



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

生物医药

行业投资评级|优大于市（维持）

2024年11月27日

百年美国医改史： 费用结构、经验和教训



证券分析师

姓名：周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：安柯

资格编号：S0120524060006

邮箱：anke@tebon.com.cn

与市场主流认知不同的是：

1. 市场认为美国医疗保障体系是以商保为主，但目前美国保险体系是以公共医保为主。1) 支出角度来看，以2022年为例，商业保险体系支出占比仅为28.9%，公共保险支出占比为52.7%；2) 其次商业保险产品部分是承接了政府医保项目内容，如medicare中的Part-C，因此商业保险的实际支出占比更低，美国保险体系是以公共医保占比为主；

2. 美国公共医保体系也在逐步走向控费，但现阶段控费效果较为有限。1) 从参与主体来看，商业保险公司一方面通过提高保费和自付额分散风险，同时承接政保项目拉动收入增长；而公共保险的覆盖人群和人均支出均在提升，2023年公共保险支出（含Medicare和Medicaid）占联邦财政支出为26.6%，财政压力较大；2) 从费用结构来看，医院、家庭医生、管理费用等占比较大或增速较快的项目，是费用控制的重点；3) 但美国现阶段改革的核心是控制处方药的价格，但处方药支出占比较低，改革措施对于费用控制可能仍较为有限。

3. 美国的改革措施对我们有重要的启示。1) 老龄化加重，医疗需求增加，相应的医疗费用支出增加，风险加大；2) 对于老年人的医疗费用保障主要由公共医保支出，公共医保增长有赖于财政支持，且财政支出有限，随着体系发展，势必会推动医保改革；3) 医保改革的核心是控制费用增长的速度；4) 商业保险是公共医保的重要补充，在美国发展较为成熟的阶段，商业保险的支出占比约为20%-30%，我国商业保险仍有较大发展空间。

风险提示：政策推进不及预期的风险、不同国家情况不同的风险、市场需求不及预期的风险

目录 CONTENTS

- 01 路径：渐进式、打补丁与碎片化
- 02 现状：财政不可承受与产业变局
- 03 变局：IRA法案的落地与展望



01

路径：渐进式、打补丁与碎片化

1933-1980年美国医改核心：扩大覆盖范围

时间	党派	总统	医疗主张	典型法案或事件	影响
1933-1953	民主党	富兰克林·罗斯福	医疗保障是美国公民的基本权利，联邦政府应予以关注，公民享有充分医疗救护权和健康权。	1935年，《社会保障法》通过	《社会保障法》缺失医疗保障，第二任期内提出医保提案因二战爆发而搁置
1945-1953	民主党	哈利·杜鲁门	把建立国家公共医保计划作为1945年国内改革的重点，对全民医保的态度比罗斯福更积极，美国全民医保的“政治教父”	1946年，《国家精神病患者法案》和《医院调查和医院建设法案》获通过	由于冷战思维，所以全民医保计划未获实质性进展
1953-1961	共和党	德怀特·艾森豪威尔	认为国家医保计划根本行不通，涉及到政府财政问题。赞成限制政府干涉，让自由市场运行，不希望医疗行业置于官僚政治之下而死	1954年《国内收入法》修正案获得通过，第106条规定，雇主为雇员支付的意外保险费和医保费属于免税范围	私人保险业发展迅速，1940年到1960年覆盖的美国人从9%上升到68% 缺点：穷人和贫困人群、老人和弱势群体，缺乏医疗保障
1961-1963	民主党	约翰·F·肯尼迪	采取措施增加设施和医护人员，向社会保障项目（Social Security）范围内的老年人提供医疗保障	核心法案《金-安德森草案》未获通过	社会对老年人的医疗保障关注度提升，但因国际形势和遇刺身亡，未有实际进展
1963-1969年	民主党	林登·约翰逊	继承了肯尼迪的政治主张，积极推广落地老年医保立法	1965年7月30日《社会保障法案》（Social Security Act）修正案通过，医疗保险（Medicare）和医疗补助（Medicaid）成立	美国人的医保覆盖率从60%提升到85%
1969-1974	共和党	理查德·尼克松	不主张单纯依靠扩大政府项目实现全民医保，而是主张通过私营商业医疗保险与政府医保项目合作，共同解决实现全民医保已经意识到全民医保导致费用的过快上涨，建议引入预付制	<ul style="list-style-type: none"> • 1972年颁布《晚期肾病和残疾人医疗照顾》 • 1973年通过《健康维护组织法》 	医保覆盖范围进一步扩大，首次提出控制医疗费用增长
1974-1977	共和党	杰拉德·福特	提议建立“庞大的全民医疗保险”，65岁以上的老年人一年所负担的医护费用不应高于500美元，医药费用不应高于250美元。	1977年《遏制医院医疗费用法案》未获通过	其短暂的执政期间，医疗改革未获过多关注
1977-1981	民主党	吉米·卡特	一是扩大老人、穷人的医疗保险项目；二是政府为没有任何医疗保险的家庭提供援助；三是为重大疾病提供保障机制等	1979年，《全面医改法案》未获通过	石油危机，经济衰退。医改没有实质性变化

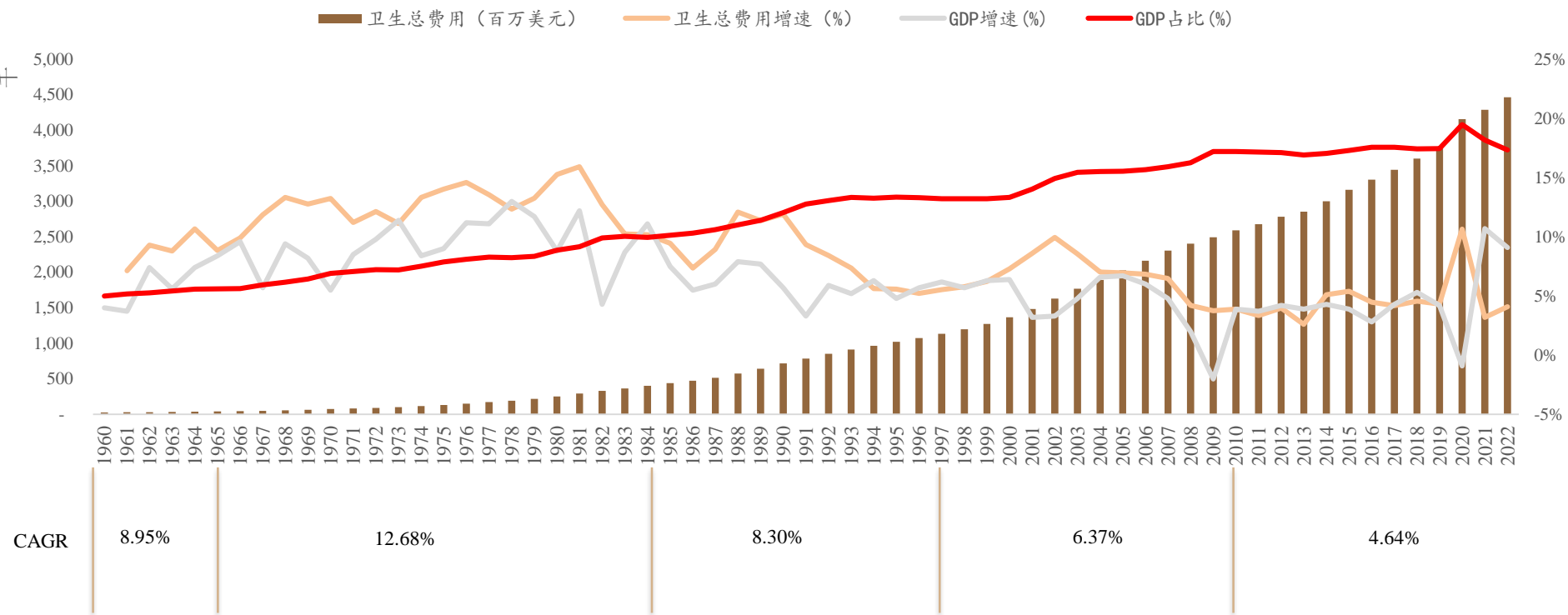
1980-2016年美国医改核心：扩面和控费并行

时间	党派	总统	医疗主张	典型法案或事件	影响
1981-1988	共和党	罗纳德·里根	专注成本控制 ，吁亟需打击医疗诈骗来削减医保与医助费用。大幅消减政府在老年、贫困人群公共医保项目中的费用开支，改革公共医保的支付模式	<ul style="list-style-type: none"> - 1981年通过《1981年综合预算协调法案》削减联邦政府医疗费用开支； - 1983年通过《社会保险法》修正案，规定《医疗照顾》采用预付制，推行DRGs； - 1982年，《医疗照顾》扩展到临床关怀项目； - 1986年《医疗照顾》延伸到急救项目 	<ul style="list-style-type: none"> - 一方面美国公共医保的覆盖范围进一步扩大了； - 另一方面开启了美国实质控费的时代
1989-1992	共和党	乔治·H·W·布什	反对实施全民医保体系，但倡导惠及全民的医疗保险方案，议向所有医保未覆盖的低收入家庭提供高达每年3750美元的税收返还额度，以确保每一位美国公民都可以享受基本医疗保障	-	因为911事件的爆发，政府的主要精力在反恐，医改并未实质性推进
1993-2000	民主党	比尔·克林顿	· 提出《美国医疗保障法》意图完全改革全民医保，但被国会不经投票搁置，宣告失败	1997年，通过《1997年平衡预算法案》，medicare增加了part-c部分 1997年，《州儿童医保计划》	1998年，part-c部分的出现导致了在历史上第一次出现政府在 medicare 的支出比上一年少的情况
2001-2008	共和党	乔治·W·布什	<ul style="list-style-type: none"> · 在medicare中注重私营保险的竞争机制； · 扩大Medicare计划，为老年人提供处方药福利 	通过《医疗保险处方药、改进和现代化法案》，引入了part-D部分，覆盖处方药	-
2008-2016	民主党	巴拉克·奥巴马	<ul style="list-style-type: none"> · 推行“单一支付” · 扩大medicare的受惠范围 · 强制成年人必须有医保 · 堕胎者和非法移民医保问题 	2010年3月，《患者保护和平价医疗法案》获国会通过	是二战以来，对医疗保障体系改革最大的一次，但改革并不彻底

过去十年美国医改核心：围绕着奥巴马法案来回拉锯

时间	党派	总统	医疗主张	典型法案或事件	影响
2016-2021	共和党	唐纳德·特朗普	推行新的医保改革以替代奥巴马医改	通过2017年《减税与就业法案》，有效取消了个人强制保险制度，但并未取消奥巴马医改对低收入人群的医疗补助保险计划的扩展、对购买保险的消费者补贴等大部分内容	干扰，但并未影响奥巴马医改法案的落地
2021-至今	民主党	乔·拜登	<ul style="list-style-type: none"> 救济与纾困：1.9万亿美元救助法案将填补平价医疗法案中的漏洞，并使超过一百万原本无法负担得起医疗保险的中产阶级具备参保条件； 重启平价医疗法案：允许工作年龄的成年人（不仅仅是老年人）购买公共保险计划，而不是像Medicare这样的私人计划； 	2022年4月，签署《美国平价医疗法案》扩展法案	进一步强化奥巴马平价医保法案

美国医疗费用增长-政策驱动，先快后慢



美国医疗保障运营体系：商保与公共保险平分天下

医疗性质	机构	覆盖民众	组成部分	占美国总人口的比例 (2019年)	费用支出占比 (2022年)	备注
政府医保	联邦医疗保险Medicare	老年人 (大于65岁)	住院保险 (Part A)	17.9%	21.2%	
			门诊保险 (Part B)			
			医保优势项目 (Part C)			
			处方药计划 (Part D)			
	联邦医疗救助 Medicaid	低收入人群		17.3%	18.0%	未包含ACA medicaid
公费医疗体系	军人及眷属医疗保险	退伍军人、现役军人等		3.6%	3.3%	
商业保险	商业公司团险	公司雇员		48.2%	28.9%	
	商业公司私人保险	自由职业/无业者个人购买				
ACA框架	ACA medicaid & ACA Basic			3.9%	17.5%	
	non group ACA exchange			2.7%		
其他覆盖类型				4.8%		
无商保覆盖				9.1%	10.6%	

注：军人保险参保人数是2018年数据

美国医改发展历史总结：

- **美国医保体系相对比较碎片化。**碎片化不仅反映在覆盖人群的碎片化（老年人、低收入、军人、工作人群等）、还反映在筹资来源（税、参保费、联邦投入和地方投入等）和实际执行运营商的选择（Medicare当中的part-C也是商业保险）。
- **推动美国医保体系改革的是基层利益。**美国“老龄化”和“贫富分化”日益加剧后，这部分人群也是被商业保险抛弃的人群，这些人群处境的恶化是推动美国Medicare和Medicaid出现的背景。之后不同群体缺乏保障和财政不堪重负成为美国医改政策来回拉锯的重要博弈点。
- **美国医保改革的主旋律是扩面和控费。**美国医改政策的方向与党派政策有较大的相关性，民主党更加强调自由主义，强调全民医保，不断推动医保扩面；共和党更强调保守，认为不应该对医保体系进行干涉，“**医保是一种责任，而不是权利**”是对共和党立场的最好注脚。同时两党主张也不是绝对的，民主党也会控费、共和党也会新增医保覆盖面。核心是经济是通缩还是通胀，两党背后所代表的群体利益所致。
- **美国医改的很多措施和经验值得中国借鉴。**由于美国政治体系的特殊性和医改的长期性，所以美国对各种各样的治疗方案进行了实验，有部分经验值得我们借鉴。如补充医疗保险是建立在政府监管下的民营医疗保险的竞争——
Medicare中的part-C。



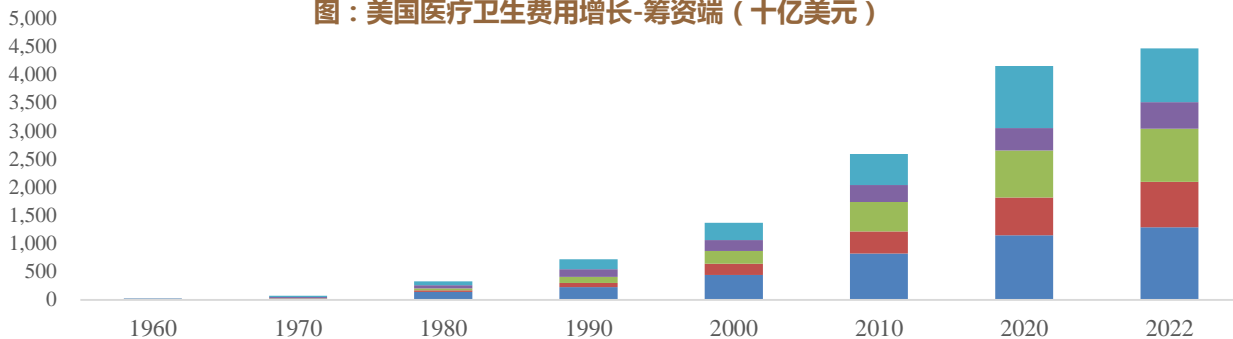
02

现状：财政不可承受与产业变局

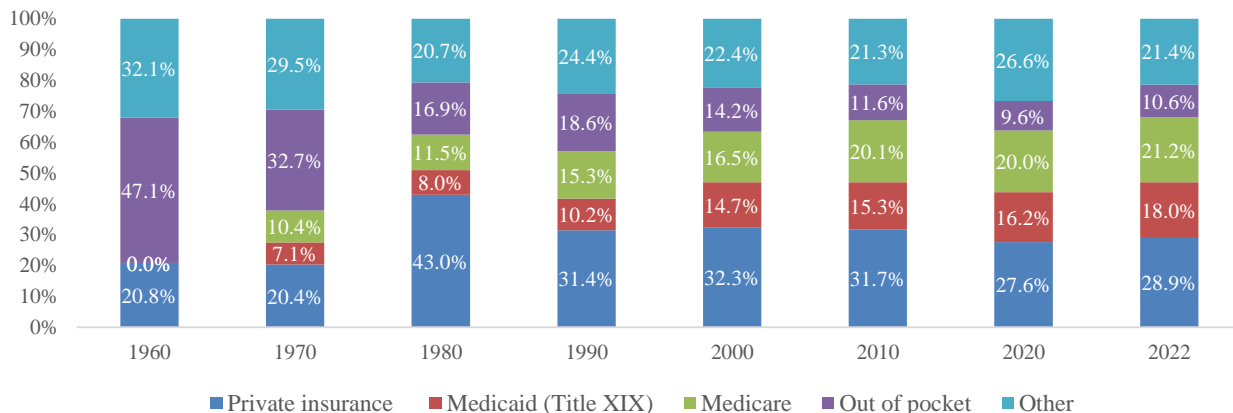
国家医疗费用支出（公共医保在扩张）

- 2022年美国医疗支出为4.46万亿美元，为全球重要的医疗市场。从资金来源看，美国公共保险为第一大支出来源。美国Medicare和Medicaid两者合计占比为39.2%。其次为商业保险28.9%，个人自付为10.6%。
- 公共医保占比在提升，商业保险占比波动下降。1960年2022年，个人自付占比47.1%降低到10.6%。而公共医保占比从0提升到39.2%。商业保险占比先升后降，从1980年至今，商业保险占比已经从43.0%降低到28.9%。

图：美国医疗卫生费用增长-筹资端（十亿美元）



图：美国医疗卫生费用结构（筹资端）



近二十年公共医保支出增速更快

- 加上公共卫生支出，美国政府主导的资金支出接近医疗支出的一半。加上儿童保险、军人保险，美国公共医保在医疗支出中的占比为43%。加上公共卫生支出，则为47.7%，接近美国卫生支出的一半，而商业保险支出占比仅为28.9%。
- 1980年之后商保增长已降速，但公共医保仍以相对较快速度增长。1970-1980年，美国公共保险和商业保险均以较快的速度增长。但1980年之后，两者增速明显分化。即使1984年里根总统将DRGs引入medicare，公共医保在1980-1990年仍保持在较快的增长，并在近20年保持比商业保险更快的增速。

图：2022年美国各种类型医疗支出占比

资金支出类别		2022年 支出金额（十亿 美元）	占比
Health insurance	Private insurance	1289.81	28.9%
	CHIP(title XIX and Title XXI)	23.51	0.5%
	Department of defense	46.16	1.0%
	Department of Veterans Affairs	101.95	2.3%
	Medicaid (Title XIX)	805.73	18.0%
	Medicare	944.32	21.2%
Out of pocket		471.36	10.6%
Other Third party payers and programs		355.55	8.0%
Public health activity		208.41	4.7%
Investment		217.79	4.9%

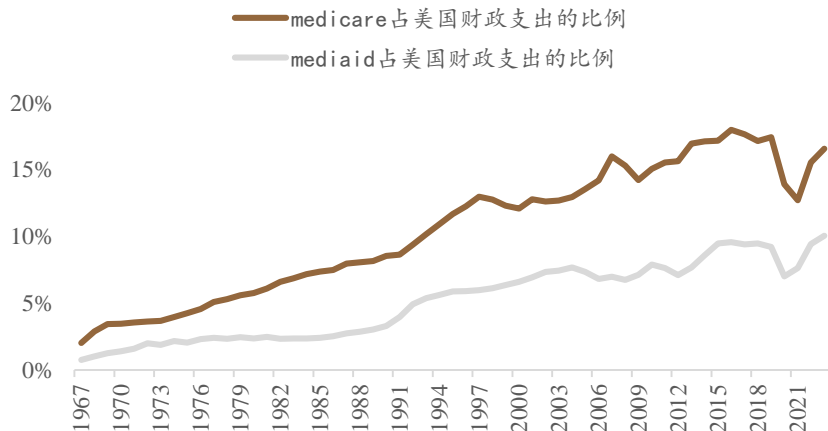
图：美国不同类型费用CAGR对比

	Private insurance	Medicaid (Title XIX)	Medicare	Out of pocket
1960-1970	10.3%			6.6%
1970-1980	25.0%	17.3%	17.2%	8.6%
1980-1990	4.9%	11.0%	11.4%	9.2%
1990-2000	6.9%	10.5%	7.4%	3.8%
2000-2010	6.4%	7.1%	8.7%	4.5%
2010-2022	3.8%	6.1%	5.1%	3.8%

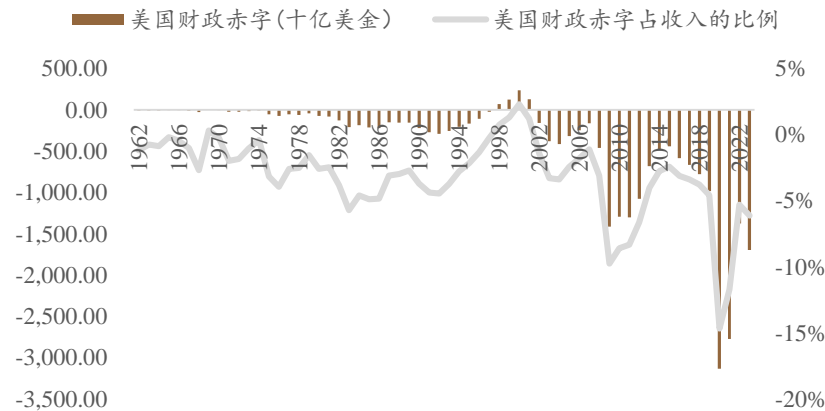
公共医保支出已成为联邦第一大支出

- **医疗保健支出已成为联邦第一大支出。**以2023年为例，Medicare支出占财政支出的比例为16.56%，Medicaid占财政支出的比例为10.04%。两者合计占比为26.6%，而2023年国防支出占比为13.45%，社会保障占比为21.98%，收入保障占比为7.3%。需要注意的是公共医保支出不能涵盖所有的医疗保健支出，还需要涵盖医保保险税收减免等。
- **美国财政压力较大。**美国财政赤字率已达到1962年以来较高的水平，2023年美国财政赤字率为6.12%，财政压力较大。

图：美国公共医疗占财政支出的比例



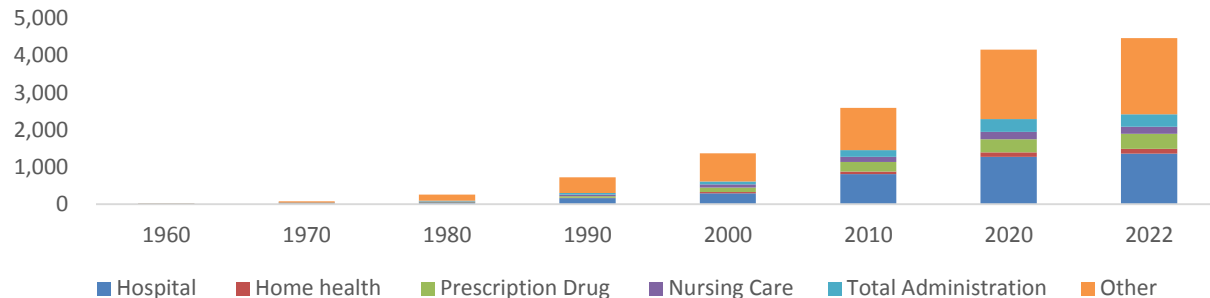
图：1962年以来美国财政赤字率



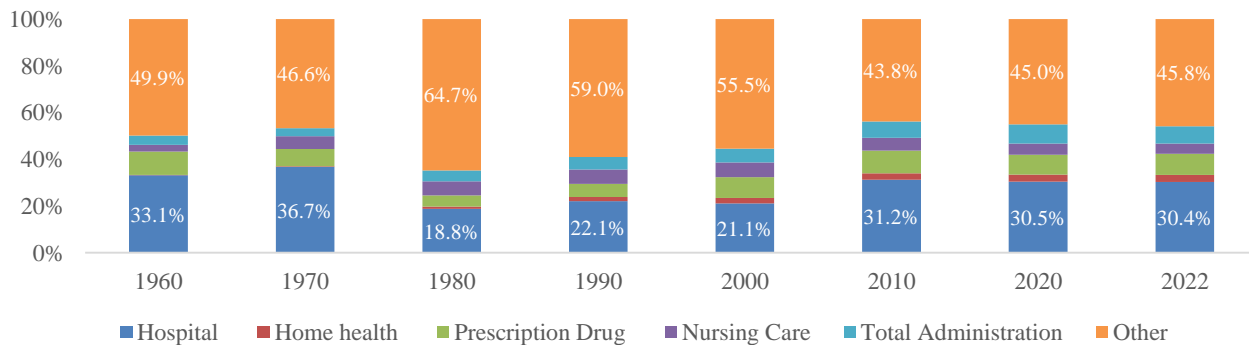
国家医疗费用支出（碎片化，管理成本高）

- **医疗环节碎片化，医院支出占比最高，也仅为30.4%。**2022年医院支出占比为30.4%，其中牙科占比3.7%；家庭医师占比为3.0%，耗材占比为2.6%，设备占比为1.5%，药品占比为9.1%，护理占比4.3%。
- **管理成本高。**2022年，管理成本为3336.3亿美元，占医疗成本支出的比例为7.5%。其中仅健康保险的净成本占比为6.3%。
- **医院环节支出占比整体有所提升。**从比例来看，1980年之后医疗费用结构发生了较大的变化，医院和家庭医生环节整体占比提升，护理环节占比在下降，处方药支出占比也有所提升。

图：美国医疗卫生费用增长-费用端（十亿美元）



图：美国医疗卫生费用结构



处方药不是增速最快的部分

图：2022年美国各种类型医疗支出占比

		2022年 支出金额 (十亿美元)	占比
医疗费用	Health Consumption	4,246.78	95.1%
个人健康	Personal Health Care	3,704.75	83.0%
医院	Hospitals	1,355.01	30.4%
医生和诊所	Physicians & Clinics	884.85	19.8%
牙医	Dental	165.28	3.7%
其他	Other Professional Services	140.60	3.1%
家庭健康	Home Health	132.87	3.0%
零售医疗产品	Retail Outlet Sales of Medical Products		
非耐用产品	Non-Durable Medical Products	115.40	2.6%
耐用设备	Durable Medical Equipment	67.07	1.5%
处方药	Retail Prescription Drugs	405.89	9.1%
护理服务	Nursing Care	191.27	4.3%
其他健康服务	Other Health and Residential	246.50	5.5%
管理总费用	Total Administration	333.63	7.5%
联邦管理	Federal Administration	39.89	0.9%
州和地方管理	State and Local Administration	14.31	0.3%
健康保险净成本	Net Cost of Health Insurance	279.43	6.3%

- 支出环节平均复合增速最快的是医院、家庭健康和管理费用。以2010-2020年各个环节CAGR来看，管理总费用（6.64%）>家庭健康（5.89%）>医院（4.60%），处方药支出增速并不是最快的。

图：美国不同类型费用CAGR对比

	Hospital	Home health	Prescription Drug	Nursing Care	Total Administration	Other
1960-1970	11.69%	13.87%	7.45%	17.40%	9.43%	9.84%
1970-1980	5.80%	26.89%	8.16%	14.25%	16.39%	16.85%
1980-1990	12.79%	18.07%	12.83%	11.35%	12.38%	9.97%
1990-2000	6.13%	9.93%	11.72%	6.63%	7.75%	5.98%
2000-2010	10.87%	8.13%	7.58%	5.14%	8.43%	4.12%
2010-2020	4.60%	5.89%	3.30%	3.41%	6.64%	5.13%

美国商业保险：管理式医疗的典型代表

美国商业保险种类非常丰富，目前主要是管理式医疗，从2009年开始传统医疗保险占比不足2%。

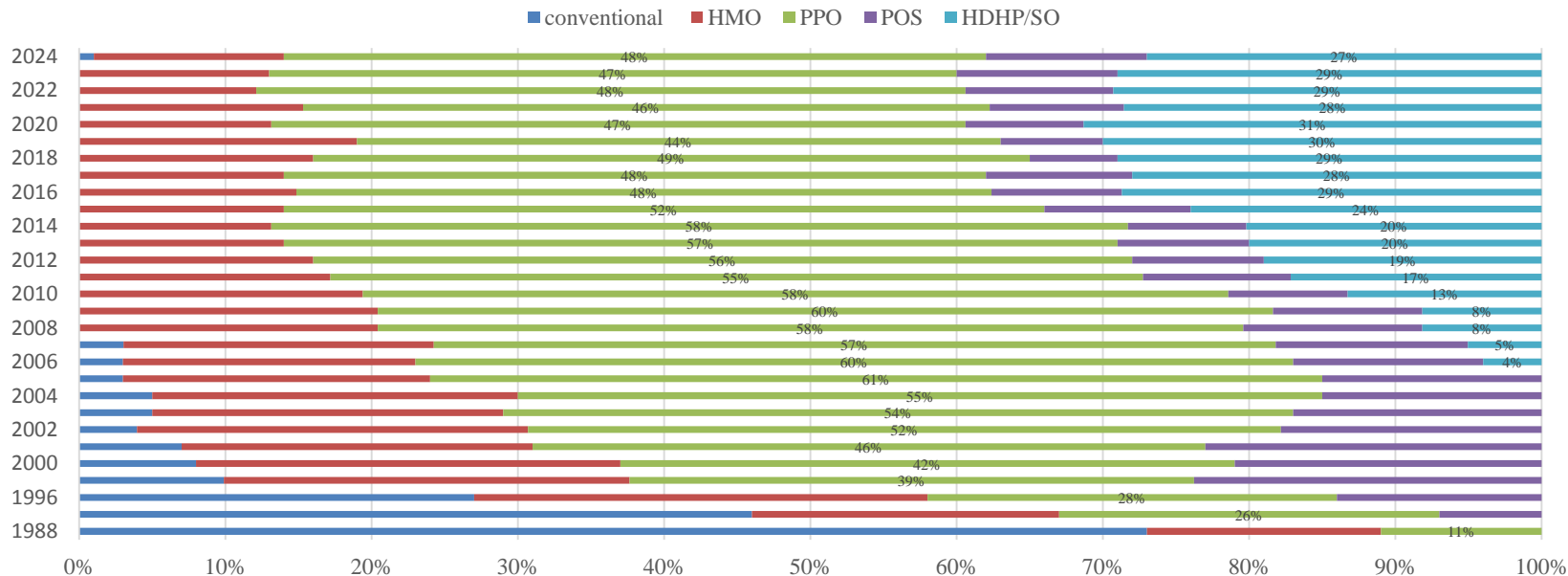
管理式医疗又分为HMO、POS、EPO、PPO等多种形式，目前前四种是比较主流的医保计划，不同医保计划主要是通过保费用额、免赔额、自付比例、是否可以去网络外、是否需要指定PCP、转介几个要素区别开。

以2024年数据来看，HMO、PPO、POS、HDHP/SO的占比分别为13%、48%、11%、27%。

	2024年平均年费（个人/美元）	医院/医生关系	指定PCP	转介	预先批准	网外医疗机构
HMO（健康维护组织）	8745	与HMO的雇佣关系，或为固定费率	需要	需要	需要	不覆盖，急诊除外
PPO（优选医疗机构）	9383	医疗网络内的费率更低	不需要	不需要	需要	覆盖，但网外支付金额更少
EPO（指定医疗机构）	-	医生/医院不是EPO的成员，但会为EPO成员提供更低的费率	不需要	不需要	需要	不覆盖，急诊除外
POS（定点医疗机构）	8911	协商费率	需要	需要	通常不需要	覆盖，但承保范围更低

管理式医疗内部结构的变化

- 管理式医疗主要是在1988年之后快速发展，传统商业健康险的市场份额从1988年的73%下滑到1993年的46%，到1999年占已不到10%，2008年以后不到2%
- 2024年，conventional、HMO、PPO、POS、HDHP/SO市场份额分别为1%、13%、48%、11%、27%
- 自2002年之后，PPO的市场份额比较稳定，PPO主要在45%-55%；HDHP/SO的市场份额从2006年的4%迅速提升到2024年的27%；HMO的市场份额从1996年的31%下滑到2024年13%。

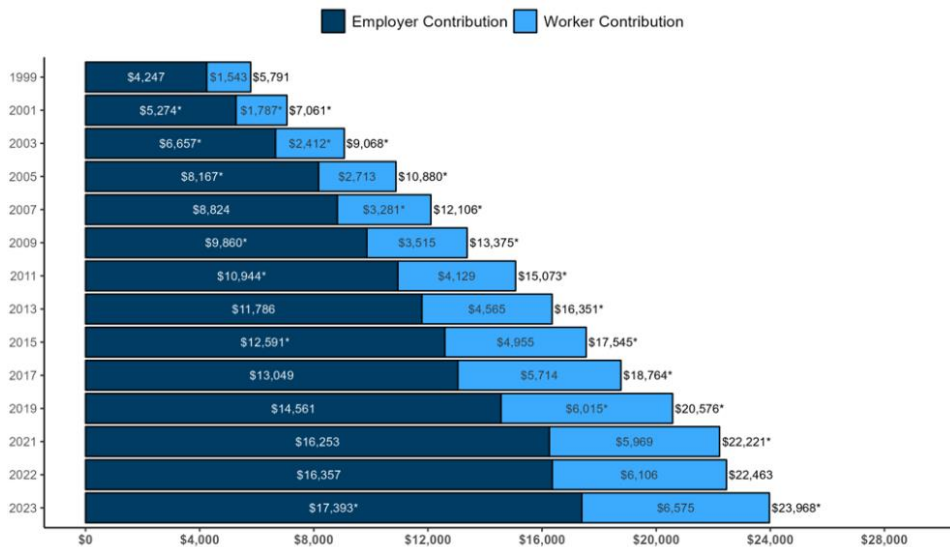


商业健康险的保费金额和免赔额持续提升

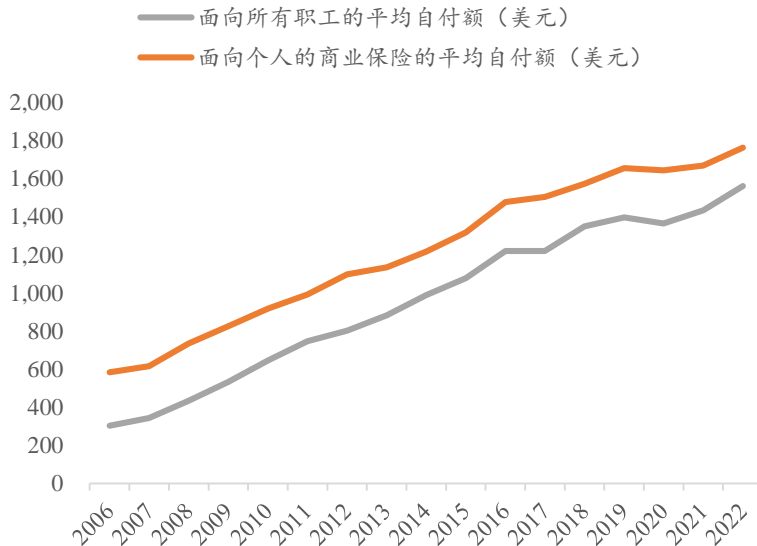
2012-2022年，美国面向所有职工和面向个人的平均自付额CAGR分别为6.89%、4.86%，超过2014-2023年美国人均可支配收入的增速（4.66%）。

普通人参加商保的负担持续加重。

图：雇员福利保险历年年保费情况



图：雇员福利保险计划市场起付线（免赔额）变化情况



资料来源：KFF- Employer Health Benefits Annual Survey, Kaiser/HRETSurvey of Employer-Sponsored Health Benefits,1999-2017, 德邦证券研究所

优势项目的增长推动Medicare快速增长

2010年至2020年期间，医疗保险三个部分（A、B和D）的人均支出增长速度比过去几十年要慢。Part-A的年均增长率在2010年至2020年期间为0.5%，低于2000年至2010年的4.5%。对于Part-B，2010年至2020年的平均年支出增长了3.2%，低于2000年至2010年的7.0%。

但从2011年到2021年，向 Medicare Advantage 计划支付的 涵盖Part-A 和 Part-B 福利的医疗保险付款几乎增加了两倍，从 1240 亿美元增加到 3610 亿美元。从 2023 年开始，Medicare Advantage 受益人在 A 部分和 B 部分福利上的支出将超过传统 Medicare 受益人的 Part-A 和 Part-B福利支出。

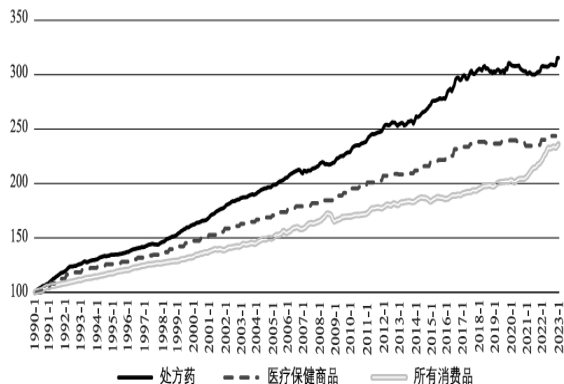
	开始时间	保费来源	2024年大致收费	覆盖范围
part A (住院保险)	1965年	雇主和雇员各自缴纳的工资税是1.45%， 自雇群体缴纳的工资税是2.9%。	工作10年以上，免费 工作7.5-10年，278美元/月 工作7.5年以下，505美元/月	急住院护理，专业护理，家庭康复 护理，临终关怀
part B (补充医疗保险)	-	一般收入+投保费+利息	174.7美元/月（年收入在10.3 万美元以下）	门诊费用；医生诊疗费用；预防服 务和家庭诊疗
part C (医保优势计划)	1982年	政府给付+投保费	-	商业保险，既包含part a和b，也包 含part D
part D (处方药计划)	2006年	一般收入+投保费+国家给付	32.74美元/月（基础版）	门诊处方费用

美国处方药的价格增速快于医疗保健商品

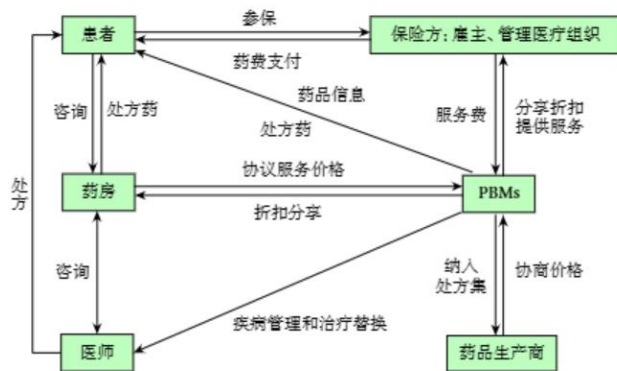
美国药品价格高，增速快。美国的药品价格是高收入国家中最高的(2.56倍)。每个美国人每年在处方药上的支出平均超过了1500美元(ASPE, 2021)。下方左图为美国的消费者价格方面的3个指数(Consumer Price Index, CPI)，可以发现:(1)处方药的价格增速远高于医疗保健商品整体的价格增速，更高于所有商品的价格增速；(2)从1990年1月到2023年2月，处方药的价格增长了215.42%，月均增幅达到1.36%，每年均增幅达17.63%(均按几何平均法计算)。

PBM对药品价格有较大的影响。PBMs作为该产业链上的核心模块，协调包括药品生产商、药品零售商、医疗保险方和患者在内的多方关系。药品生产商与PBMs就药品价格进行协商，提供较大折扣使该药品能够进入处方集。零售药店再与PBMs协商价格折扣，PBMs向零售药店支付药事服务费。患者可通过共同付费的方式从零售药店取药，也可通过购买保险参与健康计划，由健康计划向PBMs支付管理费用。PBMs与健康计划方分享生产商的回扣，向其提供药品临床服务、药品处方赔付处理、消费者供药服务，同时与之协商折扣。

图：美国的消费者价格指数变化趋势(1990年1月-2023年1月)



图：PBMs运作机制



PBM占到了药企总销售的比例逐步提升

- **创新药企和PBM是整个处方药行业最大的利益集团。**目前在上市公司披露比较详细的诺和诺德和辉瑞的财报中可以看到药企销售额有比较大比例是rebate。以诺和诺德为例，提供给PBM的费用占到总销售额的比例从2017年的48.3%提升到2023年61.8%，其中辉瑞提供给PBM的费用占到总销售额的比例从2018年的26.6%提升到51.4%。由于PBM的费用最终也会转化具体的药品销售价格，因此我们认为PBM可能是推动药价增速较快的一个重要原因。

图：诺和诺德财报摘要

百万丹麦克朗	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Gross sales	608645	455692	340180	298187	270431	230701
US managed care and Medicare	223191	161123	112929	96716	84202	65207
US Wholesaler charge-backs	74435	56443	40354	37036	33772	29469
US Medicaid Rebates	31821	24667	19810	17307	14365	11950
other US discounts and sales returns	28481	18300	14119	10867	8280	6606
Non-US rebates, discounts and sales returns	18456	18205	12168	9315	7791	5638
	376384	278738	199380	171241	148410	118870
net sales						
net sales/Gross sales (%)	38.2%	38.8%	41.4%	42.6%	45.1%	48.5%
PBM/gross sales(%)	61.8%	61.2%	58.6%	57.4%	54.9%	51.5%

图：辉瑞财报摘要

百万美元	2023	2022	2021	2020	2019	2018
gross sales	58,496	100,330	81,288	41,651	41,172	40,825
Medicare rebates	997	838	726	647	628	495
Medicaid and related state program rebates	1,655	973	1,214	1,136	1,259	984
performance-based contract rebates	5,159	3,575	3,253	2,660	2,332	1,758
chargebacks	9,828	7,560	6,122	4,531	3,411	2,954
sales allowances	6,790	5,460	4,809	3,841	3,782	3,536
sales returns and cash discounts	5,619	1,290	1,054	924	878	1,128
net sales	28,448	80,634	64,110	27,912	28,882	29,970
net sales/Gross sales (%)	48.6%	80.4%	78.9%	67.0%	70.1%	73.4%
PBM/gross sales(%)	51.4%	19.6%	21.1%	33.0%	29.9%	26.6%



03

变局：IRA法案的落地与展望

美国《通胀削减法案》主要内容

	政策内容	备注	预计影响金额 (亿美元)
	能源安全和气候变化投资		3690
支出端	延长对《平价医疗法案》的补贴	增加了那些已经有资格的人的补贴金额，并为收入在联邦贫困水平的100%至150%的人提供补贴，以支付100%的保费费用	640
	增强西部的抗旱能力		40
	合计		4370
收入端	对年收入超过10亿美元的公司征收15%的最低企业税		2220
	处方药药价改革	让药品价格上涨过快的制药企业退款、药品价格谈判、对胰岛素药价进行封顶	2650
	强化税收执法		1240
	对股票回购征税1%的消费税		740
	其他（附带权益漏洞）		520
	合计		7370
合计减少赤字			3000

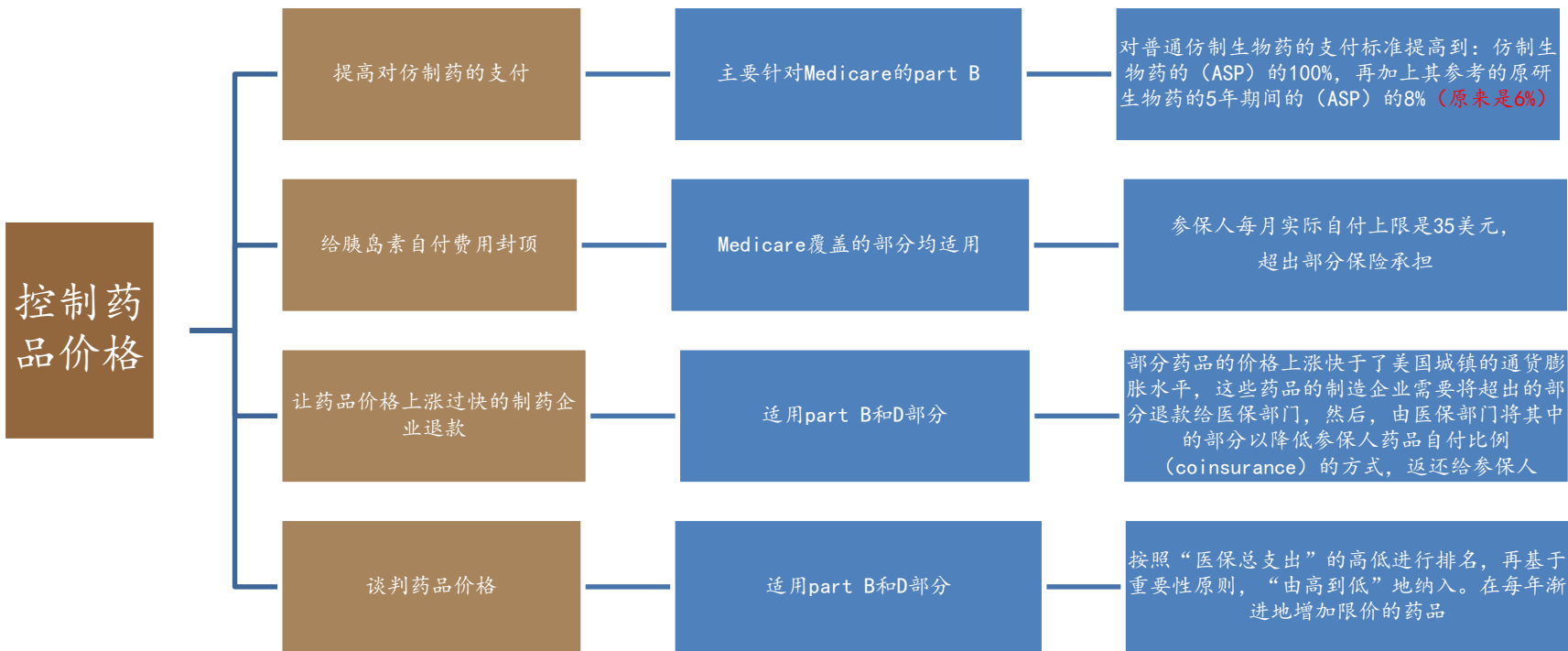
药品集采落地后相关公司股价没有明显波动

2024年8月15日，美国CMS公布第一批10种药品的谈判价格及对应的市场规模，需要说明的是谈判价格将在2026年1月1日生效：

- 1) 最高降幅为79%，最低降幅为38%，；
- 2) 消息公布后，对应上市的公司的股价反应比较平淡，相关预期已经price in

产品	厂家	适应症	谈判定价 (美元)	2023年近30天 的销售价格 (美元)	谈判降幅	23年在part-D中的 市场规模(美元)	8月15日 涨跌幅 (%)	8月16日 涨跌幅 (%)
Eliquis“艾乐妥”	百时美施贵宝	用于预防血栓形成，以降低中风风险	231	521	56%	18,275,108,000	1.45	0.51
Jardiance“欧唐静”	勃林格殷格翰和礼来	用于降低2型糖尿病患者的血糖	197	573	66%	8,840,947,000	3.22	8.55
Xarelto“拜瑞妥”	强生	用于预防血栓形成，以降低中风风险	197	517	62%	6,309,766,000	0.38	0.19
Januvia“捷诺维”	默沙东	用于降低2型糖尿病患者的血糖	113	527	79%	4,091,399,000	-0.24	0.32
Farxiga“安达唐”	阿斯利康	用于治疗2型糖尿病、心力衰竭和慢性肾病	178.5	556	68%	4,342,594,000	1.36	-0.58
Entresto“诺欣妥”	诺华	用于治疗某些类型的心力衰竭	295	628	53%	3,430,753,000	-0.19	1.23
Enbrel“恩利”	安进	用于治疗类风湿性关节炎等自身免疫性疾病	2355	7106	67%	2,951,778,000	0.82	-0.53
Imbruvica“亿珂”	艾伯维和强生	用于治疗不同类型的血液癌症	9319	14934	38%	2,371,858,000	0.38	0.19
Stelara“喜达诺”	杨森	用于治疗克罗恩病等自身免疫性疾病	4695	13836	66%	2,988,560,000	0.00	0.00
Fiasp“锐秀霖”和 NovoLog“诺和锐”	诺和诺德	胰岛素	119	495	76%	2,612,719,000	2.34	-1.58

《通胀削减法案》：政府有了药品定价的权利



预计药品谈判对费用控制的影响非常有限

内容	具体细则
谈判药品选择	<ul style="list-style-type: none">• 卫生与公众服务部部长从医疗保险 D 部分支出最高的前 50 种“可谈判”药品和医疗保险 B 部分支出最高的前 50 种“可谈判”药品中选择进行谈判的药品。• 将被谈判的药品数量：10种part D药品2026年落地，15种part D 药品2027年落地，15种Part D和Part B 药品2028年落地，2029 年及以后年份为20种part D和Part B药品
药品费用	加之其它措施，预计将使政府在2022-2031年财政赤字减少2370亿美元，平均每年减少237亿美元，由于2023年财政赤字为16952.2亿美元，则每年减少财政赤字比例仅为1.4%。
药品降价幅度	<p>为特定药物的协商价格（“最高公平价格”）设定上限——以下三个价格中较低者： 对于part-D药物，是药物的注册加权协商价格（扣除所有价格优惠）； 对于Part-B药物，是平均销售价格；或 非联邦平均出厂价格的百分比：</p> <ul style="list-style-type: none">• 对于FDA批准超过9年但不到12年的小分子药物，为75%，即降幅为25%；• 对于FDA批准超过12年但不到16年的药物，为65%，即降幅为35%；• 对于FDA批准超过16年的药物，为40%，即降幅为60%。
药品例外	<ul style="list-style-type: none">• 已有仿制药或生物类似药上市的药品• 从其 FDA 批准或许可日期起不到 9 年（对于小分子药物）或 13 年（对于生物制品）的药品• 在part-B和Part-D部分中支出占比不超过1%和自Part B和D的收入占其总收入的80%以上厂家的“小分子药物”（2029年以前）• 2021 年医疗保险支出不足 2 亿美元的药品• 作为唯一 FDA 批准的适应症的孤儿药

- **政策推进不及预期的风险。** 医保政策的制定和执行受影响因素较多，因此有可能政策落地推进不及预期；
- **不同国家情况不同的风险。** 医疗保障体系与经济体系、国家体制有较大的关系，因此可能出现经验难以借鉴的风险；
- **市场需求不及预期的风险。** 医药行业核心是患者的需求驱动，受宏观环境影响，可能存在市场需求疲软，市场增长不及预期。

分析师与研究助理简介

- 周新明，医药首席分析师，浙江大学工学学士、北京大学卫生经济学硕士，具有11年证券从业经验。所在团队分别在2023年、2022年、2021年、2016年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。
- 安柯，高级研究员，研究方向：医疗服务、药店、医美，部分器械。清华大学管理学硕士，2年一级研究经验，2年实业管理经验，2年二级卖方研究经验，曾就职于国联证券。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128