

【易凯行研报告2016—健康产业】

这里会出BAT

中国健康产业  
2016年投资白皮书

2016.4.7

## 概要

伴随着中国逐步进入老龄化社会，中国的医疗健康产业已经发展成为一个近 4 万亿的市场。这个市场在过去的五年中保持了超过20%的年复合增长率，预计在未来五年它的规模还将翻一倍，达到8万亿，接近届时中国GDP的10%。

今天的中国医疗健康产业正处于历史上变革最为剧烈的时期，具体表现为：

支付方的压力将倒逼供给侧的重大改革：人口老龄化的进一步加剧决定医保缺口将越来越大，医保进一步压缩支出成为大概率事件，围绕着控费而展开的一系列动作将比历史上任何一个时期更加严厉，如分级诊疗、药品降价等。

技术驱动下的医疗手段革新将从根本上改变传统医疗：越来越多的颠覆性技术将逐步渗透至大众群体，涉及多个领域的精准医疗将加速发生。技术进步将从根本上改变现有诊疗产业的市场格局。

人均可支配收入的提升将推动医疗需求向消费需求转变：医疗需求呈现多层次、多元化发展，推动医疗需求向消费需求转变。

中国市场的庞大以及中国企业的全球化将推动A股市场成为全球医疗健康资产实现价值的重要场所：我们预期，越来越多的中国公司将走出国门，在欧美发达市场寻求并购或投资医疗健康领域的优质资产并择机将它们注入A股市场，完成健康产业的跨境套利。

我们相信，在这样一个大背景下，中国的健康产业将迎来快速发展的历史性机遇。这里必将诞生能够影响社会、普惠民众的BAT量级的产业巨头。

我们预计，2016年资本将围绕以下几个细分领域向中国医疗健康产业密集下注：

- 优质的民营医院集团
- 具有整合能力和平台潜力的医疗器械公司
- 生物制药
- 互联网医疗

【易凯行研报告2016-大健康产业】  
这里会出BAT+中国健康产业的独家白皮书



## 目录

一、医疗服务市场

二、医疗技术与医疗器械市场

三、医药与生物科技市场

四、互联网医疗市场

五、精准医疗

六、附录

## 一、医疗服务市场



### 1、行业趋势

医疗服务一般意义上包括各类医疗机构为患者提供的预防、诊断、治疗及康复等服务。中国每年近 80 亿人次的门诊量，催生出一个 3 万亿的医疗服务市场；随着人口老龄化进程加快、疾病谱的演变、社保覆盖的增加及人均可支配收入的提高，这一市场未来五年内将增长到6万亿。

医疗服务行业的核心是要解决医疗服务的提供与医疗的费用支付两个方面的问题，即医疗服务由谁提供及如何提供、医疗费用由谁支付及如何支付。对这两个问题不同的解决方式，决定着一个国家的医疗卫生体系，更决定着医疗服务行业的发展路径。在过去的十年，医疗费用支付问题的解决成为驱动中国医疗服务行业增长的动力，也推动着医疗服务提供方的变革。在未来的几年，中国的医疗服务行业将会呈现出诸多新的、结构性的变化：

① **解决医疗费用支付问题的措施**，除了进一步提高社保覆盖及筹资水平的方式外，更多的将会从提高资金使用效率的角度入手；医保控费将成为常态，高度依赖医保的商业模式将会受到较大影响。

虽然商业保险会持续扩容，但社保将仍然是最主要的支付方。过去十五年中，中国的医保覆盖率大幅提升，从2000年的20%提升至2015年95%，基本实现了全民医保覆盖。特别是在过去的五年中，医保覆盖的速度增长最快，这也推动了整个医疗行业的快速增长。

但同时，由于医疗服务提供方与医疗费用支付方的脱节，使得所有的医疗行业参与者如药厂、医疗设备商、患者等都与医疗服务提供方站在一边，联合对抗支付方，使支付方面临“破产”的边缘。据统计，全国有200多个统筹地区的职工医保资金出现收不抵支，占全国城镇职工统筹地区的三分之一，其中20多个统筹地区将历年累计结存全部花完。在居民医保方面，全国有100多个统筹地区出现收不抵支，包括北京、武汉、广州、天津等经济较发达地区。

国家未来将仍然会加大医保的筹资力度，增加覆盖率，特别是在大病医保方面，但整体速度将远远低于前几年，转而会将重心放在提高医保使用效率上。而从目前国家对医保支出管控的水平来看，分级诊疗的强制推行及医保使用的配额安排将是最主要措施，类似按病种付费（DRGs）等支付模式改革短期内很难大规模实施。

商业保险虽然一直被寄予厚望，希望成为解决支付问题的又一力量，但在短期内仍看不到明显的希望。作为中国最大的“保险公司”的社保，一直把控着中国最广泛的参保人员，并且通过国家行政杠杆来保证其获得源源不断的保费。在中国，社保的缴纳不仅仅是医疗费用的支付问题，还被赋予了法律的强制性，公民缴纳社保成为其参与各类

经济行为的前提条件。因此，在一个公民无自由选择权的社保体系下，商业保险要想获得更多的参保客户，只能在保险品种上错位竞争，而缺乏医疗数据将是一个很大的障碍；如大病险、健康险、长期护理险等保险品种一直都进展缓慢。而如何将社保商保化，可能是一个突破点。

我们预计，未来高度依赖医保的商业模式将会受到较大影响。公立医院“不差钱”的好日子将一去不复返，大部分的民营综合性医院也将受到牵连；如何用创新的商业模式提供医疗服务，将是摆在这些医疗机构面前的重要课题。而非依赖医保的商业模式，如主要依赖患者自费的民营医院，包括整形美容、妇产、口腔、辅助生殖、中医等专科医疗机构，以及高端的综合性门诊部与诊所，则具备较强的抗政策风险能力。

② 由于来自支付方的压力，将会导致作为医疗服务提供方的各类医疗机构被重新定义，各级医疗机构的职能也将有更加明确的分工。医疗服务提供方的格局变化，将从根本上影响患者的就医习惯，患者流向也会因此有较大的改变。适应这种变化的商业模式将会得到市场的青睐，反之则会被淘汰。

在过去的十年中，中国政府已投入巨资，搭建了庞大的医疗基础设施体系，如已经拥有了近100万个各级医疗机构、培养了近1,000万名的各类医护人员；从总量上看，中国的医疗资源并不存在严重的供需失衡问题，但这些基础设施体系却是以孤立的形式存在，各自为政、职能错位，因此出现了严重的结构性供需失衡问题。

受到来自财政与民生需求方面的双重压力，医疗服务提供方的服务结构将发生较大变化。已被提了十几年的分级诊疗将会得到更加实质性的推广与实施，等级医疗机构与基层医疗机构将再次回归各自应有的职能，中国政府巨资建设的庞大医疗资产将再次被激活，公立医疗体系的服务效能将得到提升，并更多的回归到基础医疗服务上来。

在这一调整过程中，医疗服务参与的各方均会受到较大影响：

- 基层医疗机构：将更多的定位于提供预防、首诊及诊后康复的医疗服务，成为连接医患的起点；
- 等级医疗机构：成为基层医疗机构服务的延伸，定位于能发挥其优势医疗资源作用的医疗服务，如重大疾病及疑难杂症的诊断及治疗等；
- 药店：功能也将再次被重新定义，从传统的只是作为药品零售终端，逐渐转变为医疗资源连接患者的“最后一公里”，并向综合性健康管理机构演进；
- 医生：将重新审视自身的定位，并作出选择，是继续留在这一体系内，还是离开体系进入社会化医疗服务体系；
- 患者：就医观念将会受到冲击，就医习惯也会慢慢得到改变。

③ 民营医疗机构将面临新一波的机遇与挑战。一方面，一直困扰民营医疗机构发展的人才问题，将会由于有更多的公立医院医生愿意加盟而得到缓解；另一方面，公立医疗机构职能转变，将会释放出部分医疗服务市场空间，包括对公立医疗机构规模增长的限制、民营医疗机构患者来源渠道的多样化、县级医疗机构的重新定位而释放出来的改制机会等。

公立医疗服务机构的效能提升，又会给民营医疗机构带来较大的挑战。民营医疗传统靠较好的就医环境与服务体验作为差异化的竞争策略，将很难在新的环境下生存。医疗技术的提升及医疗安全的管控将成为决定民营医疗机构发展的关键要素。如何与公立医疗体系紧密合作，而不是被再次边缘化，将是摆在民营医疗面前的新课题。

④ 变革也推动着需求端的变革。对于疾病的医疗理念，将从重治疗轻预防与康复，转向三者并重；患者的健康意识与主动参与医疗行为的意愿将逐渐增强，医患之间的交流频率与方式也会出现新的变化；这些都会给传统的医疗服务市场带来新的生机与活力。

来自供给端的虽然中国建立了疾病预防与健康管理体系，但缺乏有效的运行，90%以上的医疗资源都花在治疗环节；同时由于缺少连续化的医疗数据与健康档案，使得医疗资源浪费严重，成本极高。而在医疗体系成熟的国家，疾病的治疗与预防及康复是各占一半，连续化的医疗数据与健康档案能给医疗的诊断与治疗带来很多的便捷，减少不必要的重复检测、避免治疗方案的反复调整，从而节省大量的成本。

随着医疗机构职能的重新定义，传统的只注重疾病治疗环节的理念将逐渐改变，疾病预防与康复环节将扮演越来越重要的角色，而基层医疗市场将是这两个环节最核心的场景。与此相适应的支付模式，将由之前主要为诊断与治疗环节埋单，转变为增加在预防与康复环节支付比例，降低在治疗环节的支付比例，进而实现良性循环。

就医流程的改变及医保政策的变革将会对患者的就医理念产生较大的影响。看病通过预约的方式将成为主流，疾病的预防与健康维护的意识将逐渐增加，患者越来越不满足于被动的接受医生的建议，进而通过互联网等技术手段主动参与到医疗行为的现象会越来越多、患者与医生之间的沟通并不止于在诊室的三分钟。

需求端的一系列变革将驱动传统的医疗服务市场出现很多创新的服务领域：

- 康复医疗
- 创新的慢病管理模式
- 中国式私人医生服务
- 基于医生间协作的远程医疗
- 老年护理与就医
- 未被满足的单病种医疗服务

⑤ 基于大数据的精准医疗服务将为临床决策者提供更加精确的支持和医院，对于患者来说，也将得到精确的治疗方案、最佳药物治疗、无效药物与副作用等信息。

精准医疗是基于系统学方法、利用大数据分析、根据每个患者的个体特征制定医疗方案的新医学模式，包括个性化的临床决策、服务和药物等。技术的进步应用为精准医疗在医疗服务领域的规模化推广提供了必要条件，常见的技术类应用包括：生物样本库、生物信息学、电子病历和大数据分析技术。



## 2、2016将受到资本重点关注的领域

- 与医疗体系改革相关的医疗服务：康复、连锁药店、社区医疗
- 与生活方式改变相关的医疗服务：整形美容、肿瘤、辅助生殖、精神疾病、中医、高端诊所



## 3、A股主要玩家

- 传统医疗服务行业：爱尔眼科、通策医疗、美年健康
- 传统的医药企业：恒康医疗、康美药业、天士力
- 传统的医疗器械公司：乐普医疗、鱼跃医疗、九安医疗
- 非医疗行业公司：宜华健康

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	市销率		市盈率	
					2015	2016E	2015	2016E
SHSE:600518	康美药业	67,984	17,827	2,895	3.9	2.9	23.5	18.4
SHSE:600535	天士力	41,674	12,742	1,447	3.5	3.1	28.3	21.9
SZSE:002044	美年健康	37,376	1,288	86	29.0	N/A	437.1	N/A
SZSE:300003	乐普医疗	30,931	2,777	521	11.4	8.4	55.2	44.9
SZSE:300015	爱尔眼科	28,716	3,166	427	8.9	7.2	66.4	48.1
SZSE:002219	恒康医疗	28,180	756	191	37.3	N/A	147.9	N/A
SZSE:002223	鱼跃医疗	17,906	2,125	369	8.5	6.6	48.6	34.7
SZSE:000150	宜华健康	11,616	734	30	17.4	7.6	388.0	9.5
SHSE:600763	通策医疗	10,661	762	192	14.1	10.7	55.4	56.9
SZSE:002432	九安医疗	6,808	419	-141	16.1	N/A	N/A	N/A

数据来源：Capital IQ，数据截止至2016/3/25



## 1、行业趋势

2004-2014年中国医疗技术与医疗器械行业收入的复合增长率达到25%，远高于全球7%-8%的增速。2014年我国医疗器械行业市场规模为2,556亿元，2015年预计将超过3,000亿元。与医药制造业相比，我国医疗器械市场规模仅占医药总市场的10%，相较于全球医疗器械占医药市场总规模42%的比例，还有巨大的向上发展空间。

受到人口老龄化、中产阶级日益壮大及政府不断增长的医疗支出等方面催化，中国医疗器械行业有望维持强劲的增长势头，并呈现以下几个重要的发展趋势：

① **进口替代主题升级**：部分传统耗材类及监护类产品已经基本实现进口替代，下一阶段的进口替代将转向附加值较高的高端手术及影像诊疗设备等领域；“美国技术+中国制造+全球市场”会成为一个重要主题。

中国医疗器械的发展经历了从进口到国产、从材料工艺到机电加工一体化、从国内市场到全球市场的漫长过程。中国医疗器械相对于发达国家起步较晚，早期基本全靠进口满足需求。由于缺乏核心技术，很多国内医疗器械公司从相对简单的材料工艺和设备开始，利用低廉的价格和政策红利逐步取代国外公司，在某些细分领域占领了大部分国内市场。随着消费和技术的升级以及国家的战略性布局，国内医疗器械公司将实现附加值更高的高端手术及影像诊疗设备的进口替代。

我们认为当前以及未来相当长一段时间，国产医疗器械的进口替代和全球化都将是一个主要趋势，而创新是最佳手段。大批掌握核心技术的海外创业者看到了国内市场的机遇，将技术和产品进行本地化，利用国内相对低廉的人力成本建立生产基地，然后通过经销商将产品销往全球，实现全球化路径。“美国技术+中国制造+全球市场”会在相当长的一段时期内成为市场热捧的主题。

② **颠覆性技术逐步渗透**：液体活检、手术机器人、3D打印等颠覆性技术的出现有可能从根本上改变现有诊疗手段及医疗格局。

液体活检对于癌症检测而言是颠覆性的。检测血液中的CTC（循环肿瘤细胞）及ctDNA（循环肿瘤DNA）对患者肿瘤进行诊断与监测的方法称为液体活检。液体活检的出现可以解决组织活检的局限性问题。该技术能够解决临床取样的难点，满足对患者高频次监测的需求，并具有相比于穿刺活检成本低的优点。未来有望应用在肿瘤早期筛查、肿瘤患者动态监测、以及个性化用药指导等领域，市场前景广阔。《麻省理工大学科技评论》将液体活检评选为“2015十大技术突破”。

在外科手术领域，手术医疗机器人的出现颠覆了现有手术方式，最大程度地解放了医生的双手。相对于传统手术，手术机器人具有明显的优势：病人出血少、康复快、医生培训时间短。外科手术将从“切除时代”进入“可修复时代”。作为目前最炙手可热的外科手术机器人“达芬奇”，已经广泛应用于包括成人和儿童在内的普外、胸外、泌尿外科、妇产科、头颈外科及心脏等各种手术。达芬奇在美国医院市场的渗透率已经接近50%。2015年底，达芬奇全球已装机3597台，2015年全年收入达到23.7亿美元。截止到2015年第三季度，中国拥有达芬奇机器人46台，三甲医院的渗透率为4.3%。相对于美国，中国市场还拥有巨大的增长空间。

3D打印是制造业具有代表性的颠覆性技术，在医疗领域的渗透和应用有着喜人进展。之所以说是颠覆，是因为它解决了以往难以解决的问题。例如在骨科领域，北京大学第三医院采用3D打印的人工枢椎为颈椎肿瘤的患者做治疗，进行的肿瘤切除效果很好，已经有了四个成功病例，这在之前是难以想象的。另外，杭州电子科技大学自主研发的3D打印人工肝单元的成功面世也为新药筛选提供了全新的解决方案。我国3D打印领域的领先公司如迈普生物，已经率先实现了3D打印硬脑膜的商业化，给市场注入了一针兴奋剂。

③ **精准医疗持续升温**:二代测序和数字PCR将在个体化临床诊疗路径中，尤其是肿瘤的筛查、诊断、监测、预后判断及治疗等方面扮演越来越重要的角色。

根据NIH(National Institutes of Health)定义，精准医疗是考虑到每个人基因、环境和生活方式等个性化差异的用于疾病的预防和治疗的新兴医学方式。精准医疗以分子诊断技术为基础，结合生物信息学分析及大数据云计算技术，针对每个人不同的生物医学特征设定不同的诊疗方案，这也是对传统医疗模式的革命和创新。

短期内精准医学有望在癌症领域大放异彩。以二代测序和数字PCR为主的诊断方式，将被广泛应用在肿瘤的个体化治疗中，通过靶标检测对患者个体肿瘤基因密码进行解读，并针对患者自身特征制定最佳治疗方案，为传统治疗实现突破。

④ **平台型公司呼之欲出**:越来越多的A股医疗器械类公司开始寻求境外并购的机会，跨境套利空间明显。与此同时，一些大型药业也开始考虑整合器械类公司，打造综合性医疗健康产品和服务平台。

国内医疗器械公司不仅希望通过海外并购来实现新的利润增长点和新的市场发掘，还希望通过海外并购来实现技术的更新换代和管理水平的提高。另外，相对于国外资本市场，国内A股市场有着无可比拟的估值优势，跨境收购的套利空间十分明显。

部分A股上市的大型药企也正在积极寻找药品之外其它相关领域的并购机会，将触角延伸到器械领域，希望打造综合性医疗健康产品和服务平台，增强企业抵抗风险的能力。市场上越来越多的并购已经从单纯的渠道并购或者产品并购逐步演化到了并购3.0版，也就是围绕整个生态进行布局和整合。

#### 2015年部分A股医疗器械公司海外收购案例





资料来源: wind资讯



## 2、2016将受到资本重点关注的领域

- 基因测序及液体活检更广泛的临床应用
- 准确、快速且全自动的POCT（即时检验）仪器及配套试剂
- 以新材料、新工艺为导向的骨科、心脑血管、人工晶体及种植牙植入物和高端手术器械及耗材
- 具有自主知识产权的国产医学影像诊疗类设备



## 3、A股主要玩家

- 医疗器械平台化公司：鱼跃医疗、新华医疗、凯利泰
- 医疗器械专业化公司：乐普医疗、达安基因
- 传统医药类公司：信立泰、海思科、海南海药
- 非医疗类公司：宏达高科、经纬纺机

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	营业总收入 (百万元)	净利润 (百万元)	市销率		市盈率	
					2015	2016E	2015	2016E
SZSE:300003	乐普医疗	30,931	2,777	521	11.4	8.4	55.2	44.9
SZSE:002294	信立泰	29,456	3,478	1,266	8.2	6.7	23.3	16.0
SZSE:002030	达安基因	20,166	1,474	101	13.9	10.9	204.0	86.9
SZSE:002223	鱼跃医疗	17,906	2,125	369	8.5	6.6	48.6	34.7
SZSE:002653	海思科	17,619	1,212	372	14.1	12.7	46.6	40.2
SZSE:000666	经纬纺机	13,183	9,495	670	1.4	1.1	22.3	17.9
SZSE:000566	海南海药	12,630	1,484	226	9.5	6.7	54.0	37.4
SHSE:600587	新华医疗	10,392	7,256	291	1.8	1.5	35.1	30.4
SZSE:300326	凯利泰	7,511	463	121	16.7	12.9	61.9	N/A
SZSE:002144	宏达高科	3,684	527	124	6.8	N/A	29.8	N/A

数据来源: Capital IQ, 数据截止至 2016/3/25



## 医药与生物科技市场



### 1、行业趋势

今天中国已成为全球第二大医药市场，这主要源于中国的人口基数、医保覆盖增加、政府投入增加、人均收入增加等多方面因素。根据统计，2015年中国医药终端市场约为1.38万亿。但随着监管加强、医保控费和行业调整，未来5年中国医药市场的复合增长率将从过去五年的16.1%放缓至10.6%。

2010-2018年全国药品终端市场规模及增幅



数据来源：CFDA南方所广州标点医药信息有限公司

放眼下一个五年，我们预计中国医药和生物技术市场将出现以下几个趋势性变化。

① 审批从严，政策趋紧，增速放缓，抱团取暖。

2015年年底，CFDA发布了史上最严的药品审评审批制度，对提高仿制药审批标准、优化临床试验申请审评审批、加快临床急需等药品审批、严惩临床试验数据造假等进行明确规定。许多药企的在研在审新药将受到影响。与此同时，招标改革、严厉打击商业贿赂及医保控费将会实质性影响部分药企的销售与经营。在审批与政策双重趋紧、医药市场增速持续放缓的情况下，同质化的仿制药企业将寻求抱团取暖，那些有雄厚研发底蕴、健全销售网络和强大整合能力的药企将有机会逐渐发展成为平台型药企集团。

② 中国老龄化进程的加速与二胎政策的全面放开带来了慢病药和儿童药等细分市场的机会。

2015到2035年，我国将进入急速老龄化阶段，老年人口将从2.12亿增加到4.18亿，人口占比提升到29%。由于老龄群体免疫力较低，导致患病率较高；且老年人多发慢性病，需要持续用药，耗费较高，老龄人口将对医疗卫生服务提出更高的要求，也将为医药行业带来前所未有的发展机遇。

2010到2014年，我国每年新生儿约1,600万。全面放开二胎后，预计头五年新生儿每年增加500万左右。我国制药企业总计约6,000家，但专业儿童制药企业却只有10家左右。我国12岁以下人口已经超过2亿，且儿童免疫系统处于发育健全阶段，属于易患易感人群，儿童用药市场需求量巨大，蕴藏着众多的发展机会和创新空间。

### ③ 生物技术持续火热，精准医疗孕育万亿级市场。

2015年3月，科技部召开国家首次精准医学战略专家会议，决定在2030年前政府将在精准医疗领域投入600亿元。全球范围内，CAR-T、CRISPR、ctDNA、单抗等生物技术逐渐得到验证，并应用于疾病的早期发现及精准治疗。虽然该类技术处于探索阶段，但这些技术的研究探索、临床试验及验证后的诊疗应用都将创造巨大的市场机会，初步估计可达万亿规模。

目前，越来越多的科学家回国发展，并得到国家的大力支持，中国与国际顶尖的创新技术之间的差距在不断缩小。部分企业已经得到资本市场的认可：百济神州登陆纳斯达克，信达生物、再鼎医药、歌礼药业等竞相受到国际知名机构的追捧与投资。我们认为在生物技术创新领域将有机会诞生医药行业的BAT。

### ④ 传统中医药即将重获新生，迎来爆发。

近期，国务院发布加大对中医药投入和政策扶持、放宽中医服务准入、放开中药制剂等一系列相关政策，种种政策利好为中医药行业即将迎来的爆发期进行了充分的铺垫。2015年，仅在A股市场便发生了超过80起中医药领域的兼并收购事件，合计交易金额超过500亿元人民币。其中，中国中药以100亿元的估值收购天江药业，中药企业的价值正在显现。

我们认为，逐步放开的政策将激发中医药行业的创业活力，一方面中医药行业将逐步接轨国际，以国际标准推动中医药的全球化；另一方面，对接“互联网+”，中医药在生产制造与流通销售领域将发生深刻的变革。



## 2、2016将受到资本重点关注的领域

- 单克隆抗体药物、包括原研药与生物仿制药
- 新治疗及辅助技术，包括CAR-T、CRISPR、ctDNA等
- 获得批件的中药颗粒剂生产商
- 具有1-2个销售过亿单品的药企整合机会



## 3、A股主要玩家

- 布局研发：复星医药、恒瑞医药、丽珠医药、天士力
- 布局渠道与销售：上海医药、康缘药业、健民集团
- 非医疗行业公司的战略布局：南京新百、南京高科

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	市销率		市盈率	
					2015	2016E	2015	2016E
SHSE:600276	恒瑞医药	92,698	8,833	1,970	10.0	7.6	46.9	33.6
SHSE:600196	复星医药	44,690	12,438	2,429	4.4	3.5	18.9	15.2
SHSE:600535	天士力	41,674	12,742	1,447	3.5	3.1	28.3	21.9
SHSE:601607	上海医药	41,548	105,517	2,877	0.4	0.4	15.5	14.1
SHSE:600682	南京新百	22,795	15,680	213	1.7	N/A	97.9	N/A
SZSE:000513	丽珠医药	15,098	6,621	623	2.3	2.0	24.2	22.8
SHSE:600064	南京高科	11,819	3,764	1,036	3.8	3.5	11.4	11.1
SHSE:600557	康缘药业	9,447	2,815	358	3.5	2.8	26.2	18.2
SHSE:600976	健民集团	3,973	2,281	86	1.6	1.2	46.3	42.5

数据来源: Capital IQ, 数据截止至 2016/3/25



#### 四、互联网医疗市场



#### 1、行业趋势

2015年中国互联网医疗市场规模超过170亿元，相比2014年增长超过70%。目前交易类营收规模在整个市场规模中的占比非常大，其次是线上营销，占比最小的是用户增值营收规模。由于目前处方药网售尚未解禁，预计未来处方药网售开放后，互联网医疗市场规模将会出现爆发式增长。到2020年预计中国互联网医疗行业市场规模将突破千亿元。和生物制药领域一样，我们相信在互联网医疗领域，未来同样会出现可以与BAT比肩、数千亿市值的航母级企业。

#### ① 互联网医疗将经历两个阶段。

我们认为，互联网医疗的发展会经历两个阶段：第一个阶段是通过产业链重构与资源的重新分配来提升效率，第二个阶段是利用物联网和其它相关技术和终端产品来提升检测和治疗的效率。两个阶段会有交集，我们今天还处在第一个阶段的早起，第二个阶段还没有开始。

#### ② 两种世界观是珠穆朗玛的南坡和北坡。

围绕前面提到第一阶段的效率提升，在中国的互联网医疗领域有两种截然不同的世界观。一种世界观认为：中国所有的医疗资源都是在医院这个体系内部，因此我们能做的是用互联网帮助现有的医院体系提高效率和提升服务水平；而另外一种世界观则认为：中国现有的医院体系足够落后，因此与其花时间与体制博弈，不如在现有医院体系之外用更先进的市场化机制，一点一点把原有医院体系内的资源吸附过来，这样才有机会彻底提升医疗资源的使用效率。虽然从过去一年市场中发生的融资案例来看，后一种世界观更容易获得大额资本的支持，我们还是认为两条路径都有机会。在我们看来，这两种世界观相当于珠穆朗玛的南坡和北坡，沿途各有各的风景，只要坚持不懈并且运气足够好，都有机会登顶。

#### ③ 分级诊疗和多点执业政策正在成为互联网医疗的重要催化剂。

中国医疗体系的问题根源在于供给端的生产力没有得到释放，而未分级的就医路径及医生的定点执业被认为是影响生产力释放的最大障碍；在一个供给被严重约束且无法短期内创造新供给的市场下，擅长于创造与满足海量需求的互联网模式在医疗领域显得有点水土不服，这也是互联网医疗在过去几年中面临诸多挑战的根源。

来自于支付方与民生方面的巨大压力，使得分级诊疗的强制推行成为新医改最重要的措施之一，对于医生的多点执业尺度也越来越大，将会在很大程度上释放生产力，改善供给，这无疑会给互联网医疗带来巨大的发展机遇。

患者就医路径的改变会改善患者与医生的匹配，再加上医生的多点执业，会使得稀缺的名医资源逐渐从看大量的小病中解放出来，大医生与小医生、等级医院医生与基层医疗机构医生间的分工与合作会更明确，进而能为更多真正有需要的患者服务，互联网的筛选与匹配功能就能发挥作用。围绕着分级诊疗体系及医生多点执业下的医患关系而展开的一系列商业模式的创新将会成为可能，不管是大平台还是垂直细分的模式都有可能找到自身的市场需求。

在供给被约束的情况下，需求也就相应地被压抑了；因此随着生产力的释放，压抑的医疗需求也会得到释放，这将为解决一直困扰行业的付费方缺失的问题带来很多机会，可以预见将会有越来越多的互联网医疗企业找到自身的盈利模式。但同时，现有的很多商业模式也将会面临新的挑战，比如基于医疗资源稀缺性而构建的商业模式如与挂号、轻问诊相关的。

#### ④ 大数据将在互联网医疗领域发挥重要作用。

医疗大数据价值的重要性是大家普遍认同的观点。虽然整体看来目前整个大数据的商业应用方面还处在早期阶段，主要原因是目前普遍2C的流量模式无法产生结构化的医疗数据，2B的模式数据质量更好但积累速度较慢。我们认为虽然目前慢病数据价值还无法被完全释放，但未来随着国家“互联网+”战略的进一步落地，以及医疗改革的大势所趋，医院的数据孤岛将逐渐被打破，数据本身也会经数量变到质变的积累挖掘过程。

尤其是在慢病领域，由于具有人群基数大、数据质量高和随访周期长等特点，其数据价值更是互联网医疗领域的金矿。试想如果通过互联网平台累计的结构化高质量数据达到一定的体量，后续无论在应用于精准医疗、学术科研还是产品研发方面，都会带来足够的商业价值。同时未来我们预计医疗大数据尤其在慢病领域，在互联网医疗平台精准分转诊、医保控费和互联网健康险等环节，都会有巨大变现落地的机会。

#### ⑤ 药品降价势在必行，医药电商发展潜力巨大。

医药电商是行业公认的互联网医疗离变现最近的领域，同时也密切关系到现有医疗体系医院的核心利益。中国近1.4万亿美元的药品市场中，医院销售端占了超过80%。目前现有电商体系下，无论是B2B、B2C还是O2O模式，都无法打通医院端，真正触及中国药品渠道的核心。核心问题还是在于医疗行业的医院供给端的特殊性，医生掌握处方权，同时患者在需求端信息高度不对称，很难有决策权，因此无论平台需求量有多大，也较难对医院的供给端形成溢价能力，从而打破医院原有的经济体系。但随着网上销售处方药的不断放开和医院药品比例管控的严格推行，我们认为未来两年是处方药电商发展的关键时期。

- 由于医药行业频出新政，**B2B**医药电商平台成为资本新宠。

以国药、九州通、康恩贝等传统医药流通集团纷纷布局**B2B**电商，积极拓展线上渠道。传统医药流通集团布局电商的主要优势在于其在上下游积累了广泛的药企和终端药店资源，同时又具备完整的线下药品流通渠道。此外，数家新兴平台如问药、药品终端网也在2015年纷纷崛起，顺利完成了融资。众所周知，由于医院取消药品加成后，药店的价格优势荡然无存，加之药店本身与上游厂家对接就缺乏溢价能力，与时下作为缩减多层中间环节，降低药价的**B2B**医药电商合作，拓展线上采购渠道则不失为应对良策。

- 在单纯的**B2C**以及**O2O**医药电商方面，目前总体市场空间有限。

其为消费者提供的主要价值为配送服务、价格便宜、购买便利性和品类齐全等，而消费者目前的顾虑是药品的保真性、配送时效性、购药过程中没有指导及不能使用医保，因此目前此种模式电商提供的价值和消费者在买药时的需求是不匹配的。此外在目前处方药开放之前，独立的**B2C**医药电商平台由于品类有限，对销售者的吸引力有限，因此在流量方面也很难与综合电商如天猫医药馆抗衡。

#### ⑥ 随着医疗健康场景的互联网化，互联网医疗正在为健康险的产品设计、营销和承保环节带来革新。

互联网保险首先重构的就是传统保险的销售环节，试图砍掉多余的传统线下中间环节，提高利润率和运营效率。随着互联网医疗在医院、医生、患者和企业端的场景不断深入，健康险产品的通过线上和线下场景的个性化定制、体验和营销环节将被不断丰富，并将持续催生健康险的高速增长。

在成熟的医疗市场方面，围绕商业医疗保险的互联网医疗革新模式受到国外资本市场大力追捧。新型的互联网医疗险创业公司Oscar health在短短成立两年时间内，总估值已达到了27亿美元。风险投资纷纷看好这种以消费端切入，通过互联网手段颠覆传统医疗保险的服务模式。在国内方面，自2015年初开始，以泰康、平安、太平洋保险为首的传统保险巨头纷纷成立电商公司或第三方平台，加大线上的投入。

在产品方面，以众安在线为首的新型互联网保险公司，致力于针对互联网新场景开发设计保险产品，在健康险方面今年也推出了首个“智能化”互联网健康险产品，以用户的真实运动量作为定价依据的“步步保”。传统的健康险是先收保费，等用户生病出险后再提供事后补偿赔付，保费也根据客户的年龄和性别一刀切，“步步保”将健康管理功能前置，通过分析用户的历史运动数据，来匹配保费和保额。传统的健康险是先收保费，等用户生病出险后再提供事后补偿赔付，保费也根据客户的年龄和性别一刀切，“步步保”将健康管理功能前置，通过分析用户的历史运动数据，来匹配保费和保额。在互联网保险的冲击下，保险业的重心也由原来的以渠道为中心转变到了以客户为中心，用数据服务于产品，同时产生了更多元化的盈利模式。

⑦ 虽然由于商业模式并不十分清晰，财务投资人对互联网医疗的态度正在趋于谨慎，但我们认为互联网医疗仍然是最具颠覆式发展空间的市场之一，新一轮投资高潮正在向我们走来。

从2016年年初开始，财务投资人对互联网医疗领域的投资开始趋于谨慎，这主要是因为互联网医疗领域的商业模式还不清晰。与此同时，策略投资人对这个领域依然保有相当的热情。长期来看，我们坚信互联网医疗会对整个医疗服务领域带来革命性的影响，里面一定会出现下一代BAT量级的平台型公司。当然，从“这里”到“那里”或许会经历五到十年的一个过程，中间会出现不只一个投资的波峰波谷。新一轮投资高潮很可能正在向我们走来。



## 2、2016将受到资本重点关注的领域

- 智慧医疗
- 远程医疗
- 医药电商
- 互联网健康险
- 慢病大数据

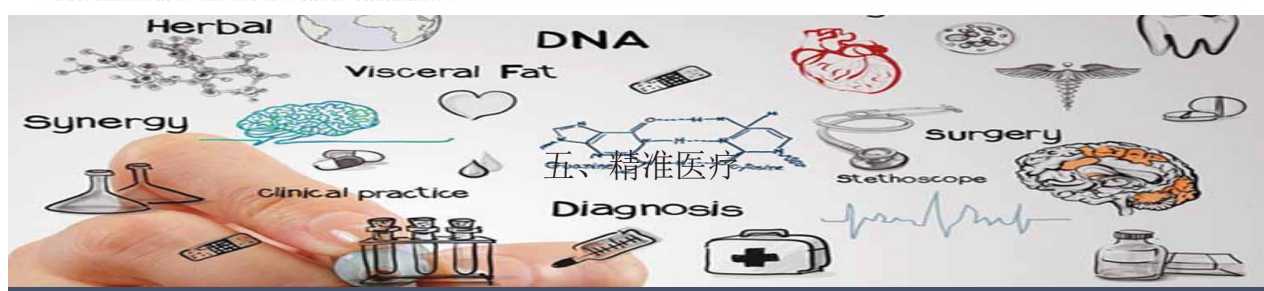


## 3、A股主要玩家

- 布局医药电商：上海医药（药药好）、九州通（好药师）、康美药业、汤臣倍健、以岭药业
- 布局智慧医疗、医患咨询、医保控费：卫宁软件、万达信息、东软集团、华平股份、东华软件
- 布局软硬结合、慢病管理：九安医疗（APP+设备）、乐普医疗（心脑血管领域）、福瑞股份（肝病领域）、三诺生物（糖尿病领域）、宝莱特
- 非医疗类上市公司转型布局：万科、恒大、宜华地产（友德医科技）、绿城地产、运盛实业（融达信息科技）、中国移动、中国联通、中国电信

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	市销率		市盈率	
					2015	2016E	2015	2016E
SHSE:600518	康美药业	67,984	17,827	2,895	3.9	2.9	23.5	18.4
SHSE:601607	上海医药	41,548	105,517	2,877	0.4	0.4	15.5	14.1
SZSE:002065	东华软件	39,269	5,620	1,104	7.0	6.5	35.0	23.9
SZSE:300003	乐普医疗	30,931	2,777	521	11.4	8.4	55.2	44.9
SZSE:300168	万达信息	28,089	1,865	221	15.8	10.4	124.5	59.7
SHSE:600998	九州通	27,242	46,895	640	0.7	0.6	41.7	32.0
SHSE:600718	东软集团	23,534	7,713	204	3.2	2.7	114.2	63.5
SZSE:300146	汤臣倍健	22,532	2,266	635	8.8	6.9	34.9	28.1
SZSE:300253	卫宁健康	18,425	754	153	24.5	15.6	113.4	62.8
SZSE:002603	以岭药业	14,994	3,184	425	4.6	3.7	35.0	26.4
SZSE:000150	宜华健康	11,616	734	30	17.4	7.6	N/A	9.5
SZSE:300298	三诺生物	7,111	646	144	10.2	7.8	49.5	26.0
SZSE:002432	九安医疗	6,808	419	-141	16.1	N/A	N/A	N/A
SZSE:300049	福瑞股份	5,936	604	91	9.0	4.3	64.4	41.3
SZSE:300074	华平股份	5,518	331	34	16.4	7.6	163.3	23.6
SHSE:600767	运盛医疗	4,563	68	-18	69.1	N/A	N/A	N/A
SZSE:300246	宝莱特	3,760	381	24	9.4	N/A	158.1	N/A

数据来源：Capital IQ，数据截止至2016/3/25



## 1、行业趋势

精准医疗是有机会改变人类平均寿命的一个方向，是对现有医疗模式的革命性创新。它以基因测序技术的快速发展、诊断手段的精确丰富、临床药物的靶向明确、生物学分析的日渐成熟和生物大数据云计算技术日新月异为前提，引领现有的通用性医疗模式逐步转化为高度个体化的医疗模式。它通过个性化的诊断技术预测个人未来疾病风险，从而更好地预防疾病；一旦患上某种疾病，它还可以进行早期诊断筛查，并采用精确的靶向药物对患者进行治疗，去除病灶。从诊断到治疗，病人将得到最合适的疗法与药物，实现剂量最优、副作用最小以及诊疗时间最精准。这些都大大节约诊疗费用，提高医疗效率，因此被各国政府高度重视。

### ① 精准医疗，乘风而来。

与精准医疗相似的个性化医疗概念最早于70年代提出，但由于技术限制、成本过高等原因未能快速发展（商业化路径受限）。伴随着技术进步和医疗控费的压力，近两年来精准医疗受到各国政府的普遍关注，正在经历前所未有的快速发展。

- 美国 - 2015年1月，奥巴马在国情咨文演讲中宣布精准医疗计划。并于10月将精准医疗作为美国在医疗领域未来的发展方向。
- 中国 - 2015年3月，中国科技部召开国家首次精准医学战略专家会议，并决定在2030年前政府将在精准医疗领域投入600亿元。同年12月，卫计委透露，我国正在制定精准医疗的战略规划。
- 英国 - “十万基因组计划”由英国首相David Cameron于2012年12月提出，并于2014年春天正式启动，拟于2017年前完成10万人基因组测序工作。
- 其它 - 澳大利亚的“十万基因组计划”与韩国版的“万人基因组计划”也都于2015年年底推出。



## ② 精准不是单一维度的精准，而是多维度的、立体的、融合的精准确。

### • 医疗服务

- 精准与个性化的体检服务，将对个人的疾病风险做出提前预警，并做出提前干预与预防。体检数据将不再是一纸报告，而成为连贯的动态健康监测与反馈。
- 对医疗大数据的积累和分析将有助于提高医疗服务效率，降低医疗服务成本。在临床试验中，医生可以对目标患者进行精准招募，精准宣讲；在诊疗过程中，医生可以根据患者的基因类型选择疗效突出的药物，减少药物副作用。或根据患者的家族遗传史和基因谱，对病症进行及早干预和治疗。
- 领先的医疗大数据服务公司将通过最优的数据结构和独有的数据挖掘技术形成竞争优势，赢得医生和患者的青睐。
- 在医保控费的大背景下，为患者提供更精准的诊断与治疗服务将是提高医保资金使用效率、降低医保费用的必然选择，而这无疑将依赖于精准医疗的发展。

### • 医疗器械

- 利用最新的分子诊断技术，针对不同个体的基因突变设定个性化的诊疗方案，实现传统医疗无法企及的效果（如安吉丽娜朱莉对于乳腺癌、卵巢癌基因的检测）。
- 精准医疗有助于疾病的精确诊断分型（如癌症的不同分型），从分子层面解释疾病，尤其是癌症的发病机理。

### • 生物医药

- 利用单克隆抗体、干细胞治疗、CAR-T在内的免疫治疗技术对疾病（如癌症、自身免疫性疾病等）进行靶向性、个性化的治疗。
- 基于患者基因大数据逆向指导药物的开发，降低新药研发风险。
- 医药企业可以通过收集和积累医生对特殊小病种案例的研究，开发出高价值的孤儿药产品

### • 互联网医疗

- 通过互联网医疗重新分配医疗服务的价值链，精准的匹配医患之间的就医供需，提高诊疗效率，节省诊疗成本。
- 打通医院间的数据孤岛，有效利用原本长期被割裂的存量市场中医疗大数据的巨大价值，辅助于药企的新药研发和个性化诊疗。

## ③ 资本加紧布局，需要长期视野和催化剂事件。

精准医疗是一波可以改变人类平均寿命的大的浪潮。因此，它必将引来全球资本的关注。短期来看，精准医疗的发展还处于萌芽期，对很多公司的收入（更不用说利润）贡献相对有限。因此，投资这个领域必须有足够长的视野和足够多的耐心。随着新技术逐步得到验证，我们相信市场会在某个催化剂事件之后迎来陡直的上升曲线。

### • 国际市场典型案例：

- 2015年，CAR-T领域的领军企业，Juno与Kite相继登陆NASDAQ，并受到资本的持续追捧。
- 2016年1月，专注于液体活检研发的Guardant Health获得由奥博资本领投的D轮融资，融资额为1亿美元。
- 2016年1月，美国证券交易委员会对外宣布仅创立两年多的Editas将成为CRISPR基因编辑领域首家IPO公司。

### • 国内市场典型案例：

- 2015年11月，专注于肿瘤精准预防和治疗以及精准新药开发的思路迪精准医疗集团宣布完成1.46亿人民币D轮融资，该轮融资由芳晟基金、前腾讯CTO熊明华和另一知名投资人领投。
- 2015年8月，燃石医学宣布获得总额为1.5亿元人民币的A+轮融资。投资方包括济峰资本、红杉资本、

联想之星。



## 2、A股主要玩家

- 布局分子诊断：银河生物、达安基因、迪安诊断、千山药机、新开源、紫鑫药业
- 布局基因治疗：安科生物、北陆药业

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	营业总收入 (百万元)	净利润 (百万元)	市销率		市盈率	
					2015	2016E	2015	2016E
SZSE:000806	银河生物	21,382	866	122	24.4	N/A	146.9	N/A
SZSE:002030	达安基因	20,166	1,474	101	13.9	10.9	204.0	86.9
SZSE:300244	迪安诊断	17,160	1,858	175	9.5	6.0	86.9	53.3
SZSE:300009	安科生物	12,562	636	136	19.5	14.2	85.6	59.5
SZSE:300216	千山药机	10,890	546	60	21.2	11.7	177.2	60.3
SZSE:300109	新开源	9,049	291	55	30.5	24.3	129.5	100.2
SZSE:300016	北陆药业	7,797	495	88	15.7	10.1	82.8	50.2
SZSE:002118	紫鑫药业	7,290	634	43	14.4	N/A	177.6	N/A

数据来源：Capital IQ，数据截止至2016/3/25



## 1、A股并购趋势一：跨境生长

我们预计，未来两三年内中国的医疗健康企业将会加快海外并购的步伐，在全球范围内寻找跨境套利的并购和投资标的。与此同时，也会有越来越多的境外医疗健康企业和创业公司主动来中国寻求资本和市场拓展机会。

驱动这波跨境交易热的核心因素包括：

- 境外企业产品和技术的领先性
- 国际品牌对中国健康消费市场的影响力
- 海外市场和A股市场之间的估值差异与套利空间
- 中国企业和企业家进行全球资产配置的内在需求

在过去三年发生的中国上市医疗企业海外并购案例中，有八起超过1亿美元的案例，其中收购标的以医疗服务类交易金额最大，这类标的国家集中在欧美等先进发达国家。医疗器械类公司在以色列的交易比较多，众所周知以色列是世界第二大医疗器械供应国，以其强大的科技创新能力而著称。受限于商业合规问题和估值方面的挑战，生物医药类的交易相对较少。

我们相信未来会有更多的中国药企选择海外并购。除了以技术、市场为导向的收购等高新产业（如医疗器械、生物技术）外，医疗服务将越来越成为被追捧的热点。在2015年公布的，绿叶医疗集团收购澳大利亚第三大私立医院集团——Health Care Australia，交易金额高达6.88亿美金。该收购可能是中国私人医疗集团在海外最大规模的

一次医疗业务并购，也是中国企业在澳大利亚最大规模的医疗投资项目。

医疗海外并购的逻辑已从单纯地购买核心技术或市场覆盖，转变为将技术与管理经验引入中国，在中国落地高端医院服务模式并形成连锁复制。我们相信，随着中国社会老龄化的加剧，政策持续利好民营资本投资医疗以及人们对于健康的普遍关注度提升，那些拥有高端医疗设备和优质服务能力的海外医疗机构将长期受到中国市场的青睐。

医疗健康领域上市公司主要海外并购交易案例（2013年·至今）

上市公司	交易标的	国家（标的）	交易规模	并购比例	交易时间	行业类别
 LUYE PHARMA 绿十字制药	 HCA Healthcare Australia	澳大利亚	6.88亿美元	100%	2015.12	医疗服务
 Hepalink	 SPL SCIENTIFIC PROCESS LABORATORIES A Health Company	美国	3.37亿美元	100%	2013.12	生物制药
 FOSUN PHARMA 复星医药	 SANTITAS SANTITAS SAUDE	葡萄牙	5亿美元	96%	2014.10	医疗服务
 SANUO 三诺	 NIPRO DIAGNOSTICS	美国	2.73亿美元	100%	2015.10	医疗器械（血糖）
 FOSUN PHARMA 复星医药	 Alma Lasers	以色列	2.21亿美元	95.2%	2013.4	医疗器械（医疗美容）
 中源医药股份有限公司 ZHONGYUAN PHARMA CO.,LTD	 MP	美国	1.37亿美元	100%	2015.10	生物制药
 JIANGHO 江苏恒瑞医药股份有限公司	 vision eye institute Huntingdon, Shropshire	澳大利亚	1.3亿美元	100%	2015.7	医疗服务
 mindray 迈瑞	 ZONARE	美国	1.05亿美元	100%	2013.6	医疗器械（超声）
 LIGANG 利邦生物	 stk Stokan Group	以色列	9,000万美金	51%	2015.11	生物制药
 Natali	 Natali	以色列	7,000万美金	100%	2014.4	医疗服务
 WUXI PHARMA 无锡药石	 NEXTCODE HEALTH	美国	6,500万美金	100%	2015.1	生物制药
 Tigermed	 FRONTAGE moving your compound forward	美国	5,025万美金	70%	2014.7	生物制药
 华科地产	 Paracelsus Klinik	瑞士	3,400万美金	70%	2015.11	医疗服务
 华科地产	 华科地产	香港	3,000万美金	20%	2015.7	医疗服务
 华科地产	 Hank for Europe	德国	700万美金	100%	2015.9	医疗服务

资料来源：Wind资讯（截止至2016年3月20日）



## 2、A股并购趋势二：平台整合

我们相信随着中国老龄化的加剧、医疗改革进一步深化以及中国中产阶级消费能力的进一步提升，上市公司在医疗健康领域的投资和并购将出现井喷现象，市场整合在很多细分领域都会加速发生，A股上一定会诞生几家5,000亿以上市值的平台级企业。

驱动这波A股投资和并购的核心因素包括：

- 市场从高度分散走向相对集中的客观需求
- A股公司利用资本市场打造完整健康产业生态的内在冲动
- 健康产业的广阔前景可以为主业为非健康类的A股公司注入崭新的性感概念
- A股市场健康类企业的估值为一级市场整合留出了足够的空间
- IPO的停摆使得很多企业对于独立上市失去耐心，进而转向并购退出路径

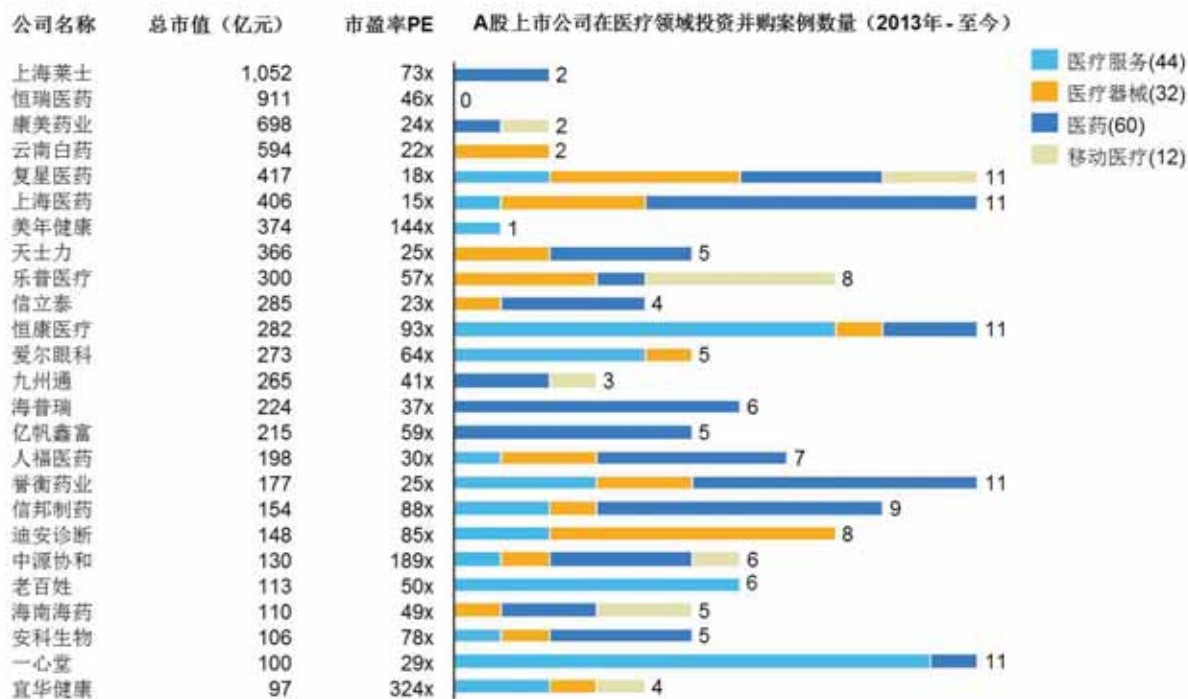
在过去三年中，A股上市公司在医疗健康领域的投资并购日益频繁。自2013年至今，总计发生了超过250起在医疗健康领域的投资及并购案例。其中，按照市值排列前25位的医疗领域A股上市公司总计发生了148起投资或并购事件，占比超过一半。这其中投资并购主体仍然以传统的医药与医疗器械类企业为主，但非医疗健康类上市公司也越来越多地参与到医疗健康领域的投资并购中来。

我们预计在医疗健康领域，A股上市公司将围绕以下四个主题进行密集并购：

- 医疗器械：以分子诊断、POCT为代表的诊断设备及高值耗材
- 生物医药：以抗体药物与生物治疗为代表的新一代治疗药物
- 医疗服务：以肿瘤、医美、齿科、妇儿、眼科为代表的专科连锁医疗服务机构
- 移动医疗：以医生工具、医院信息化为代表的大数据分析领域的投资标的



### 3、布局医疗领域的A股主要玩家



资料来源：Wind资讯

本报告由易凯资本医疗健康行业组医疗服务小组、医疗器械小组、生物制药小组和移动医疗小组共同调研讨，参与执笔的同事包括：

Hua Cai, Vice President

Jack Li, Vice President

Yunpeng Zhu, Vice President

Peter Li, Senior Associate

Robin Hu, Senior Associate

Ryan Liu, Senior Associate

Benjamin Xu, Associate

Daniel Hui, Associate

Olivia Zhang, Analyst

Peng Xiao, Analyst

Yi Liu, Analyst

Yu Zhong, Analyst

Zeyuan Liu, Analyst