

中性 (维持)

一致性评价品种带量集采： 长期方向确定，逐步推进形成稳定预期

2019年01月18日

相关报告

《首次全国带量集采落地，关注后续行业估值和价格体系变化》
2018-12-08

《分娩镇痛开展试点，麻醉镇痛用药有望迎来新的市场增量》
2018-11-21

《个税大病医疗专项附加扣除，有望进一步推动用药升级》
2018-10-23

《抗癌药医保谈判结果落地，新一轮以价换量即将开启》
2018-10-10

海外医药研究

分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

SAC: S0190513080003

向秋静

xiangqiuqing@xyzq.com.cn

事件：

- 近日，国务院办公厅印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知，选择此前带量采购的11个试点城市，按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，在总结评估试点工作的基础上，逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。

点评：

- **方案符合预期，为新常态打一剂预防针。**此番国务院出台的全国带量采购方案与之前的4+7带量采购相比，并无大变动和新玩法，基本符合市场预期。更多的增添了一些理性化的顶层设计，如入围标准，按时回款，医保支付标准联动等，也弥补了一些漏洞，如“带量带多少的问题”。《方案》内容明确了药价大幅下降后企业端的隐性改善，如：降幅来源于带量之后的企业成本降低、来源于采购机制变革之后销售中间环节的水分挤出、来源于按时回款之后的企业交易成本降低等。而这些似乎归根到底都为市场解释了一个问题“大幅降价是否合理”。全国带量采购仍是摸着石头过河，未来政策上的“修修补补”以及地方新玩法不可避免。变数虽然存在，但长期目标坚定。预期，试点范围与采购品种都将逐步扩大，市场应当做好心理建设，积极应对未来集采新常态。
- **投资建议：中短期关注非药领域的板块性机会及药品领域的结构性机会。**关注以下五个方向：受益于进口替代+基层放量的国产优质医疗设备，如迈瑞医疗、万东医疗；优质民营医疗服务龙头，如爱尔眼科；行业转型创新过程中受益的“卖水人”CRO行业，如药明生物、药明康德、泰格医药、昭衍新药、凯莱英等；不适用医保的耗材器械及家用医疗设备，如鱼跃医疗、艾德生物。药品领域则关注政策免疫品种：具有政策性机会的中药配方颗粒与中成药如中国中药、天士力，成长性好的中药消费品如片仔癀、同仁堂国药，市场潜力大的非医保生物药如长春高新、我武生物。中长期压力终将成为新的动力，仿制药降价，将为创新药腾笼换鸟。海外市场关注中国生物制药、石药集团、三生制药、百济神州、信达生物、君实生物，A股长期关注恒瑞医药、科伦药业、复星医药、华东医药、丽珠集团。

风险提示：销售费用节省不及预期，回款速度不及预期，采购量执行不及预期，政策调整超预期，价格体系维护风险，产品质量和供应风险，DRGs试点等新政策压力。基于市场差异，A股医药行业维持推荐评级。

报告正文

事件

- 近日，国务院办公厅印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知，选择此前带量采购的 11 个试点城市，按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，在总结评估试点工作的基础上，逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。

点评

- **延续：整体基调与此前 4+7 带量采购文件一致。**

1) **试点不变。**北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市依旧为全国带量集采打头阵。这 4 个直辖市+7 个重点城市广泛覆盖全国主要片区，具有一定地域代表性；且主要为发达城市，预计未来推广也将自上而下开展，从大、中、小城市向基层逐步铺开；此外，以城市作为试点，而非“双信封”试行期间以省为单位进行大刀阔斧的改革，也反映了上位者希望温和推广的考量，不会一蹴而就。

2) **遴选范围不变。**将一致性评价作为药品能否中选的质量及格线。考虑到目前仿制药一致性评价仍在积极有序地开展，预期目标 289 个基药目录口服制剂的一致性评价尚未完成，可预计的是口服非基药及注射剂再评价可能还需要一段时间。带量采购全面推行还需要配合一致性评价进程，预计将会是循序渐进的过程。

3) **带量原则不变。**此前 4+7 带量采购文件虽没有明确规定比例，把更多的空间留给各个试点城市自由裁量，但采购文件上每个城市的采购量是确定量，这也是全国集采的核心，通过量价博弈，让企业能够合理规划产品的生产、流通，提高效率，让降价有的放矢。在国务院的全国集采文件中，进一步向企业许下市场承诺，仍然要求按照试点地区所有公立医疗机构年度药品总量的 60%-70% 估算采购总量。除此之外，在一些执行的细节上也基本沿用此前 4+7 带量采购的规定。

- **拓展：“顶层设计”明确目标与思路，这将是一场长期的攻坚战。**

1) 此次国务院的集采方案与之前联采办文件的最大区别在于前者更具规范意义，而后者更具实践价值。《方案》明确了目标任务、总体思路与基本原则，为之后的带量采购探索提供政策依据并指明方向。未来将在总结评估试点工作的基础上，**逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。**4+7 带量采购的 25 个品种仅仅是开始，预计后续仍有更多品种加入带量采购。

2) **中选品种不受控费、药占比限制。**《方案》指出,“鼓励使用集中采购中选的药品,将中选药品使用情况纳入医疗机构和医务人员绩效考核,各有关部门和医疗机构不得以费用控制、药占比、医疗机构用药品规格数量要求等为由影响中选药品的合理使用与供应保障”,此举一出,带量采购品种在同类可替代药品中也将具有一定优势。

3) **保障供应成入围新标准。**全国范围独家采购(至少短期内可能仍为独家中标)对于中标厂商的生产供应能力确实是不小的考验。此前就有由于无法按原价继续供应,上海取消康芝药业尼美舒利分散片采购资格一事(康芝非中标企业,但其自愿以带量采购中标价供应),虽然带量采购中标企业有采购量作为保障,成本空间较未中标企业更大,但也仍有供应风险。因此,《方案》明确规定,除质量入围标准外,企业的生产能力及供应稳定性等也将作为考察指标,成为产品入围的第二道门槛。

4) **及时结算,降低企业交易成本。**“保证回款”似乎已成为招采改革的老生常谈,但不同于以往政策中简单的四字规定,《方案》明确“严查医疗机构不按时结算药款问题。医保基金在总额预算的基础上,按不低于采购金额的30%提前预付给医疗机构”,上海地区文件已经实施高达95%的采购额医保预付(签约后3天50%+半年后45%),并直接给予商业配送机构。全国层面来看,考虑到经济水平、医保结余情况等实际情况各有差异,各地将制定因地制宜的预付规则,30%的采购额有望成为一个可执行的参考标准,而预付额能否及时回归企业层面仍带有观察。

5) **探索医保支付标准与采购价协同。**《方案》指出,将以集采中标价作为医保支付标准,对同一通用名下的原研药、参比制剂、通过一致性评价的仿制药施行同一支付标准。价高者,超出部分患者自付;价低者,医保按实际价格支付。价差过大的品种可逐步调整支付标准,也体现了政策的温和。这一政策构想,通过三医联动,从支付端着手,引导患者选用“质量优先,价格合理”的药品。

- **方案符合预期,为新常态打一剂预防针。**此番国务院出台的全国带量采购方案与之前的4+7带量采购相比,并无大变动和新玩法,基本符合市场预期。更多的增添了一些理性化的顶层设计,如入围标准,按时回款,医保支付标准联动等,也弥补了一些漏洞,如“带量带多少的问题”。《方案》内容明确了药价大幅下降后企业端的隐性改善,如:降幅来源于带量之后的企业成本降低、来源于采购机制变革之后销售中间环节的水分挤出、来源于按时回款之后的企业交易成本降低等。而这些似乎归根到底都为市场解释了一个问题“大幅降价是否合理”。

全国带量采购仍是摸着石头过河,未来政策上的“修修补补”以及地方新玩法不可避免。变数虽然存在,但长期目标坚定。预期,试点范围与采购品种都将逐步扩大,市场应当做好心理建设,积极应对未来集采新常态。

- **政策实施速度很关键，放松放缓不无可能。**政策实施的快慢结果正是当下投资人对于市场理解最大的预期差。处方药不同于一般消费品，往往上市即巅峰，之后不得不面对降价命运，因此处方药企业的成长逻辑在于不断存在新品的上市（研发）来补足单产品成长周期影响。如带量采购政策推广得足够快，几乎没有企业能够承受仿制药利润的大幅下滑，但如果是伴随着一致性评价逐步推开，那么这个时间能够给予足够优秀的上市公司来完成难仿药、创新药的转型升级，其业绩也会有持续稳定的增长，估值体系也能够得以维持。

而政策未来也会有逐步放松的可能性。目前政策已有微调迹象，产能承诺、配送响应、采购使用、货款支付，以及医保支付等一系列配套措施上都有充分的保证，以体现权利和义务对等，因此，单纯的价格联动不是未来的方向。此外，受制于一致性评价推进的速度，遴选品种范围很难迅速扩大。

- **投资建议：中短期关注非药领域的板块性机会及药品领域的结构性机会。**不可否认，此次带量采购对仿制药的估值体系产生了一定的冲击，在中短期内，行业“避风港”值得关注，特别是一些 2019 年估值合理，成长性较好的品种。关注以下五个方向：1) 受益于进口替代+基层放量的国产优质医疗设备，如迈瑞医疗、万东医疗；2) 优质民营医疗服务龙头，如爱尔眼科、康宁医院等；3) 行业转型创新过程中受益的“卖水人”CRO 行业，如药明生物、药明康德、泰格医药、昭衍新药、凯莱英等；4) 不适用医保的耗材器械及家用医疗设备，如鱼跃医疗、艾德生物。5) 药品领域则关注政策免疫品种：具有政策性机会的中药配方颗粒与中成药如中国中药、天士力，成长性好的中药消费品如片仔癀、同仁堂国药，市场潜力大的非医保生物药如长春高新、我武生物。

中长期：压力终将成为新的动力，仿制药降价，将为创新药腾笼换鸟。拥有良好品种线，研发投入巨大的龙头终将胜出。这里不仅包括业务体量较大、研发投入具规模、具有已上市\中后期临床产品线的公司，也包括一些创新药研发类企业中的头部公司。海外市场关注中国生物制药、石药集团、三生制药、百济神州、信达生物、君实生物，A 股长期关注恒瑞医药、科伦药业、复星医药、华东医药、丽珠集团。

- **风险提示：**销售费用节省不及预期，回款速度不及预期，采购量执行不及预期，政策调整超预期，价格体系维护风险，产品质量和供应风险，DRGs 试点等新政策压力。基于市场差异，A 股医药行业维持推荐评级。

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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司和国际济丰包装集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。