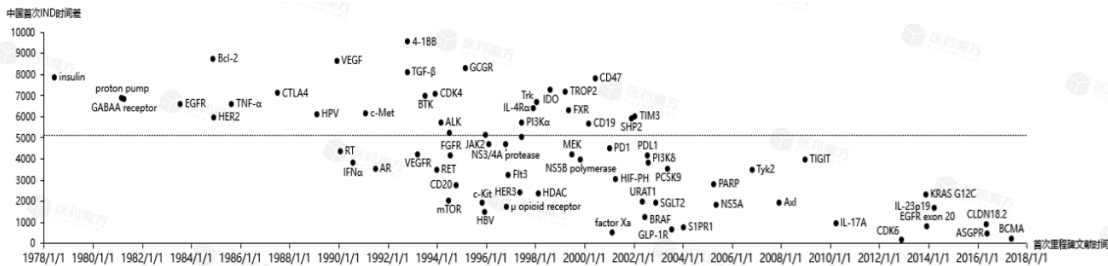
<ul style="list-style-type: none"> 吉利德TROP2 ADC被FDA于2021年4首次获批月mTNBC。 安斯泰来Nectin4 ADC于2020年启动尿路上皮癌的3期临床，2023年获批。 	<ul style="list-style-type: none"> 阿斯利康PD-1/CTLA4双抗于2023年10月启动首个3期临床。 罗氏PD-1/IL2双抗于2020年5月启动1期临床，目前尚未有临床数据读出。
<ul style="list-style-type: none"> 科伦博泰TROP2 ADC于2023年12月申报上市治疗mTNBC。 迈威生物9MW2821于2023年12月启动尿路上皮癌的3期临床。 	<ul style="list-style-type: none"> 康方生物PD-1/CTLA4双抗于2022年获NMPA批准上市治疗宫颈癌。 信达生物PD-1/IL2双抗IBI363于2022年8月启动1期，2024ESMO公布I期数据。

中国与欧美差距



中国药企总体follow速度呈现加快趋势，基本实现全球同步

中美在研管线 (active) 数量比较 (截至2024年8月)



➢ 在全球热门靶点赛道过程中，国内很多研究或管线已经基本实现全球同步甚至是领先；

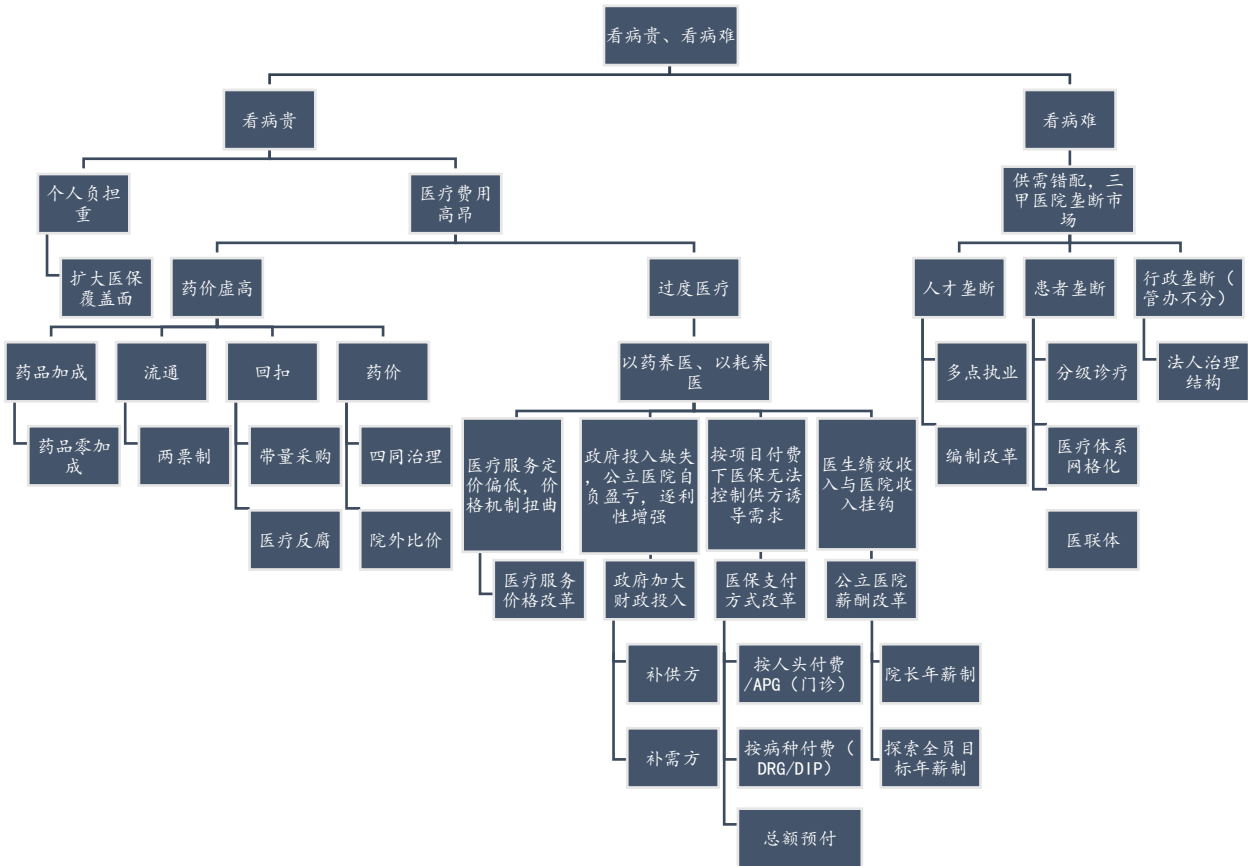
➢ 创新药研发中的“关门效应”已经显现，同一赛道中的“后来者”在市场层面不能得到充足的回报，在审批层面不能得到有效的支持，必须寻找差异化的路线或全新的开发方向

目 录

- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

5. 医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向

图：医疗改革分析框架



医疗服务价格改革+支付方式改革

- 治疗替代药品，门诊替代住院，院外替代院内，关注：
 - ✓ 手术强相关的精麻药品；
 - ✓ 日间/微创手术相关耗材：电生理、内镜；
 - ✓ 提价和住院外溢逻辑的服务：中医、康复；
 - ✓ 高端需求外溢服务：眼科、口腔、肿瘤；
 - ✓ 处方外流逻辑的药店，外包率提升的ICL。
 - ✓ 院外药品、器械（老龄化相关）；
- 创新技术除外支付机制，关注：
 - ✓ 真正具备临床价值和成本收益的创新药、创新器械；

薪酬改革+人事改革（多点执业+编制改革）

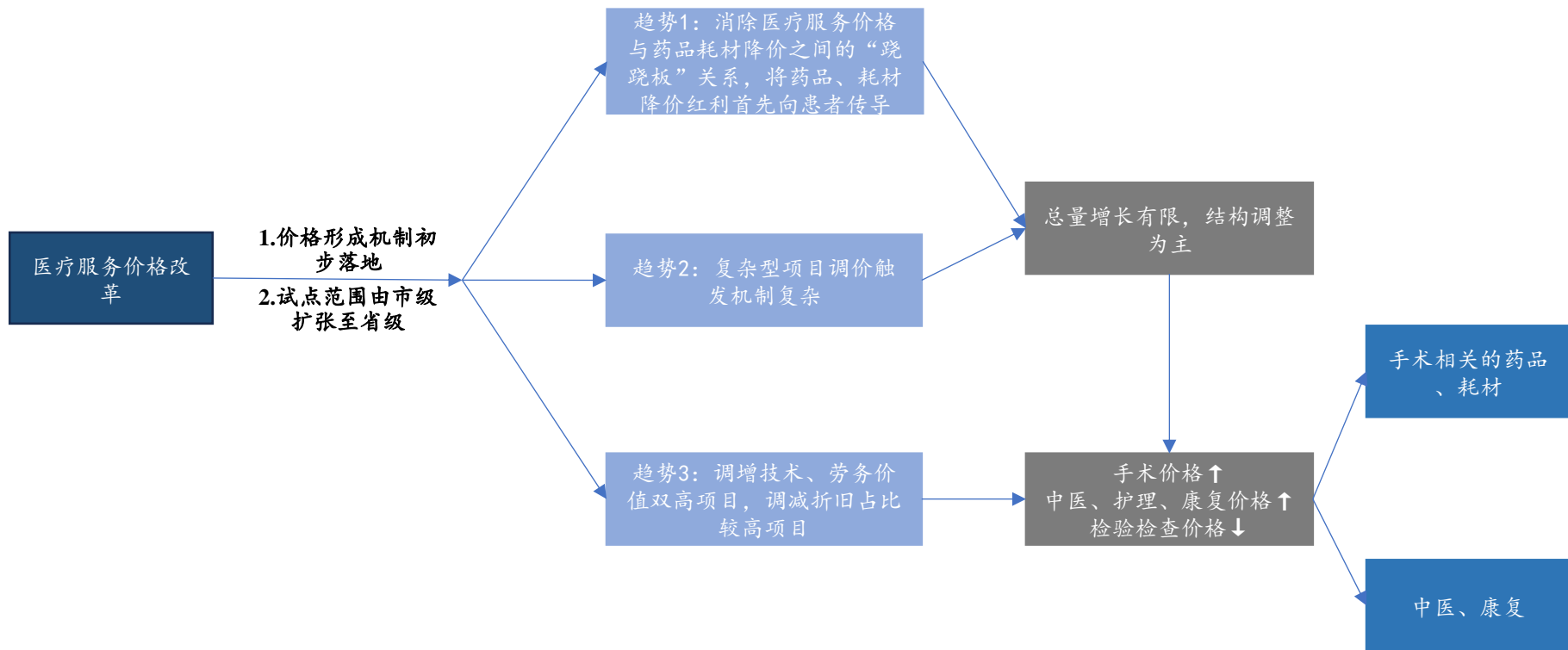
- 优质医生资源下沉+外流，关注：
 - ✓ 基层市场（社区卫生服务中心+乡镇卫生院）；
 - ✓ 民营医院；
 - ✓ 中医门诊部；

分级诊疗（医疗体系网格化）

- 患者资源下沉，国家财政倾斜强基层，关注：
 - ✓ 县级、基层市场的用药需求；
 - ✓ 县级、基层市场的采购需求（设备更新）；
 - ✓ 一体化建设衍生出的医疗信息化需求；
 - ✓ 下沉市场对民营医疗的挤出效应。

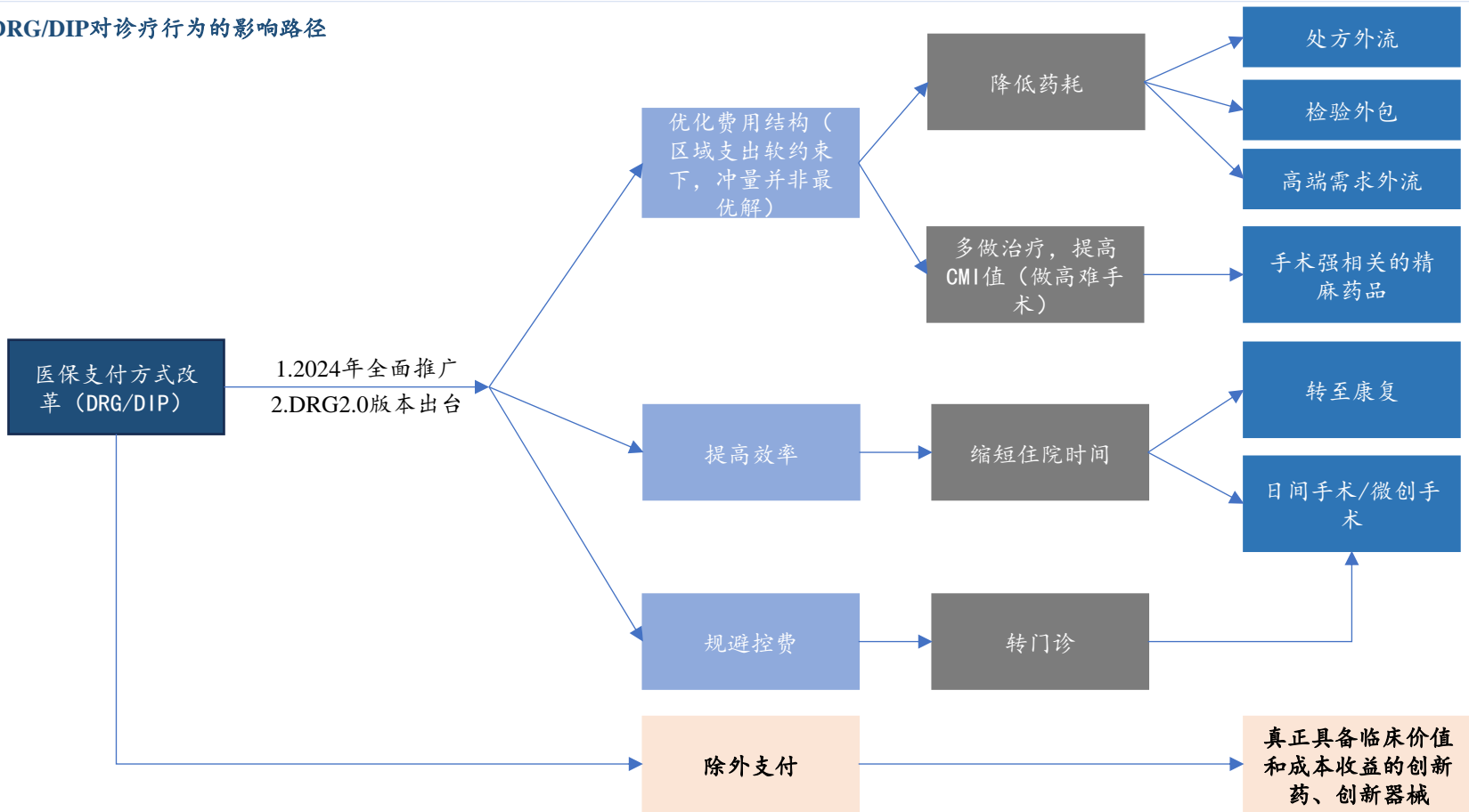
5.1 医疗改革——医疗服务价格改革的影响路径

图：医疗服务价格改革的影响路径



5.1 医疗改革——DRG/DIP对诊疗行为的影响路径

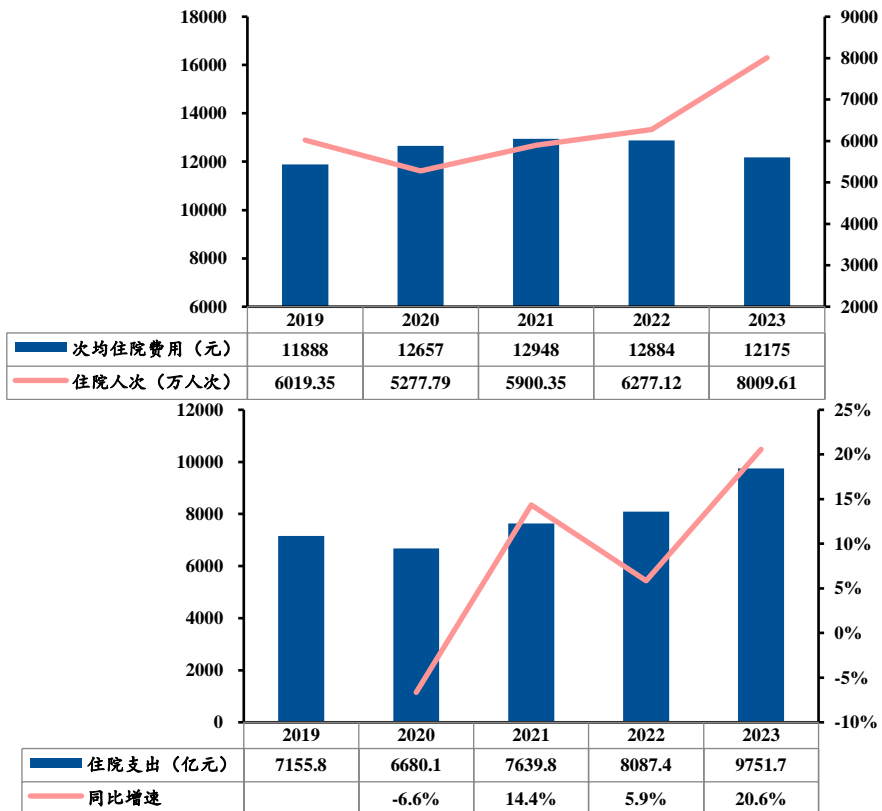
图：DRG/DIP对诊疗行为的影响路径



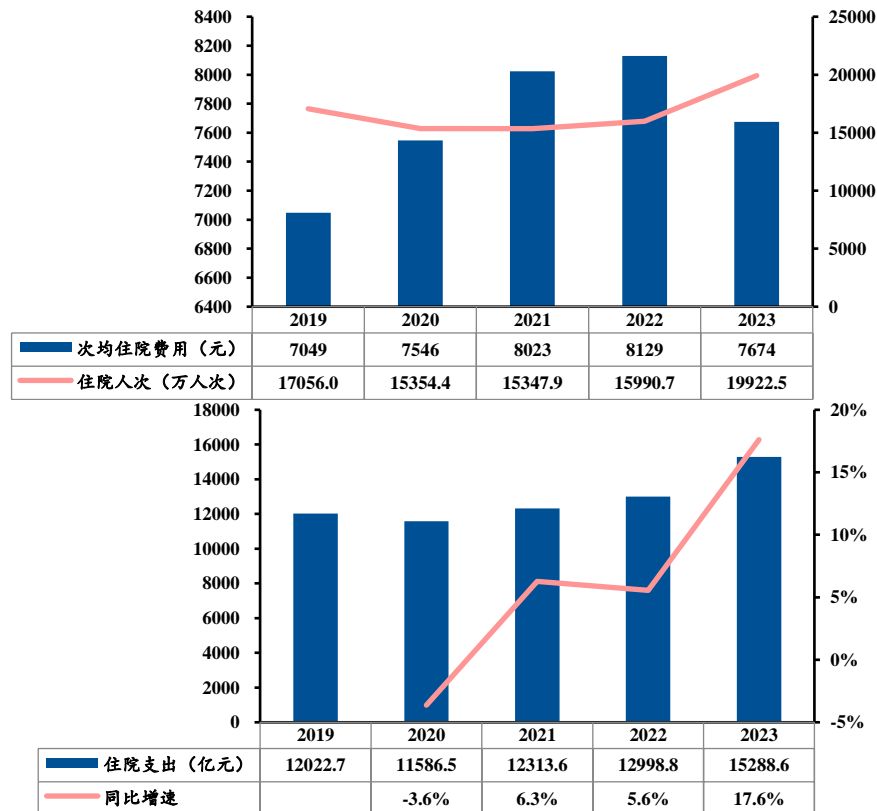
5.1 医疗改革——DRG/DIP对诊疗行为的影响初窥：次均费用下降，住院量飙升

图：DRG/DIP对诊疗行为的影响初窥

职工医保次均住院费用、住院人次、住院支出变化

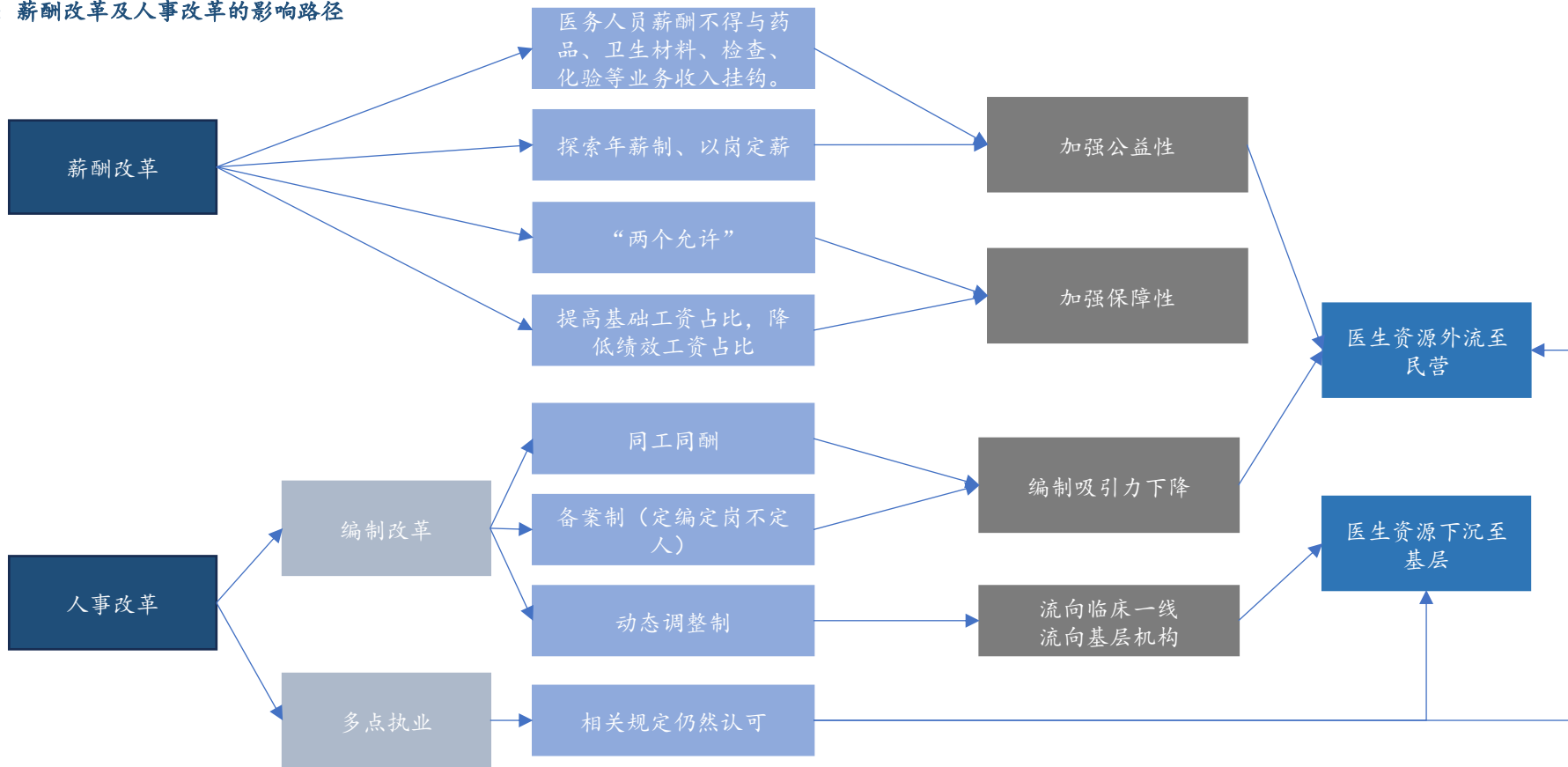


居民医保次均住院费用、住院人次、住院支出变化



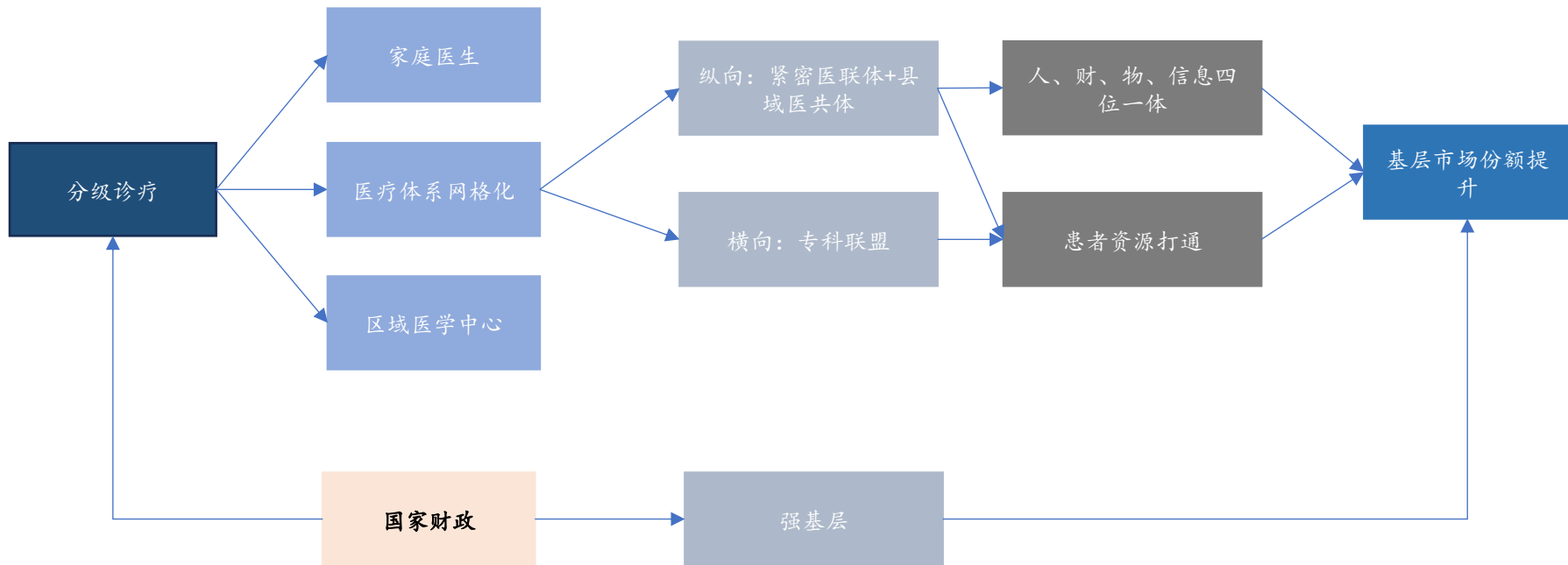
5.2 医疗改革——薪酬改革+人事改革的影响路径

图：薪酬改革及人事改革的影响路径



5.3 医疗改革——分级诊疗的影响路径

图：分级诊疗的影响路径



目 录

- 复盘医药20年，至暗时刻已过，进入新常态
- 需求：人口结构变化和疾病谱变化将带来需求结构显著变化
- 支付：8.5万亿元医疗费用谁支付？流向谁？新常态下各支付方可能的变化？
- 供给：药审改革后创新崛起，紧跟技术周期+积极推进出海
- 结构：医疗改革——本质为存量市场的结构调整，重点关注调整方向
- 投资建议及风险提示

➤ 基于人口/医保/医药/医疗的行业分析框架，我们几点判断：1) 需求端量的复合增速：老人>中青年>儿童，老龄化；2) 未来医保支出增速预计4%-6%，带动医药行业增速向GDP增速靠近，职工医保增长取决于职工工资增长预期，居民医保当前压力较大，增长取决于政府投入力度和筹资方式改革；3) 老龄化医疗需求量的快速增长与医保收入增速下行之间的矛盾，必将导致医保支出追求“性价比”，促进进口替代以尽可能满足日益增长的医疗需求；4) 在全球创新投入收益风险比逐步下行的背景下，“出海”进军医保支付环境更好，市场空间更大的欧美成必然选择，立足中国，服务全球；5) 医疗改革属于深水区，底层目标为解决看病难和看病贵，区域增速结构：县域基层>城市等级；院内增速结构：医疗服务收入>药耗产品收入。行业增速向GDP增速靠近，医保追求性价比，企业追求投入回报和政府需要加大投入的趋势下，我们认为：调存量（老龄化+进口替代）、寻增量（出海+大品种+仿转创）和抓变量（国企改革）或成为中长期医药投资关键词。

➤ 调存量：老龄化下60岁以上人群23-50年CAGR增长最高+医保支出压力下追求性价比，促进进口替代，建议关注；

1) 老龄化-ToC优先，关注格局：疼痛（羚锐/九典）、麻药（人福/恩华/苑东）、心血管（西藏药业）、家用器械（鱼跃/可孚/美好/怡和/三诺）等；

2) 进口替代-关注技术与竞争格局：设备-（联影/开立/澳华）、耗材（电生理/神经介入/外周介入等）、药品（需具体分析）；

➤ 寻增量：出海（创新崛起，更大市场）+大品种（商业化价值高，拉动效应明显）+仿转创Pharma（主业企稳/创新转型/商业化有保障），建议关注：

1) 出海-全球竞争力：药（百济/信达/康方/博泰/百利/和黄等）；械（三诺/福瑞/三友/天使/英科/九安/东方等）；

2) 大品种-空间大/放量快/盈利强：减肥药（制剂-信达/恒瑞/博瑞/众生，产业链-诺泰/圣诺/奥瑞特）、中药（悦康）、生物制品（特宝/凯因）等；

3) 仿转创Pharma-第二增长曲线：A股（恒瑞/科伦/新诺威/复星/海思科/亿帆/康弘/信立泰/奥赛康）港股（中生/翰森/远大/三生/康哲）等；

➤ 抓变量：央企亦为医药中坚力量，国资委新要求下或有效率提升及产业整合，建议关注：

1) 国药系：现代/太极/天坛/一致/股份/九强；华润系：博雅/三九/昆药/江中/阿胶/天士力/迪瑞；通用系：中国医药/重药；地方：上药/马应龙等；

- **行业政策风险:** 医药板块受政策影响较大, 医药端、医保端、医疗端政策众多, 若相关政策出现超预期恶化, 有可能会对行业形成超预期冲击, 对相关公司业绩产生较大影响。
- **模型预测误差较大风险:** 本文部分核心结论基于医保基金收支模型预测, 模型涉及到较多的变量假设, 若部分变量假设与实际情况误差较大, 有可能导致模型预测结果误差较大, 影响核心结论准确性。
- **海外结论不可比风险:** 本文涉及到部分国际间的行业比较, 考虑到不同国家政策环境、医疗体系、监管制度存在较大差异, 海外医药行业的情况与国内行业的情况不一定可比。
- **宏观经济下行的风险:** 我们对于医保基金收入增长的预测较大程度上依赖于对职工未来工资增速、职工参保率(隐含对失业率的假设)、居民医保财政补助增速等, 若宏观经济出现较大下行压力, 上述假设可能会存在偏差, 影响医保基金未来收入增速的判断, 从而影响行业中长期增速的判断。
- **行业竞争加剧风险:** 医药行业产业链上下游均存在一定的竞争, 若行业竞争显著加剧, 或会影响相关上市公司的成长性和盈利能力, 影响本文结论的准确性。

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

