

袁维

 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
 (8621)60230221  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

何冠洲

 联系人  
 heguanzhou@gjzq.com.cn

## 预期与业绩底部已经确立，建议加大医药配置

### 事件

- 7 月 13 日，北京市医保局发布《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，决定试行 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法。将临床效果有较大提升的药品、医疗器械和诊疗项目在评估后，进行 DRG 外的支付。旨在进一步完善疾病诊断相关分组（CHS-DRG）付费工作，在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。

### 点评

- 创新产品拥有溢价空间，创新医药企业或迎估值修复。**DRG 按病种付费通过支付管理办法的调整对创新产品和技术进行鼓励具有重要意义。海外较成熟 DRG 体系如美国、德国对于创新产品有对应的均衡方式，我们认为，北京市医保局的新药新技术除外支付管理办法是 CHS-DRG 的又一项重要补充，对 DRG 体系中创新临床技术、医药产品提出了更完善的解决方案，根据海外的既往经验，有望持续推进创新产品与技术的发展。医疗板块创新企业受 DRG 政策影响预期回转，本次文件有望对市场起到正向催化作用，迎来板块创新企业整体估值修复。
- 医保政策预期已相对充分，未来业绩恢复性反弹可期。**目前市场对于第七批药品集采和脊柱国家集采已经有了相对充分的预期，另一方面，近期的集采相对于之前措施，无论是在幅度还是预期管理方面都有细微的调整。此次骨科脊柱类带量采购行业集中度将进一步提升，龙头企业有望获得更大市场份额，且创新 3D 打印产品仍有望保留合理利润空间。2022 年集采等政策预期已相对充分，板块整体估值性价比突出，未来国内疫情形势好转后院内诊疗恢复可期，业绩与估值有望迎来双重修复。
- 政策支持器械创新研发，行业长期增长动力充足。**截至 2022 年 6 月，获国家药监局批准注册创新医疗器械数量以达到 163 个，虽然有疫情因素干扰，药监局对创新器械的审批速度明显加快。国内医疗器械过去高速增长核心的驱动因素便是产品的创新升级，未来创新产品有望开拓出更大的增量市场空间。集采所节约的整体费用比将用于创新药品和器械的进一步投资，医保整体支出并不会下降。

### 投资建议

- 医药行业存量面临不断优化，建议投资重点布局消费、创新、出海等增量机会。目前医药的相对估值仍然处于历史比较和横向板块高性价比水平，是市场长期业绩成长最好的板块之一，政策与企业业绩有望将都持续看好，看好板块持续修复和配置比例回升。
- 推荐组合：建议重点关注细分优质赛道行业龙头公司，长春高新、迈瑞医疗、爱尔眼科、益丰药房、新产业等。

### 风险提示

- 疫情反弹影响超预期；集采降价控费政策范围与力度超出预期；需求恢复不及预期；研发效率下降风险。

## DRG 对新药新技术除外支付，创新产品景气度再度提升

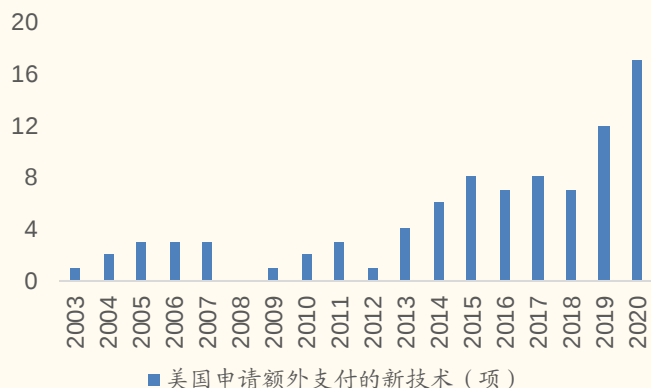
- 2022 年 7 月 13 日，北京市医保局发布《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》（下称“通知”），决定试行 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法。将临床效果有较大提升的药品、医疗器械和诊疗项目在评估后，进行 DRG 外的支付。费用结算方面，除外范围内的药品、医疗器械及诊疗项目在未来三年（指含获批除外支付年度及之后的两个自然年）有效。旨在进一步完善疾病诊断相关分组（CHS-DRG）付费工作，在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。具体包括药品及医疗器械和诊疗项目。
- **药品和医疗器械**需要同时满足以下条件：
  - 三年内（指含申报年及之前的两个自然年，下同）经药监部门批准上市的新通用名药品/医疗器械；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品；三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械。
  - 取得国家医疗保障局医保药品分类与代码/医保医用耗材分类与代码。
  - 符合相关价格政策规定。
  - 临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。
  - 对 DRG 病组支付标准有较大影响。
  - 全市累计基本医疗保险参保人员病例达到 50 例以上，罕见病不受例数限制。
- **诊疗项目**需要同时满足以下条件：
  - 公立定点医疗机构三年内在本市批准设立的新增医疗服务价格项目，具体包含医疗保障部门已转归统一定价的项目，以及按照《关于进一步完善本市新增医疗服务项目价格管理工作的通知（暂行）》（京医保发〔2022〕5 号）要求履行了价格备案程序的项目；非公立定点医疗机构三年内在本市新增医疗服务价格项目。
  - 取得国家医疗保障局医疗服务项目分类与代码。
  - 在操作途径、操作方法、解剖部位、适用范围等方面有技术创新。
  - 临床效果较传统诊疗项目有较大提升。
  - 对 DRG 病组支付标准有较大影响。
  - 申报定点医疗机构累计本市基本医疗保险参保人员病例达到 15 例以上，罕见病不受病例数量限制。
  - 非公立定点医疗机构还需提供新增医疗服务价格项目具体开展时间的说明及佐证材料。

## 创新产品拥有溢价空间，医疗板块创新器械企业或迎估值修复

- **海外成熟医疗支付体系经历发展对创新产品给予溢价空间。**DRG 按病种付费，诊断相关组将医疗质量和费用纳入参考，在单一支付方式下，拥有高价值量的创新类产品和技术使用或面临一定阻力，通过支付管理办法的调整对创新产品和技术进行鼓励具有重要意义。海外 DRG 体系对于创新产品有对应的均衡方式，例如美国在 DRG 支付方式下，对新技术进行额外支付（相对已有技术，新技术需要具有显著的临床获益），支付高达 50%，预计后续比例逐步提高；德国的 DRG 中，创新产品在具体临床应用重由医疗机构向医保部门提出支付申请，通过临时性支付和补充性支付对临床创新产品进行支持。
- 我们认为，北京市医保局的新药新技术除外支付管理办法是 CHS-DRG 的又一项重要补充，对 DRG 体系中创新临床技术、医药产品提出了更完善的解决方案，根据海外的既往经验，有望持续推进创新产品与技术的发展。

医疗板块创新企业受 DRG 政策影响预期回转，本次文件有望对市场起到正向催化作用，迎来板块整体估值修复。

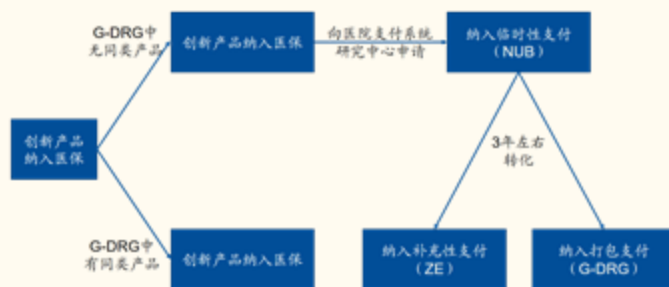
图表 1：美国申请额外支付的新技术（项）



■ 美国申请额外支付的新技术（项）

来源：JAMA Newt Open. 2020，国金证券研究所

图表 2：德国创新产品在 DRG 体系中的支付方法

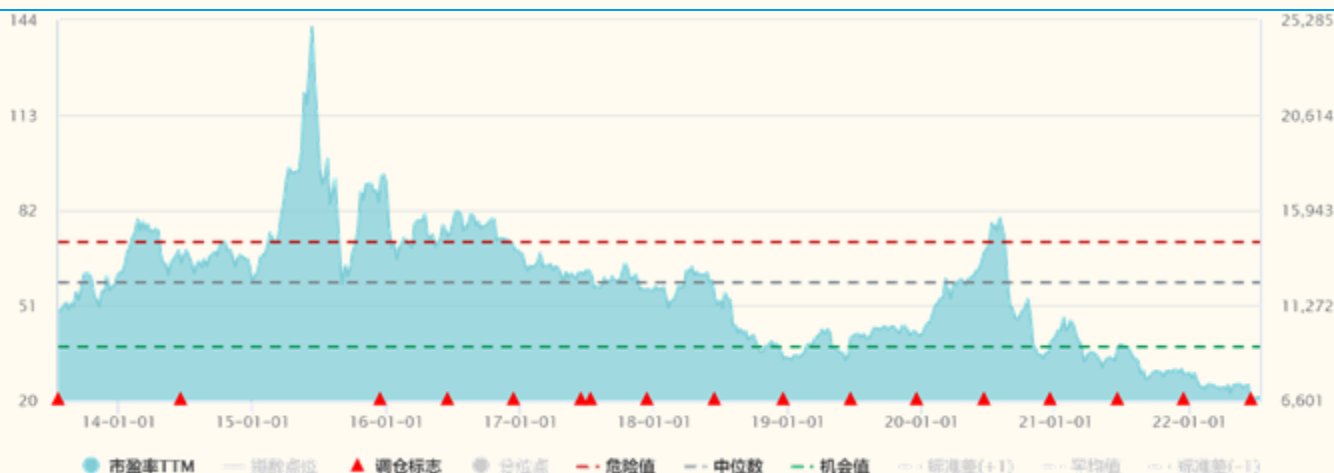


来源：第一届 CHS-DRG 大会，国金证券研究所

### 医保政策预期已相对充分，板块估值处于历史低位有望迎来反弹

- 7 月 12 日，国家组织高值医用耗材集中采购办公室发布《国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购公告》，计划对 14 个骨科脊柱类医用耗材产品系统类别实施带量采购。
- 行业集中度将进一步提升，龙头企业有望获得更大市场份额。此次脊柱类集采竞价单元分为 ABC 三类，竞价单元分组方式取决于医疗机构的意向采购量和产品部件的齐全度，过去市场份额较高、产品部件齐全的龙头公司有望进入 A 组获得更大优势，A 组中标几率更高。预计在报价过程中的选择空间也将更灵活。
- 创新 3D 打印产品有望保留合理利润空间。创新型的 3D 打印产品并未纳入具体分组，但可自愿参加集采，由于 3D 打印类产品竞争格局相对良好，预计 3D 打印类产品未来仍能保留一定的利润空间。
- 此次全国骨科脊柱类产品带量采购落地后，预计生产厂商仍有望保持合理的利润空间，但行业集中度将进一步提升，流通环节费用空间可能被压缩，有利于规范耗材采购和使用行为，改善行业生态。2022 年集采等政策预期已相对充分，板块整体估值性价比突出，未来国内疫情形势好转后院内诊疗恢复可期，业绩与估值有望迎来双重修复。

图表 3：医疗器械指数市盈率处于历史低水平时期

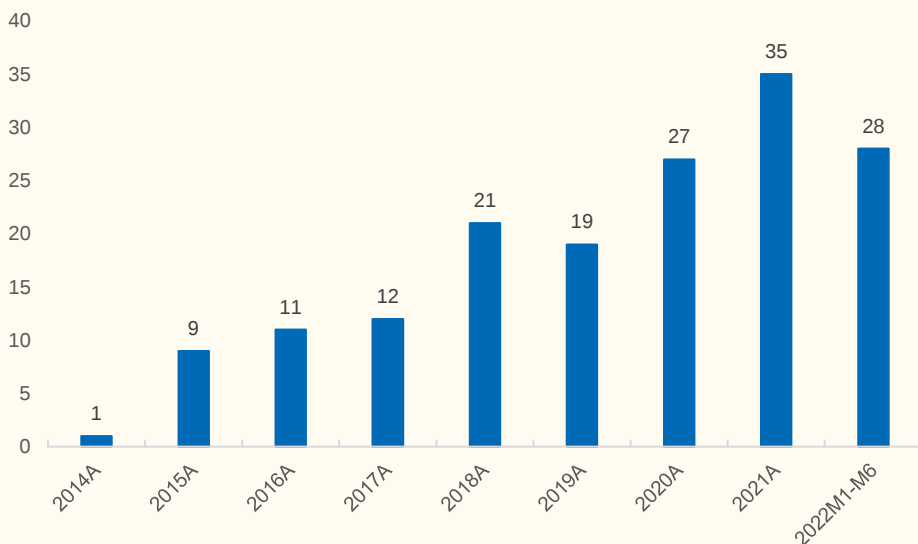


来源：WIND，国金证券研究所

### 创新医疗器械加速上市，行业长期增长动力充足

- 截至 2022 年 6 月，获国家药监局批准注册创新医疗器械数量已达到 163 个，虽然有疫情因素干扰，药监局对创新器械的审批速度明显加快。国内医疗器械过去高速增长核心的驱动因素便是产品的创新升级，未来创新产品有望开拓出更大的增量市场空间。

图表 4：2014-2022H1 国家药监局批准注册创新医疗器械数量



来源：国家药监局，国金证券研究所

### 投资建议

- 医药行业存量面临不断优化，建议投资重点布局消费、创新、出海等增量机会。目前医药的相对估值仍然处于历史比较和横向板块高性价比水平，是市场长期业绩成长最好的板块之一，政策与企业业绩有望将都有望持续好，看好板块持续修复和配置比例回升。
- 推荐组合：建议重点关注细分优质赛道行业龙头公司，长春高新、迈瑞医疗、爱尔眼科、益丰药房、新产业等。

### 风险提示

- 疫情反弹影响超预期：国内疫情总体趋势虽稳定向好，但病毒变异能力较强，海外高发态势持续，输入风险依然存在。
- 集采降价控费政策范围与力度超出预期：部分细分行业竞争相对激烈，如面临后续集采控费措施，可能出现较大力度降价。
- 需求恢复不及预期：院内诊疗和消费需求受到疫情波动影响，部分地区仍未恢复至疫情前水平，若后续疫情持续反复或零售消费支付能力受损，可能业绩不及预期。
- 研发效率下降风险：近年来国内企业研发竞争激烈程度上升，行业整体投入较大，研发成本上升迅速，可能带来行业研发效率下降。
- 新冠病毒变异带来疫情防控难度加大：若新冠病毒在全球出现新的变异毒株，将可能对国内疫情防控形成新的挑战。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402