

证券研究报告—动态报告/行业快评

医药保健

医药政策快评

超配

(维持评级)

2020年10月21日

DRGs 试点进一步扩大，把握三条投资主线

证券分析师: 谢长雁	0755-22940793	xiecy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003
证券分析师: 陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010002
证券分析师: 朱寒青	0755-81981837	zhuhanqing@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519070002
联系人: 陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn	
联系人: 李虹达		lihongda@guosen.com.cn	
联系人: 张超		zhangchao4@guosen.com.cn	

事项:

10月19日，国家医保局印发《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》，DRGs 付费试点范围将进一步扩大。

国信医药观点:

- 1) 区域点数法总额预算和按病种分值付费 (DIP) 是 CHS-DRGs 的有力补充。**按病种分值付费是一种基于大数据的病种 (DIP) 分值付费技术规范，直接以主要诊断和关联手术操作的自然组合形成病种，将医保总额预算与点数法相结合，实现住院以 DIP 为主的多元复合支付方式。相较 CHS-DRGs，DIP 付费执行难度减小、时间表加快、试点范围预计将有所扩大。国内医保支付正处在“按服务数量”向“按服务质量”以及“按服务价值”的历史变革期。
- 2) DIP 政策文件关键点解读:**从增量博弈转化为存量博弈，并且医院将无法预估医保资金分配量；各地会根据各自前三年的病例数据提取病种目录，形成各城市自身的分值目录，并纳入了全部住院病例；资金预拨一个月，并通过变更各等级医院的调整系数促进分级诊疗；打造数据中心，整合全国数据，为后续全国推行奠定基础。
- 3) 从国内部分地市和海外历史经验来看，DRGs 的推行将实现精准控费，控制医保支出增长。**浙江省金华市 2018 年全面实施医保“病组点数法”付费改革，实现全市住院医疗机构全覆盖，在 3 年的执行中每年有超过 400 个病组费用下降或持平，占比超过 80%。1983 年美国就将 DRGs 用于 Medicare 的付费，随后匈牙利、意大利、澳大利亚等纷纷效仿，在大多数欧美国家 DRGs 医院覆盖率达到 100%。
- 4) 重大事件影响分析: 短期控费降价为主旋律，中长期将对医药行业产生深远影响。**DRGs 是一种预付费制度，无论是 CHS-DRG 还是 DIP，都是将原先的“按服务数量”改变为“按服务质量/价值”服务，总额固定情况下，药品、检测都将成为医院的成本中心，医院有很强的主动性和外在压力去减少开药量和检测量。但医疗领域的潜在需求是永恒的，无论何种政策的出台，目前的各类政策是在挤出过往医疗体系内不合理的诊疗，国内医药产业结构处于产业升级和进口替代的大周期内，随着国产品牌的质量不断提升，在各领域实现突破，中长期来看 DRGs 的推行会大幅利好各条工业主线中国产对进口的替代。此外，通过分析销售体系，我们认为医药公司估值水平的星辰大海必须展望海外出口，建立海外直销能力的企业有望成为“第一个吃螃蟹的人”。
- 5) 投资建议: DRGs 试点进一步扩大，把握医药投资三条主线。**DIP 试点的推出成为 DRGs 的有力补充，将进一步规范国内的医疗环境和医保支出结构，对医药行业全产业链产生深远影响。把握三条投资主线: 1. 医药工业中具备全球竞争力的高质量创新，关注已建立海外直销渠道的企业; 2. “DRGs-free”: 消费属性强的品种、受益检测外流的 ICL 板块、受益进口替代的 IVD 板块、核心上游资源 (原料设备、专利原料药); 3. 医疗服务赛道的中长期发展。推荐买入恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、长春高新、贝瑞基因、爱尔眼科; 港股推荐买入中国生物制药、先健科技、复宏汉霖。

评论:

■ 区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）是 CHS-DRGs 的有力补充

DRGs 在国内已出台分组方案，正处于模拟运行，明年将开始实际收费。DRG 是一种按病组打包的定额付费支付方式，住院病人在医院首诊后会被分入不同的疾病组，而医保则根据各 DRG 细分组以固定的治疗费用向医院打包付费，颠覆了以往“按服务项目付费”的模式。在 DRGs 模式下，药品、检查项目、手术耗材等都会转变为医院的成本，不再是利润来源，因此 DRG 付费会使医院在保证医疗质量的前提下，尽量减少支出、降低成本，提高效率，实现医保收入和支出的平衡。随着“超级支付者”国家医保局在 2018 年正式成立，出台《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，2019 年公布 30 个试点城市名单，并发布《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》和《国家医疗保障 DRG（CHS-DRG）分组方案》，完成顶层设计和基础搭建。目前各地正在加紧推进 CHS-DRGs 的本土化落地和模拟运行，随着明年实际付费的展开，DRGs 将带来整个医疗行业全产业链的重新洗牌。

DIP 付费开展试点，成为 CHS-DRGs 的有力补充和特色升级。2020 年 10 月 19 日，国家医保局发布《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》。按病种分值付费是一种基于大数据的病种（Big Data Diagnosis-Intervention Packet, DIP）分值付费技术规范，DIP 付费在分组方法、实施路径、医药付费等方面相较 CHS-DRG 存在一些差异，其病种组合方式相对来说更符合国情、客观反映临床现实。

相较 CHS-DRGs，DIP 付费执行难度减小、时间表加快、试点范围预计将有所扩大。我们通过对比 CHS-DRGs 和 DIP 的政策文件和相关资料，总结两者的差异：

DIP 分组方式相对简单，执行难度减小。CHS-DRGs 的分组需要考虑病人年龄、性别、住院天数、主要诊断、病症、手术处置、疾病严重程度及合并症、并发症等多重因素，将临床特征与医疗资源消耗相近的病人分入同一组，在核心组下继续分类获得细分组，并以细分组为单位打包确定费率及医保支付标准，其中分组方案的确定需要高质量的历史病案和完善的医院信息化水平，并且地方医保机构需要能精准预测基础费率。而 DIP 是基于客观数据，直接以主要诊断和关联手术操作的自然组合形成病种，以各病种次均住院费用的比价关系形成病种分值，再考虑年龄、并发症和伴随病因素对付费进行校正，从而实现精细化、个性化支付，病种数一般在 10,000 项以上。并且随着样本量的不断累加，DIP 病种及其分值在形成后能够通过数据更新、叠加实现自我修正，而无需人工干预进行大的调整。因此 DIP 相对来说简化了分组流程，降低了执行难度。

时间进度加快，试点城市数量预计将扩大。DRGs 国家试点的正式推出是从 2018 年始，经历试点城市评估和公布、分组标准确定、模拟运行、细分组方案公布以及实际收费等多个节点，共花费 3-4 年时间，而本次 DIP 试点将在今年十月底前公布试点名单，年底前完成各试点城市的病种预分组，2021 年 3 月起有条件的地区即可开始实际收费，年底前所有试点城市进入实际付费，时间进度大大加快。此外，CHS-DRGs 试点是由各省推荐 1-2 个城市，而本次 DIP 试点以地级市统筹区为单位，有意愿、有能力、有基础的地市均可申报，各省没有明确的名额限制，预计此次试点城市数量可能大于 CHS-DRGs。

结算指标为分值而非费率，切实执行总额控制。基础费率依据每一个疾病分组的历史数据确定，并在一定时期内恒定；点数则是依据当年基金情况及实际服务供给情况，按照类似工分制方式进行点数的确定，每年结算时会重新确定点数价值。由于点数价值是用医保支出总额预算除以当年所有医疗机构的总点数计算得到，所以 DIP 中进一步体现了对医保支出的总额控制。尽管 CHS-DRGs 中也强调了总额控制，但固定费率下容易出现服务量增加导致总体费用超支情况。

表 1: 按疾病诊断相关分组 (CHS-DRGs) 和按病种分值付费 (DIP) 对比

项目	按疾病诊断相关分组付费 (CHS-DRGs)	区域点数法总额预算和按病种分值付费 (DIP)
国家医保局文件	2018年12月《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》 2019年10月《关于印发疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点技术规范和分组方案的通知》 2020年6月《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)细分组方案(1.0版)的通知》	2020年10月《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》
试点目标	探索推进路径,制定并完善全国基本统一的DRGs付费政策、流程和技术标准规范	用1-2年的时间,将统筹地区医保总额预算与点数法相结合,实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式
试点要求	各省可推荐1-2个城市(直辖市以全市为单位)	以地级市统筹区为单位,仍由省级医保部门负责试点城市的遴选
分组原则	根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断(ICD)、病症、手术、疾病严重程度,合并症及转归因素把病人分入若干个诊断组	直接以主要诊断和关联手术操作的自然组合形成病种
分组方案	1. 参照ICD-10将病例分为主要诊断大类(MDC) 2. 在各大类下,再根据治疗方式将病例分为“手术”、“非手术”和“操作”三类,并在各类下将主要诊断和或主要操作相同的病例合并成核心疾病诊断相关组(ADRG) 3. 综合考虑病例的其他个体特征、合并症和并发症,将相近的诊断相关分组细分为诊断相关组,即DRG	未公布(预计11月公布)
分组情况	26类MDC-376组ADRG-618组DRG细分组	未公布(预计11月公布),一般在10000项以上
结算指标	DRG费率	分值
控费机制	超支不补,结余留用	超支分担,结余留用
推行时间表	2019年公布30个试点城市名单;2020年模拟运行,2021年启动实际付费	2020年10月底前,国家医保局确定试点城市名单; 2020年10-11月,各试点城市报送历史数据,由国家医保局统一组织使用试点城市数据形成本地化的病种分组; 2020年12月,实行预分组,做好付费技术准备工作 2021年3月起,具备条件的地区备案后先行启动实际付费;2021年年底,全部试点地区进入实际付费阶段。
试点地区	北京、天津、上海、佛山、昆明等30个国家试点城市;	浙江省金华市、广东省广州市、广东省佛山市等

资料来源:国家医保局、各省市医保局、国信证券经济研究所整理

■ DIP政策文件关键点解读:

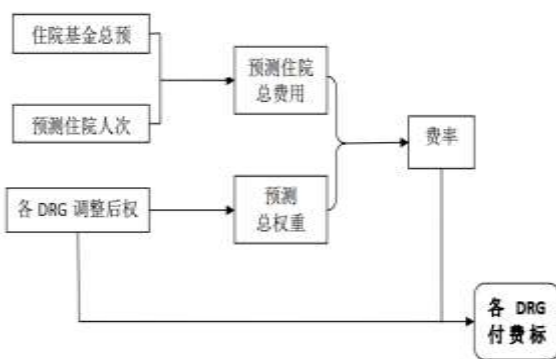
- 从增量博弈转化为存量博弈,医院无法预估医保资金分配量。**不再细化明确各医疗机构的总额控制指标,把总额控制指标设定在了地级市层面,将项目、病种、床日等付费单元转换为一定点数,年底根据各医疗机构所提供服务的总点数以及地区医保基金支出预算指标计算每个点数的实际价值,按病种分值来计算每家医疗机构最终获得的医保基金支付额度,那么医院到年底才能弄清点数价值和所分得的费用,无法针对性进行行为调整和异化,仅能因病施治,同时将统筹区域内所有医疗机构的利益捆绑在一起,促使医疗机构结成“命运共同体”,彼此之间相互监督和约束;
- 各地因地制宜,纳入全部住院病例。**各地会根据各自前三年的病例数据提取病种目录,形成各城市自身的分值目录。在具体的病例上,DIP实现了住院病例的全覆盖,先前CHS-DRGs未纳入的康复类、精神类等长期住院的病例在DIP中均依照专家评审、实际费用、床日付费等方式予以纳入;
- 资金预拨一个月,变更调整系数促进分级诊疗。**医保机构根据年度预算支出总量预拨一个月资金,每个周期内都会进行点数结算,年度会进行全年的实际结算。由于不同等级的医疗机构医师能力和诊疗效果存在一定差异,因此各机构的分值会叠加系数进行变更调整,但在基层医疗机构有能力诊治的病种中会制定相同的病种分值,进一步促进分级诊疗;
- 打造数据中心,整合全国数据。**在使用全国统一的医保信息编码基础上,医院会开展多项质控工作,数据中心的建设会为后续医保支付方式改革、医保管理精细化以及DRGs的全国推广打下基础。

表 2：区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）试点内容解读

试点内容	具体方案关键点	政策解读
实行区域总额预算管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 统筹考虑物价水平、参保人医疗消费行为、总额增长率等因素，建立健全医保经办机构与定点医药机构的协商谈判机制，合理确定医保总额预算指标。 2. 不再细化明确各医疗机构的总额控制指标，而是把项目、病种、床日等付费单元转换为一定点数，年底根据各医疗机构所提供服务的总点数以及地区医保基金支出预算指标，得出每个点的实际价值，按照各医疗机构实际点数付费。 	<ul style="list-style-type: none"> • 把总额控制指标设定在地级市层面，将所有付费单元转化为点数 • 在总额固定的情况下计算点数价值，医院无法提前预估医保基金分配量，避免了推诿病人情况发生
实现住院病例全覆盖	<ol style="list-style-type: none"> 1. 试点城市根据本地数据，按照统一病种组合规则，形成各自城市的病种分值目录核心病种与综合病种库。 2. 对于综合病种、异常高值的病例，可通过病例单议、专家评审等方式确定病种分值。对于异常低值的病例，按实际费用确定病种分值。确定精神类、康复类及安宁疗护等住院时间较长的病例使用床日付费。 	<ul style="list-style-type: none"> • 因地制宜，各地的具体病种分类可能不同 • DIP 纳入全部住院病例，拓宽了 CHS-DRGs 的适用范围，将康复类、精神类疾病、其他长期住院的病例全部纳入考虑
制定配套的结算方式	<ol style="list-style-type: none"> 1. 医保经办机构按照本年度基金预算支出的总量，预拨一定周期资金（原则上为一个月），并在周期内按点数法结算。 2. 试行分值浮动机制，引入医疗机构等级系数，区分不同级别医疗机构分值，并动态调整。对适合基层医疗机构诊治且基层具备诊治能力的病种，制定的病种分值标准在不同等级医疗机构应保持一致。 3. 年底对医疗机构开展绩效考核，按照协议约定将绩效考核与年终清算挂钩。 	<ul style="list-style-type: none"> • 资金预拨周期为一个月，在整个周期内采用点数法结算； • 分值浮动，区分不同等级医院的治疗质量；但对于基层医院可以诊治的病例设定统一分值，促进分级诊疗； • DIP 清算与医院绩效考核挂钩。
打造数据中心	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在具备使用全国统一的相关医保信息业务编码的基础上，开展医保结算清单、医保费用明细表等的质量控制工作。 2. 为医保支付方式改革和医保管理精细化打下基础。 	<ul style="list-style-type: none"> • 逐步在全国层面统一整合数据，为后续全国推广打下基础
加强配套监管措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 充分发挥大数据的作用，制定有关监管指标 2. 避免高套编码、冲点数等行为。加强重点病种监测，确保医疗质量。 	<ul style="list-style-type: none"> • 监管配套
完善协议管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 由试点地区规范本地的协议文本，完善按病种分值付费相关内容明确医疗机构、经办机构等权责关系，落实有关标准、制度。 	<ul style="list-style-type: none"> • 明确医院和地方医保局权责关系
加强专业技术能力建设	<ol style="list-style-type: none"> 1. 探索将门诊按人头、按项目，紧密型医共体总额付费转化为点数，并与住院服务点数形成可比关系，实现全区域点数法总额预算。 	<ul style="list-style-type: none"> • 开始探索门诊用药、医共体等付费模式

资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

图 1：CHS-DRGs 费率和付费标准测算



资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

图 2：DIP 分值产生逻辑示意图



资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

■ 浙江金华试点：精准控费能力提升

2016 年 7 月，浙江省金华市 7 家公立医院的住院诊疗中运用 DIP 付费，包含总额预算、疾病分组、点数记分、智能考核等手段，7 家试点医疗机构等级分别为三甲综合、三甲中医院、三乙综合、三乙肿瘤专科、二乙综合、二甲综合、镇卫生院，覆盖各级医疗机构；

2017 年 7 月，金华市区所有 49 家医疗机构实施 DIP 付费改革；

2017 年 9 月，浙江省将金华市确定为浙江省医保支付方式改革唯一试点市；

2018 年 7 月，金华全面实施医保“病组点数法”付费改革，实现全市住院医疗机构全覆盖，同时成为全国第一个全市、全部住院病例都纳入 DRGs 支付的地区。

改革成果：2016 年 7 月-2017 年 6 月，试点以来医院主动控费意识增强，7 家医院实现增效节支收益 3804 万元，其中金华市中心医院，全部病组均次费用同比下降 241 元。2016 年度、2017 年度，2018 年 7~12 月，医院精准控费能力进一步提升：病组费用下降或持平的分别为 432 个、464 个、482 个，总费用占比为 82.7%、85.5%，87.2%。

■ 他山之石：海外欧美国家全面推行 DRGs，有效控制医保支出增长

20 世纪 70 年代，美国联邦财政部试图将 DRGs 用于 Medicare（老年人医保）计划的付费，通过大量医学专家改善医学分组的，并于 1983 年作为付费方式辅助使用。之后，匈牙利、意大利、澳大利亚等纷纷效仿，研究开发了本国 DRGs 医院医疗费用支付体系。在大多数欧美国家医院覆盖率达到 100%，英德美等国引入 DRGs 医院费用支付体系后对合理管控医院费用支出水平起到积极成效，医院费用平均增速有所减缓，将医院费用占卫生总费用的比重控制在 40% 左右，增速与国民经济增长基本协调；提升医院服务产出，并不同程度得到改善了医院整体服务效率。

表 3：海外国家 DRGs 执行情况

国家	DRGs 支付体系	引入年份	DRG 分组数 (个)	医院覆盖率 (%)	国家	DRGs 支付体系	引入年份	DRG 分组数 (个)	医院覆盖率 (%)
美国	MS-DRGs	1983	543	100%	挪威	NordDRG	1999	532	100%
匈牙利	HBC	1993	786	100%	丹麦	DkDRG	2000	599	100%
意大利	DRG	1995	506	100%	芬兰	NordDRG	2000	914	36%
澳大利亚 (新南威尔士州)	AR-DRG	1997	657	100%	德国	G-DRG	2003	914	100%
奥地利	LDF	1997	853	100%	英国 (英格兰地区)	HBG	2003	600	100%
西班牙	DRG	1997	-	-	法国	PMSI	2004	768	100%
瑞典	NordDRG	1997	696	80-90%	荷兰	DBC	2005	641	100%

资料来源：《卫生经济研究》、国信证券经济研究所整理

■ DIP 横空出世，DRGs 试点扩大，短期控费降价为主旋律，中长期将对医药行业产生深远影响

- **短期来看用量、检测量均将下滑。** DRGs 是一种预付费制度，无论是 CHS-DRG 还是 DIP，都是将原先的“按服务数量”改变为“按服务质量/价值”服务，总额固定情况下，药品、检测都将成为医院的成本中心，医院有很强的主动性和外在压力去减少开药量和检测量。与目前推行的药物集采、高耗集采、以及潜在的生物制品/中成药集采、医药领域反腐（整治医药代表、大型医院巡查）、医院薪酬体系改革等多套组合拳的推出目前已经在切实影响药物/耗材用量、药品/耗材价格，DRGs 和 DIP 在明年的推出将把各领域的政策连线成面，凸显政策组合拳威力；
- **中长期影响大幅利好进口替代。** 医疗领域的潜在需求是永恒的，无论何种政策的出台，对于疾病的诊疗和治愈、寿命的延长、生活质量提高的需求不会改变。医疗支出或是医保费用总额不会萎缩，并且仍将稳健增长，目前的各类政策是在挤出过往医疗体系内不合理的诊疗，并腾挪至真正符合药物经济学的药物和器械中。而国内的医药产业结构处于产业升级和进口替代的大周期内，随着国产品牌的质量不断提升，在各领域实现突破，中长期来看 DRGs 的推行会大幅利好各条工业主线国产对进口的替代。
- **估值水平的星辰大海必须展望海外出口，建立海外直销能力的企业有望成为“第一个吃螃蟹的人”。** DRGs 推行下过去医保护容的红利将不复存在，而国内创新药和创新器械的厂商在当前医药板块仍处于历史较高估值的水平下，我们认为未来高估值水平的支撑需要展望并分析国内厂商出口海外、参与全球市场竞争的能力。从经销直销体系的差异和国内的数次集采可以看到，成熟品种可以通过经销商甚至直接去除销售环节，而建立直销能力的企业背后体现的是创新性和产品力，并通过不断投入和产品迭代提升市场份额。因此已经建立海外直销能力的企业将有望首先攫取海外法规市场的高利润，成为第一个吃螃蟹的人”。

■ 分具体板块来看：

1. ICL：二级医院客户检验科成为成本中心，可能导致检测回流 ICL

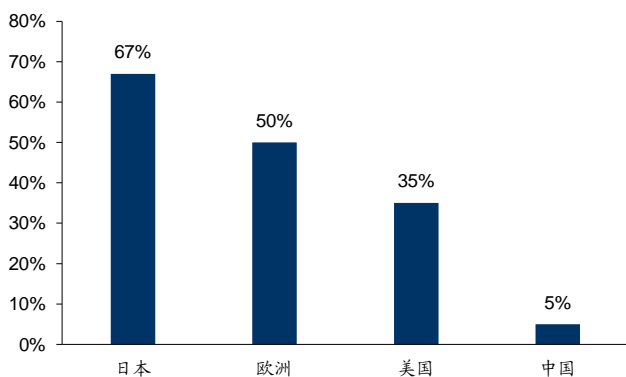
第三方独立医学实验室具有检测质量高、项目齐全、成本低的优势，海外渗透率远高于中国，海外尤其是在医保控费 DRGs 推行后，第三方检测迅速发展，美国两大行业巨头 LabCorp 和 Quest 通过连锁和收购布局全国并逐渐向海外扩张、不断推动研发深度推出特检新项目，并和 CRO 合作拓展业务新领域，二者业务体量及增速都相对

稳定，目前营收规模在百亿美元。中国市场上金域医学和迪安诊断形成寡头格局，国内第三方检验医学中心的渗透率仍低，随着医保控费压力，按病种付费逐步推行，检验科将成为医院的成本端而非利润端，医院有动力将检验业务外包给第三方，将极大地推动第三方独立医学实验室的发展。中国检验科流通和服务领域已到政策推动集中度提升的关键时点，龙头企业必将受益。**建议关注迪安诊断、金域医学、凯普生物、华大基因。**

2. IVD: 新冠疫情促进国产厂商投放仪器，明年 Q1 预计不受检测量下滑影响，中长期在成本效益考核下促进进口替代

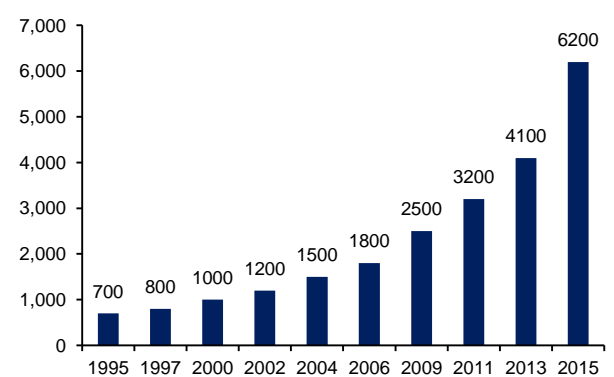
IVD 将成为医院诊疗服务的成本端，存在一定降价压力，同时也会成为国产厂商进口替代的机遇。2019 年《中国体外诊断行业年度报告》中指出国内 IVD 市场规模在 900 亿元以上，增长率在 15%，其中进口占比 55%。全国很多公立医院检验科对试剂耗材的遴选采用打包配送模式，在 DRG 模式下，病人所做的化验和检查将会成为诊疗服务的成本而非收益，从而倒逼医院降低成本，控制耗材成本。且目前国内体外诊断检查采取按方法学付费，在方法学确定（如免疫组化、酶免、化学发光等）后，不同的试剂盒所收取的检查费相同。我们通过比较国内不同省份和日本、美国的生化、发光和分子代表性检测项目进行对比。国内医疗服务价格由各地物价部分制定，各省甚至各地市的价格水平都有所差异，普遍来说国内 IVD 价格为日本和美国的 70%和 40%水平。考虑到不同国家的相对收入水平，中国的检验服务价格水平存在下降空间，DRGs 可能成为 IVD 领域加速进口替代的一大机遇。**建议关注：迈瑞医疗、迈克生物、凯普生物。**

图 3: 各国 ICL 渗透率对比



资料来源：迪安诊断年报、金域医学招股书、国信证券经济研究所整理

图 4: 中国体外诊断市场规模（百万美元）



资料来源：McEvoy & Farmer, 《Immunochemistry Testing Markets in China》、国信证券经济研究所整理

3. 创新药/创新器械: 高质量中国创新撑起未来，逐鹿全球

医药市场正转变为以卫生经济学为依托的“产品”>“销售”的科学体系，药品和高值耗材的集采表明唯有真正的高质量创新可以获得溢价，攫取高毛利，医保可能不愿意再为“me-too”或“me-better”式改良式创新支付溢价。国内创新药企业发展可分为两条路线，其一是传统 big pharma 抓住机遇创新转型，找准自身定位，将现金流投入研发“fast follow”，实现销售和研发的快速迭代；其二是近年纷纷涌现的 Biotech 企业，由海外科学家回国创业设立，没有历史包袱，在风投和私募融资下追求中国新、全球新的药物研发。步入器械进口替代的黄金十年之际，国内也出现了一批平台型公司，管线丰富，产品优异；也有一些科技创新、正值风口的小而美企业。**建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、君实生物、复宏汉霖、迈瑞医疗、乐普医疗、佰仁医疗、贝瑞基因**

4. 医保体系外，消费属性强。消费类品种在医保体系外，不受 DRGs 影响。例如生长激素对儿童身高增长有效，能促进骨骼、内脏和全身生长，促进蛋白质合成，影响脂肪和矿物质代谢，在人体生长发育中起着关键性作用，不可替代且具有时间窗口。除生长激素外，辅助生殖用药也是消费属性强的品类，促卵泡生成素 (FSH) 又称卵泡刺激素，是一种糖蛋白，由脑垂体合成并分泌的激素。在女性，FSH 的功能是促进卵泡发育和成熟，及协同促黄体生成素 (LH) 促使发育成熟的卵泡分泌雌激素和排卵，参与正常月经的形成，随着不孕不育人数的增加，刺激对辅助生殖的需求。

此外，自费接种的二类苗市场重磅品种也在相继上市。2016 年前，国内二类苗市场主要由一些同质性高、竞争格局差、价格低的品种组成，疫苗市场增长停滞。2017 年后重磅品种相继上市，包括进口的 2 价、4 价、9 价 HPV 疫苗，13 价肺炎结合苗，五价轮状病毒疫苗和国产的四价流感疫苗这些独家大品种上市后迅速放量，价格也较高。行业未

来的两大推动力在于产品升级和产品渗透率的提升。产品升级包括从单苗到多联苗的升级（百白破-Hib 四联苗），从单价苗到多价苗的升级（五价轮状病毒疫苗）以及从多糖苗到结合苗的升级（肺炎球菌结合苗）。产品渗透率的提升来源于市场教育以及个人收入提升带来的个人支付意愿的提升，以及政策的支持（包括财政补助、个人医保账户支付、二类苗转一类苗等）。**建议关注：长春高新、华兰生物、康泰生物。**

表 4：生长激素在国内国外的适应症

适应症	金赛产品	大陆	欧盟	日本	美国
生长激素缺乏症患儿的长期治疗	✓	✓	✓	✓	✓
治疗艾滋病相关的代谢病和消瘦					✓
帕-魏氏综合征所致生长不足患儿的长期治疗		✓	✓	✓	✓
小于胎龄儿（SGA）			✓	✓	✓
成人生长激素缺乏		✓		✓	✓
特纳综合症患者的长期治疗		✓	✓	✓	✓
儿童特发性矮小			✓	✓	✓
短肠综合症					✓
慢性肾衰所致儿童生长缓慢		✓	✓	✓	✓
SHOX基因缺失但不伴生长激素缺乏之症的患儿	✓	✓	✓		✓
手术、创伤后高代谢状态（负氮平衡），烧伤，脓毒症血症的治疗	✓	✓			
已明确的下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症和经两种不同的生长激素刺激试验确诊的生长激素显著缺乏	✓	✓			
努南综合征					✓
软骨发育不全				✓	

资料来源：FDA、PMDA、欧盟包含生长激素药品评估报告、各产品说明书、国家药监局公布第二批化学药品说明书、治疗用生物制品使用说明书、国信证券经济研究所整理

表 5：国内主要二类苗价格情况

疫苗	厂家数量	中标价	总销售（亿）	国内上市	国产
9价HPV	1	1298	16	2018	*
4价HPV	1	798	30	2017	*
13价肺炎结合苗	1	698	27	2017	*
百白破-IPV-Hib	1	599	12	2011	*
2价HPV	1	580	12	2017	*
五价轮状病毒疫苗	1	280	2	2018	*
百白破-Hib	1	275	14	2010	✓
AC-Hib 结合苗	1	210	14	2014	✓
23价肺炎多糖苗	3	190	13	2007年前	✓
EV71 疫苗	3	178	59	2016	✓
单价轮状病毒疫苗	1	172	9	2007年前	✓
水痘疫苗	4	145	30	2007年前	✓
4价流感疫苗	1	128	7	2018	✓
AC 流脑结合苗	3	100	5	2007年前	✓
Hib 疫苗	6	85	9	2007年前	✓
ACYW135 流脑多糖苗	4	55	3	2008	✓
狂犬疫苗	11	55	30	2007年前	✓
3价流感疫苗	7	50	6	2007年前	✓

资料来源：中检院及各分所、药智网、国信证券经济研究所整理。友底为2017年后上市的疫苗

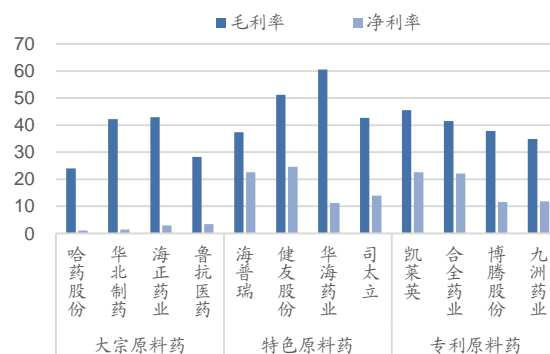
5. 上游资源：稀缺上游国产技术是“大国重器”，原料药产能加速向国内转移。美国在半导体芯片领域所掀起的技术封锁和出口管制让国内认识到产业链各环节国产化的重要性，经济全球化背景下所依赖的海外设备、专利技术、软件系统都面临脱钩的风险，因此稀缺的国产技术将成为“大国重器”。另一方面，随着全球产业分工及跨国制药公司的业务模式转变，专利药原料药的外购市场将进一步扩大，通过提供定制研发和定制生产，在一段时间内与药企有较好的捆绑性，可以实现不错的利润。由于疫情扩散影响，海外很多竞争厂商停摆，以专利药原料药为首的一条龙 CMO 服务开始加速向中国转移。**建议关注：药明生物、东富龙、凯莱英。**

图 5：华大智造基因测序仪



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 6：国内主要原料药企业毛利率和净利润



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示：政策不确定性，创新品种放量不及预期，控费降价超出预期

- **投资建议：DRGs 试点进一步扩大，把握医药投资三条主线。** DIP 试点的推出成为 DRGs 的有力补充，将进一步规范国内的医疗环境和医保支出结构，对医药行业全产业链产生深远影响。把握三条投资主线：1. 医药工业中具备全球竞争力的高质量创新，关注已建立海外直销渠道的企业；2. “DRGs-free”：消费属性强的品种、受益检测外流的 ICL 板块、受益进口替代的 IVD 板块、核心上游资源（原料设备、专利原料药）；3. 医疗服务赛道的中长期发展。推荐买入恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、长春高新、贝瑞基因、爱尔眼科；港股推荐买入中国生物制药、先健科技、复宏汉霖。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 201020	总市值	EPS				PE				ROE 19A	PEG 20E	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600276	恒瑞医药	91.01	4,830	1.20	1.33	1.74	2.23	75.5	68.4	52.3	40.8	21.5%	3.0	买入
300760	迈瑞医疗	372.00	4,522	3.85	4.96	5.95	7.07	96.6	75.0	62.5	52.6	25.2%	3.3	买入
300003	乐普医疗	31.40	567	0.97	1.23	1.61	2.02	32.4	25.5	19.5	15.5	23.1%	0.9	买入
600161	天坛生物	39.00	489	0.58	0.50	0.58	0.86	66.7	78.0	67.2	45.3	15.5%	5.7	买入
000710	贝瑞基因	54.90	195	1.10	0.84	1.18	1.47	49.8	65.4	46.5	37.3	16.8%	6.5	买入
300244	迪安诊断	41.31	256	0.56	1.52	1.16	1.34	73.8	27.2	35.6	30.8	8.7%	0.8	买入
300639	凯普生物	50.90	120	0.68	1.27	1.43	1.83	75.1	40.1	35.6	27.8	13.6%	1.0	买入
000661	长春高新	372.00	1,506	8.77	7.00	8.93	11.04	42.4	53.1	41.7	33.7	22.0%	6.7	买入
300015	爱尔眼科	57.38	2,365	0.45	0.39	0.57	0.75	128.9	147.1	100.7	76.5	20.9%	7.7	买入
1177.HK	中国生物制药	8.02	1,514	0.14	0.17	0.20	0.25	57.3	47.8	39.6	32.1	8.7%	2.3	买入
1302.HK	先健科技	2.05	89	0.03	0.04	0.06	0.08	68.6	51.3	34.2	25.6	11.2%	1.3	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	43.00	234	-1.61	-1.40	-0.80	-0.10	-	-	-	-	-21.9%	-	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测 注：港股股价、市值为港币，其余单位均为人民币

相关研究报告：

- 《医药行业一周观察：冠脉支架集采文件出台，关注新冠疫苗研发进展》 ——2020-10-18
 《国信证券-创新药盘点系列报告(15):小分子药物发现技术平台-研发起点,新药之源-201014》 ——2020-10-14
 《医药行业一周观察：关注新冠疫苗和中和抗体临床进展》 ——2020-10-11
 《国信医药-分析框架系列报告(2):魔鬼在细节：三张表中的投资机会-200930》 ——2020-10-03
 《国信证券-医药生物2020年10月策略：三条主线：创新、DRGs和服务》 ——2020-10-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行



国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032