

User

“请你作为一位精通宏观经济学、政治社会学与产业博弈论的资深医药行业战略专家。

我想深度复盘过去几年中国医药股暴跌的本质，并洞察中国医保政策的未来终局。

要求：

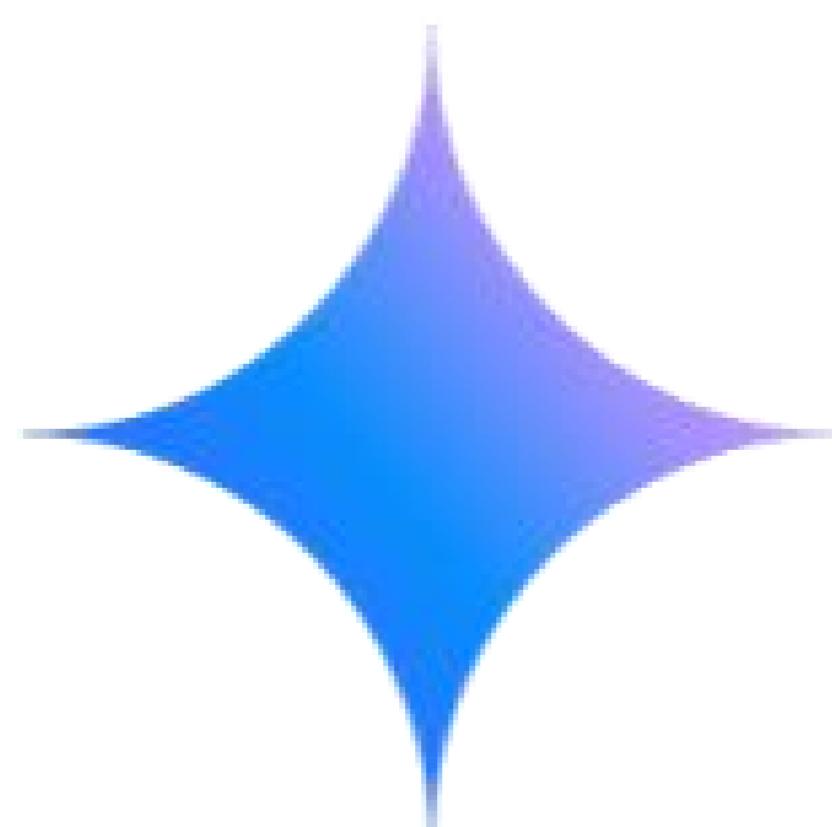
拒绝陈词滥调： 不要只罗列卫生部门的文件或表面政策，我要看底层逻辑。

使用跨学科模型： 请调用至少 4 个不同的学科思维模型（例如人口统计学、政治伦理学、博弈论、控制论等）来构建分析框架，推演医保局的决策逻辑。

结论犀利： 基于上述推演，直接告诉我未来的医药行业会变成什么样（如市场结构、支付逻辑），并给投资者和企业给出具体的生存指南（区分由于逻辑改变而产生的‘输家’和‘赢家’）。

请以结构清晰、见解深刻的研报风格输出。”

Model



Thoughts

Expand to view model thoughts

chevron_right

这是一份关于中国医药产业变局与医保政策终局的深度战略研报。

研报主题：利维坦的手术刀——中国医保的控制论博弈与产业终局

致：寻求穿越周期的机构投资者与医药企业决策者

撰写人：宏观与产业战略分析师

核心议题：泡沫破裂的本质、多维视角的政策推演、幸存者法则

第一部分：深度复盘——为何过去几年的暴跌是必然？

过去几年医药股的暴跌，表象是集采杀价和反腐风暴，但本质是“旧有的产业套

利模型”与“国家宏观资产负债表周期”发生了剧烈错配。

1.

宏观经济学的视角：财政红利的消退与“铸币税”的终结

过去二十年，中国医疗市场的繁荣建立在土地财政和医保扩容的“双重红利”之上。

2.

1.

土地财政的溢出效应：地方政府有钱补贴公立医院基建，医院有动力做大营收。

2.

3.

医保的粗放扩容：这是一个“在此期间没人买单”的庞氏增长。

4.

5.

崩塌逻辑：当房地产周期见顶，地方财政吃紧，叠加人口老龄化导致的支付压力，医保局（NHSA）必须从“支付者”变成“控费者”。

医药股的高估值，本质上是透支了未来的医保支付能力。一旦市场意识到“买单的人没钱了”，估值体系必然从 PS（市销率）回归到 PEG 甚至 PB（市净率）。

6.

3.

产业社会学的视角：灰色利益链的“政治清算”

旧有的医药商业模式（高定价、高回扣、带金销售）本质上是一种**“合谋寻租”**。药企、代理商、医生共同瓜分了医保基金的超额收益。

4.

1.

这种模式在经济上是低效的，在伦理上是不可持续的。反腐不是运动，而是制度性的“去中介化”，目的是切断这条每年吞噬数千亿医保资金的灰色管道。

2.

第二部分：模型推演——医保局（NHS）的决策逻辑

要看清未来，必须通过四个跨学科模型来理解医保局这个超级买方（Monopsony）的“大脑”。

模型一：人口统计学与精算模型——“不可能三角”的收缩

核心逻辑：医保基金本质上是现收现付制的代际转移支付。

输入端：劳动人口（缴费者）在减少。

输出端：老龄人口（消耗者）在激增。

推演： 医保局面临着经典的医疗“不可能三角”（高可及性、高质量、低成本）。在资金池（Pool）封顶的前提下，为了保住“广覆盖”（政治底线），必须牺牲“高溢价”。未来的医保不再是“无限信用卡”，而是“定额粮票”。凡是不能带来显著临床增益的“伪创新”，都将被踢出支付体系。

模型二：政治伦理学——“罗尔斯帷幕”与效用主义

核心逻辑： 医保资金不仅是钱，更是公共资源。

决策依据： 从“产业扶持”（让药企赚钱发展）转向“社会公平”（最大化群体的健康产出）。这是一种功利主义（Utilitarianism）的极致实践——用有限的钱，买最多的 QALYs（质量调整生命年）。

推演： 医保局将长期执行“价值医疗”。对于只能延长几个月生命但花费百万的“边际创新”，医保支付意愿将极低。资源将向常见病、慢病和高性价比的基础医疗倾斜。

模型三：博弈论——“囚徒困境”的制度化（集采 VBP）

核心逻辑：医保局通过集采（VBP）构建了一个针对药企的“囚徒困境”。

机制：将全国市场打包成一个巨大的“订单”，只有报价最低者能拿走。

结果：任何一家药企如果不降价，就会失去市场；如果大家都降价，行业利润归零。医保局利用这种机制，强行逼迫药企亮出底牌（生产成本），
剥离所有销售费用和超额利润。

推演：集采将永久化、常态化。任何标准化程度高的产品（化药、耗材、
甚至 IVD），最终宿命都是制造业微利化。

模型四：控制论（Cybernetics）——DRG/DIP 的负反馈调节

核心逻辑：这是比集采更可怕的“终极武器”。DRG（按疾病诊断相关分组付费）

将医院从“收入中心”变成了“成本中心”。

机制：医保给每个病种定好“一口价”。医院结余归己，超支自付。

推演：医院内部将自发形成**“成本厌恶”系统。医生会主动拒绝高价药和耗材，主动寻求国产替代。这彻底重构了供需关系**——以前是药企求医生多开药，以后是医生求药企给便宜药。

第三部分：终局洞察——未来的医药江湖

基于上述推演，5-10年后的中国医药市场将呈现**“哑铃型”+“公用事业化”**的双重特征。

1.

支付逻辑的终局：双轨制

2.

○

基础医保（保基本）： 覆盖 95% 的人群和医疗需求。特点是**“广覆盖、低水平、强制控费”。这部分市场将变成“低毛利的公用事业”**，类似水电煤，只有具备极致成本控制力的巨头能生存。

○

○

商业保险/自费（买体验）： 覆盖 5% 的高净值人群和高端医疗需求。特点是**“高溢价、真创新、服务导向”**。这是未来唯一的暴利来源，但目前中国商保支付能力极弱。

○

3.

市场结构的终局：

4.

○

中间层塌陷： 那些依靠“由于信息差导致的定价权”生存的企业（如辅助用药、中成药注射液、仿制药企）将彻底消亡。

○

○

头部集中： 仿制药和耗材将由 3-5 家千亿级“制造怪兽”垄断(如类似印度的太阳制药，或者医疗器械里的“富士康”)。

○

第四部分：生存指南——赢家与输家

对于投资者和企业主，必须认清谁是时代的弃子，谁是未来的王者。

1. 确定的“输家”（做空或规避对象）

纯销售驱动型药企： 凡是财报里销售费用率超过 30%甚至 40%的企业，在反腐和 DRG 的双重打击下，商业模式将崩塌。

伪创新 Biotech： 也就是所谓的“Me-too”甚至“Me-worse”。只在分子式上改个基团，临床效果没有显著差异。这类产品进不了医保（因为没增益），也去不了院外（因为没品牌），死路一条。

依赖单一品种的中成药/辅助用药：缺乏循证医学证据，将被剔除出基药目录和医保目录。

2. 潜在的“赢家”（核心资产）

极致成本的“制造怪兽”（对应模型三）：

○

画像：拥有全产业链整合能力，能把成本压到竞争对手的膝盖以下。

○

○

逻辑：在集采和 DRG 时代，成本就是唯一的护城河。

○

○

代表方向：原料药制剂一体化企业、低值耗材的全球龙头（如威高、低值的手套/针筒龙头）。

○

真创新的“出海破局者”（对应模型二）：

○

画像： 敢于在美国 FDA 做头对头（Head-to-Head）临床试验，产品具备全球 Best-in-Class 潜力。

○

○

逻辑： 中国医保只能给“温饱”，美国医保才能给“盛宴”。赚美元、花人民币是未来高估值的唯一逻辑。

○

○

代表方向： 具备全球权益的 ADC、双抗、细胞治疗企业。

○

避开医保锋芒的“消费医疗”（规避管制）：

○

画像： 客户自费意愿强，不占医保额度。

○

○

逻辑： 医保局管不到的地方，才有定价权。

○

○

代表方向： 眼科（近视）、医美、减肥（消费属性）、高端疫苗、
中药 OTC（品牌属性）。

○

“卖铲子”的上游产业链（硬科技）：

○

画像： 生命科学上游的设备、耗材、试剂。

○

○
逻辑：无论下游药企谁输谁赢，都要搞研发，都要用试剂。且这块领域涉及“供应链安全”，有国家政策支持，受集采影响较小。

○
○
代表方向：基因测序仪、科研试剂、制药装备。

总结性建议

不要再用 2019 年的眼光看 2025 年的医药股。

那个“任何阿猫阿狗只要沾上医药就能给 30 倍 PE”的时代彻底结束了。未来的中国医药行业，将是**“大部分平庸企业的坟场”与“极少数世界级巨头的猎场”**。

给企业的建议：要么做到成本极致（成为制造业之王），要么做到技术极致（去美国赚美元）。除此之外，别无他路。

给投资者的建议： 放弃 Beta (行业红利)， 寻找 Alpha (个股能力)。

如果你看不懂科学家的论文，也看不懂工厂的流水线，那就买点消费医疗，
或者离场。