

强于大市

海外医疗体系研究（一）

美国医疗体系“支付”问题研究

美国在全球医药产业的发展扮演着重要的角色，对于全球各国药企及医疗器械企业都是非常重要的市场，美国的人均医疗支出远高于其他国家。“支付”是医疗体系运转中的核心概念，一般可以分为三个问题：1、支付的总额如何？支付流向了谁？2、由谁来进行支付？3、以何种标准进行支付？

支撑评级的要点

美国在全球医药产业的发展扮演着重要的角色：美国市场是药企的重要收入来源，且定价对于创新药相对友好，美国市场对于全球药企及医疗器械企业都非常重要。在投资方面，美国医疗体系对于医药生物行业具有重要影响。一方面，美国的医疗体系在支付方面具备一定的前瞻和借鉴意义。另一方面，美国市场对于中国药企和器械公司来说都是出海非常重要的方向，美国支付体系的变化也会带来新的市场机会。

- **支付的总额如何？支付流向了谁？** 美国的人均医疗支付远高于其他国家，根据 OECD 统计数据，2019 年美国医疗方面的人均支出为 11072 美金，OECD 国家中排名第一，而 OECD 国家的平均人均医疗支出仅为 4224 美元。从支付分配来看，美国的药企和医疗服务提供者均从高医疗支出中受益。根据 KFF 数据，美国 2021 年人均院内和门诊的医疗服务支出是其他国家的 2.5 倍左右。在药品方面的人均支出也高于其他 OECD 国家，2021 年美国人均药品支出为 1448 美金，OECD 排名第一，为第二名的 1.27 倍。人均药品支出第二名的德国的人均药品支出数额为 1140 美金。
- **由谁来进行支付？** 美国的公共财政支付与商业保险在支付体系中均扮演着重要的角色，虽然美国医疗公共财政支付的占比远低于其他发达国家，但是从公共财政医疗支出的绝对值来看依然在全球名列前茅。美国公共财政支撑的保险项目主要面向老年人、残疾人或者贫困人口，资金来源于相关税收和联邦及州的一般收入。值得注意的是，美国公共财政支撑的保险项目中一部分项目也是通过商业保险公司的保险方案来执行。美国大部分人口的医疗保险覆盖来自于商业医疗保险，一方面美国雇主在医疗保险购买方面的责任在不断被鼓励和强化，另一方面美国平价医疗法案通过建立保险交易平台的方式确保美国人购买保险的权利，避免出现个人因为过往病史无法购买保险的情况。商业保险的种类较多，而投保人越来越倾向于选择更加灵活的保险方案，比如 PPO 和 HDHP。
- **以何种标准进行支付？** 美国的支付标准相对多样，对于医院、医生服务和处方药的支付是分开的，而不同的支付方也会采取不同的标准进行支付。Medicare 和 Medicaid 作为由公共财政支撑的保险项目有进行控费的必要性，针对医院服务均采用 DRG 的付费标准，但是 Medicare 在向医生支付时仍然采用 FFS 的支付方式，而且支付金额划定的标准相对宽松。商业保险的支付标准相比公共项目更加灵活多样，不同的保险公司或者保险计划会针对不同的医疗提供方，选择不同的支付标准进行支付——支付标准是一个在市场中双方商谈的结果。虽然保险公司作为盈利组织也会进行控费，但是一方面保险公司无法单方面决定支付标准，另一方面医疗成本也会转嫁到保费上，因此保险公司进行控费的压力远低于公共保险项目。处方药的支付标准是美国医疗改革的一个重点，美国处方药支付系统中存在一个“中间人”的角色 PBM。虽然 PBM 的诞生旨在服务于医疗体系，但是随着 PBM 越来越强势，一定程度上推高了美国的用药成本和保费。通胀削弱法案通过后，美国政府开始对药品价格进行管理，但是依然只涉及 Medicare 的支付。IRA 规定，价格涨幅超过通胀的药品需要向政府支付返点，而且政府机构将针对部分药物进行价格谈判。谈判涉及的药物范围相对有限，为对 Medicare 财务压力较大且上市时间较长的药品。政府取代了 PBM 在处方药流通中中间人的角色，但是依然仅限于 Medicare 项目，不涉及商业保险支付的部分。

评级面临的主要风险

- 法律法规变动风险，海外经济波动风险，国际运营风险。

相关研究报告

《医药生物行业周报》20240824

《医药生物行业周报》20240818

《医药生物行业周报》20240810

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090003

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

目录

1 支付的总额如何？支付流向了谁？	5
1.1 美国医疗人均支付额度远高于其他国家	5
1.2 医疗服务提供者和药企均从美国医疗高支出中受益	5
2、由谁来进行支付？	8
2.1 美国医疗体系支付方相对多元	8
2.2 公共财政支付仍在美国医疗支付体系中起到重要作用	10
2.3 商业保险在支付体系中起到重要作用	15
3、以什么样的标准进行支付？	19
3.1 美国医疗体系支付标准相对多样	19
3.2 不同支付方采取不同的支付标准	20
3.3 处方药支付标准是美国医疗体系改革的重点之一	23
风险提示	26

图表目录

图表 1. 2019 年 OECD 国家人均医疗支出（美元）	5
图表 2. 美国各项医疗支出占比（2018 年）	5
图表 3. 2021 年美国各领域医疗支出情况（单位：美元）	6
图表 4. 2022 年美国药价与可比国家平均药价比例	6
图表 5. 美国药价构成	7
图表 6. 2022 年美国净药价与可比国家平均药价对比（倍）	7
图表 7. 美国保险来源情况	8
图表 8. 2022 年美国保险覆盖情况	8
图表 9. 美国公共保险项目及商业保险支付占比	9
图表 10. 美国无保险人口（单位：百万人）	10
图表 11. 2019 年全球各国医疗公共财政支出（美元）	10
图表 12. 美国公共保险项目运转方式	12
图表 13. Medicare 覆盖人群及范围	13
图表 14. Medicaid 收入来源及覆盖范围	14
图表 15. 美国雇主购买医疗保险方式	16
图表 16. 美国各种类保险占比	17
图表 17. PPO 及 HMO 就医流程	18
图表 18. HDHP 与 PPO 对比	18
图表 19. 美国医疗体系支付方与被支付方	19
图表 20. RBRVS 计算公式	20
图表 21. 美国不同支付方支付标准	21
图表 22. 美国处方药流通及支付系统	23
图表 23. 美国药品执行价格及净价和标签价格对比	24
图表 24. IRA 首次谈判品种及价格变化（每月价格）	25

美国在全球医药产业的发展中扮演着重要的角色，美国市场对于全球药企及医疗器械企业都是非常重要的市场。首先，美国市场是药企的重要收入来源，不仅对于美国本土药企至关重要，对于欧洲大型药企来说也是重要的出海方向。其次，美国市场对于新上市的药品定价不存在行政干预，对于创新药相对友好，而美国市场的定价也对创新药在全球其他国家的定价具备一定的指导意义。此外，很多医药领域的新兴技术都是在美国市场首次应用，而 FDA 的审批也对全球医药创新具备一定的指导意义。

在投资方面，美国医疗体系对于医药生物行业具有重要影响。一方面，美国的医疗体系在支付方面具备一定的前瞻和借鉴意义，多元化的支付系统兼顾成本管控和医疗服务提供者的积极性。例如，DRG 付费标准诞生于美国，目前被全球包括中国在内的众多国家采用。RBRVS 的付费标准也是起源于美国，目前在新加坡等地区也有所应用，而中国部分公立医院也在参考 RBRVS 的标准进行绩效考评。美国商业保险的发展、支付模式也为医疗多元化支付提供了一定的参考价值。另一方面，美国市场对于中国药企和器械公司来说都是出海非常重要的方向，支付体系会影响到出海市场及出海策略的选择，例如由于处方药支付体系中 PBM 的存在，创新药企在出海过程中寻找好的当地合作伙伴是非常重要的。美国支付体系的变化也会带来新的市场机会，例如 IRA 法案通过后美国本土药企的研发方向可能会发生变化，为中国创新药市场带来新的机遇。

美国医保支付相对于其他国家的特殊之处在于：首先，美国的人均医疗支出远高于其他国家，平均药品价格也高于其他国家。第二，美国的医疗支付方相对其他国家更加多元，尤其是商业保险在支付体系中扮演着非常重要的角色。第三，行政力量对于医疗服务和药品的具体定价和支付标准干预相对较小，医疗服务的支付标准往往需要商业保险公司与医院自行谈判，药品的实际支付价格则由药品福利管理（PBM）与药企进行谈判。

美国医疗系统被诟病的缺陷主要在于两方面：首先，由于医疗的价格非常高，对于保险未覆盖人群会带来非常大的压力。其次，医疗的高价格也使得居民需要承担高昂的商业保险保费，同时部分由公共财政支出支付的项目（例如 Medicare 和 Medicaid）也面临着一定的支出压力。而近年民主党政府的医疗改革的重点也在于增加保险覆盖人群和控制医疗成本的增长。

医疗体系运转一个核心概念在于“支付”

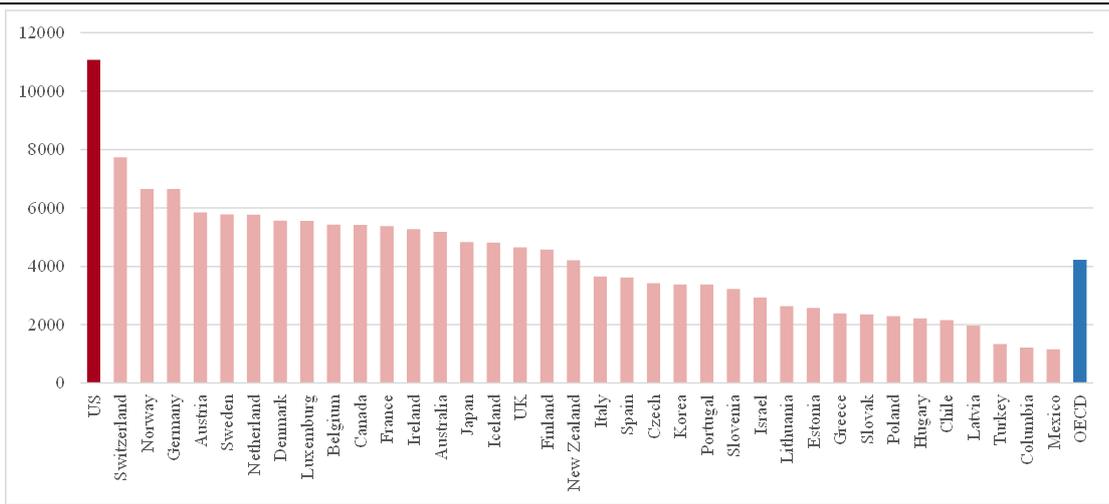
- 1、支付的总额如何？支付流向了谁？
- 2、由谁来进行支付？
- 3、以何种标准进行支付？

1 支付的总额如何？支付流向了谁？

1.1 美国医疗人均支付额度远高于其他国家

在支出方面，美国人均医疗支出远高于其他发达国家，是 OECD 国家平均值的两倍以上。根据 OECD 统计数据，2019 年美国医疗方面的人均支出为 11072 美金，在 OECD 国家中排名第一。2019 年 OECD 国家中人均医疗支出排名第二的是瑞士，人均医疗支出为 7732 美金，而 OECD 国家的平均人均医疗支出仅为 4224 美元。

图表 1. 2019 年 OECD 国家人均医疗支出（美元）

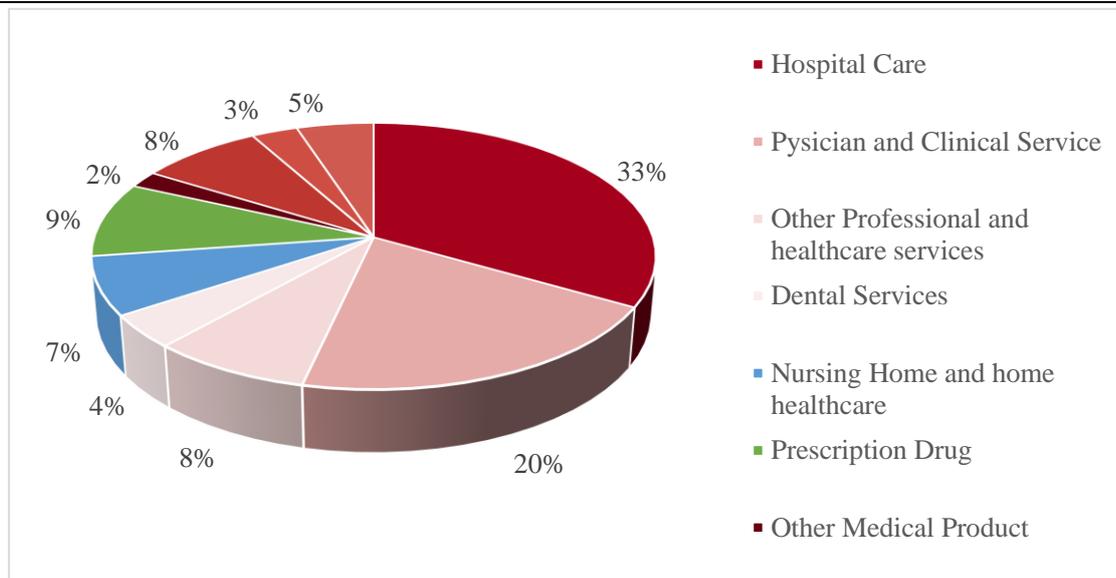


资料来源：OECD，中银证券

1.2 医疗服务提供者和药企均从美国医疗高支出中受益

从美国医疗支出流向来看，美国的医疗支出中占比最高的是医院服务（Hospital Care）。根据 CMS 数据，2018 年医院服务在美国的医疗支出中占到 33%。美国医疗支出的第二大占比是医生和临床服务支出，根据 CMS 数据 2018 年医生和临床服务支出在美国的医疗支出中占比为 20%。根据 CMS 数据，2018 年美国处方药支出在医疗支出中的占比为 9%。

图表 2. 美国各项医疗支出占比（2018 年）

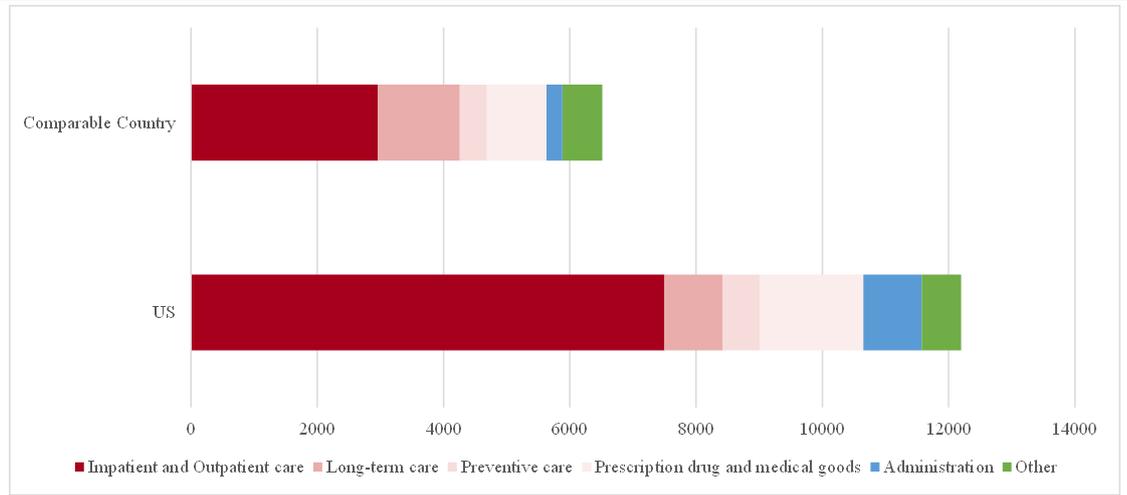


资料来源：CMS，中银证券

1.2.1 美国人均院内和门诊医疗服务支出高于可比国家

从绝对值来看,美国人均院内和门诊的医疗服务支出总和远高于其他国家。根据 KFF 数据,美国 2021 年人均院内和门诊的医疗服务支出高达 7500 美金,其他可比国家的平均水平仅为 2969 美金——美国在人均院内和门诊服务方面的支出是其他国家的 2.5 倍左右。

图表 3.2021 年美国各领域医疗支出情况 (单位: 美元)



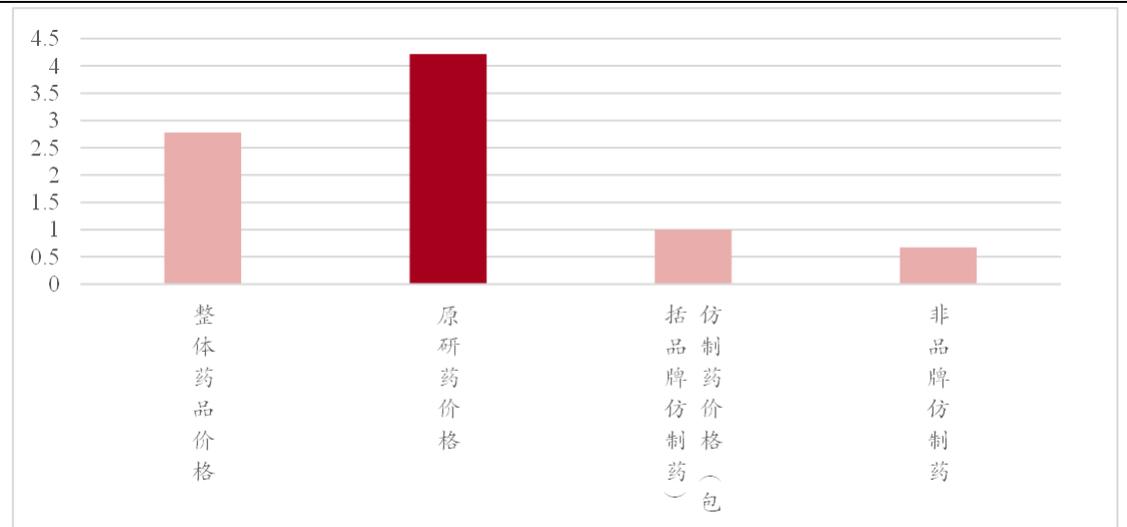
资料来源: KFF, 中银医药

1.2.2 美国药品支出与药价均处于较高水平

美国在药品方面的人均支出也高于其他 OECD 国家,根据 OECD 数据 2021 年美国人均药品支出为 1448 美金,人均药品支出第二名的德国的人均药品支出数额为 1140 美金。但是从药品支出在整体医疗支出的占比来看,美国在 OECD 国家中并不突出,甚至处于中等偏下水平。2021 年,美国药品支出在整体医疗支出的比例为 11.8%,低于日本、韩国、加拿大等国家。

美国的药品价格水平要远高于其他国家,主要是在创新药方面的价格较高,美国的仿制药价格水平甚至低于其他发达国家。根据 RAND 测算,2022 年美国的整体药品价格比其他国家的 2.78 倍,主要原因是品牌原研药的价格远高于其他国家,根据 RAND 测算美国 2022 年品牌原研药 (Branded originator drug) 的价格是其他国家的 4.22 倍。在仿制药价格方面,2022 年美国的仿制药 (Generics including branded) 价格基本与其他国家平均水平持平,而非品牌仿制药 (Unbranded generics) 价格仅为其他国家的 0.67 倍。

图表 4. 2022 年美国药价与可比国家平均药价比例

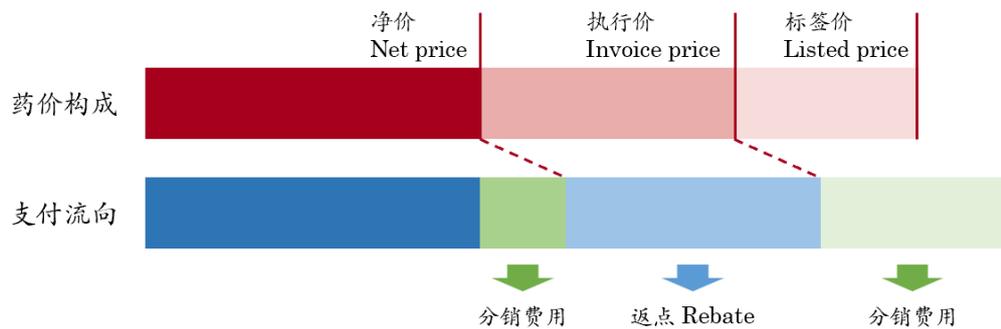


资料来源: RAND, 中银证券

美国的药品价格高于其他国家的部分原因在于，美国市场中药品价格协商的职责不在政府手中——在 IRA 实施之前美国政府不具备管理药品价格的行政权力。相反，美国药品价格由市场形成。药企会对药品设定一个标签价格（Listed price），药品福利管理（PBM）会与药企进行谈判得出实际的执行价格（Invoice price），这个价格会相对标签价格有一定的折扣。而药企会给予 PBM 一定的返利（Rebate），扣除返利后是药企的净收入对应的价格（Net price）。

PBM 产生的目的在于通过商业方式对药品费用支出进行管理，但是伴随着 PBM 的地位越来越强势，其对市场的影响力也越来越大。PBM 作为商业机构需要自负盈亏，而收入主要来源于药品生产企业的返利，而且这种返点是高度不透明的——现在 PBM 在一定程度上也对美国的高药价起到了推波助澜作用，这也是美国医疗体系中被经常诟病的一点。根据 IQVIA 数据，2018 年药企的净价（Net Price）约为执行价格的 63% 和标签价格的 52%——实际支付价格的 23% 流向了 PBM。

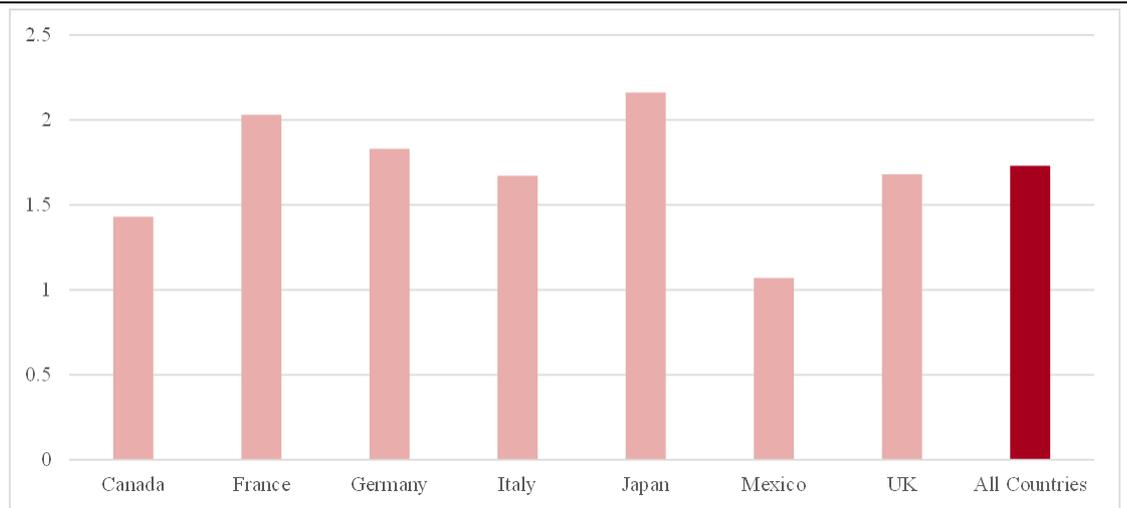
图表 5. 美国药价构成



资料来源：RAND，中银证券

但是即便剔除 PBM 对于价格的影响，美国的药品价格也依然远高于其他国家。根据 RAND 测算，2022 年美国药品的净价依然是其他国家的 1.73 倍，约为加拿大的 1.43 倍、英国的 1.68 倍和日本的 2.16 倍。

图表 6. 2022 年美国净药价与可比国家平均药价对比（倍）



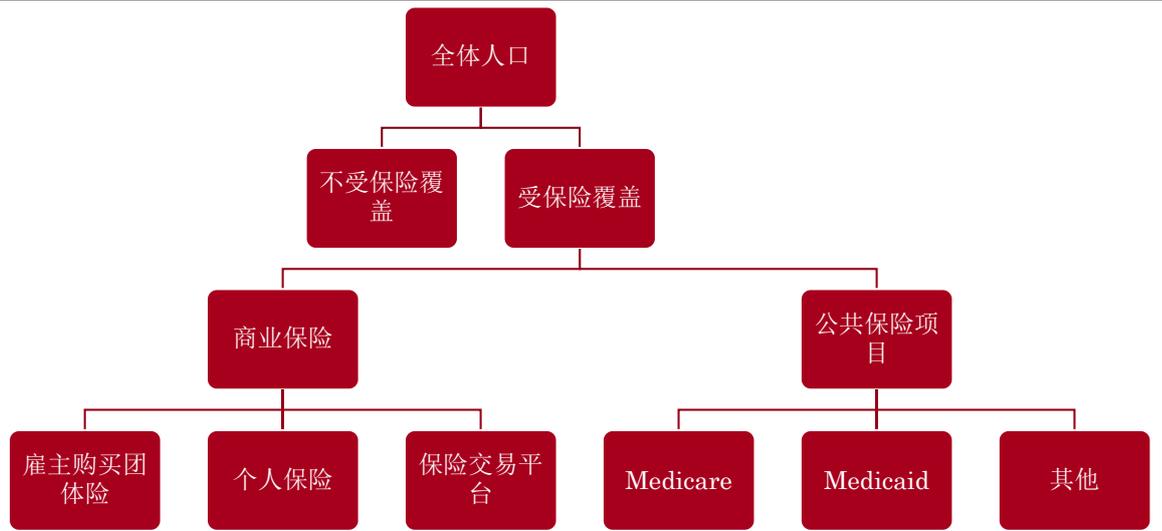
资料来源：RAND，中银证券

2、由谁来进行支付？

2.1 美国医疗体系支付方相对多元

美国医疗支付方式相对多元化，主要包括公共保险项目支付、保险支付和自付（Out-of-pocket payment）。由于美国的医疗成本非常高昂，如果没有保险的个人自己承担会造成很大的经济压力。美国公共财政主要通过公共保险项目来进行支付，主要覆盖老年人群体和低收入的残疾人群体。美国私人商业保险的重要性是美国医疗支付体系中的重要特点，私人保险的购买则主要来源于雇主为员工集体购买，仅有小部分是个人自己购买。

图表 7.美国保险来源情况

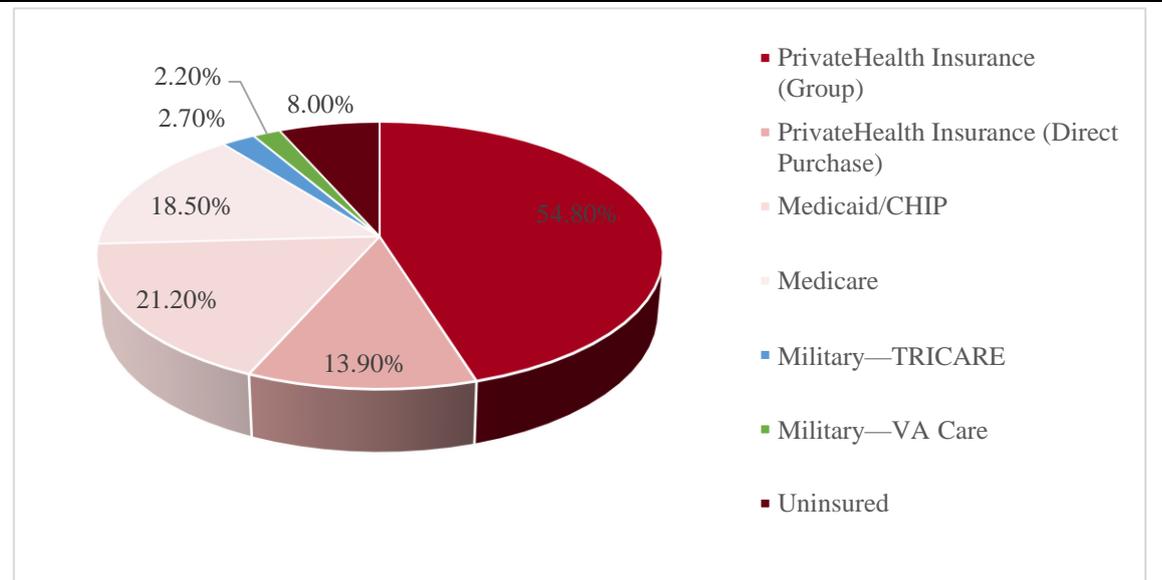


资料来源：中银证券

2.1.1 美国商业保险覆盖人口比例较高

从保险覆盖情况来看，根据美国 CRS 数据，2022 年美国还有 8% 的人群未被保险覆盖。商业保险仍然是保险覆盖的主力，根据 CRS 数据美国 68.7% 的人口受到商业保险的覆盖，从商业险种类来看，54.8% 的人口受到公司团体险覆盖，而仅有 13.9% 的人口为直接自购保险覆盖。在公共财政涉及的险种方面，Medicare 覆盖了 18.5% 的人口而 Medicaid/CHIP 覆盖了 21.2% 的人口。

图表 8.2022 年美国保险覆盖情况



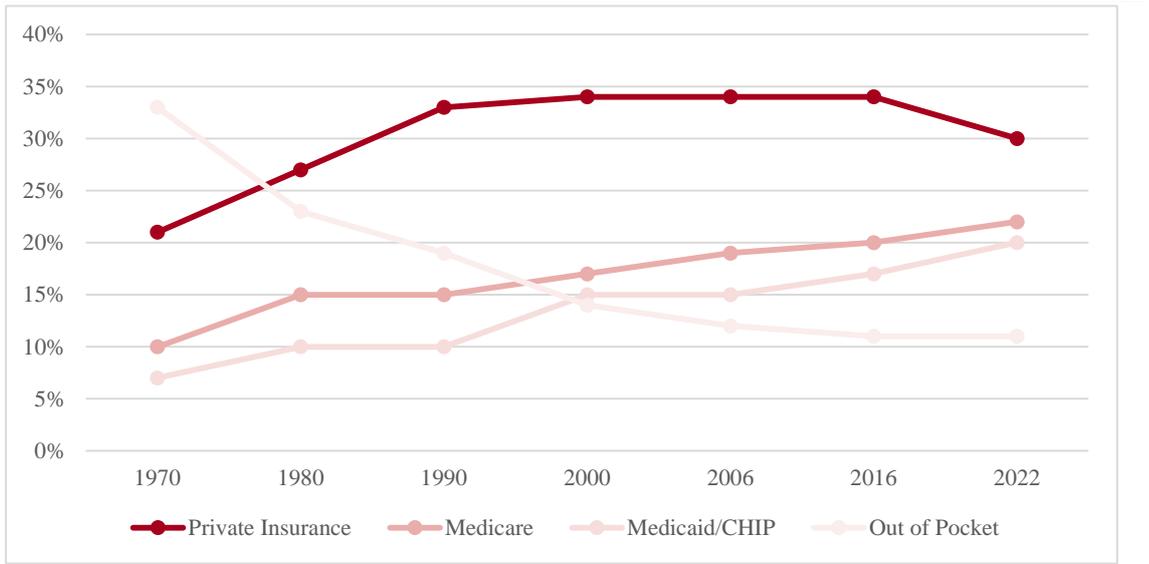
资料来源：CRS，中银证券

2.1.2 支付额度比例来看公共财政支付高于商业保险

从支付额度占比来看，目前商业保险支付的比例和公共保险项目支付比例已经相对均衡。美国私人商业保险支付的比例在 1970 年-1990 年期间有大幅的提升，但是在 1990 年后相对稳定。Medicare 和 Medicaid 的支付比例伴随着美国医疗体系的改革在持续提升，上升趋势甚至延续到了 2016 年之后。自付比例从长期来看表现出非常显著的下降，在 1970 年以来的 50 年内下降了 20 个百分点以上。

根据 CRS 数据，2022 年美国私人商业保险支付的占比为 30%，而 Medicare 和 Medicaid/CHIP 的占比总和为 42%，自付（Out-of-pocket）的支付比例为 11%。

图表 9. 美国公共保险项目及商业保险支付占比



资料来源：CMS, CRS, 中银证券

2.1.3 ACA 法案后美国无保险人群的数量持续下降

由于美国的医疗成本较高，如果个人自身承担医疗成本的话会面临高昂的价格，且无保险人群也面临就医困难的问题，在美国就医需要出示保险卡，而无保险人群只能在急诊室（Emergency Room）或者社区医疗中心进行就医。因此，近年民主党政府推行 ACA 美国平价医疗法案的一大目标为降低美国的无保险覆盖人群。ACA 提高保险覆盖率的手段主要包括以下几项：

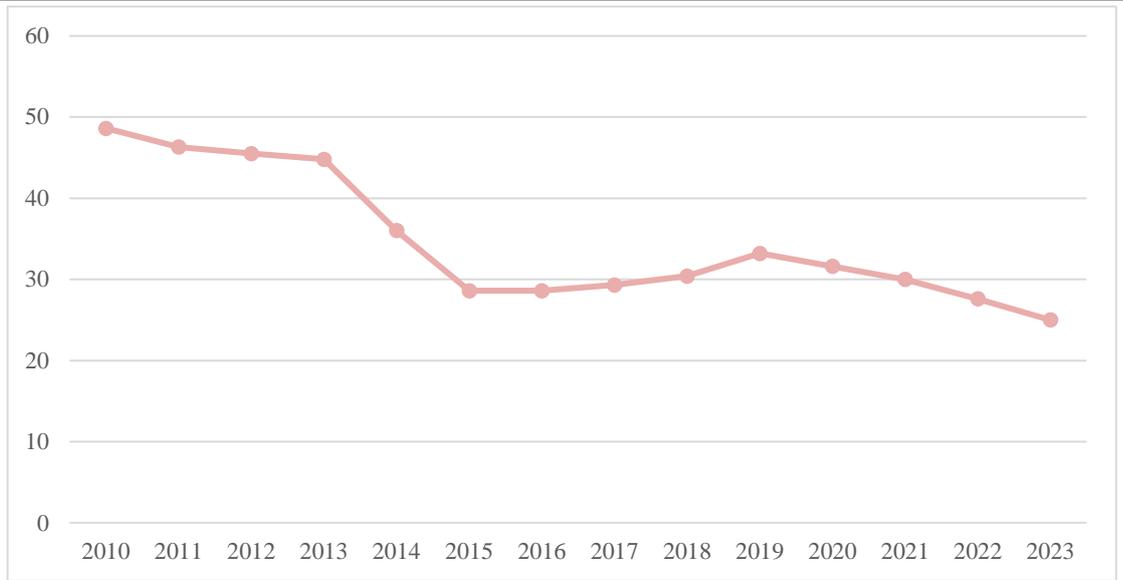
第一、通过公共保险项目增加保险对于老年人和低收入残疾人的覆盖。

第二、强调雇主在保险覆盖中的责任：要求大型雇主为员工提供团体险，并支付一定的费用；对于为员工提供健康保险的小型雇主给予一定的税收优惠。

第三、建立保险交易平台，限制保险公司对于投保人的“歧视”（discrimination）政策，避免有病史的个人难以购买保险的情况。

在 2010 年后，美国的保险未覆盖人群规模出现了明显下降：根据 Statista 数据在 2010 年至 2023 年期间美国的保险未覆盖人群规模由 0.49 亿人下降至 0.25 亿人，下降幅度高达 50%。在 2010 至 2015 年期间平价医疗法案要求，美国居民必须拥有保险，否则将面临罚款。但是针对个人的强制性要求很难具体执行和持续，特朗普政府执政期间企图对平价医疗法案进行削弱，取消了对个人保险覆盖的强制要求，因此在特朗普政府的执政期间未被保险覆盖的人群规模一度有所回升。

图表 10. 美国无保险人口 (单位: 百万人)



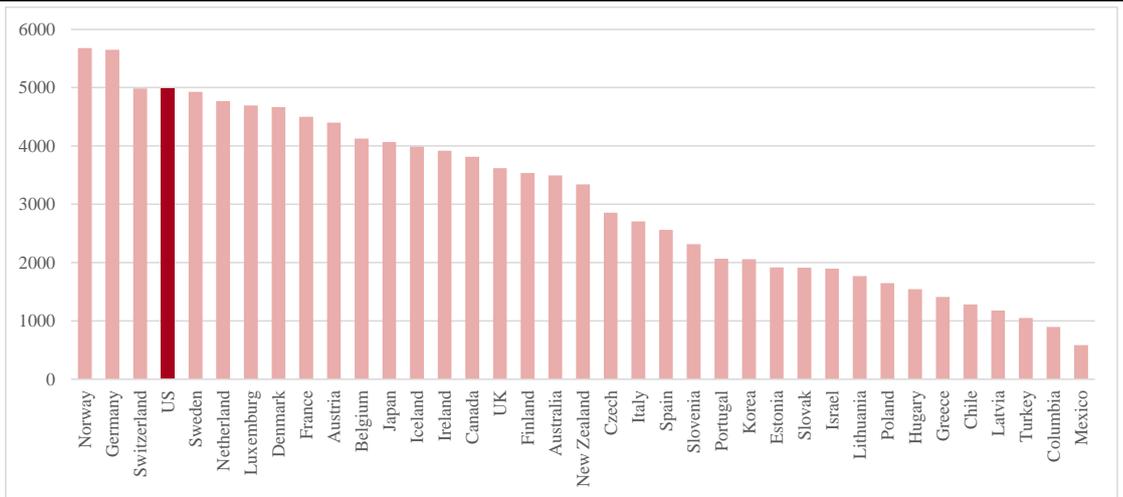
资料来源: Statista, 中银证券

2.2 公共财政支付仍在美国医疗支付体系中起到重要作用

2.2.1 美国人均公共财政医疗水平在全球排名靠前

美国公共财政支出在医疗支出中的占比相比其他发达国家较低,但是由于美国医疗支出的绝对值远高于其他国家,公共财政的医疗支出水平依然在发达国家中名列前茅。2019年,根据 OECD 数据美国的公共财政支出在医疗支出中的占比为 45%,为 OECD 国家中最低,英国、法国、意大利等的财政支出占比均高于 70%,挪威、瑞典、德国等高福利国家的财政支出占比甚至在 80%以上。但是从财政医疗支出的绝对值来看,美国的人均公共财政医疗支出依然在发达国家中名列前茅。根据 OECD 数据 2019 年美国的人均公共财政医疗支出为 4982 美金,在 OECD 国家中排名第 4,仅低于挪威、德国和瑞士。

图表 11. 2019 年全球各国医疗公共财政支出 (美元)



资料来源: Statista, 中银证券

美国公共财政支持的医疗保险项目中面向大众的主要包括 Medicare 和 Medicaid,其中 Medicare 主要面向 65 岁以上人群和残疾人,而 Medicaid 主要面向贫困的弱势群体(儿童、孕妇等)。Medicare 和 Medicaid 出现于 1965 年,但是经历了多次变革,尤其是平价医疗法案前后发生了较大变动。

2.2.2 公共财政在美国医疗支付中起到越来越重要的作用

平价医疗法案（ACA）是美国公共健康支付领域最重要的改革之一，但是在 ACA 提出之前美国政府也曾经多次努力提高全民医疗支付的覆盖问题，联邦政府在医疗支付方面的努力可以追溯到 20 世纪初，但是出于多种原因改革的效果有限：利益集团之间存在冲突；美国公民不希望政府直接接管医疗系统；总统和议会之间也难以达成共识。

20 世纪 30 年代中期，美国《社会保障法》实施，提供养老金和失业保险。罗斯福政府中的一些人认为当时也是向民众提供医疗保险的合适时机，但是提议遭到了美国医学会等群体的反对。

1945 年罗斯福去世后，杜鲁门总统成为第一位积极倡导全民医保的总统，他认为医疗保险是一项基本权利。三名国会议员提出一项法案，提出为所有美国人提供保险，但是这一法案没有通过委员会进入众议院两院。虽然当时总统和国会两院均由民主党担任，但该法案仍受到来自南部各州的共和党人和保守派民主党人联盟的阻挠。

在 20 世纪 60 年代，肯尼迪和约翰逊政府执政期间，美国再次出现对于医保系统的关注，但是并没有形成全民覆盖的医疗保险方案，而是仅针对于老年人、残疾人、穷人等。**1965 年，约翰逊总统签署了涉及 Medicare 和 Medicaid 的法案，最初的 Medicare 仅包括 Plan A（医院保险）和 Plan B（医疗保险）。**

20 世纪 70 年代初，尼克松政府提出了一项全民医疗保险计划，包括强制雇主福利、保留私人保险公司和通过公共保险取代 Medicaid 为穷人和其他无法获得保险的人提供医疗补助。但是这项计划受到当时的左翼反对，他们更希望得到一个单一支付方的体系。

20 世纪 90 年代，克林顿总统执政期间也提出了一项覆盖全体人口的计划。政府对健康联盟（Health Alliance）进行资助，雇主和雇员通过健康联盟进行保险购买，健康联盟进行保费的收取和支付并执行价格和其他相关的规定。但是克林顿政府在保密和不涉及国会的情况下对提案细节进行完善，存在战略性失误。同时，一些保险公司和小企业反对，该提案最终于 1994 年被放弃。

2003 年，《医疗保险处方药改进和现代化法案》（MMA）对 Medicare 做出了成立以来最大的改变，商业保险公司被批准参与 Medicare 中的高级保险方案（Medicare Advanced Plan），这部分被称为“Medicare Part C”和“MA Plan”。此外，MMA 还扩大了 Medicare 的范围，纳入了覆盖处方药的 Part D，Part D 于 2006 年正式生效。

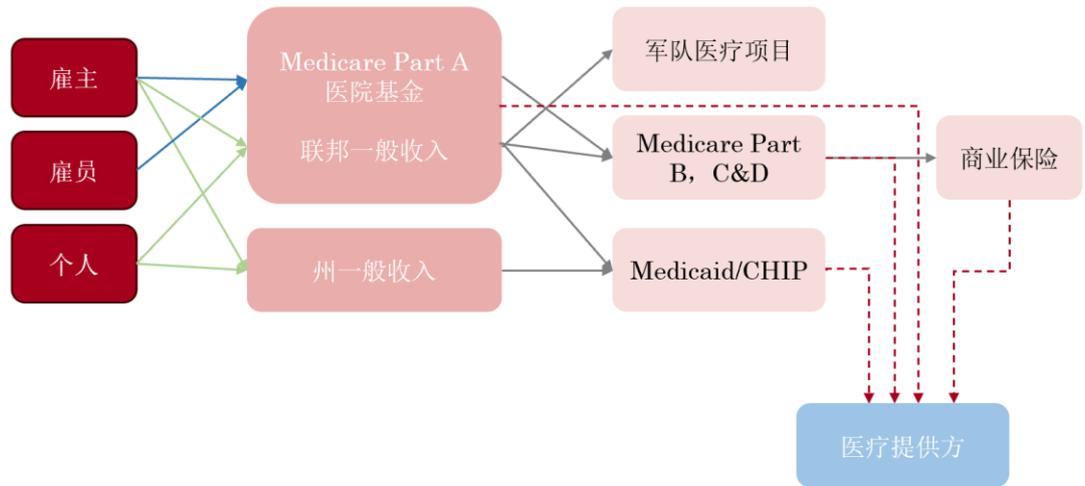
2010 年，美国平价医疗法案实施，将美国保险覆盖范围覆盖至大部分美国人：第一，给予低收入个人和家庭购买保险的补贴；第二，要求大多数美国人购买保险，否则将面临处罚；第三，要求员工人数超过 50 人的公司提供保险或支付罚款；第四，大幅扩大 Medicaid；第五，对商业保险公司进行监管，要求保险公司为所有人提供并维持健康保险。

美国平价医疗法案对于已存在的公共财政支持的保险项目 Medicare 和 Medicaid 也有一定的影响：对于 Medicare，ACA 的影响主要在于降低 Part D 部分的自付压力，和增加对于一些预防性护理（Preventive care）的覆盖；对于 Medicaid，ACA 的一大目标就是提升 Medicaid 的覆盖，但是由于 Medicaid 的执行由各州负责，而各州在执政上往往存在较大的差异，所以具体 Medicaid 的变化在各州之间存在差异。ACA 允许各州将 Medicaid 覆盖范围扩大到收入高达贫困水平 138% 的成年人，扩张使许多州降低了未保险率，联邦政府承担了扩大覆盖范围的绝大部分成本。同时，随着越来越多的人获得保险，医院的无偿护理费用有所下降。

美国公共财政支撑的保险项目主要包括：Medicare、Medicaid 和军队相关的项目，前两种面向大众群体。其中，Medicare 主要面向低收入的 65 岁以上老年人和残疾人，而 Medicaid 主要面向贫困的弱势群体（儿童、孕妇等）。从人群来看，Medicare 的覆盖人群的需求更加“刚性”，对这部分人群的覆盖相对容易达成共识。但是 Medicaid 的人群划定相对模糊，而且各州针对低收入者的执政方向也存在差异，因此 Medicaid 在各州的实施存在差异。

Medicare 和 Medicaid 的支付主力均来自公共财政，收入来源主要为各类公司税、个人所得税、财产税和一些“pay-roll tax”，一些细分的保险项目也存在自付保费但是负担相对较低。**值得注意的是，Medicare 和 Medicaid 虽然是公共财政支撑的保险项目，但是在支付中保险公司依然起到非常重要的作用。Medicare Part A 和 Part B 直接向医疗服务提供者进行支付，其他公共医疗保险均通过保险公司和具体的保险项目进行支付。**

图表 12.美国公共保险项目运转方式



资料来源: European Observatory 《United States Health system review》, 中银证券

2.2.3 美国两党在公共财政的医疗支付方面存在偏好差异

美国两党在向民众提供医疗保健方面的执政倾向存在差异，近一个世纪以来医疗改革的提案基本由民主党提出，共和党则更倾向于维持原状。美国两党在医疗健康保障方面的分歧根源上是对政府角色的分歧，民主党人认为政府应该在某些方面对公民负责，共和党人认为政府管理越少越好。从近年对于医疗政策的态度来看，民主党希望保留、改进 ACA，并扩大 ACA 的范围，但是共和党则希望废除 ACA 法案。但是在 Medicare 的处方药支付方面，两党存在一定的共识，即需要对 Medicare 的处方药支出进行控制。以下信息部分援引自 KFF 凯撒家庭基金会统计：

ACA 法案

特朗普曾在 2017 年任职期间试图废除 ACA 并用各种其他的保险方案取代 ACA，但未能成功。但是，在个人保险覆盖方面，特朗普政府成功降低了对无保险覆盖个人处罚的执行优先级，并将处罚降至 0 美元。在预算方案方面，特朗普提议对 ACA 进行修改，削弱现有的保护措施，并通过向各州提供整笔拨款大从而幅减少资金。作为本次选举的候选人，他依然呼吁对 ACA 的改革，他提出用“更好的医疗保健系统”取而代之，但是并没有提出具体计划。

哈里斯作为民主党候选人，在 ACA 方面的态度与特朗普相反。在哈里斯担任副总统期间，拜登-哈里斯政府修改了《美国救援计划法案》(ARPA)，暂时扩大了对 ACA 交易平台补贴的资格范围，并增加了补贴数额。拜登-哈里斯政府还修复了“家庭故障”，如果一个人无法负担雇主家庭保险 (Employer-sponsored family plan) 的保费，其家属可以获得 ACA 补贴。在个人保险覆盖方面，政府在 ACA 交易平台计划中实现了创纪录的高参与率。

Medicare

特朗普提议取消社会保障福利税，而取消社会保障福利税会加速 Medicare 医院保险和社会保障信托基金的破产。此外，特朗普提出的各类减税政策，会减少 Medicare Part A 信托基金收入来源。在正向措施方面，特朗普政府签署了扩大药物使用障碍和其他心理健康状况治疗的立法，并允许医疗保险优势计划为慢性病患者提供额外福利。

拜登-哈里斯政府提议“为子孙后代保护医疗保险”，通过提高高收入者的医疗保险税和填补税收漏洞来扩大 Medicare A 部分信托基金的偿付能力，并提议扩大 Medicare。哈里斯作为副总统，在美国参议院对《通胀削减法案》进行了决定性的投票，该法案包括多项降低 Medicare 处方药费用的条款。在 2019 年民主党总统初选期间，哈里斯曾支持通过私人保险的帮助实现全民 Medicare 覆盖，但目前她的竞选团队表示，她不会在担任总统期间寻求推进全民医疗保险。

Medicaid

特朗普政府一直对于 ACA 持负面态度，希望废除或者取代 ACA 中 Medicaid 项目扩张的部分。特朗普政府提议将 Medicaid 融资重组，更改融资方式为整笔拨款或设置人均上限，并建议对 Medicaid 的福利和资格设置限制。此外，特朗普政府采取行政措施放宽 Medicaid 管理式医疗的规则，并提高了 Medicaid 参与资格验证的要求。

拜登-哈里斯政府鼓励各州扩大产后医疗补助覆盖范围，努力降低孕产妇死亡率和发病率。政府支持立法，通过设立联邦方案来缩小各州的覆盖差距，但是并未经国会通过。拜登-哈里斯政府还通过了一项财政激励措施，鼓励各州新采用 ACA 医疗补助计划。

处方药

在管理 Medicare 支付的处方药成本方面，两党存在一定的一致性，但是在如何解决支付问题方面仍然存在很大的分歧。

特朗普政府提出取消 Medicare Part D 的药品返点支付，药企不再需要向 PBM 支付返点。但是取消返点是否会带来药价的降低依然存在争议，药企不再向 PBM 支付返点带来的成本降低并不一定会传递至支付方。相反，保险公司在失去 PBM 分享的返点后可能会增加保费。取消返点的相关法规已经推迟至 2032 年执行。此外，特朗普政府允许各州从加拿大进口处方药，加拿大的处方药平均价格低于美国。特朗普政府还曾经建议为一些医疗保险覆盖的药物建立“最惠国”国际参考价格体系，美国的价格将基于某些其他国家的价格，但是该提议已被法院诉讼阻止并已被撤销。特朗普政府还曾要求药品制造商在电视广告中披露药品价格，但是也被法院裁决阻止。

哈里斯作为副总统，在美国参议院对 IRA 法案进行了决定性的投票，该法案要求政府对一些医疗保险覆盖的药物的价格进行谈判，并要求药企就价格涨幅高于通胀的处方药支付返点。哈里斯建议加快医疗保险药品价格谈判，并将药品自付上限扩大到不参加医疗保险的人。她还表示，将增加竞争和透明度，首先打击制药公司阻碍竞争和滥用中间人的行为。此外，政府批准了佛罗里达州从加拿大进口一些处方药的计划。拜登和哈里斯政府还将特朗普政府的药品返点规则推迟到 2032 年实施。

2.2.4 Medicaid 主要面向老年人及残疾人

根据 European Observatory 信息，Medicare 覆盖几乎所有 65 岁及以上的美国人、残疾人、终末期肾病患者和肌萎缩侧索硬化症患者，根据覆盖的领域不同分为 A、B、C、D 四个部分。

图表 13. Medicare 覆盖人群及范围

	收入来源	适用人群	覆盖领域	覆盖规模 (2018 年)
Part A	雇主和雇员工资税 (各 1.45%)。ACA 还包括对高收入个人征收 0.9% 的“额外医疗保险税”。		医院服务	38.3 百万 (全部 Medicare 覆盖者)
Part B	保费和联邦一般收入 (federal general income)	65 岁以上老年人 残疾人	医师服务 (Physician Services)	90% 以上的 Medicare 覆盖者
Part C	非单独融资，保险计划从 Medicare 获得资金	ESRD 患者或 ALS 患者	医院和医生服务。 (具体保险项目可选择：处方药、视力、听力、牙科)	32% 的 Medicare 覆盖者
Part D	保费、联邦一般收入、州一般收入		非住院处方药	75% 的 Medicare 覆盖者

资料来源：European Observatory 《United States Health system review》，中银证券

Part A 医院覆盖范围不仅包括医院护理，还包括一些急性期后疗养院、家庭健康和临终关怀，是最基础的 Medicare Plan。Part A 的收入来源主要来源于雇主和雇员支付的强制性工资税 (payroll tax) 来资助，雇主和雇员各支付 1.45% 的工资税，合计 2.9% 用于 Medicare Part A。此外对于高收入者，适用额外的 Medicare 税 (Additional Medicare Tax)，税率为 0.9%。

Part B 为自愿补充计划，涵盖了住院和门诊的医生服务、门诊护理、各类医疗设备检测、家庭医疗、一些预防性护理等。Part B 的收入来源除了联邦政府的一般收入，覆盖的个人还需要支付一定的保费。虽然 Part B 是自愿的，但超过 90% 的 Medicare 人群选择了参加，因为 Medicare 依然享受大量补贴，因此参保人受到的保费压力较小。

Part C 属于 Medicare Advantage，类似于 Part A 和 Part B 组合的替代方案，并且根据具体的保险计划有时会提供额外的福利，比如视力、听力、牙科护理。Part C 和 Medicare Original (Part A 和 Part B) 的一个主要区别是，Part C 的保险覆盖通过保险公司提供，而不是由 Medicare 直接支付给医疗服务的提供者。Part C 通过私人保险公司提供的保险计划，而这些保险计划从政府获得资金，并向医疗服务提供者进行支付。此外，参保人需要根据特定特征（如人口统计特征、医疗诊断）向 Medicare Advantage 计划支付保费。

Part D 为处方药覆盖，在 Part D 出现前 Medicare 不为院外处方药提供覆盖。Part D 也是通过保险公司进行提供，收入来源于保费、联邦一般收入、州一般收入。保费因计划而异，被保人的选择不仅基于保费差异，还基于福利差异——特别是保险方案处方集中被列为“首选”的药物。Part D 的费用包括保费、初始覆盖阶段、覆盖缺口阶段和“灾难性”覆盖阶段，自 2024 年起被保人不再需要支付共同保险的费用。

Medicare 的覆盖人群非常广泛，但是相对而言覆盖深度相对有限，许多服务如长期护理、大多数牙科服务和视力服务、助听器和眼镜等通常不在覆盖范围内。此外，受益人可能需要购买额外的保险来补充 Medicare 的覆盖不足。例如，Medicare Part A 受益人可能需要支付一定的免赔额(Deductible)，而且对于每次住院 60 天以上的受益人可能需要支付较高的免赔额，因此对于长期住院护理的覆盖范围有限。此外，在一些保险计划内，保险受益人只能使用网络内的医生。

2.2.5 Medicaid 针对贫困弱势群体，各州执行存在差异

根据 European Observatory 信息，Medicaid 旨在为主要面向贫困的弱势群体（儿童、孕妇等）提供医疗保障。Medicaid 以州为基础，但由州和联邦政府共同资助。作为联邦资金的回报，各州必须满足某些联邦政府标准。各州的参与是自愿的，但是所有州都选择参与，只是在覆盖范围和适用人群中存在差异。

Medicaid 的目标人群包括：低收入老年人、低收入残疾人、低收入儿童、低收入孕妇和低收入受抚养子女的父母。但是在各州的执行存在差异，比如在一些州并没有对适用人群进行扩大，对收入和资产具有严格的限制，并且不会为除照顾受抚养子女以外的低收入成年人提供保险。

Medicaid 的覆盖领域具体因州而异，联邦法律要求各州提供的服务包括：住院和门诊医院、医生、执业护士、实验室和放射科、21 岁及以上人群的疗养院和家庭医疗、21 岁以下人群的健康筛查等。

从自付额度来看，目前一些州仍然收取一定的自付额，但是额度通常不是很大。但是从覆盖深度来看，Medicaid 的覆盖深度相对有限：首先，一些州会要求受益人提供工作证明；第二，各州经常对所涵盖的服务数量、类型施加限制；第三，Medicaid 的受益人获得私人执业医生的机会往往有限，只能向公共设施或诊所寻求护理——由于 Medicaid 的支付金额与其他保险相比较低，因此 Medicaid 在私人执业医生方面获得治疗的机会一直存在劣势。

图表 14. Medicaid 收入来源及覆盖范围

Medicaid	
收入来源	联邦-州匹配一般收入
适用人群	各州有所不同，总体而言： 联邦贫困线 133% 以下的孕妇和 6 岁以下儿童；联邦贫困县 100% 以下的 6-18 岁儿童、低收入残疾人、老年人和受抚养子女 (dependent child) 的父母
覆盖领域	整体而言包括：医师服务、医院服务、长期护理。部分州可选牙科、眼科、听力等服务。 各州有所不同。

资料来源：European Observatory 《United States Health system review》，中银证券

2.3 商业保险在支付体系中起到重要作用

美国商业保险的广覆盖是其医疗体系的一大特点，美国的商业保险大部分为雇主购买的团体险，少部分为个人直接购买。平价医疗法案近年在提高保险覆盖率目标下，对于提高商业保险覆盖的主要工作在于两点：第一，强化雇主购买保险的责任，并对于保费中员工支付的额度进行了规定。第二，对保险公司的责任进行管理，避免出现个人因为疾病史无法购买保险或续保的情况。

2.3.1 美国雇主在商业医疗保险购买中起到重要作用

美国以雇主为基础的团体险在 20 世纪 40 年代开始第一次快速增长，主要背景是：在第二次世界大战期间联邦政府为了控制通胀实施了工资冻结，但是为了避免出现罢工，雇主赞助的医疗福利被豁免在工资冻结的范围外。作为回应，雇主开始为员工提供医疗保险福利来吸引和留住员工。同时，雇主对于员工健康保险的贡献可以豁免于所得税的纳税范围。

1954 年美国《国内税收法》通过，进一步巩固了雇主提供的医疗保险制度，允许雇主将其对员工健康保险的缴款作为业务费用扣除，且员工则不必为其健康保险的价值纳税。这种税收优惠使雇主提供的医疗保险对双方都更具吸引力。

在 21 世纪初，虽然美国的雇主资助的员工医疗健康福利已经是医疗体系中重要的一部分，但是依然存在两个问题：第一，雇主责任更像是一种通过税收鼓励的结果，而非强制。第二，由于保费昂贵，对于员工依然存在一定的压力。

2010 年 ACA 法案通过，规定：拥有 50 名或更多全职员工的大型雇主必须为其员工提供负担得起的医疗保险，否则将面临处罚。

从 20 世纪 60 年代到 90 年代，“免赔额”和“除外责任”在商业保险当中越来越普遍，一些雇主开始为员工提供符合要求的医疗费用报销，从而填补员工健康福利计划未涵盖的部分。2002 年，IRS 首次承认健康报销安排（HRA）属于雇主资助的员工健康福利，允许雇主免税报销员工的医疗费用，包括个人健康保险保费、自费医疗费用或两者的组合。

ACA 生效后，许多雇主不确定他们是否能提供 HRA 作为承担雇主医疗责任的选项。美国国税局在 2013-5411 号通知中发布了关于 HRA 和 ACA 的指导：将 HRA 定义为必须符合医疗改革的团体健康计划，禁止 HRA 与个人健康保险计划相结合。大型雇主只能提供团体覆盖的 HRA（GCHRA），而小型雇主可以提供仅保费的 HRA。其中，GCHRA 只能与团体健康保险计划一起提供，旨在报销雇主提供的保险计划未涵盖的医疗费用。

国会于 2016 年通过了“21st Century Cures Act”，允许全职员工人数少于 50 人的小雇主提供合格的小雇主 HRA（QSEHRA）。然后，在 2020 年，个人保险 HRA（ICHRA）和例外福利 HRA（EBHRA）成为可选择的选项。

2.3.2 ACA 法案进一步强调医疗保险购买中的雇主责任

ACA 要求全职员工人数超过 50 人的雇主为员工提供医疗保险，如果不提供保险或者提供的保险不达标，雇主将面临 IRS 的罚款。ACA 规定，选择的保险计划要覆盖 60% 员工的医疗费用（根据免赔额、覆盖范围等计算），并且对住院、医生服务的覆盖相对广泛。此外，虽然联邦对于员工的保险保费没有强制的比例分摊要求，有部分州要求雇主的分摊比例必须在 50% 以上，而且 ACA 规定员工自己承担的保费必须是在“可以承受（Affordable）”的范围而剩下的部分由雇主支付。可承受的范围被定义为员工家庭收入（Household income）的一个比例，2023 年 IRS 规定的比例为 9.12%（这个比例会伴随通胀波动，最初 ACA 要求为 9.5%）。

在家庭医疗保险方面，ACA 对于覆盖员工 26 岁以下的子女有所要求，对于配偶等并没有要求。在近十年的实际执行当中，针对配偶的保险一般分为两种：只有当配偶无法通过自己的雇主获得医疗保险时才提供配偶保险，对于可以通过自己的雇主获得保险但更愿意购买配偶保险的配偶征收额外的附加费。

在 2022 年以前，可负担性的确定仅基于员工的保险成本，而不考虑将家庭成员添加到计划中的成本。如果员工的保险被认为是负担得起的，那么整个家庭都没有资格获得保费补贴来自己购买保险。一些家庭负担不起雇主提供的家庭保险，也无法利用补贴购买保险，会出现家庭无法获得医疗保险的情况。

2023 年，拜登政府确定了“家庭故障”修复方案。根据新规定，如果员工的保险范围被认为是负担得起的，则该员工没有资格在 ACA 交易平台上获得保费补贴。但如果整个家庭的保费超出可承受的范围，其余家庭成员可以获得补贴从而在市场上购买保险。例如：在 2023 年员工个人的保费没有超过家庭收入的 9.12%，但是家庭保费总额超过了家庭收入的 9.12%，那么本人没有资格在 ACA 交易平台获得保费补贴，其家人仍然可以获得家庭补贴。

少于 50 人的雇主如果提供保险会享受一定的税收优惠，但是不提供保险也不会面临罚款。

具体数据而言，根据 KFF 数据，2023 年雇主赞助健康保险的个人平均保费成本为 8431 美元，平均家庭保险保费成本为 23968 美元。从支付比例来看，2023 年雇主支付员工个人保险的平均贡献比例为 83%，为家庭计划保费的平均贡献比例为 71%。对于员工自付保费来说，2023 年美国员工平均单人保费的支付金额为 1401 美元，家庭保险平均保费支付金额为 6575 美元。

图表 15.美国雇主购买医疗保险方式



资料来源：European Observatory 《United States Health system review》，中银证券

2.3.4 ACA 通过保证个人购买保险的权利，减少未被保险覆盖的群体规模

由于小型公司没有受到强制性要求为员工购买保险，而且存在一定比例的人口不受雇主雇佣，这些人只能通过个人自己购买医疗保险的方式获取保险。自购保险的群体面临保险公司会相对弱势，会出现因为自身病史等原因被拒保的情况。

平价医疗法案（ACA）的一个目标就是保证个人购买保险以及续保的权利，从而提升保险覆盖率。

ACA 指示各州建立自己的保险交易平台（ACA Marketplace）或加入联邦交易平台，平台为不享受雇主赞助保险的个人或家庭提供可选计划。然而，许多州选择不建立市场，并加入了联邦交易平台。交易平台将计划分为：青铜、白银、黄金和白金四个等级，最高级别的白金保险涵盖了约 90% 的医疗费用，但也是保费最昂贵的。

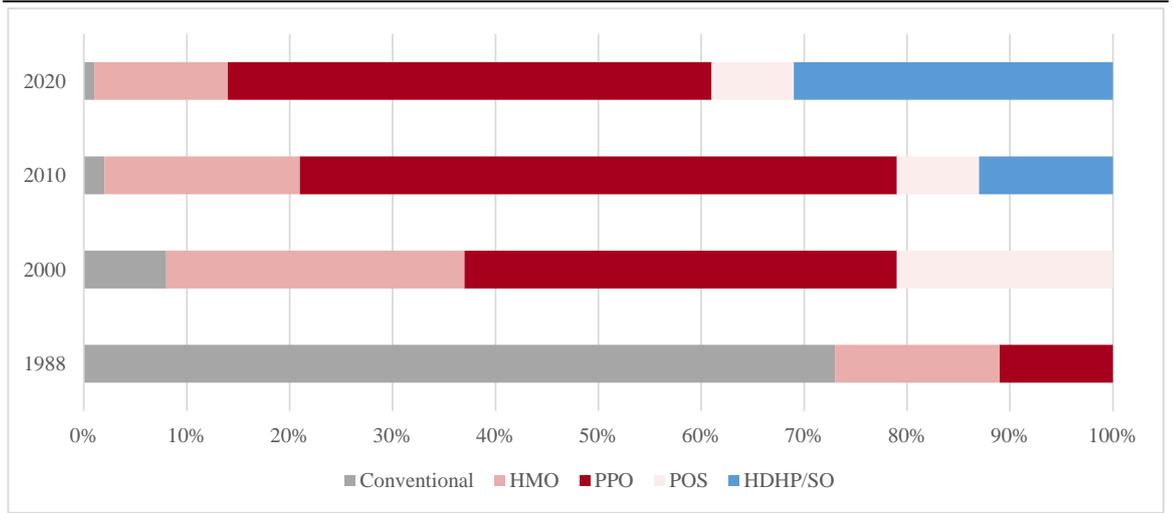
交易平台上的方案存在差异，但是 ACA 要求这些方案必须满足 10 项基本要求或基本健康福利，需要覆盖的福利包括：门诊病人服务、紧急服务、住院治疗、实验室服务、心理健康和物质使用障碍服务、妊娠、分娩和新生儿护理、处方药、预防和健康服务以及慢性病管理、儿科服务、康复和适应服务。

此外，ACA 要求健康保险公司根据各年龄组、烟草使用状况、特定家庭规模和地区以固定费率向所有寻求购买保单的人出售保险计划。在 ACA Marketplace 上销售的保险计划不得基于性别或个人的健康史进行区别对待。

2.3.5 美国可选择的商业保险模式较多

美国的保险方案主要分为三种：HMO、PPO 和 HDHP，不同方案的区别主要在于被保人的就医流程、免赔额等。HMO 在上世纪一度较为流行，但是逐渐被 PPO 和 HDHP 取代，在 2020 年美国医疗保险市场中 47% 的市场份额被 PPO 占据，31% 的市场被 HDHP/SO 占据，仅有 13% 的市场被 HMO 占据。

图表 16.美国各种类保险占比



资料来源: KFF, 中银证券

HMO 管理式医疗的基本模式 Health Maintenance Organizations

HMO 的方案特点是“预付费+守门人”，在就医流程中存在一个“守门人”作为初诊。在支付方面，保险方会先行支付一部分医疗费用给医疗服务提供方，而病人需要得到服务方内的家庭医生转诊才能推进就医流程。

HMO 可分为封闭式和开放式，封闭式中保险计划支付与提供方为一对一的签约关系，而开放式保险计划支付与提供方是多对多的关系，例如和医生集团进行签约。但是无论封闭式还是开放式，可以就诊的范围都相对有限，而且受到转诊的限制。

从病人的角度来看，转诊、住院和用药都会受到限制，而医生对于病人治疗的权限也受制于保险公司，双方都受到 HMO 弊端的影响。在 20 世纪末，HMO 逐步被更灵活的 PPO 取代。

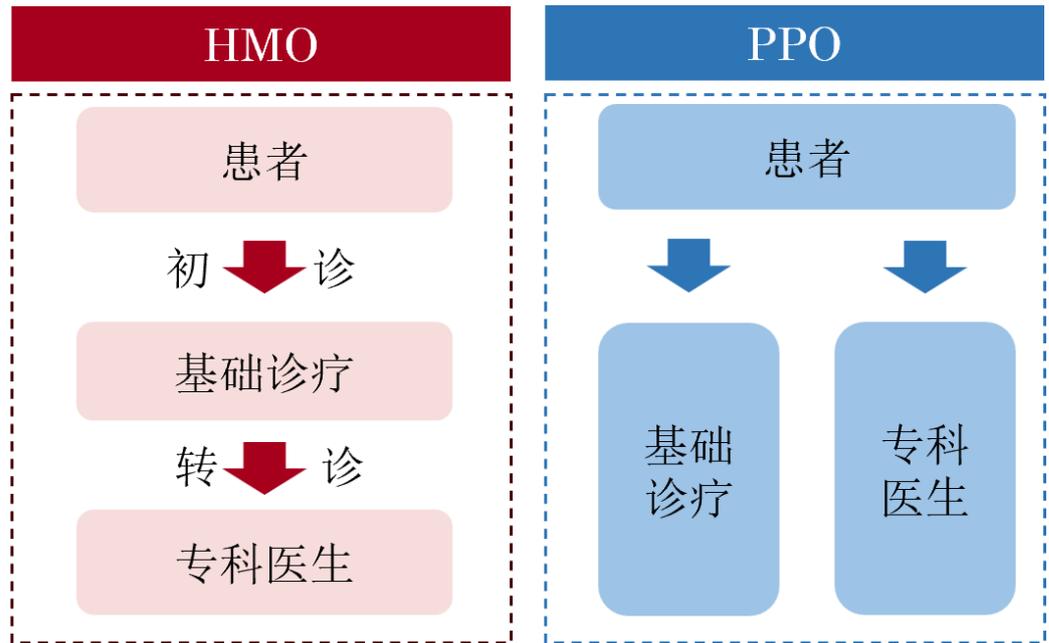
PPO 医疗服务提供方模式 (Preferred Provider Organizations)

PPO 是美国最为普遍的管理式医疗模式，相比 HMO 更为灵活，保费一般也高于 HMO。PPO 模式中病人不受初诊的限制，可以直接寻找专家进行就诊。一般 PPO 分为网络内 (In-network) 和网络外 (Out-network) 两部分，病人去网络外医疗服务提供者处就医需要面临更大的支付比例：其中免赔额可能是网络内就医的两倍或三倍，最高自付额度也是网络内就医的两倍以上，甚至一些计划的网络外就医不存在自付额度上限。

部分 PPO 会要求患者在非紧急服务前进行预先授权，例如在一些昂贵的测试、程序或治疗之前需要获得预先授权。预授权基本上是为了确保患者真的需要这种护理或者检测，且没有经济的方法来实现同样的目标。如果出现未进行预先授权的情况，保险公司可能会选择拒付。

PPO 相对于 HMO 最大的优点在于更加灵活，不需要经过转诊因此可以有效提高就医效率。此外，由于 PPO 包括网络内和网络外两部分，可选择范围相对较广。（关于 PPO 介绍信息部分援引自

图表 17. PPO 及 HMO 就医流程



资料来源：中银证券

高免赔额健康计划附带储蓄模式 (HDHP/SO) High-Deductible Health Plan

HDHP 一般保费较低，免赔额度较高，但是自付额上限也低于 PPO。因此 HDHP 适用于健康状况较好，没有日常就医需求，仅需要考虑严重的紧急医疗重症就医的群体。HDHP 的具体实施方式包括 HMO、POS 和 EPO，只要计划中包含符合当年限额的最低免赔额，就被视为 HDHP。（例如，在 2025 年 HDHP 个人保险的年度免赔额必须在 1650 美元以上，家庭保险的年度免赔额必须在 3300 美元以上。）

HDHP 计划可以配套健康储蓄账户 (HSA)，而且是唯一一种可以配备健康储蓄账户的保险计划。HSA 可以由雇主或者雇员本人进行存款，附带三重税收优惠，允许税前缴费、免税收入增长和合格医疗费用的免税提款。而且未使用的 HSA 资金可以每年结转，离开 HDHP 后之前的结余也可以用于医疗支付。

图表 18. HDHP 与 PPO 对比

	HDHP	PPO
HSA 是否适用	适用	不适用
保费	较低	较高
免赔额	较高	较低
自付上限	低于 PPO	高于 HDHP

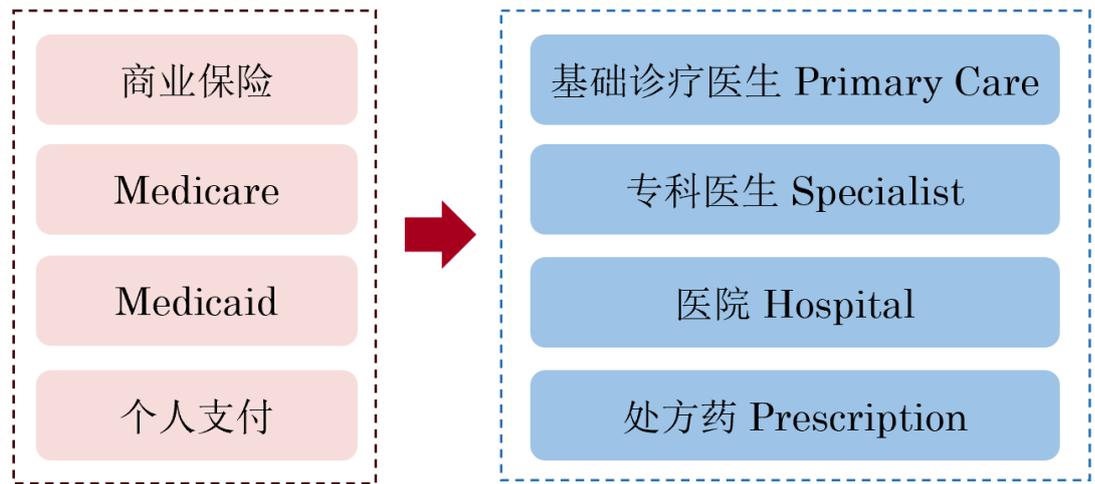
资料来源：Investopedia, GoodRx, uhc, 中银证券

3、以什么样的标准进行支付？

3.1 美国医疗体系支付标准相对多样

美国医疗体系的一大特点在于“多元化”，针对各类医疗提供者（医院、药企、医生）的支付是分离的，而不同保险计划的支付标准也存在差异。其中，国家控费的范围相对有限，DRG 的付费方式主要限于 Medicare 和 Medicaid。

图表 19. 美国医疗体系支付方与被支付方



资料来源：中银证券

常见的支付标准主要包括按诊断分组付费、按服务付费、按人头付费和按每日津贴付费。

3.1.1 DRG 按照诊断分组付费

DRG 最初于 20 世纪 60 年代末在耶鲁大学开发，并于 1982 年开始作为一种患者分类方案使用，是一种“前瞻性支付”。DRG 将医院治疗的患者类型与医院产生的费用相关联，不是为每项服务付费，而是根据患者所在的 DRG 设定一个预先确定的金额。

DRG 的分配基于患者的诊断、治疗和其他因素，如年龄、性别和出院状态。每个 DRG 都被分配了一个相对权重，以反映治疗该组患者所需的平均资源——治疗所需资源越多，相对权重越高，医院得到的补偿越多。患者住院时间越长，DRG 付费可能越高，因为住院时间长意味着医疗状况复杂。如果患者需要专用设备和复杂的诊疗程序，其 DRG 付费也会高于只需要简单治疗的患者。此外，DRG 付款还根据医院的工资指数进行调整，劳动力成本较高地区的医院与劳动力成本较低地区的医院相比获得的薪酬更高。

3.1.2 FFS：按照服务项目付费 Fee-for-Service

医疗服务的提供者按照提供的每项服务收取费用，服务包括咨询、各类检查和治疗程序。医疗服务提供者会向支付方列出为患者提供的每项服务，每项服务都有预设的费用，这种模式相对简单。

FFS 的优点在于患者选择医疗服务提供者的灵活性，有利于患者享受到更全面和深入的护理及治疗。FFS 的缺点在于医疗服务提供者没有协调的动力，会出现服务分散碎片化和服务冗余的情况，而且 FFS 的重点在于治疗疾病，因此对于预防性护理缺乏动力。

FFS 付费模式中，报销率确定的一个方式是基于资源的相对价值量表（RBRVS），支付方在按服务收费框架内使用 RBRVS 系统来确定医疗服务的支付率。Medicaid 和 Medicare 针对医生的支付标准都是基于 RBRVS，商业保险很多也采用 RBRVS，但是具体系数会和 Medicare 及 Medicaid 采用的系数存在差异。

RBRVS 是由美国 Medicare 和 Medicaid 服务中心（CMS）开发，用于确定医生、护士执业人员和其他医疗保健提供者的支付率。RBRVS 系统旨在通过考虑提供服务所需的资源，提供一种更标准化和公平的报销方法。

RBRVS 系统根据医生工作、执业费用和医疗事故费用三个关键组成，为每个医疗服务分配一个相对值，每个关键部分进一步细分为各种因素，比如执行服务所需的时间、精力、技能和资源。之后，RBRVS 系统会将分配给每个服务的相对值乘以换算系数以确定支付额度，公共保险的系数由 CMS 决定，而商业保险的系数一般由保险公司商定。

医生工作：衡量医生提供特定医疗服务所需的时间、精力、技能和强度，考虑了程序的复杂性、所涉及的决策水平以及所需的体力和脑力等因素。医生工作部分通常是决定服务相对价值的最重要因素，在总相对值中占到 54%。

执业费用：医疗服务提供者在提供医疗服务时产生的费用，包括租金、设备、用品、非物理人员工资和其他间接费用。执业费用部分是根据提供特定服务所使用的平均资源计算，以总相对值的百分比表示。

医疗事故费用 PLI (Professional liability insurance)：用于支付医疗服务提供者的职业责任保险费用，反映了与特定医疗服务相关的风险，并基于历史医疗事故保险数据进行计算。医疗事故费用部分通常是决定服务相对价值的最小因素，在总相对值中占到 5%。

图表 20. RBRVS 计算公式

$$[(RVUw \times GPCIw) + (RVUpe \times GPCIpe) + (RVUmp \times GPCImp)] \times CF = \text{Medicare Allowable Fee}$$

资料来源：MDM，中银证券

除了主要关键组成部分，支付标准为了反映全国各地执业成本的不同，也会根据地理位置进行调整。三个组成部分均涉及一个地理实践成本指数 (GPCI)，在计算相对值时候各组成部分的相对值需要乘上该部分的 GPCI。

3.1.3 Per Diem 每日津贴

在每日津贴报销中，医院等机构每天收取固定费率，而不是报销每项服务的费用。每日津贴报销可能因服务而异（例如，医疗或外科、产科、心理健康和重症监护），也可能是固定的费率。（定义援引自

3.1.4 Capitation 按人头收费

按人头付费是指：支付方为每个参与保险计划的个人定期向医疗服务提供方付费，无论患者来治疗多少次或需要多少服务，提供者都可以按患者支付费用。支付金额依具体协议而定，一般来说取决于保险计划参与者的年龄等特征。

在按人头付费的模式下，医疗服务提供方往往置于财务风险中，因此有动机控制医疗资源的使用。但是为了避免出现患者无法享受充分服务的情况，保险公司也会基于资源利用率对医生进行财务奖励。按人头付费方式的最大优点在于避免过度医疗，并且有利于让医生对于预防性治疗更加重视。按人头付费的缺点主要在于，按人头付费的安排可能会导致提供者选择价格较低的药物或治疗程序。

3.2 不同支付方采取不同的支付标准

根据 European Observatory 信息，美国支付模式的选择相对多元，Medicare 和 Medicaid 在住院服务方面的支付采用 DRG 的方式，对医生支付为按照服务项目支付，但是具体服务项目的支付金额由 RBRVS 和 CMS 中心决定的系数确定。商业保险计划的支付方式更加多样，支付模式的选择和具体支付的金额由市场关系决定。

图表 21. 美国不同支付方支付标准

	Medicare	Medicaid/SCHIP	保险方及保险计划	被保险人	无保险个人
住院服务	DRG	DRG, Per Diem, CR	FFS, Per Diem, DRG 变体	Co-pay, Coinsurance	直接
医师和专家	FFS	FFS, Capitation	FFS, Capitation, Salary	Co-pay, Coinsurance	直接
处方药	保费补贴 政府谈判价格 (IRA 实施后)	DAWP	Formularies	Co-pay, Coinsurance	直接
长期护理	PPS	PPS, CR	Per diem	直接	直接

资料来源: European Observatory 《United States Health system review》, 中银证券

3.2.1 Medicare 通过 DRG 等方式对医疗支出进行管控

根据 European Observatory 《United States Health system review》信息, 医疗服务提供者对 Medicare 的支付标准也存在不满, 认为支付难以覆盖支出的费用。美国医院协会计算得出, 医疗保险只支付了与治疗计划受益人相关的 90% 的费用。Medicare 针对医院服务采用 DRG 的付费方式进行控费, 但是在向医生支付时仍然采用 FFS 的支付方式。

住院医疗服务

Medicare 的 Part A 和 Part C 一直采用 DRG 捆绑式的付费方式。DRG 根据患者所在诊断相关组预先确定付款金额, 而不是为患者得到的每项服务付款。DRG 基于患者的主要和次要诊断、其他疾病(合并症)、年龄、性别和必要的医疗程序进行判断, 在确保患者得到需要的护理的同时, 避免不必要的费用。案例混合复杂性会与 DRG 结合使用, 参考指标包括: 疾病严重程度、预后、治疗困难、干预的必要性和资源密度。医院可以通延长住院时间来获取额外费用, 但是在这种情况下医院依然面临一定的机会成本。

医生及其他专业服务

Medicare 给医生支付金额非常充足, 国会一直将医生的收入水平保持在远高于公式规定的水平, 主要原因在于避免 Medicare 覆盖的病人难以获取医疗资源的问题。

Medicare Part B 使用 RBRVS 收费表支付医生服务费用。RBRVS 的原则是, 医生服务的支付应随提供这些服务的资源成本而变化, 旨在改善和稳定支付系统的同时为医生提供持续改进的途径。RBRVS 将提供服务的成本分为三类: 医生工作、办公费用和专业保险, 付款额度通过将服务的总成本乘以转换系数并调整资源成本的地理差异来计算。

Medicare Part C 通过商业保险来执行, 因此保险的模式更加多样化, 包括 HMO 和 PPO、私人 FFS 计划或针对特定高需求患者的 HMO。医生的薪酬有两种方式: 两级和三级系统。在两级系统中, 医疗保险向管理式医疗机构支付费用, 而管理式医疗组织则直接向医生支付费用。三级系统更加常见, 系统中存在医生工作的医疗集团作为中介, 医疗保险向管理式医疗公司支付费用, 而管理式医疗服务公司又向医疗集团支付费用, 医疗集团以双方商定的方式向医生支付费用。

在 Medicare Part C 中保险支付方与提供者的“距离”较为遥远, 影响医生积极性的核心在于 Medicare 基于管理式医疗组织的支付率是否充足。当 HMO 首次开始与医疗保险签订合同时, 支付系统的设计目的是为 Medicare 节省支出, 但是实际支付反而超过了 Medicare 按照 FFS 的支付额。ACA 减少了对 Medicare Part C 的付款, 使付款与 Medicare Part B 中的付款持平。

处方药

Medicare 为自愿购买的带处方药部分的 Medicare Part C 和 Medicare Part D 计划提供保费补贴, 而 Part C 与 Part D 均通过商业保险公司的保险计划执行。商业保险公司根据特定药物的谈判价格向药店报销费用。在 IRA 通胀削减法案通过前, Medicare 中处方药的支付标准依然由商业保险公司交涉, 政府不具备管控价格的权力。IRA 实施后, 美国政府会针对有限品种的药物进行价格谈判。

3.2.2 Medicaid 支付标准受到各州具体政策的影响

根据 European Observatory 《United States Health system review》信息, Medicaid 的支付标准各州存在一定的独立性, 但是 Medicaid 和 Medicare 一样均为公共财政支付的保险项目, 因此同样重视控制成本。由于各州财政往往没有联邦财政充裕, 而且会避免赤字的出现, 因此很多州的支付标准不及 Medicare 的支付标准宽裕。

住院医疗服务

美国医院协会报告称，2017 年 Medicaid 平均支付实际护理费用的 88%，医院在住院医疗服务方面为服务 Medicaid 患者的累计损失约为 200 亿美元。各州医疗补助机构在向医疗补助受益人提供服务的医疗保健提供者支付费用方面存在差异。大多数州的 Medicaid 采用基于 DRG 的方法支付医院住院护理费用，也存在采用每日津贴（Per diem）和成本报销支付标准的情况。每日津贴报销中，各州 Medicaid 机构向每家医院支付特定的费率，适用于该特定医院所有患者的每个住院日。少数几个州使用成本报销。在成本报销下，Medicaid 机构根据治疗成本对医院进行支付，相对少见，一般应用于政府所有的医院和小型医院。

根据 MACPAC 信息，在基础支付标准以外，各州还可以向医院支付补充付款或基于激励的付款：联邦法律要求州 Medicaid 向为大量 Medicaid 被保人和无保险个人提供服务的医院支付 DSH（不成比例的共享医院）费用；UPL 允许各州弥补 Medicare 与 Medicaid 之间的差额；部分州会向医院支付额外奖励金，基于治疗质量、效率等。

医生及其他专业服务

Medicaid 针对医师和专家支付标准为按照服务付费或者按照人头付费，各州 Medicaid 在联邦法规范围内决定以什么样的标准支付费用。Medicaid 支付的初级治疗服务费用仅为 Medicare 的 66%，专家服务比例相比初级保健较高。然而，各州之间存在相当大的差异：初级治疗费用中，2016 年罗德岛州仅为 Medicare 的 38% 而阿拉斯加可达到 Medicare 的 126%。许多州的报销方式都是基于费用表，需要更多投入或资源的医生服务受到以更高的费率支付。各州的办公室就诊医疗补助费用可能相差五倍以上。由于报销额度较低和行政程序麻烦，医生对 Medicaid 的参与度较低。ACA 法案后，正在参与 Medicaid 扩张的州中，医生参与度总体上有所增加。

处方药

Medicaid 处方药支付方式与 Medicare Part D 不同，各州 Medicaid 机构直接由州 Medicaid 机构向药店支付。各州和联邦政府根据联邦指导方针确定报销金额，报销金额基于按预定百分比折扣的平均批发价格加上配药费。对于一些多源药物，各州使用基于联邦药物上限或州最高允许成本的最高价格。此外，联邦政府还要求各州从药品制造商处获得返点（Rebate）。

3.2.3 商业保险支付标准更加灵活多样

商业保险的支付标准相比公共项目更加灵活多样，不同的保险公司或者保险计划会针对不同的医疗提供方，选择不同的支付标准进行支付——支付标准是一个在市场中双方商谈的结果。虽然保险公司作为盈利组织也会进行控费，但是一方面保险公司无法单方面决定支付标准，另一方面医疗成本也会转嫁到保费上，因此保险公司进行控费的压力远低于公共保险项目。（以下关于各部分支付标准信息援引自 *European Observatory 《United States Health System Review》*）

住院护理

商业通常每年与医院协商确定支付费率，支付模式包括每日津贴、折扣 FFS 或 DRG 的变体。对于 FFS 支付机制，私人保险公司通常会协商适用于医院提供的所有服务价格的折扣。一些商业保险公司也会使用 DRG 来支付住院治疗费用，但可能会根据医院和病种捆绑采取不同的支付权重。

医生服务

许多商业保险公司根据医疗保险 RBRVS 费用表向医生支付费用，但使用自己的转换系数。商业保险公司向医生支付的费用表差异主要来源于办公室规模、网络规模和当地医生劳动力供应情况。大型的服务提供者在能够从保险公司网络获益的情况下，会与保险公司协商价格。较小型的医疗服务提供者倾向于按照既定的收费标准收费。大多数专科医生都是按照标准费用表来进行收费。

商业保险公司也会按人头向医生付费，保险费根据与保险公司签订的合同分配给医生和提供者团体，以覆盖为受益人提供的服务。一些大型 HMO、学术机构和由公司或医生所有的诊所也会以工资的形式向医生进行支付。

处方药

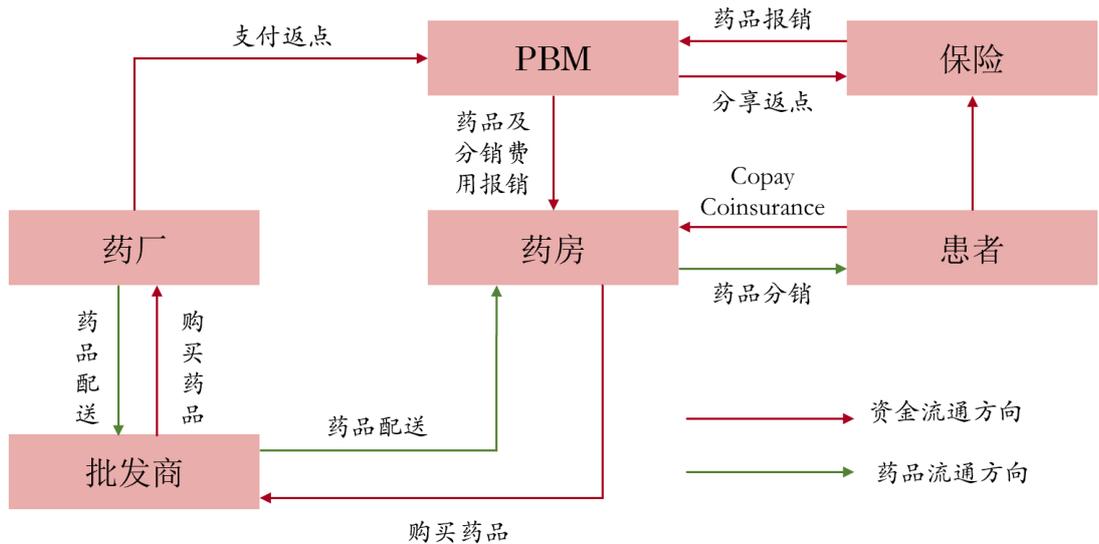
保险公司和保险方案通常在药品福利经理（PBM）的协助下购买药品，PBM 帮助购买者筛选复杂的定价和分销方案。保险方案会将特定药物的共同付款额（Co-pay）与处方集挂钩。通常，保险公司使用四级定价体系：（1）仿制药（2）首选品牌（3）其他品牌产品（4）专业药品，从仿制药到专业药品自付额通常会大幅上升。2009 年根据 KFF 数据四个级别的平均共付额分别为 11 美元、33 美元、59 美元和 110 美元。

3.3 处方药支付标准是美国医疗体系改革的重点之一

3.3.1 美国处方药流通系统中存在一个中间人角色

美国处方药的支付系统较为特殊的一点在于，系统中存在一个“中间人”的角色 PBM（药品福利经理 Pharmacy-benefit manager）。PBM 成立于 20 世纪 60 年代，最初旨在帮助雇主和保险公司为其健康计划选择和购买药物。随着处方药支出的大幅增加，PBM 行业在 1967 年至 2021 年间迅速发展。除了与制造商协商折扣外，PBM 还为购买药物并向患者分发药物的药店设定了付款条件。

图表 22. 美国处方药流通及支付系统



资料来源: Healthtechstack, 中银证券

患者向药房支付自付费用：当患者领取处方时，药房会与 PBM 核实患者的保险范围，并收取药物所需的自付费用。

PBM 按照协商费用向药房支付药品费用，并支付一定的配药费：在收取患者自付部分后，药房按照协商的费率从 PBM 获得报销。除了费率外，他们通常还会收取固定的配药费，用于支付药剂师的工作费用。

支付方（保险）向 PBM 支付药品报销费用和管理费：PBM 会针对每一份药品获得保险计划的报销。PBM 对于每一份处方报销还会从保险计划那里获得一笔费用

PBM 向保险计划报销药物——PBM 每报销一个处方都可以从保险计划处获得一笔费用。这笔有时是固定费用，但通常是药品价格的一个百分比——因为保险计划也从 PBM 处取得返点。

制造商向 PBM 支付返点：由于 PBM 可以集中对药物的需求，他们可以与药物制造商协商返点。作为回报，制药商在处方集上获得了更有利的地位。对于含有替代品牌或仿制药的药物，PBM 往往可以协商到更大的回扣。

PBM 向支付方（保险）支付返点份额：每当患者购买药物，PBM 从药品制造商那里获得回扣时，PBM 都会将大部分返点返到保险计划。

3.3.2 PBM 的存在一定程度上推高了美国的用药成本

根据 NPR 新闻报道，虽然 PBM 的诞生旨在服务于美国药品流通体系，但是随着行业的发展，制药商、雇主、药店、医生甚至患者都对 PBM 存在不满。在国会中，两党均存在对于 PBM 的负面态度。

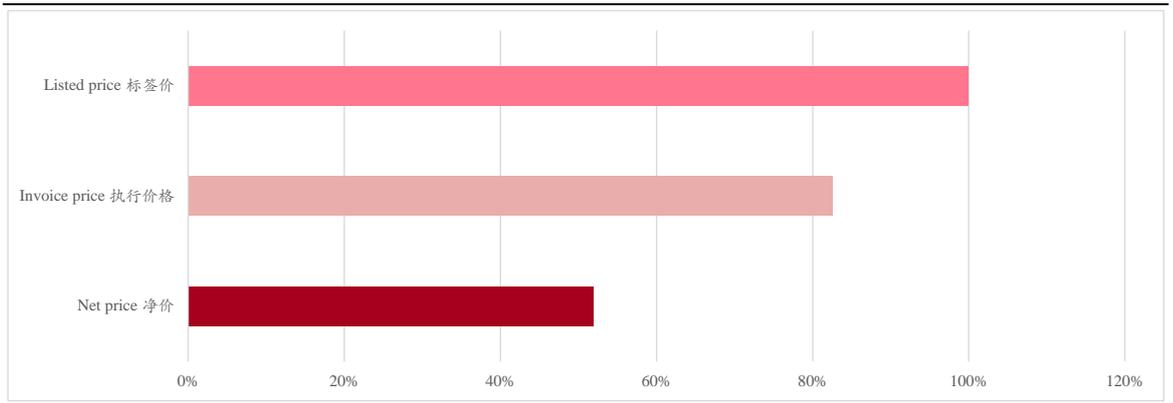
从药店的角度，非 PBM 附属的药店认为 PBM 通过强迫他们签订不透明的合同对他们的业务造成挤压，可能销售很久之后才能收回资金。PBM 经常将使用昂贵药物的患者引导至其附属药店，独立药店的收入受到冲击。

医生认为，PBM 充当了他们所代表的保险公司的守门人，阻止或减缓了必要药物的覆盖。

部分医药公司认为，PBM 作为中间人拿走了他们的一部分收入，药价持续向上但是医药公司并没有享受到净收入的增长。药企会对药品设定一个标签价格 (Listed price)，药品福利管理 (PBM) 会代表保险公司与药企进行谈判得出针对具体保险公司或者保险方案 (Insurance plan) 的执行价格 (Invoice price)，这个价格会相对标签价格有一定的折扣。而药企会将一定的返利 (Rebate) 给予 PBM，扣除返利后是药企的净收入对应的价格 (Net Price)。根据 IQVIA 数据，药企的净价 (Net Price) 约为执行价格的 63% 和标签价格的 52%——相当于实际执行价格的 37% 流向了 PBM。(IQVIA 数据援引自 RAND2022 年报告)

PBM 作为商业机构需要自负盈亏，而收入主要来源于药品生产企业的返利，而且这种返点是高度不透明的——现在 PBM 在一定程度上也对美国的高药价起到了推波助澜作用，这也是美国医疗体系中被经常诟病的一点。

图表 23. 美国药品执行价格及净价和标签价格对比



资料来源: IQVIA, RAND, 中银证券 (IQVIA 数据援引自 RAND2022 年报告)

3.3.3 IRA 通过后，政府开始干预美国药品的支付标准

在 IRA 实施之前，由于 Medicare Part D 为通过具体的商业保险计划执行，Part D 中涉及的处方药支付标准仍然由市场决定，不受到政府的影响——而且 Medicare Part D 的执行依赖商业保险公司的保险计划，支付金额的一部分最终会作为返点流向 PBM 和保险公司。

《2022 年通货膨胀减少法案》(IRA) 于 2022 年 8 月 16 日签署。法案要求，如果药物价格上涨速度快于消费者通货膨胀率，通过 Medicare 销售药物的医药公司向政府支付返点。美国药价的增长是美国医疗体系被诟病的一点——根据 Statista 数据，2019 年-2020 年期间 Medicare Part D 中 50% 的药品价格增幅超过了通胀率，17% 的药品价格增幅大于等于 7.5%。

此外，IRA 还为 Medicare Part B 和 Part D 涵盖的一些高成本、单一来源的化学药品和生物制品制定了药品价格谈判计划，谈判价格预期于 2026 年生效。IRA 预期 2026 年谈判将涉及 10 种合格药品，预期 2027 年-2028 年将各涉及 15 种药品，2029 年-2030 年预期各有 20 种药物。(2026 年和 2027 年，谈判仅适用于 Medicare Part D。) IRA 谈判范围预期适用于 FDA 批准时长大于等于 7 年的高价格小分子药物和 FDA 批准时长大于等于 11 年的高价格生物制品。

IRA 取消了 PBM 在 Medicare 方案中谈判药品组合的角色，减少 PBM 在药物渠道中的作用。但是 IRA 的禁令是有限的，PBM 在 Medicare 外仍然对药品价格和药品价格谈判具有重大影响。

虽然行业内很多药企对于 IRA 持反对意见，认为 IRA 会对药企的中长期经营造成影响。但是 IRA 的涉及范围仍然是相对有限的，仅涉及 Medicare 的支付会受到影响，而且受到影响的药品往往已经上市销售多年。从价格降幅来看，2024 年谈判涉及的 10 款药中，普遍的降幅在 50% 以上，最大降幅甚至在 70% 以上。但是考虑到美国药品定价体系的复杂，药品的标价并非属于药企的净收入，属于药企的净收入平均为标价的 52% 左右。按照平均净价格来计算，大部分药品价格的降幅在 15%-55% 之间。

图表 24. IRA 首次谈判品种及价格变化（每月价格）

公司	药品	2023 价格（美元）	2026 价格（美元）	标签价变动幅度(%)
J&J	Xarelto	517	197	62
	Imbruvica	14934	9139	38
Bristol Myers	Stelara	13836	4695	66
	Eliquis	521	231	56
Eli Lilly	Jardiance	573	197	66
Merck	Januvia	527	113	79
Amgen	Enbrel	7106	2355	67
AstraZeneca	Farxiga	556	178	68
Nvo Nordisk	Fiasp	495	119	76
Novartis	Entresto	628	295	53

资料来源：Fierce Pharma，中银证券

Medicare 直接谈判的药品必须是医疗保险支出最高的 50 种药物之一，缺乏任何仿制药或生物仿制药，并且已经在市场上销售了一定年限——小分子药物为 7 年，生物制剂为 11 年。原本 Medicare 支付占比较大的药品会受到相对更大的影响，而实际影响的大小也受到原本返点比例的影响。

根据 BCG 分析，从 Medicare 支付的占比来看，Medicare 患者比例较高的适应症更有可能受到直接谈判的影响，而且 Medicare 的收入份额越大，直接谈判的潜在影响就越大。儿科适应症和疫苗的潜在影响相对较低，而肿瘤学和阿尔茨海默氏症的影响相对较高——因为肿瘤药物和阿尔茨海默症在老人中出现的比例较高。如果一种药品本身的返点比例较高，那么谈判的边际影响会相对较小，因为原先执行价格中留在药企的比例就相对较低。从目前的返点比例来看，糖尿病、心血管疾病等适应症相关的药品返点比例较高，预期边际影响相对有限，而肿瘤药物目前的返点比例相对较低。一些药品出于战略考虑会选择先推出一个目标群体较小的适应症，这种情况一般会出现于肿瘤和免疫学药物中，但是这种做法会拉长药品的已上市时间。如果一种药物在上市的时候选择先推出小市场适应症，那么药物在销售时间会更长。同时 IRA 谈判的范围会考虑药品的销售时间，因此选择先推出小市场适应症的药物受到 IRA 谈判的影响可能性较大。如果被纳入 IRA 谈判的范围，药品会面临销售峰值时间缩短的影响。

3.3.4 美国处方药支付体系对于中国创新药出海的影响

IRA 谈判会对药品在美国市场的生命周期收入造成影响，根据 BCG2023 年测算：小分子药物的平均生命周期收入将下降 5% 至 6%，生物制剂的平均生命周期收入将下降 3% 至 4%。考虑到成本不会降低，IRA 对管线净现值（NPV）的影响可能是对收入的两倍，小分子药物的 NPV 可能降幅高达 10% 以上。

由于 IRA 对于不同适应症的药品存在差异，IRA 可能会影响药企对于管线研发和并购选择。药企可能会对管线的侧重进行重新评估。例如包括肿瘤学和代谢性疾病在内的某些治疗领域老年患者比例较高，预期将比其他领域受到更大的影响，药企需要重新评估这些适应症领域的优先级。如果药企发现，IRA 实施后的预期投资回报率无法满足必要收益率，会决定对相关项目进行搁置。

虽然对于海外头部药企来说，IRA 会在一定程度上影响他们的研发和并购管线偏好。但是对于中国药企出海来说，美国市场依然是中国创新药的重要市场。根据 RAND 数据，2022 年美国创新药的价格是其他国家平均的 4 倍以上，即便考虑到 IRA 的影响，美国创新药的定价依然对于中国药企有着较大的吸引力。而海外头部药企受到 IRA 影响，对于一些适应症管线的资源投入可能会降低，为中国创新药带来了市场机遇。

目前，中国创新药企业出海的常见方式包括：完全自主出海、合作开发和 License-out。完全自主出海的优势在于企业全面掌握产品在海外临床开发、注册、生产和销售等环节，但是企业也需要投入更多的资源和时间，并自己承担开发、审批和市场的不确定性和风险。目前中国创新药出海仍然以 License-out 为主，自主出海较少。

伴随着中国创新药企业研发能力的增强，出海能力和海外认可度也随之增强。中国在生物医药领域拥有大量受过良好教育的科研人才，在基础研究和临床试验方面的人才队伍持续壮大，具备创新药研发的科研及临床医生资源。伴随着中国创新药研发实力的积累，中国创新药出海的进程有望持续推进。

风险提示

法律法规变动风险：法律法规的变动可能会对药品及医疗器械的审批、上市及销售造成影响，从而对行业内公司的运营策略及预期销售收入造成影响。

海外经济波动风险：海外经济波动会影响各方的支付能力，政府收入的减少可能会降低公共财政在医药方面的投入，如果失业率大幅增加也会减少由雇主赞助医疗团体险的人群，对于行业的整体支付能力带来负面影响。

国际运营风险：药企及医疗器械企业进行全球运营需要面对不同国家的监管政策，同时需要全球化的供应链，还需要面对汇率波动等问题，存在一定的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371