

产业研究专题系列

医疗健康产业政策环境分析

严冰 研究员

主要观点

- 近年来国家出台的医疗健康领域所有政策均指向“物美价廉”、创新引领的总要求。要求提升医疗卫生现代化管理水平，优化资源配置，创新服务模式，提高服务效率，降低服务成本，满足人民群众日益增长的医疗卫生健康需求。
- 新医疗改革体现出“三医联动、医保为基”的整体逻辑，旨在调整医保用药结构，提高资金使用效率，医改的长期政策趋势依然不会改变。
- 医改政策不会带来医药行业整体的增长，但会加快药品品种结构市场份额调整，因此带来结构性机会。创新药与消费升级是产业最大的机遇。
- 医改新政对医疗健康子行业发展的影响包括：一是加快医药企业类型结构调整；二是政策引领医药流通行业变革；三是促进医疗服务提质降费；四是加快医院终端市场业态分化；五是零售终端企业营销模式将发生深刻变革；六是推动国内 CRO（医药研发外包服务）市场发展。
- 政策因素将影响医药投资的目标选择和估值。多条战略性转型升级赛道上的细分行业估值快速提升，包括创新药研发（生物医药、化学制药）与创新药产业链（医疗服务、生物医药）；持续扩张整合的连锁药店与医疗服务龙头；具有一定技术优势、正在进行进口替代的医疗器械龙头。在具体细分领域医药行业方面，重点关注 CRO、创新药项目，尤其是针对部分成熟靶点的改造类项目。医疗器械方面，重点关注人工关节、高端影像、分子诊断、POCT 等领域项目，国内进口替代空间巨大。医疗服务方面，仍可关注眼科、口腔、体检、妇产科等领域并购项目，重点关注儿科、肿瘤等高竞争壁垒的连锁专科项目。

目录

一、医疗健康行业政策环境分析	3
（一）医疗健康行业总体政策脉络.....	3
（二）2019 年医疗健康行业改革新政	11
（三）医疗健康行业未来政策走向.....	15
二、医疗健康行业政策对产业的影响	19
（一）医改政策导向下医疗健康业态发展趋势.....	19
（二）医改政策对医疗健康产业结构的影响.....	22
（三）医改新政对医疗健康子行业发展的影响.....	26
三、医疗健康行业政策对投资的影响	31
（一）医疗健康行业政策影响下的投资逻辑.....	31
（二）医疗健康行业政策导向下的投资建议.....	35

党的十八大以来，习近平总书记多次强调，人民对美好生活的向往就是我们的奋斗目标。党的十九大报告以“美好生活”开篇，指出我国社会主要矛盾已转变为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。“美好生活”已成为全国人民共同追求和努力奋斗的至高目标。人民健康是民族昌盛和国家富强的重要标志，完善国民健康政策，全面提高居民健康素养，为人民群众提供全方位全生命周期健康服务，以增强人民的获得感和美好生活幸福感，“健康中国”建设上升成为优先发展的国家战略。围绕疾病预防和健康促进两大核心目标，宏观政策坚持问题导向，以现阶段人民群众最关心最直接的医疗健康和养老问题作为政策的着力点，近几年来政府有关部门一直持续不断进行改革探索。

一、医疗健康产业政策环境分析

（一）医疗健康行业总体政策脉络

“健康中国”战略的提出，使国民健康融入所有政策，跨部门、跨行业、跨所有制形成共识。保质控费、引导合理用药是过去十年医改路上的不变主题。政府把政策融入大健康产业使其为新时期我国经济转型的新引擎，以期形成带动国民经济高质量增长的强大动力。自 2018 年国务院机构改革和国家医保局成立以来，国家对于人民群众的医疗健康政策与以往相比，近年来指导思想发生了四大转变，一是关口前移，以治病为中心转变为以人民健康为中心；二是从注重“治

已病”向注重“治未病”转变；三是从依靠卫生健康系统向社会整体联动转变；四是从政府职能转变为全民参与，个人行动，鼓励和引导政府、单位、社区、家庭、居民个人行动起来。实施路径包括普及健康知识，参与健康行动，提供健康服务，推动健康服务供给侧结构性改革，强化跨部门协作，重心下移，保基本、强基层。所有政策均指向“物美价廉”、创新引领的总要求。要求提升医疗卫生现代化管理水平，优化资源配置，创新服务模式，提高服务效率，降低服务成本，满足人民群众日益增长的医疗卫生健康需求。医保、医疗和医药三医联动改革旨在提高医疗保障水平，合理使用医保资金；深化公立医院综合改革，提高医疗卫生服务质量，解决群众看病难的问题，以治病为中心转向维护全民健康；进一步深化药品医疗器械审评审批制度改革，并加强药品、医疗器械等生产、流通和使用环节监管。从医药商品及服务的市场准入，到医院供应和最终付费买单，提供全方位国家政策层面上的支持引导。

表 1：近五年国家健康方面的宏观政策

时间	部门/机关	政策法规	主要内容
2016 年 3 月	十二届全国人大四次会议	《国民经济和社会发展规划第十十三五规划》	正式提出建设“健康中国”，将“健康中国”作为国家发展战略目标之一
2016 年 10 月	中共中央、国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	明确建设健康中国的目的与主题，细化建设目标。
2017 年 1 月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	针对未来五年卫生与健康工作做出了部署

2017 年 10 月	中共中央	党的十九大报告《决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》	提出深化医药卫生体制改革，发展健康产业，积极应对人口老龄化的总体要求
2018 年 4 月	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	发展“互联网+”医疗服务，健全“互联网+医疗健康”服务体系
2019 年 7 月	国务院	《国务院关于实施健康中国行动的意见》、《健康中国行动组织实施和考核方案》	对健康中国战略的行动纲领进行了顶层设计，建立了国民健康保护体系的蓝图愿景
2019 年 7 月	健康中国行动推进委员会	《健康中国行动（2019-2030）》	提出将开展 15 个重大专项行动，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变，努力使群众不生病、少生病，成为执行健康中国战略《“健康中国 2030”规划纲要》的施工图和路线图。

资料来源：建投研究院根据公开资料整理

随着国民经济发展和人民物质生活水平的提高，人民群众多样化健康需求充分释放，健康产业规模显著扩大，大健康产业新旧动能转化，健康服务能力大幅提升，促进健康理念、教育路径、产业结构、服务体系趋向高质量快速发展。但目前大众健康最突出的问题还是看病难和看病贵问题。党的十九大报告指出，要深化医药卫生体制改革，全面建立中国特色基本医疗卫生制度，包括覆盖城乡居民的医疗保障体系、药品供应保障体系，优质高效的医疗服务体系和公共卫生服务体系，更好保障人民群众就医需求，减轻人民医药费用负担。通过建立和完善四大体系，系统解决民众医疗痛点问题。包括改革医疗保障管理体制和完善运行机制；建立药品供应保障体系价格形成机制；完

善医疗服务体系，提供人才保障和信息系统基础支撑；健全公共卫生服务体系监管体制机制，加强法制建设。

医疗保障体系建设方面，中国的目前医疗保健强度有待提高，医疗保健占 GDP 的比例约 6%，美国为 18%，西欧日本为 10%，考虑到人均 GDP 的差距，中国在医疗保健支出绝对金额上与发达国家差距更大。医保基金花在该不该花的地方，如辅助用药及部分产品的滥用、过度检查等，产生大病因病致贫现象。早在 2017 年 6 月 28 日，国务院颁布《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，强调其重要性和紧迫性，将医保支付方式改革提到了新的高度。2018 年 3 月，国家医疗保障局成立，作为国务院的直属机构，与国家卫健委平级。重新定位强调“保障”新职能，加强医疗服务的第三方支付管理，既要完成“社会保险”的职责，也要完成“医疗救助”的功能，以满足人民对美好生活需求的组合保证。新目标和新任务是完善统一的城乡居民基本医疗保险制度和大病保险制度，建立健全覆盖全民、城乡统筹的多层次医疗保障体系，不断提高医疗保障水平，确保医保资金合理使用、安全可控，推进医疗、医保、医药“三医联动”改革，加速推进医保支付方式改革。

药品供应保障体系方面，坚持以人民健康为中心，全面带动药品供应保障体系建设，着力保障药品安全有效、价格合理、供应充分，缓解“看病贵”问题。重点是推进国家组织药品集采和使用试点和高

值医用耗材改革；巩固完善国家基本药物制度。2019 年国务院办公厅发布《国务院办公厅关于完善国家基本药物制度的意见》（国办发〔2018〕88 号），强化基本药物“突出基本、防治必需、保障供应、优先使用、保证质量、降低负担”的功能定位，从基本药物的遴选、生产、流通、使用、支付、监测等环节完善政策，以解决保障供应机制不健全等问题。

医疗服务体系方面，优化医疗资源配置和医疗格局，旨在保障患者能得到及时救治、及时就医，切实解决民众的“看病难”问题。2018 年 1 月，国家卫生计生委会同国家中医药管理局印发《关于进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）的通知》，2018 年 8 月，国家卫生健康委员会会同国家中医药管理局印发《关于坚持以人民健康为中心推动医疗服务高质量发展的意见》，推动改善医疗服务质量。具体措施上，一是**促进分级诊疗，稳步推进国家医学中心和区域医疗中心建设**。2017 年，原国家卫生计生委印发《“十三五”国家医学中心及国家区域医疗中心设置规划》，我国正式启动国家医学中心和国家区域医疗中心规划设置工作。选择高水平医院支持建设区域医疗中心，促进资源优化配置，提升中西部优质医疗资源短缺地区等相关区域医疗水平。国家区域医疗中心协同国家医学中心带动区域医疗、预防和保健服务水平。2019 年 1 月，国家卫生健康委印发《国家医学中心和国家区域医疗中心设置实施方案》，明确提出 2019 年发展目标要完成

神经、呼吸和创伤专业类别的国家医学中心，完成儿科、心血管、肿瘤、神经、呼吸和创伤专业类别的国家区域医疗中心。2019—2020 年，国家卫生健康委将完成呼吸等 8 个类别的国家医学中心和 12 个类别的国家区域医疗中心设置。其中，2019 年完成儿科、心血管、肿瘤、神经、呼吸、创伤等 6 个类别，2020 年完成妇产、骨科、传染病、老年医学、口腔、精神等 6 个类别的国家区域医疗中心设置。同时，在每个省设置 1 个综合类别的国家区域医疗中心。9 月 19 日，国家卫生健康委举行第一批委省共建国家区域医疗中心签约仪式，与广东省人民政府签订协议，共同建设 1 个国家医学中心、1 个综合类的区域医疗中心和 6 个专科类的区域医疗中心，推动分级诊疗，减少患者跨区域就医。

二是大力发展医联体。2017 年 1 月 23 日，国家卫计委发布《关于开展医疗联合体建设试点工作的指导意见》要求，各地结合区域内医疗资源结构与布局，人民群众医疗服务需求，充分考虑医疗机构地域分布、功能定位、服务能力、业务关系、合作意愿等因素，分区域、分层次就近组建医联体。2017 年政府工作报告指出要全面启动多种形式的医疗联合体建设试点，三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，医联体建设正式上升为一项国家层面的政策。2017 年 4 月 13 日，《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》正式出台。文件提出医联体的发展目标：2017 年基本搭建医联体制度框架，全面启动多种形式的医联体建设试点。到 2020 年，在总结试

点经验的基础上，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体政策体系。所有二级公立医院和政府办基层医疗卫生机构全部参与医联体。2018 年 8 月，《关于印发医疗联合体综合绩效考核工作方案(试行)的通知》进一步加速了医联体建设的步伐。2019 年随着分级诊疗的持续推进，各地医联体建设已经全面推开，所有三级公立医院均参与医联体建设并形成了各具特色的医联体模式：城市医疗集团、县域医共体、跨区域专科联盟、远程医疗协作网。三是深化“放管服”改革，支持社会办医。“放管服”改革对于促进医疗服务供给、社会办医健康规范发展、医疗机构、医师护士注册管理等均有显著意义。2013 年起，国务院着重推进新一轮放管服改革，在医疗卫生领域界定政府和市场的边界。为了深化“放管服”改革，国家卫生计生委 2017 年出台《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》，推出了 10 项重点改革，进一步激发市场活力。2019 年 1 月，国家发展改革委联合民政部等 9 部门发布《关于优化社会办医疗机构跨部门审批工作的通知》，规定执业登记、消防设计审核和验收、环境影响评价实施等并联审，优化跨部门审批流程。2019 年 6 月，国家卫生健康委联合 10 部门发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，立足社会办医发展实际，坚持以问题和需求为导向，以深化“放管服”改革为主线，从加大政府支持力度、简化审批服务等 6 个方面入手，提出 22 项政策措施，进一步放宽社会办医机构的规划限制，鼓励有条件的地

方探索实行三级医院分阶段执业登记；支持和规范医师多机构执业，允许符合条件的在职、停薪留职医务人员申请设置医疗机构。截至 2018 年底，社会办医疗机构数量达到 45.9 万个，占比 46%；社会办医院数量达到 2.1 万个，占比 63.5%；社会办医床位、人员、诊疗量占比均持续增长。四是促进“互联网+医疗健康”发展。为了促进互联网与医疗健康深度融合发展，国务院办公厅于 2018 年 4 月印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，对创新服务模式、提高服务效率、降低服务成本，以满足人民群众日益增长的医疗卫生健康需求作出部署。国家卫生健康委员会会同国家中医药管理局印发《互联网诊疗管理办法（试行）》等 3 个文件以及《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》，运用“互联网+”优化现有医疗服务，提高医疗健康服务的可及性。五是推行家庭医生签约，统筹推进县域综合医改，实施健康中国行动。国家卫生健康委员会会同国家中医药管理局印发《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》（国卫基层发〔2018〕35 号），国家卫生健康委员会办公厅印发《关于做好 2018 年家庭医生签约服务工作的通知》（国卫办基层函〔2018〕209 号）。六是加强癌症等重大疾病防治。

公共医疗卫生体系方面，一是完善公立医院补偿机制，深化公立医院综合改革，深入实施健康扶贫；二是开展公立医院绩效考核；三是修订《药品管理法》。新修订的《药品管理法》将于 2019 年 12 月

1 日起施行，主要适应药品上市许可持有人制度的要求，落实党中央国务院关于改革药品审评审批制度，鼓励创新的要求，落实习近平总书记“四个最严”要求，坚守公共安全底线，强化监督检查，加大处罚力度，坚持问题导向，采取有效措施堵塞监管漏洞，将改革政策以法律制度的形式固定下来。营造既鼓励本土创新又鼓励国外创新成果国内上市的政策环境，兼具开放性与国际化的视野。

当前，我国实现人民美好生活所面临最严峻的挑战之一是人口老龄化、高龄化、失能化，而健康问题和医疗支出主要集中在老年人身上，养老、照护属于前端健康防护，医疗属于末端疾病治理，养老服务与医养结合成为政府关注健康养老问题的政策焦点。

（二）2019 年医疗健康行业改革新政

2019 年，政府在医疗健康领域进行了大刀阔斧的改革，政策目标明确指向医保控费和增加医疗服务供给，促进健康产业发展。为贯彻落实全国卫生与健康大会和《“健康中国 2030”规划纲要》部署，加快推动健康产业发展，国家发展改革委等 21 部门联合制定了《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》。指出到 2022 年，基本形成内涵丰富、结构合理的健康产业体系，优质医疗健康资源覆盖范围进一步扩大，健康产业融合度和协同性进一步增强，健康产业科技竞争力进一步提升，人才数量和质量达到更高水平，形成若干有较强影响力的健康产业集群，为健康产业成为重要的国民经济支柱性产

业奠定坚实基础。围绕重点领域和关键环节实施 10 项重大工程。包括：优质医疗健康资源扩容工程、“互联网+医疗健康”提升工程、中医药健康服务提质工程、健康服务跨界融合工程、健康产业科技创新工程、健康保险发展深化工程、健康产业集聚发展工程、健康产业人才提升工程、健康产业营商环境优化工程、健康产业综合监管工程。

医疗保障方面，国家医疗保障局一是大力推进基本医保支付方式改革。推行按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点，多元复合支付方式改革。探索互联网诊疗收费和医保支付政策，扩大长期护理保险制度试点。推行跨省异地就医直接结算。推行总额预算管理下的多元复合式医保支付方式，住院医疗服务，按病种分类支付费用（DRGs），长期慢病住院医疗服务，逐步推行按床日付费。探索结合家庭医生签约服务，实行按人头付费。减轻患者总体负担，减少医保支付。**二是加快发展商业健康保险，完善监管制度。**鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险，丰富健康保险产品，进一步提高商业保险支付占卫生费用的比例。促进商业保险公司与医疗、体检、护理等机构的合作，发展健康管理等新型组织形式，推动商业健康保险业务发展。

药品供应保障方面，一是药品集中采购扩围，从“试点城市”到“跨区域联盟”。2019 年 9 月，《联盟地区药品集中采购文件》正式发布，这是国家组织药品集中采购和使用药品集中带量采购，四大规则

发生改变，一是建立了天花板价格；二是整体最多 3 家中标；三是每个省只有 1 家企业中标；四是 3 家中标的产品的企业在供应地区的占有率提高。五种“优先”也要排序，第一顺序是“4+7 城市药品集中采购”中选的企业优先；第二顺序是 2018 年在联盟地区供应省数多的企业优先；第三顺序是 2018 年在联盟地区销售量大的企业优先，多规格品种销售量合并计算；第四顺序是原料药自产的企业优先；第五顺序是通过或视同通过药监局一致性评价的企业优先。

二是规范医用耗材使用，制定医疗器械唯一标识系统规则，国家医保局推出 4 类全国统一主要编码，涉及疾病和手术操作、医疗服务、药品和耗材，后续还会陆续推出 11 项统一编码，从第一批的编码类型中已经可以看到明显基于 DRGs 的控费倾向。对高值医用耗材重点治理，取消公立医疗机构医用耗材加成。

三是完善医保目录动态调整机制，制定医疗机构用药管理办法，建立短缺药品检测预警机制，明确公立医疗机构基本药物使用比例。2019 年 11 月 28 日，国家医疗保障局、人力资源社会保障部正式公布完整版 2019 年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，目录共收录药品 2709 个，与 2017 年版相比，调入药品 218 个，调出药品 154 个，净增 64 个。新版目录将于 2020 年 1 月 1 日起正式实施。2019 年国家医保目录按照中央经济工作会议精神把更多救命救急的好药纳入医保的要求，化解参保人财务风险，保障参保人健康权益，优先考虑国家基本药物、慢性病药品、

儿童用药以及癌症及罕见病等重大疾病治疗用药，调出品种主要是药监部门撤销文号的药品、临床价值不高的品种、滥用明显以及有更好替代的药品。2019 年版国家医保目录总体特征为：一是沿用两种准入方法，常规准入 2643 个药品（1322 个西药和 1321 个中成药），拟谈判 128 个药品（109 个西药和 19 个中成药）；二是中西并重，中药占比逐次增长，2019 年版医保目录中，含 1321 个中成药，占比 49.9%，比 2000 年版医保目录中药占比（40.52%）上升 9 个百分点。三是中药饮片改准入法管理。准入法可提升饮片医保支付管理，原来的滥用可能被限制。四是支付与增补双重限定，抗生素、营养制剂、中药注射剂等药品限定支付范围，部分主用于门诊治疗的药品限定门诊和个人账户。地方不再进行乙类药品调整，增补品种在 3 年内逐步消化。2019 年 7 月 1 日，卫健委医政医管局印发了《第一批国家重点监控合理用药药品目录》，加强医疗机构辅助用药临床应用管理。国家重点监控药品目录重点监控国家版 20 个品种的用量和价格，地方版合计约 70 个品种的用量和价格。重点监控目录的发布与医保目录高度联动，目标是扩大临床价值高、药物经济性好，价格降下来质量也提上去的仿制药的用量，扩大价格降下来的原研药的用量，扩大常规调入医保目录品种的用量和谈判进入医保报销品种的用量。**四是支持中医药事业传承创新发展**，发挥中医药在治未病、重大疾病治疗、疾病康复中的重要作用。

医疗服务方面，一是进行公立医院改革，调整医生薪酬，构建公立医院医疗服务价格动态调整机制。加强绩效考核，加强医疗机构用药管理。推行医供体建设及分级诊疗，重点在 100 个城市建设城市医疗集团，在 500 个县建设县域医疗共同体。开展“互联网+医疗”建设，强化医教协同，完善培养模式，以学科建设为重点，提升 500 家县医院和 500 家县中医院综合能力。分级诊疗，医药反腐等政策措施引导医疗服务健康发展。二是政策鼓励社会办医，支持社会力量开办诊所，加大政府购买服务力度，制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。将医疗卫生服务延申至社区、家庭，支持社区医康养护一体，医疗机构、康复机构和养老机构结合。

公共卫生领域的政策重点一是实施健康中国行动，加大对医疗机构开展公共卫生服务的支持力度，健全公共卫生服务经费保障机制，实施健康扶贫。二是加强疾病防控，推进疾病预防控制体系、妇幼保健机构和血站服务体系机制创新，加强癌症防治，预防筛查和早诊早治。

（三）医疗健康行业未来政策走向

新医疗改革体现出“三医联动、医保为基”的整体逻辑。医疗、医保、医药“三医联动”政策机制日趋成熟，政策新发与调整同步，政策配套有机协同，目标导向逐步一致。政策的导向逐步从生产端向终端转移。从 4+7 带量采购试点到 2019 年医保目录调整，国家医保

局都在试图将整个医药行业的价值观引导到以治疗药和创新药报销为主体的医改体制下运行。国家医保局把医药、医疗和医保三者化为一体，将统一组织制定和调整医疗服务、医药产品的收费标准和价格，具有市场流通以及销售最终价格的决定权，各职能可发挥较好的协同作用，未来控费力度可能继续加大。医保部门将从被动的支付者逐步走向前台，逐步主导医药和医疗器械等品种的采购。医保投入的长期增加趋势没有改变，各项相关政策的出台，无论是 4+7 集采推广、第二批带量采购，还是医保目录调整、个人账户改革，都旨在调整医保用药结构，提高资金使用效率，医改的长期政策趋势依然不会改变。

医疗服务方面，未来全面实行医师、护士执业电子化注册制度后，将把机构注册改为区域注册，极大放宽了医师多点执业。6 年以来，卫生部门先后制定推出了行政审批清单、监管事项清单、证明事项清单等，下一步还将推出备案事项清单，对于认定事项、指令事项、目录事项等将全部实施清单制管理，这也意味着对于政府部门的权利将进一步予以规范。不同于医改涉及庞大体量的文件，放管服改革往往是细微政策的改变，推动的着力点一则是积极回应社会关切，二则是进一步厘清卫生行政部门定位，促进职能转变，三则为机构企业等提供便利，四则是对不断涌现的新模式、新业态做出基于包容或限制的思考。当前仍然是以公立医院、等级医院为主导，私立医院、基层医院为补充的医疗服务体系，医疗服务供给端变化，包括公立医院、民

营医院和基层医疗机构的结构变革，医疗服务需求端因人口老龄化、亚健康人群扩大等稳定升高。目前公立医院总收支规模保持持续增长，收支结构基本稳定，药占比持续降低。2017 年，公立医院总收入和总支出较 2016 年分别增长 10%和 10.6%。其中医药收入增长 9.7%，增速较上年（12.3%）明显下降。未来可能形成公立医院保基本（包括基本医疗和大病医疗），私立医院保特需，基层医疗为重要构成的医疗服务体系。城市医院和县级医院主要治疗重症大病和急性病、慢病急性发作等；城市社区医院主要治疗长期用药的慢病，卫生院主要负责重症和急症转诊用药的康复治疗。医保结算资金对医院运行影响越来越大。制定实施国家用药管理办法，推动医疗机构首先使用国家基本药物和医保目录药品。加强医院药事管理，依法查处不合理用药行为。建立健全药品价格常态化监管机制，在总体不增加患者负担的前提下，稳妥有序试点探索医疗服务价格的优化。

药品供应保障方面，我国药品招标采购 4+7 带量采购模式或将从“扩面”走向“扩品种”成为主流模式，招采模式的变化方向是带量控费和全国统一。11 月 20 日国务院常务会议部署深化医药卫生体制改革提出，扩大集中采购和使用药品范围，优先将原研药与仿制药差价较大的品种，及通过仿制药质量和疗效一致性评价的基本药物等纳入集中采购，以带量采购促进药价实质性降低。构建药品国家集中采购平台，依托省（区、市）建设全国统一开放采购市

场。GPO（药品集中采购组织）未全面推开，但上海模式值得重点关注。药品集中招标采购、集中挂网采购、药品 GPO 和药品带量采购模式在未来几年还将并存，但是 4+7 带量采购模式所采用的“招采合一，量价挂钩”以及“单一货源承诺，最低价中标”的集采规则将会被广泛推开。集中招标采购开始向集中挂网采购转型，医院议价话语权在提升。建立中标生产企业应急储备、库存和产能报告制度，加强中标药品抽检，实行市场清退制度。建设药品追溯系统，明年底前率先实现疫苗和国家集中采购使用药品“一物一码”，并可由公众自主查验。在清理申报积压和推进优先审批等措施下，无论是受理审评情况还是创新药批准上市情况均有较为明显的提升。在仿制药领域，基于一致性评价工作的良好的进展，国务院推进“带量采购”全面扩围，引导新一轮产业升级。随着注射剂一致性评价技术要求及申报资料要求的出台和落实，国内注射剂一致性评价相关工作有望提速。

医保支付方面，继续推进医保支付方式改革。原则上对同一通用名相同剂型和规格的原研药、通过一致性评价的仿制药等实行相同的支付标准。探索更加有效的药品货款支付办法。DRGs 是医改进入深水区的标志，全国推开是大势所趋。可以预见一个完整形态的医保控费体系必然包括全国统一的医保信息系统，其中包含统一的疾病操作和医疗服务编码来支持全国范围内的 DRGs 搭建，统一的药品耗材编码

来进行集中采购和用量追踪，统一的医疗机构和医疗执业代码来对医院质量和医师绩效进行精细管理，理想情况下甚至可以追踪到个体医师的诊断和开药行为。医保支付范围逐渐向急重症靠拢，以减轻患者的经济负担。

二、医疗健康行业政策对产业的影响

医疗健康行业各项政策在十九大以后紧锣密鼓地出台，尤其是国家医保局成立后，医疗体制改革的力度在不断加大，以破解长期以来医疗健康领域广受群众诟病的顽疾。在政策的影响下，医疗产业正在以快速自我修正的方式朝着更适应其发展的方式延续。医疗保险的扩容和支付方式改革以及创新将成为驱动医疗产业发展的核心因素。“4+7”带量采购试点及扩围后，为企业发展提出更紧迫的目标，即匹配适宜产品线，管控上下游产业链，尤其是原料药，药品供应保障能力及风险管理能力都需要全面提升。互联网+的应用让目前的销售渠道更多元，在医保控费精细化的当下，新渠道和新终端中将呈现出新模式和新业态。

（一）医改政策导向下医疗健康业态发展趋势

医疗健康行业整体市场扩大，集中度提升，但增速放缓。国家财政医疗卫生支出逐年上升，医保的覆盖面和覆盖力度业逐步扩大加深，医药行业整体市场会越做越大，但医药工业超高速增长时代成为过去，增速进一步放缓。从国内医药行业的发展历程来看，行

业增速和医保收支的增速密切相关。根据南方医药经济研究所发布的数据，2019 年药品市场销售额预测达到 17816 亿元，同比增长 4%，2020 年药品市场销售额预测达到 18351 亿元，同比增长 3%。基于外部经济环境的不确定性及统计局统计口径的重新调整，2019 年医药制造业营业收入预测为 26327 亿元，同比增长约为 8.5%，2020 年医药制造业营业收入 28170 亿元，同比增长约为 7%。“三医联动”政策快速发展，促使医药产业供给侧改革，医药产业结构进入加快调整时期，医药创新的政策环境与氛围逐步形成，参与世界竞争的瓶颈逐步突破。市场规模增长发展较快，但竞争程度激烈，市场集中度低，行业集中化趋势加速。新的健康产业供给侧融合发展构建新健康产业生态，医疗健康产业头部企业正在形成。随着近几年医院薪酬制度改革政策的推进，一种控费、优质、高效率的倾向将会从地区传递到医院直到医师个人，多数药品将会通过等效低价的方式展开竞争，低效和控制成本能力较弱的药耗企业在这种环境下极难生存。

创新和消费升级将成为医疗健康行业发展的关键推动力。消费需求赋能，政策全面融入，资本强势参与，技术创新驱动等因素促进以健康制造业和健康服务业为主体的健康供给侧结构性改革。政府一方面鼓励创新研发，一方面主导控费降价，医药产业进入政策快速发展的调整时期。政府加强在医药卫生领域的话语权，医疗体制改革推

动医药产业战略性转型。创新环境极大优化，创新热潮已经来临，中国新药研发正进入历史最佳阶段。政策更有利于创新型企业发展，大量中小型没有研发创新能力的医药企业面临市场转型，否则逐步面临淘汰。新一轮谈判启动创新药迎来机会但以价换量是总体趋势。伴随着基本医疗需求被满足，消费者对于更加私密、舒适的就医环境及更加高品质、个性化的医疗需求越来越多。为了迎合消费升级的趋势，主流企业加码创新药与高端仿制药的研发，外资企业也在纷纷加大投入抢占国内中高端市场。国际顶级投行花旗银行发布报告指出，中国医药市场进入中低速增长阶段后，跨国药业未来在中国市场的驱动力主要是推出更多新药；而对于国内企业来说，主要是满足基层未被满足的临床需求以及仿制药市场的整合。

未来医药行业结构性分化将是长期趋势。辅助用药和安全性、有效性存疑的大品种将进一步承压，而临床效果明确的治疗性产品、满足临床实际需求的创新产品、质量疗效安全可控的进口替代产品和物美价廉的底价药产品将获得市场发展良机。临床效果明确、治疗属性强的产品，招标降价压力较小，医保限制可能性较小。创新药产品在自主定价上具备优势，上市后可及时通过招标采购打开市场，后续有望通过动态货架医保目录谈判调整进入医保报销体系，开启新放量周期。通过一致性评价的仿制药视作与原研药具备同等疗效与质量水平，招标评分层次的调整和地区级挂网销售处理将继续提速进口替代进

程。常用低价药降价空间不大，新招标政策下不参加招标直接挂网采购，反而有一定提价可能性。

（二）医改政策对医疗健康产业结构的影响

医改政策不会带来医药行业整体的增长，但会加快药品品种结构市场份额调整，因此带来结构性机会。创新药与消费升级是产业最大的机遇。许可人制度有可能催生新的工商合作模式。创新药变成很重要的主流市场，阶段性受到很大的政策鼓励，医保支付将会对创新药的经济价值重新评价。仿制药市场行业大洗牌，结果是巨头垄断市场，但是以价换量。一大批小品牌且没有通过一次性评价的仿制药品种可能被淘汰，高端首仿药仍然存在机会。仿制药迎来微利时代，大公司瓜分市场，大批小品牌将出局。高价产品被高性价比产品逐步替代，总体利好专利创新药、治疗性独家品种，利好慢病药、大病专科药、妇儿药。

在产业和资本市场政策的影响下，国内医药企业特别是上市公司在研发投入层面逐步加大投入。医药产业链各环节都受到政策的影响。在**药品研发环节**，创新药优先审评审批，临床试验机构备案制，调整进口药品注册管理，中国加入 ICH，药品与药用原辅料和包装材料关联审批，临床数据自查核查等政策鼓励创新，注重临床实效的研发导向，形成一批龙头企业集中主导的高精尖格局，实现精细化分工的合作业态。国内企业的研发类型从单纯的模仿/改进(Me-too/Me-better)

到快速跟进 (Fast-follow) 甚至逐步追求 First-in-class)。新药研发 CRO 在药品创新机制下加快分工细化趋势，主流企业加码创新药与高端仿制药的研发。MAH 制度放开 CMO/CDMO 行业许可限制，新药研发市场处于黄金发展期，给与 CMO/CDMO 行业发展机会。CMO/CDMO 行业中未有龙头形成，行业中仍有较多机会，将形成一批高产品质量、提供一体化服务的综合性企业与高技术壁垒细分领域的头部企业。在**药品生产环节**，药品上市许可持有人制度 (MAH) 实行上市许可与生产许可分离，许可持有人委托生产企业加工生产，生产资源集中化，促使部分医药企业向委托加工转型。生产批文流动性提高将带来集中度提升，一批老品牌可能被盘活。鼓励药品创新，减少低水平重复建设，明确质量主体，简化药品生产场地变更。《药品管理法》修订不再保留 GMP 认证规定，GMP 从静态到动态，行业监管趋严，高压态势不变，飞行检查、环保督查和药品生产工艺核对等生产检查从事前向事中事后转移。仿制药一致性评价，注射剂一致性评价，进一步提高市场集中度，形成创新型企业 and 规模生产型企业，医药企业的生产模式和生存方式进行分化，促进一部分没有竞争力的中小生产企业退出或被兼并，生产资源集中化，大型医药生产企业更具有竞争优势。构建企业主体责任的生产合规业态，突出企业的主体责任。生产企业药品批文预计减少三分之一，批文生产相对集中，批文交易有望活跃。在**药品流通环节**，规范医药电子商务，丰富药品流通渠道和发展模式。

C 端缺乏成熟模式，B 端发展潜力大但服务能力是未来竞争核心。目前医药电商发展的市场环境是，80% 的药品销售仍集中在医院，医院出于利益考虑限制处方外流，医保涵盖 OTC，医保定点药房相比电商有支付优势，电商 C 端订单主要来自计生用品和保健品，药品仍非主流；网络处方药解禁仍不确定。不再保留 GSP 认证规定，国家带量集采及扩面，77 家企业税务核查，营改增、两票制，医药代表备案制及 GPO 等政策推行，进一步提高市场集中度，企业由营销为王转变为产品为王。业态分化，工商一体化的商业运作模式逐步转变为专业化的分工运作业态模式。广东、山东、浙江、上海都相继出台药店医保药品集采相关政策，药店加入集采已成为零售药店改革不可阻挡趋势。

药品使用环节，实现医药分业，以集采方式探索合理的医保支付价，将持续深刻重塑仿制药行业的价格体系和竞争格局，在带量采购、DRGS 付费进一步推广的供给侧改革过程中，行业集中度将大幅提升，未来拥有丰富产品梯队、长期成本优势和质量优势的仿制药企业将胜出。2019 年是“4+7 带量采购”出台后的第一年，从当前效果看，首批带量采购的执行超预期。11 个试点城市从 3 月开始陆续启动带量采购，平均药品降幅 52%，最高降幅 96%，截至 6 月完成约定采购总量的 70%。25 个品种，2019 年 1-5 月全国采购情况比去年同期减少 13%。招采模式的变化对 2020 年市场影响巨大。未通过一致性评价品种将失去市场机会。谈判准入是医保药品目录准入方式的一个重大创

新，反应了医保准入方式的变化，动态调整成为常态；体现了对创新药企的支持，鼓励创新的政策正在从研发、注册一直贯穿到生产准入及临床使用。

在耗材集采的国家政策层面，国务院办公厅于 2019 年 7 月印发实施《治理高值医用耗材改革方案》，要求理顺价格体系，降低高值医用耗材的虚高价格，规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用，健全监督管理机制，严肃查处违法违规行为。净化高值医用耗材市场环境和医疗服务执业环境，支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局，促进行业健康有序发展、人民群众医疗费用负担进一步减轻。DRGs 完整运行后，药品耗材将成为医院成本端，加之 4+7 集采扩围等针对药品控费的政策推进，耗材企业在未来几年内的议价能力不断削弱，唯有明确疗效或创新的品种才能赢得市场。高值耗材改革以削减中间环节费用为主要目的，对出厂价影响有限，整体比药品缓和，外资产品将显著受到更大的价格压力，在医保支付改革推进的过程中，整体利好国产替代。短中期，药品、耗材集采推动医保支付价形成，长期来看，医疗信息统一编码，DRGs 完整运行，将彻底重塑行业生态。高值耗材领域推行带量采购，中标的几家企业能够分享该省公立医院超过 70% 的市场份额，有利于行业集中度的提升和龙头企业市占率

的扩大。随着高值医用耗材带量采购在全国更大范围内铺开，未中标厂家的市场份额将被进一步压缩。行业将在带量采购和两票制推动下加速洗牌。

在国家政策不断向国产设备倾斜的大趋势下，乘着分级诊疗、基层放量的东风，国产医疗器械有望迎来繁荣发展的新阶段，预计未来五到十年又将有多个细分领域完成进口替代。国内龙头将享有行业高增速及进口替代的双重驱动，行业集中度提升，市场竞争格局重塑，这样的领域是医疗器械领域投资的黄金细分领域，主要包括大中型设备中的彩超、CT、MRI、内窥镜。IVD 领域的化学发光、分子诊断，骨科中的脊柱和关节等。

医疗服务依旧具有稀缺性和高成长性。从量上看，需求持续上升，目前未被充分满足，优质的医疗服务是稀缺资源。从医院供给端看，资源分配不均衡，结构性供给不足有待改善。从价格来看，消费升级驱使下，未来价格还有待提升趋势。从医保管控看，民营医院注重医疗服务，在医保重点管控药价的情况下，受到的影响较小。具备差异化和复制能力的高端医疗服务、专科医疗服务机构有广阔的市场空间。

（三）医改新政对医疗健康子行业发展的影响

一是加快医药企业类型结构调整。医药企业的生产模式和生存方式将发生分化。三大类制药企业将主导未来业态。一类是创新型的工

业企业，享有政策红利，但数量并不多；二类是有成本优势的高端仿制药企业。仿制药进入微利时代，大批品牌必将出局；三类是政策支持，还有一定生存空间的中药企业。

二是政策引领医药流通行业变革。两票制界定清晰，药品生产企业到流通企业开一次票，流通企业到医疗机构开一次票。流通自查促进行业规范化，CFDA 要求药品批发企业开展自查，严厉监管之下，流通行业将迎来洗牌。短期来看，政策会给流通企业带来压力，行业并购整合将是行业发展的中长期主题。集中度提升推动龙头企业业绩增长。中期看，国内大型连锁药店作为重要的流量入口，有望通过整合海量数据和各类资源，成为健康管理的平台型服务商，形成对顾客的整体健康管理，更全面满足顾客需求。长期来看，医药分开是大势所趋，对于经营规范的大型连锁药店而言，药事服务能力强，更能承接处方外流的红利。医药流通产业正处于加快调整阶段，产业资金成本压力仍然较大，行业市场集中度受政策影响处于微振调整期，头部企业市场占优，并向产业链上下延申。中小企业生存状况堪忧。医药流通行业市场集中度维持稳定并呈现进一步集中的趋势；单一代理和推广的商业模式推出市场，综合型医药商业占据优势；中小型没有特色资源的医药商业公司将退出市场；大型医药商业企业将拓宽上下游产业供应链的整合资源。业外配送机构进入医药流通市场参与竞争。CSO(合同销售组织)模式成为医药商业服务新业态。以配送为基础的

三合一综合企业占优。

三是促进医疗服务提质降费。医保支付方面：卫生总费用不断攀升，未来占 GDP 比重会进一步提高；医保基金面临控费压力，个人支付比例仍然较高。全面推进医保支付方式改革，积极推进按病种、按人头付费机制，保障医保基金保基本的重要职能，落实基本医保基金预算管理，强化医保基金保基本的功能定位。非本科室药品和非本疾病药物不能处方，辅助用药、高价药限制处方，处方外流给药店带来机会。常见病、小病患者回流医疗机构给药店带来压力。职工医保个人账户改革趋势渐明。改进个人账户计入方法，个人账户总规模将下降。推进门诊统筹，个人未来在购药上更多进入医疗机构，三级医院将从门诊统筹获取更多市场。加强费用监管，减少套保事件，零售端的非药品营收会受到冲击。以集采方式探索合理的医保支付价，将持续深刻重塑仿制药行业的价格体系和竞争格局，在带量采购、DRGS 付费进一步推广的供给侧改革过程中，行业集中度将大幅提升，未来拥有丰富产品梯队、长期成本优势和质量优势的仿制药企业将胜出。其一是带量采购促进仿制药一致性评价。试点扩围坚持“一致性评价”作为仿制药参加集中带量采购的入围标准，允许通过一致性评价的仿制药与原研药公平竞争，并对同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，不再选用未通过一致性评价的品种，将市场容量腾出给通过一致性评价药品，促进企业加快开展一致性评价工作，引导

产品结构升级。其二是带量采购改善医药行业生态。试点扩围坚持量价挂钩、保证使用、及时回款，将在全国范围内推动改进药品购销模式，减少企业公关、销售及压款等交易成本，引导医生和患者理性用药，净化医药流通环境，改善医药行业生态。其三是带量采购推动行业规模化发展。试点扩围后，25 个药品带量采购将覆盖全国所有地区，对企业的产品质量、产能供给和成本控制的要求更高，企业面临更大竞争压力，将有利于推进行业优化重组，逐步改变行业规模偏小、品质偏低的局面，推动行业规模化、集约化和现代化发展。4+7 集采导致同药不同价的现象有望解决，也是相关品种医保支付同价以及未来处方流转的基础建设。最受伤的企业是坚持高价的过专利期原研药企业，过评仿制替代原研是全球方向。“4+7”影响下企业调整销售模式，带量采购持续推进的撬动之下，更多企业加入到战略调整的队伍中，解散或调整销售团队，出售资产进行战略调整，加码创新药或高端首仿药，向基层市场下沉，三、四、五线城市以及基层市场成为过期原研药销售另一大渠道。

四是加快医院终端市场业态分化。政策引领终端变革，一部分保基本医疗，从应用端优化服务，各类疾病的治疗指南将得到强化，未来对医院的诊疗流程也将变得更加规范化；分级诊疗和家庭医生制度获奖得到更快的发展，高等级医院将更多成为疑难杂症的治疗中心，基层医疗机构及二级医院或将成为更多民众首诊的地点。一部分推向

市场，进行市场化医疗。随着医生多点执业的逐步放开和高端民营医疗机构的发展，部分高收入阶层的医疗需求可能将向高端民营医疗机构转化。系列新政影响下我国医药终端市场进入“慢增长”的阵痛期。终端进入近二十年少有的低迷阶段，终端增长持续下滑，上下游增速同步下滑不再背离。医院终端会有一个很低水平的增幅，甚至是负增长。实现公立医院保基本，发展社会办医的目标，鼓励社会办医，社会办医纳入医保定点，中医诊所备案制，医院处方外流。分级诊疗，医生多点执业，进一步解放医院和医生资源的有效配置。取消基药占比限制，国家重点监控目录出台，针对西医处方中药限制对行业形成剧烈心里预期影响。

五是零售终端企业营销模式将发生深刻变革。以药养医难题近期难破，营销模式在政策的挤压下和商业利益的博弈中扭曲和动态平衡。新的工商合作模式将随着两票制许可人制度的变革而出现。流通渠道多元化和扁平化，医药流通和零售将受业外势力冲击而改变营销模式。零售市场业态将出现两极分化。处方外流加速医药终端渠道结构性变化，将带动与医药相关的信息流、服务流、资金流、物流，只有“互联网+医疗+医药”才能形成安全有效的处方外流闭环。得益于处方外流和医保接入，药店分级管理逐步实现医药体系分离，留方制度和电子处方技术解决医院处方外流的瓶颈。药店被纳入医保统筹基金报销的可能正逐步实现。医院药占比限制导致处方外流，将促进零售药店

终端的发展，终端连锁运营及规模拓展将成为趋势。营改增的落地执行，以往一些医药零售单体药店的不合规现象将得到控制，削弱单体药店的盈利能力，有利于终端集中度提升，有利于连锁药店的规范化运营。药店迎来处方外流的结构性的机会，但不是利益均沾。个人账户改革或将带来较大冲击，互联网政策的变化可能改变竞争格局，零售业的竞争将进一步加剧。

六是推动国内 CRO（医药研发外包服务）市场发展。仿制药一致性评价，药物临床试验自查核查及药审加速，推动国内 CRO（医药研发外包服务）市场发展。

三、医疗健康行业政策对投资的影响

（一）医疗健康行业政策影响下的投资逻辑

2019 年上半年中国医药并购整体回暖，中国医药总体并购数量达 242 宗，接近 2018 年上半年的历史最高值（258 宗），其中来自战略投资者的并购数量环比增长近 100%。医药领域仍受资本高度关注，成长与创新仍是医药投资的核心关注点，创新药项目引领医药领域投资方向。据 CVSource 的分析数据，2018 年创新药投资数量高达 157 例，金额为 40.64 亿美元。

从医药行业各细分子行业来看，传统药物以 PE 项目居多，并且产业资本多于纯财务投资，这类项目主要考虑三个因素：销售费用、利润率和产品线。原料药行业竞争激烈，壁垒不高，难以培育出大市

值公司，不是医药行业投资的主流，投资逻辑更接近于化工等周期性行业。大宗原料药是传统化学原料药，产品附加值相对较低，类似于化工行业。投资关注产品涨价，源于突发事件导致的竞争格局变化，比如自然灾害、生产事故、环保压力等引发的供给端收缩。特色化学原料药主要用于生产专利到期或即将到期的仿制药，产品附加值较高。特色原料药企业向制剂或 CDMO 领域进行产业升级，能否在国际市场取得突破是投资的关键看点。化学仿制药是目前国内医药企业主要的业务板块，受政策影响极为显著。行业发展相对成熟，带量采购对仿制药价格产生一定压力，降幅很大程度上取决于竞争格局，盈利能力在集采影响下将逐步缓慢下行。长期来看，质量、价格、品种线的丰富度是决定企业竞争力的核心，行业格局重塑，具备丰富增量品种的企业最为受益，利好具备原料药制剂一体化的大型企业以及欧美规范市场制剂出口转内销的企业。中药处方药独家品种，且进入医保目录或国家基本药物目录，受行政降价的影响小，有渠道与概念创新的中药企业市场潜力大。有循证医学证据的口服中药品种，凭借确切的疗效有望逐渐取代中药注射剂的地位。医保常态化动态调整趋势有望提升国内创新药放量速度，系列新政加速临床试验与审评审批阶段，缩短国内创新药上市进程。创新药投资主要看适应症市场大小，同类创新药的研究进展及优劣势，专利范围、来源和合法性以及临床实验数据等影响上市后业绩表现的因素。OTC 行业市场规模始终保持稳步增

长，有一定的周期波动性，成长性欠佳，预计未来将保持小幅稳定增长。疫苗行业目前处于成长期，随着国内多个重磅疫苗品种相继获批，有望驱动行业快速发展。但疫苗对政策高度敏感，突发事件可能导致政策收紧。疫苗行业投资关键看重磅品种驱动，其中对于一类苗安全性是更重要的维度，二类苗重磅品种是主要利润来源，新型疫苗具有消费升级属性，放量比创新药更快。血液制品行业目前处于成熟期，行业没有新进入者，具备资源属性，壁垒较高，盈利能力良好，未来有望保持稳定增长。投资关键看浆站数量和产品结构。

港股和 A 股科创板推出利好研发性企业，融资新政成为助推创新药企业加速发展的重要动力。研发管线逐步成为投资者估值和决定研发性企业股价走势的重要考量因素。

进口替代仍然是中国医疗器械发展的主旋律。《中国制造 2025》为中国医疗器械的发展和目标制定了中长期规划，投资机会在分级诊疗和进口替代中出现，两个维度的投资逻辑是目标企业成为平台型公司的可能性和是否具备细分领域独特技术优势。技术进步、产业链成熟等内部因素为国产器械发展提供基础，政策、资本等外部因素为国产器械营造了历史性的发展机遇。在细分市场板块中，医学影像设备、体外诊断及检验产品与高值医疗耗材及植入物、骨科等是中国医疗器械市场的主要组成部分。医改、分级诊疗、扶持国产设备、鼓励民营医院等多项政策全面落实中，国产厂商充分享受政策红利。目前国产

医疗设备已逐步突破多项技术壁垒，专业化产业集群日趋成熟，为控制成本、扩大生产规模创造了条件。医疗器械领域除了少数高端产品技术壁垒较高外，其他产品的研发周期短，先发抢占市场份额非常关键。在进口替代刚开始、内资企业集中度较低、行业内第一梯队暂未形成时进入，做出技术上有竞争力的产品，辅以强大的营销推广能力，形成品牌护城河，是国产企业实现进口替代的最佳路径。目前已经基本实现进口替代（国产占比超过 50%）的细分领域包括：植入性耗材中的心血管支架、心脏封堵器、人工脑膜、骨科植入物中的创伤类及脊柱类产品等；大中型医疗设备中的监护仪、DR 等；体外诊断领域（IDV）的生化诊断；家用医疗器械中的制氧机、血压计等。

医疗服务领域是医疗产业链的核心，是其他环节的价值实现环节，尤其是公立医疗机构，作为整个医疗服务领域的核心，针对医疗服务领域的投资，不同子行业对资本的要求不尽相同。在新医改和技术加持下，医疗服务将向更专业学科探索。由于我国医疗资源分布不均，大型三甲医院无法负担多数人的诊疗需求，第三方辅助诊断一直有着较大市场，尤其是新医改之后，在基因诊断及人工智能助力下，第三方诊断真正开辟了新的发展路径，对于连锁专科来说，由于具备标准流程，对专家依赖度较低，各路资本争相在该领域角逐。目前口腔类项目仍然受到最高关注。医疗服务的投资机会，中短期是由非公立医疗机构与相关服务快速成长诞生的投资机会，非公立医院关注与公立

医院在产品与服务上有差异化优势的领域，中长期是由公立医院改革带来的投资机会，关注政策红利和资源红利。养护服务是补充、完成与公立医院服务到康复之间的衔接，投资关注可复制性，内部管理效率与流程效率、专业性、资源及获客能力，员工流动性及培训体系。第三方辅助诊断有助于医疗机构与医生管理及工作效率提升，投资关注技术领先性及差异化、获客能力、服务深度及广度。体检机构是医疗数据的入口，投资体检机构关注设备配置、产品价格、服务品质、经营管理和获客能力。物质条件丰富后大众对美的诉求导致医疗美容行业市场广阔，属于高毛利行业，投资医疗美容机构要关注品牌、技术、设备配置、价格、服务品质、经营管理和获客能力。

（二）医疗健康行业政策导向下的投资建议

政策因素将影响医药投资的目标选择和估值。多条战略性转型升级赛道上的细分行业估值快速提升，包括创新药研发（生物医药、化学制药）与创新药产业链（医疗服务、生物医药）；持续扩张整合的连锁药店与医疗服务龙头；具有一定技术优势、正在进行进口替代的医疗器械龙头。在具体细分领域医药行业方面，重点关注 CRO、创新药项目，尤其是针对部分成熟靶点的改造类项目。医疗器械方面，重点关注人工关节、高端影像、分子诊断、POCT 等领域项目，国内进口替代空间巨大。医疗服务方面，仍可关注眼科、口腔、体检、妇产科、医疗美容等领域并购项目，重点关注儿科、肿瘤等高竞争壁垒的连锁

专科项目。

医疗原料药行业由于环保趋严，大量不规范的产能被淘汰，行业的准入壁垒提高，产品价格周期性急剧上涨的原料药公司爆发力强。在一致性评价要求下，规范的大型原料药厂家对于下游制剂厂家的议价能力在提升，仿制药竞争中原料药成本因素越来越重要。从长期来看，对于原料制剂一体化的公司长期有望形成利好，一方面原料药的产能和供应可以自我保障，避免被上游供应商掣肘，另一方面成本也有一定的价格优势，进而通过产能和价格优势在带量采购中占得先机逐步扩大市场份额。化学仿制药企业的投资看点在于是否属于好的细分分子行业，是否有好的产品，研发能力是否强大等。创新药的研发管线的产品数量和所处阶段，研发团队的成功率、创新药的临床需求、专利布局等是影响创新药投资估值的重要因素。对于创新药投资建议采用打包投资或 FOF 模式，不要进行单品种投资。OTC 行业投资关注品牌、营销和渠道等，品牌价值较为重要，中药饮片和配方颗粒成长较快，而且具备一定的定价权。

随着 2015 年以来药政审评审批新政逐步推进，审评积压的状况显著改善，MAH 等制度试点也在很大程度上减轻了初创型研发企业的投入要求，企业申报创新药数量和品种获批数量较此前有了显著提升，医保对创新药的承接力度也在逐步加大。政策和资本、人才的驱动下，国内创新药领域仍将持续维持较高的景气程度。但新的政策环境对于

企业在立项、临床和市场准入及销售等各个环节都提出了新的要求。长期来看，建议投资者关注中国规模型创新药企的发展机遇；另一方面关注具备特色品种的优秀生物技术类公司。

医疗器械市场结构中近年影像诊断占比最大，其次是 IVD、低值耗材、心血管和骨科等产品，与全球医疗器械行业结构相似。我国 IVD 市场总体呈现低端市场增长变慢、中端市场迅速放量、高端市场逐步开拓的局面。高端市场容量相对较小，目前被跨国公司占据，国内产品技术差距很大。中高端市场进口替代空间广阔，是目前的黄金细分市场，重点关注化学发光和分子诊断领域。

医疗服务行业受益于未来医保控费的医改大方向，有望维持量价齐升趋势，身处好赛道且自身经营管理能力强，能够具备不断复制能力的业绩持续成长标的稀缺，未来将是长期享有估值溢价的子行业，虽然短期估值偏高，但未来仍然会涌现新的投资机会。长期趋势向好，但医院投资属于重资产，短期难以看到盈利贡献，投资逻辑短期看是否有能力切入公立医院改制，以及持续获取优质医疗资源的能力；中长期看医院运营管理效率的提升和对医生及医院管理团队的激励。综合性医院仍然以公立医院为主导，未来如果有优质医院被上市公司资产证券化，将带来显著的投资机会。民营医疗服务企业目前最合适的模式还是专科连锁，以爱尔眼科和美年健康为代表，未来医疗美容、精神病专科等领域都有望涌现新的行业龙头。至于医院相关产业链，

如果能找到合适的盈利模式，则有望持续快速成长，相关的投资机会如第三方临检、医院后勤管理等值得关注。适度轻资产，具有良好的科室，可快速复制的医生培养机制和医院管理团队培养机制的医院是资本市场比较理想的医疗服务投资标杆。

CRO/CDMO 市场取决于下游药企的研发投入和 CRO 渗透率，国内创新药处于起步期，纯增量逻辑来看，长期趋势向好。全球研发投入向中国转移趋势增加，国内受科创板利好因素正处于爆发期。行业属于 B 端和项目制，跟消费品的投资逻辑不一样，最好的买入机会是行业处于上升增量期，公司业务处于释放期，产业延展性较强，产业一体化的公司。这样的公司受行业经济周期影响相对较小。投资关注企业的业务网点及客户资源、获客能力、合同订单量、行业资质和独特专业能力。

药店行业集中度非常低，随着行业龙头纷纷上市，并购整合将是大势所趋。药店关注所在区域的垄断地位，区域内是否高密度布局，对上游形成议价能力，药店是否获得医保资质，药店内部管理情况（毛利润率和费用率），所在地的终端数量和竞争结构。增值业务拓展价值，利用线下资源开展 O2O 业务，增加 OTC 之外的品种销售。长期来看，医药分家是顺势所趋，药店将是最受益于处方外流的子行业。药店连锁行业长期看好，对标美国的标杆企业，成长空间巨大。

医药分销商业企业数量众多，基本业务同质化，传统业务模式为

垫款加物流，毛利润低下，未来在医药分家的背景下有望切入药品销售环节和医院综合药事服务环节，可以开展器械代理、医药电商、药房托管、供应链管理、PBM 等新模式新业务，显著提升利润率，具有并购价值。随着两票制和营改增的实施，行业规范之后龙头企业市场份额将持续提升。静态业务关注总体销售具有规模优势、全国/区域龙头或纯销占比、毛利润率、高毛利业务占比高的企业。

参考文献:

- [1] 普华永道. 2019 年上半年企业并购市场回顾-中国医药行业[R]. 2019(9): 1-17.
- [2] 李静芝 刘璟琨 殷檬楠. 2019 医疗产业投资指南[R]. E 药经理人研究院& 投中研究院, 2019: 1-54.
- [3] 徐佳熹. 医疗健康行业特点与研究防范[R]. 兴业证券, 2019(11): 59-106.
- [4] 徐佳熹 赵垒 杜向阳 黄翰漾 张佳博 东楠 彭维熙. 创新加速变革时代-2018 年国内创新药发展回顾与 2020 年展望[R]. 兴业证券, 2019(10): 1-58.
- [5] 林建宁. 2020 年中国医药经济预测[R]. 南方医药经济研究所, 2019(11)
- [6] 宗云岗. 三医联动政策下的市场业态演变探讨[R]. 南方医药经济研究所, 2019(11)
- [7] 周春宣. 我国医疗机构用药市场特征及发展趋势[R]. 米内网医院中心, 2019(11)
- [8] 林斌. 我国零售药店市场特征及发展趋势[R]. 米内网零售中心, 2019(11)
- [9] 张涉泳. 系列新政影响下我国医药终端变局及企业应对策略[R]. 标点信息, 2019(11).
- [10] 徐佳熹 孙媛媛 赵垒 杜向阳 黄翰漾 张佳博 东楠 彭维熙. 新常态下的机遇与挑战[R]. 兴业证券, 2019(11): 1-101.

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。