

透过现象看本质 人口结构变化决定医改方向

——医药生物行业点评报告



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

本轮医药反腐本质上还是医改的一环。从7月下旬至今，中央及各地密集出台政策部署为期1年的医药领域反腐工作。

- 我们认为，本轮医药反腐并不是一个孤立的反腐事件，而是已执行多年的医改进程中的一环，其目的还是对医疗行业从定价，支付，分配等环节进行优化。

透过人口结构看医改本质。根据联合国数据，到2050年，如果没有有效的调整，中国的人口结构，将变成倒金字塔型，严重拖累经济增长，同时出现医保基金入不敷出的局面。

- 婴儿潮是决定人口结构变化的重要因素。假设平均退休年龄为60岁，从2022年开始，连续14年的第二次婴儿潮，正在变为退休潮。意味着，中国要从轻度老龄化，走向真正的深度老龄化。

2022年医保基金统计公报并不乐观。

- 职工医保的在职退休比已经呈现逐年下跌的趋势。随着2023年开始，第二轮“婴儿潮”进入“退休潮”阶段，在职退休比的下跌速度将会显著加快。
- 居民医保基金虽保持着稳定结余的状态，但是结存率从2013年的将近20%下降到了近年的7%左右。
- 居民医保次均住院费用以及住院率均呈上升趋势，且逐年创新高。

投资策略：每轮行业生态的更替都将伴随着投资逻辑的改变，本次可能也不会例外。我们认为，未来的创新药/器械投资逻辑应聚焦以下三点：**1. 真刚需；2. 真创新；3. 出海/打造拳头产品。**

目前的医疗反腐进度仍处于前期，无法预计后期是否会有新的黑天鹅事件出现，因此在定价端和支付端相对更安全的中药板块投资价值凸显。而此前我们在周报中多次建议关注的中药创新药/中药OTC有望成为当下医药行业极具投资价值的细分方向。

建议持续关注以岭药业，康缘药业，葵花药业，羚锐制药等。

风险提示：技术风险，政策风险，宏观经济波动风险

评级

增持（维持）

2023年08月14日

曹旭特

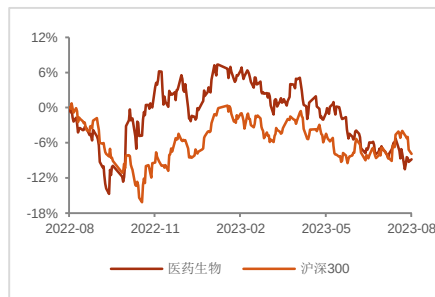
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	488
行业平均市盈率	25.18
市场平均市盈率	17.41

行业表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

相关报告

1、《医药生物行业研究周报：药监局会议强调支持创新医疗器械及中药创新》

2023-07-11

2、《医药生物行业研究周报：医保目录调整将启动 多款新药获批》2023-07-04

内容目录

1. 本轮医药反腐本质上是医改的一环	3
2. 透过人口结构看医改本质	3
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 2022 年中国人口分布	4
图 2: 2050 年中国人口预计分布	4
图 3: 我国的三次婴儿潮 (万人)	4
图 4: 2013-2022 年职工医保参保人员结构	5
图 5: 2013-2022 年居民医保基金收支情况	6
图 6: 2013-2022 年居民医保次均住院费用	6
表 1: 《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》重点总结	7

1. 本轮医药反腐本质上是医改的一环

7月下旬以来，中央及地方密集出台医药领域反腐措施：

- ◆ 7月21日，国家卫健委等十部门联合部署开展为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治。
- ◆ 7月24日，国家卫健委等六部门发布《深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务》，将医疗行业反腐列为下半年医改重点任务。
- ◆ 7月25日，初次审议的刑法修正案（十二）草案在行贿罪规定中增加了新条款，提出在教育医疗等领域行贿将从重处罚。
- ◆ 7月28日，中纪委牵头开展全国医药领域腐败问题集中整治。
- ◆ 8月2日，广东、浙江、海南、湖北多省陆续发布通知，要求集中整治全省医药领域腐败乱象。

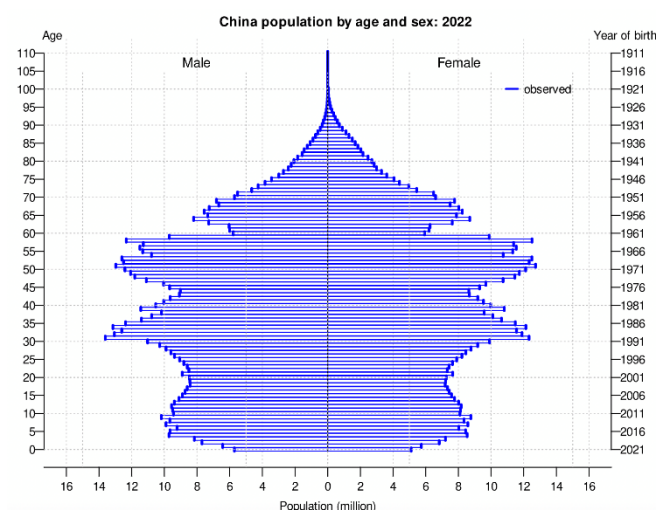
我们认为，本轮医药反腐作为医改重点任务，其并不是一个孤立的反腐事件，而是已执行多年的医改进程中的一环，其目的还是对医疗行业从定价，支付，分配等环节进行优化。

2. 透过人口结构看医改本质

人类的生命，大致分为三段。少年、成年、老年。人类社会的运行方式大致是成年人工作，养活老年和少年。所以，从生产的角度看，这三段人口之间的相对数量关系，也就是人口结构，直接决定了我国的生产能力。

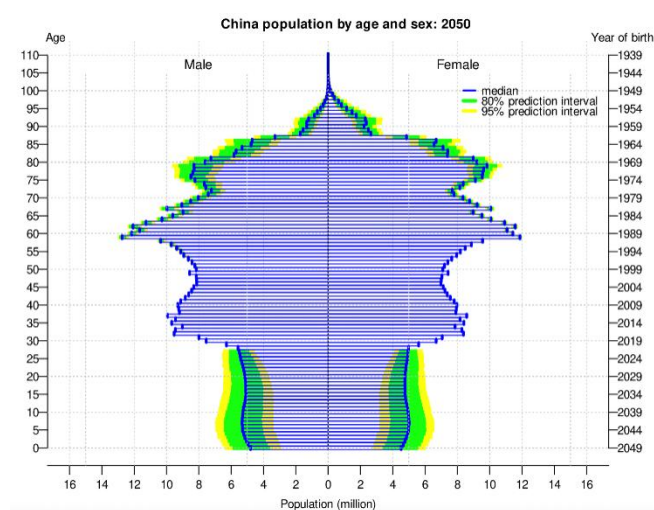
根据联合国统计，2022年中国人口分布的峰值集中在30-60岁这样一个生产力主力军的年龄段。但是到了2050年，如果没有有效的调整，中国的人口结构，将变成倒金字塔型，上方净消耗的老年人口，加上下方净消耗的少年人口，可能会超过中间净产出的成年劳动人口，社会可能进入消耗>生产的阶段，这将严重拖累经济增长，同时出现医保基金入不敷出的局面。

图1：2022 年中国人口分布



资料来源：联合国官网，申港证券研究所

图2：2050 年中国人口预计分布

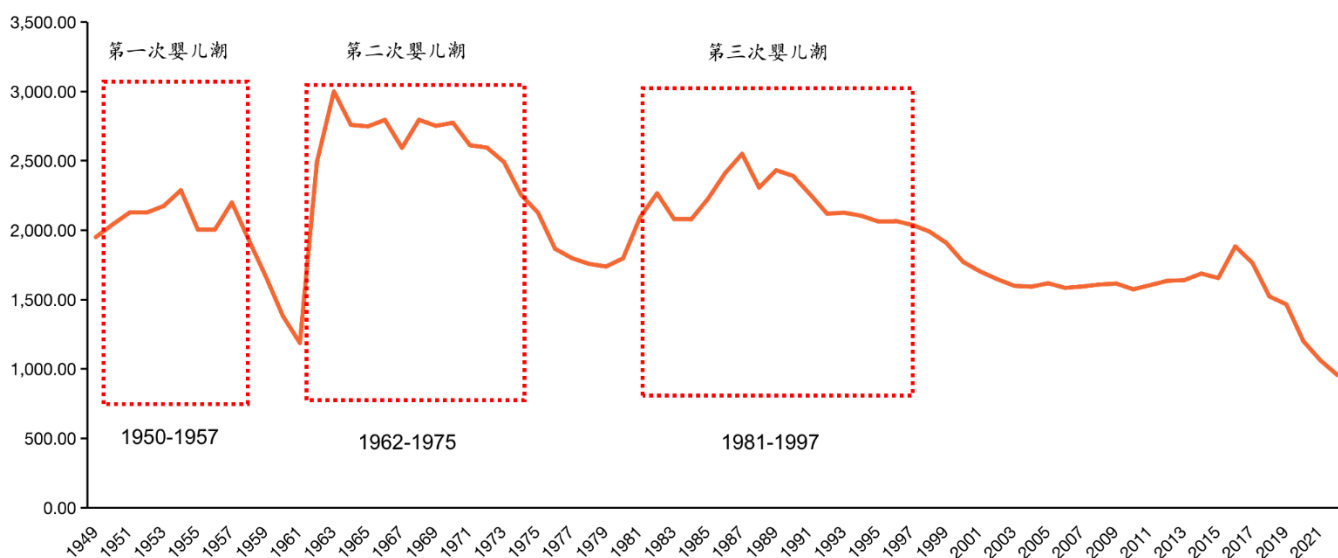


资料来源：联合国官网，申港证券研究所

我们认为，人口结构出现这样变化的原因是过去几轮婴儿潮的出现。如果我们把连续若干年，每年出生人口超过 2000 万定义为婴儿潮的话，1949 年后，我国有过三次婴儿潮。

- ◆ 第一次，是 1950 年-1957 年，连续 8 年，年出生人口超过 2000 万。
- ◆ 第二次，是 1962-1975，连续 14 年，是出生人口规模最大的一次。有的年份，出生人口甚至接近 3000 万。
- ◆ 第三次，是 1981-1997 年，连续 17 年，其本质为第一次婴儿潮的回声，但从 1991 年之后就进入下降趋势。

图3：我国的三次婴儿潮（万人）



资料来源：iFind，申港证券研究所

假设平均退休年龄为 60 岁，从 2022 年开始，数量最大、连续 14 年的第二次婴儿潮，正在变为退休潮。意味着，中国要从轻度老龄化，走向真正的深度老龄化。

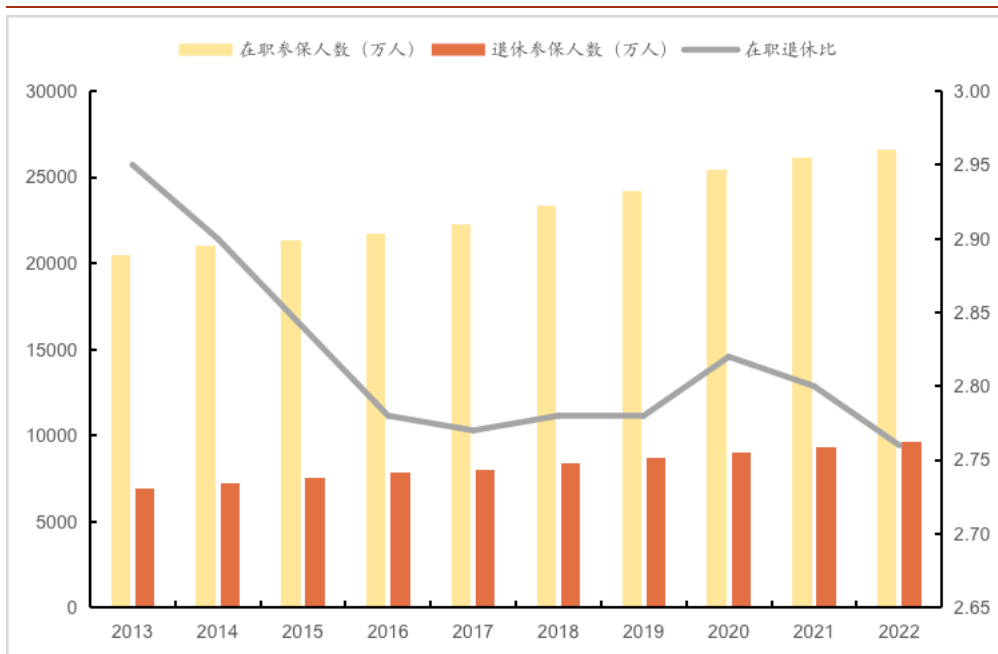
面对老龄化，从医疗行业的角度分析，主要的措施就是降低医保负担。回顾我国的医改历程：

- ◆ **取消药品加成。**过去医院是被允许按批发价采购药品、按零售价销售给患者的。取消药品加成后（中药饮片除外），所有公立医院都将实行药品零差率销售，药品价格将平均下降 12.7% 左右。
- ◆ **“两票制”改革。**药品从药厂到医院是有一个过程的，这个过程里的每一个环节，都会产生附加的费用。药品流通的发票，甚至能多达 7、8 张。“两票制”，就是为了减少流通环节，从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，从而减少层层加码、人人盘剥。
- ◆ **集采、国采。**通过“大量”来换取“低价”。以河南为例。截止到 2023 年 8 月初，河南全省已经集采药品 714 种，平均价格降幅超过了 50%，集采医用耗材 142 种，平均价格降幅将近 80%。

同样的，本轮医药反腐是历时十几年甚至几十年的医改大战略中的一个环节。我们认为，医药反腐只是手段，如何应对人口结构变化对于医保和养老带来的潜在压力，甚至改善人口结构本身，才应该是真正的目标。尽管目前医保基金结余尚为乐观，但是回顾 2022 年全国医疗保障事业发展统计公报，已经可以发现一些并不乐观的趋势。

结合前文对于我国人口结构的描述及预测，截至 2022 年我国的人口结构还可以称之为健康，但是职工医保的在职退休比已经呈现整体下跌的趋势。随着 2023 年开始，第二轮“婴儿潮”进入“退休潮”阶段，预计在职退休比的下跌速度将会显著加快。

图4：2013-2022 年职工医保参保人员结构

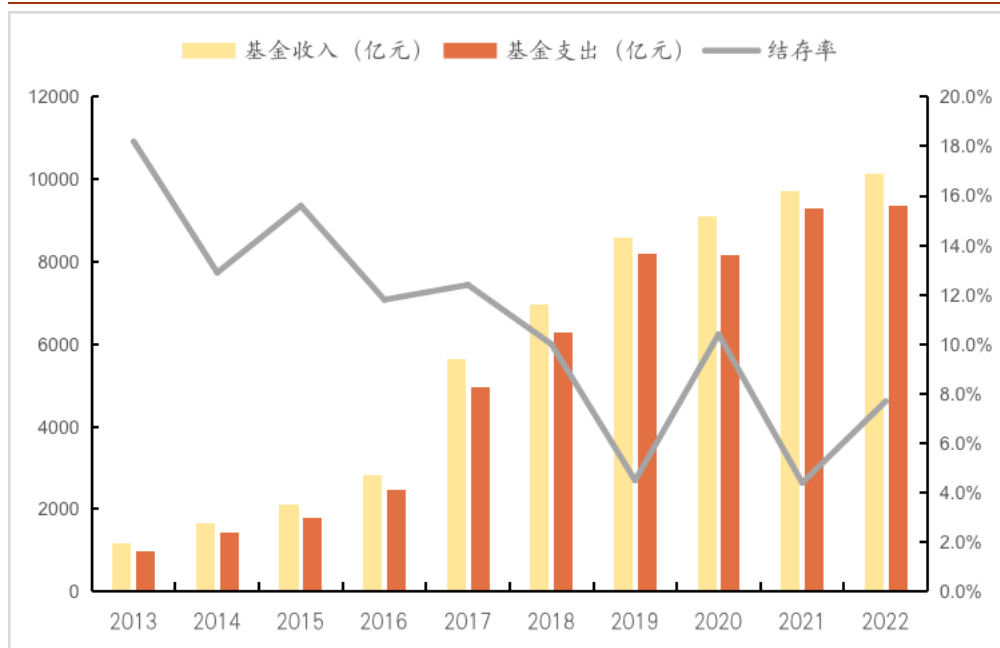


资料来源：国家医保局官网，《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》，申港证券研究所

居民医保基金保持着稳定结余的状态，但是结存率从 2013 年的将近 20% 下降到了

2019 至 2022 年的 7% 左右。

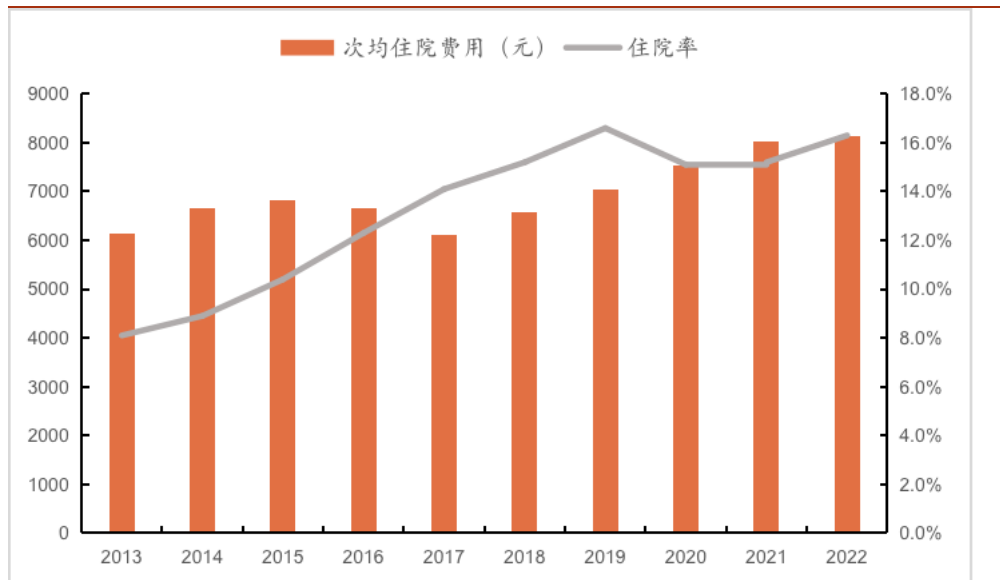
图5：2013-2022 年居民医保基金收支情况



资料来源：国家医保局官网，《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》，申港证券研究所

居民医保次均住院费用以及住院率均保持一个相对稳定的上升趋势。

图6：2013-2022 年居民医保次均住院费用



资料来源：国家医保局官网，《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》，申港证券研究所

3. 投资建议

对于医保基金或者整个医药行业来说，当下已经到了一个关键的转折点，因此目前这个时间点正是推出政策组合拳的良机。医疗反腐更多是针对分配端的工作，而我们认为行业生态的真正变革依旧应该出现在定价端和支付端，因此未来一段时间有望见证更多的政策措施陆续出台，如上海市医保局 7 月 28 日发布的《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，就**完善创新药械定价机制，完善医保多元化支付方式**等方面做出了清晰的规划。

表1：《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》重点总结

重点措施	具体细则
多方合作加强商业健康保险产品供给	推动商业保险公司开发覆盖更多创新药械的商业健康保险产品，形成与基本医保目录的有机衔接
	支持商业保险公司、医疗机构、医药企业合作，探索引入专业化第三方服务机构加快商业健康保险产品开发，覆盖新药、好药和优质医疗服务，以及未纳入基本医保保障范围的自费医疗费用，重点支持将创新性强、疗效确切、临床急需的创新药械纳入商业健康保险支付范围。
加大购买商业健康保险政策支持力度	加大补充医疗保险费可按 5% 税前扣除的企业所得税政策宣传力度
	鼓励商业保险公司开发适用个人所得税优惠政策的商业健康保险产品
	对覆盖创新药械的商业健康保险产品，优先支持使用医保个人账户结余资金购买，提高医保个人账户资金使用效率
	研究探索建立商业健康保险支持创新药械产品保费补贴政策
完善创新药械价格形成机制	积极争取国家有关部门支持政策，对谈判纳入国家医保目录的创新药给予更多扶持，鼓励医药企业创新
	除国家谈判药品和集中带量采购的药械外，其他药械由企业和医疗机构自主议价
	优化新项目试行期内医疗机构自主定价机制，鼓励医疗机构加快应用
	完善临床新项目备案应用机制，对首次临床应用的新项目准予收费立项后，其他医院备案后即可收费
加快创新药械临床应用	开通创新药挂网“绿色通道”，督促医疗机构做到“应配尽配”
	调整优化医疗机构考核机制，医院不得以用药目录数量、“药/耗占比”等原因限制创新药械入院
	对谈判纳入国家医保目录的创新药前三年实行单列预算，不纳入当年医院医保总额预算
	对取得国家医保耗材编码、符合本市可另收费耗材目录管理规定的产品，企业可直接申请挂网采购，实施一门受理，减少办理环节，提高审核效率，加快临床使用
加大创新药械医保支付支持	推广“医保-医企”面对面活动，支持创新药参与国家谈判、及时纳入医保目录
	在 DRG/DIP 支付方面对创新药械予以倾斜，提高新技术应用病例支付标准，新技术应用高倍率病例不设控制比例，成规模新技术应用可独立成组
	推动定点药店门诊统筹，推广电子处方流转平台应用，促进国家谈判创新药快速落地
	稳步扩大本市医疗服务项目和医用耗材医保支付范围，优先覆盖创新药械

资料来源：上海医保局官网，《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，申港证券研究所

我们认为，上海市在这个时间节点推出这样的政策组合拳并不是一个巧合，而是恰

恰证明了当前阶段医改的两个关键逻辑：

- ◆ 创新药械一定程度上作为集采政策的“豁免对象”，其对于医保基金运行可能造成了一定的压力。
- ◆ 对创新药械的支持力度不变，甚至更大。未来将会从定价，支付，准入等多个环节，以更加细致到位的政策予以支持。

每轮行业生态的更替都将伴随着投资逻辑的改变，本次可能也不会例外。对于创新药械的政策支持，目前看来没有动摇的趋势，但是对于“创新”的定义，可能是下一阶段需要厘清的关键。我们认为，未来的创新药械投资逻辑应聚焦以下三点：

1. 真刚需—临床需求和临床价值决定产品高度
2. 真创新—摒弃效率低下，内卷严重的赛道
3. 出海/打造拳头产品

而此前我们在周报中多次建议关注的中药创新药/中药 OTC 有望成为当下医药行业极具投资价值的细分方向。建议继续关注以岭药业，康缘药业，葵花药业，羚锐制药等。

4. 风险提示

技术落地不及预期：医药行业的发展离不开技术的发展迭代与革新，但行业的技术创新具备一定的不确定性。

政策落地不及预期：医药行业下游的需求往往取决于相关政策的落地实施进度，如落地不及预期，则将给创新药械的研发、上市带来负面影响。本轮医药反腐仍处于前期，不排除后期有更多黑天鹅事件出现。

宏观经济波动风险：宏观经济的波动可能影响一级市场的投融资情况，如行业景气度不足，则将直接影响部分创业公司的管线进度。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上