

2024 年 07 月 28 日

看好 (维持)

证券分析师

刘闯

S1350524030002

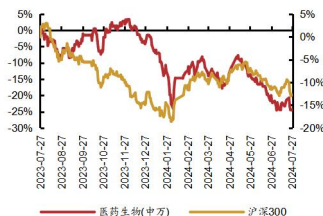
liuchuang@huayuanstock.com

李强

S1350524040001

liqiang01@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究

《医药行业周报：否极泰来，积极布局潜力品种》20240630

《医药行业周报：顶层明确支持创新药发展，有望带动医药板块反弹》20240707

《医药行业周报：血制品外延还有多大空间？》20240714

《医药行业周报：医药企稳反弹，建议关注前期超跌个股》20240721

DRG2.0 版本出台，关注结构性机会

——医药行业周报（24/7/22-24/7/26）

投资要点:

- **本周医药市场表现分析：**本周沪深 300 回调明显（-3.67%），医药板块也跟随回调较为明显，政策层面，国家医保局出台 DRGs 2.0 版本分组方案，引起市场广泛关注。细分板块方面，器械龙头联影医疗、部分 CRO 个股如诺思格、康龙化成等相对抗跌；此外，前期机构持仓较多、但基本面趋势依旧良好的个股出现补跌，如九典制药、艾力斯、特宝生物和亚辉龙等。短期建议关注：**1) 超跌反弹：**医药指数呈现底部企稳反弹迹象，超跌个股有望迎来反弹；**2) 创新药：**产业趋势较为确定，我们持续看好，优质创新药个股有望取得相对收益。**3) 市场情绪影响、错杀白马：**受政策影响，近期医药情绪较差，部分基本面良好个股出现大幅补跌，建议积极关注。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数下跌 4.02%，上涨个股数量 73 家，下跌个股数量 415 家。本周，医疗服务（-2.3%）、医药商业（-2.5%）及化学制剂（-3.7%）相对表现较好，生物制品（-6.1%）、中药（-4.8%）及医疗器械（-3.8%）相对表现较差；年初以来，化学原料药（-14.6%）、中药（-15.4%）和化学制剂（-16.7%）相对表现较好，医疗服务（-38.3%）、生物制品（-31.6%）及医药商业（-22.5%）相对表现较差。
- **DRG 2.0 版本为正常推进，医保明确基金过度结余不是目的，关注结构性机会。**本次医保局推出的 2.0 版 DRG 分组方案，背景是根据部分医疗机构、医务人员反馈，以及一些地方医保部门建议进行调整分组方案，使得 2.0 版分组更符合临床实际需求，也是按照 2022-2024 年支付方式改革三年行动计划进行。此外，本次医保局明确表态，**医保基金取之于民、用之于民**，医保部门的职责就是利用经济杠杆促进群众获得更加优质、更有效率的医药服务，**基金过度结余从来都不应该是任何一项医保政策的追求目标。DRG/DIP 不是一种控费手段**，盈亏与否的核心是医疗支出的总量是否过大、医保基金的总额是否够用。关于特例单议，医保局官方政策解读文件明确指出：把特病单议作为“通道”而不能作为“闸门”，不能拿着显微镜找病例中的问题，不能抓住病例的合理性吹毛求疵，**必须让医疗机构敢于申报、愿意申报**。我们观点：本次 DRG 2.0 版本为临床实际需求出发，为正常推进，且医保局明确表态 DRG 不是控费手段、医保基金过度结余也不是目的，考虑医保收入整体依然维持稳健增长态势，我们依然看好医保支付方式调整带来的结构性机会。
- **投资观点及建议关注标的：**年初以来医药指数下跌超 20%，估值处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置，近期医药指数已呈现底部企稳迹象。展望下半年，我们判断医药基本面有望企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：**1) 超跌、基本面趋势边际向上品种：**建议关注麦澜德、普门科技、百洋医药、百诚医药、东诚药业、一品红、人福医药等；**2) 创新为王：**建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、信达生物、康诺亚、泽璟制药、三诺生物、赛诺医疗等；**3) 下半年有望困境反转：**美好医疗、开立医疗、澳华内镜、拱东医疗、海泰新光等；**4) 中药：**建议关注昆药集团、华润三九、方盛制药、贵州三力、太极集团等；**5) 基本面持续稳健、趋势向上：**建议关注九典制药、鱼跃医疗、派林生物、博雅生物、天坛生物等；**6) 国企改革：**华润系，建议关注昆药集团、迪瑞医疗、博雅生物等；国药系，建议关注国药一致、太极集团、国药股份等。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

目录

1. DRG 2.0 版本为正常推进，医保明确基金过度结余不是目的 4
2. 近期行业观点：医药指数呈底部企稳反弹迹象，下半年结构性行情值得期待 7

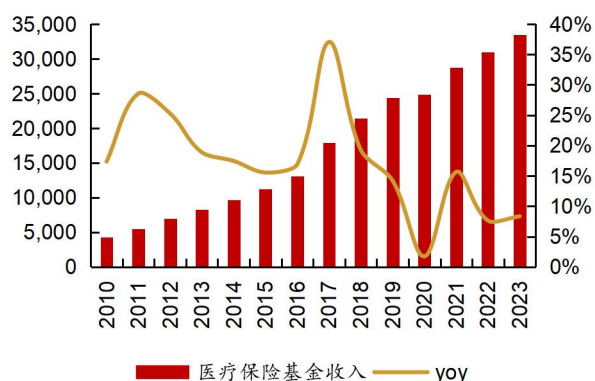
图表目录

图 1：2010-2023 年医保基金收入情况（亿元）	4
图 2：2010-2023 年医保基金支出情况（亿元）	4
图 3：2019-2023 年在职工参保人员数量情况	4
图 4：2019-2023 年职工医保次均住院费用和住院人次	5
图 5：2019-2023 年居民医保次均住院费用和住院人次	5
图 6：近几年国内 DRGs 推广情况	5
图 7：甘肃省某三级医院 DRGs 实施前后运营指标对比	7
图 8：年初至今医药指数表现	9
图 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况	9
图 10：申万医药各细分板块年初至今表现	10
图 11：年初至今医药子板块涨跌幅情况	10
图 12：本周医药子板块表现情况	10
图 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）	12
图 14：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）	12
图 15：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）	13
图 16：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）	13
表 1：本周申万医药行业涨幅 Top10	7
表 2：本周申万医药行业跌幅 Top10	8

1. DRG 2.0 版本为正常推进，医保明确基金过度结余不是目的

医保支出增速近几年波动较大，累计结余依然较为充足。2023 年，全国基本医疗保险基金总收入 33501.36 亿元，同比增长 8.3%，基金总支出 28208.38 亿元，同比增长 14.7%，2023 年统筹基金当期结存 5039.59 亿元，累计结存 33979.75 亿元。

图 1：2010-2023 年医保基金收入情况（亿元）



资料来源：国家医保局，华源证券研究

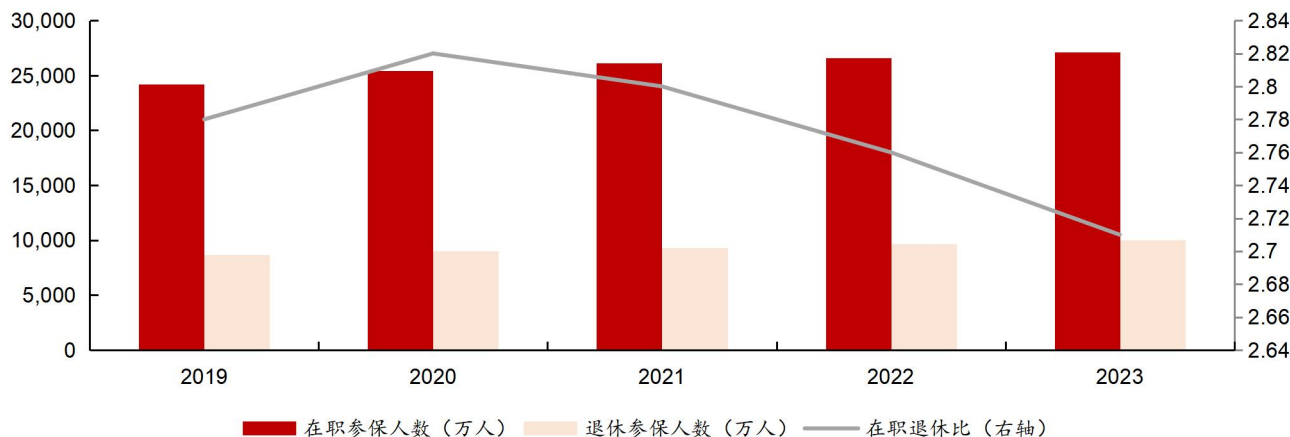
图 2：2010-2023 年医保基金支出情况（亿元）



资料来源：国家医保局，华源证券研究

参保人数方面，截至 2023 年，职工医保参保 37095 万人，比上年增加 852 万人，增长 2.3%，其中在职职工 27099 万人，比上年增长 1.9%；退休职工 9996 万人，比上年增长 3.7%，在职退休比为 2.71，客观而言，随着中国老龄化加剧，职工参保在职退休比近几年持续下降。

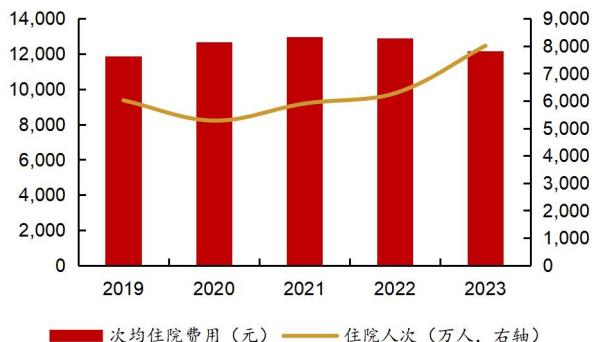
图 3：2019-2023 年在职工参保人员数量情况



资料来源：国家医保局，华源证券研究

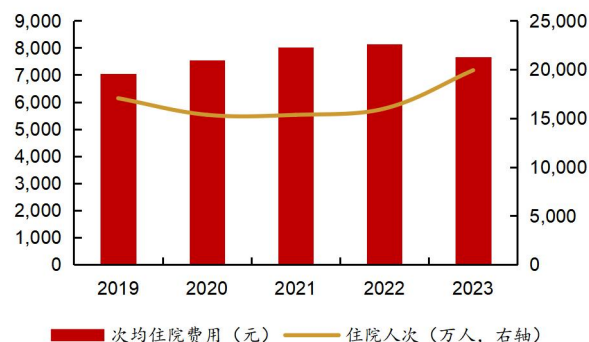
近两年人均住院费用有所下降。2023 年，职工医保参保人员住院率 21.86%。其中，在职职工住院率为 11.93%，退休人员住院率为 49.02%，次均住院费用为 12175 元，相比 2021 年高点 12948 元有所下降。2023 年居民医保次均住院费用为 7674 元，相比 2021 年的 8023 元也有所下降。

图 4：2019-2023 年职工医保次均住院费用和住院人次



资料来源：国家医保局，华源证券研究

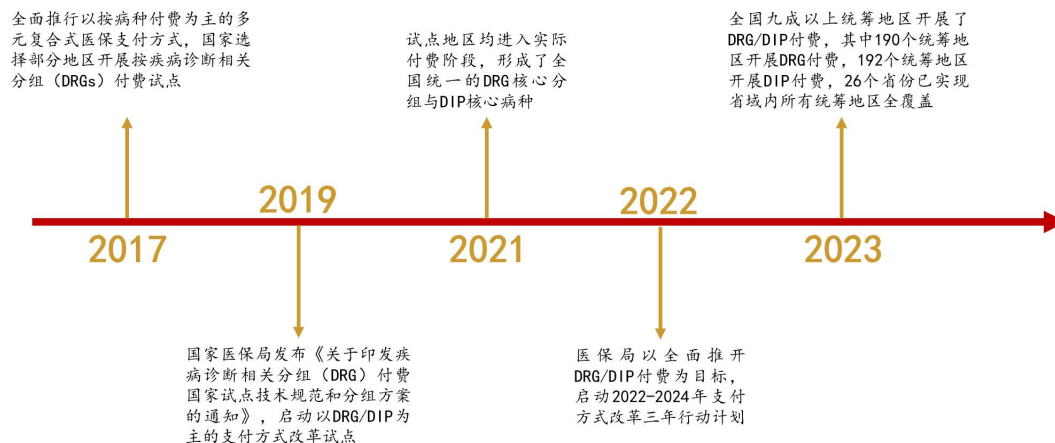
图 5：2019-2023 年居民医保次均住院费用和住院人次



资料来源：国家医保局，华源证券研究

DRGs 近几年推广情况：2019 年，国家医保局发布《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》，启动以 DRG/DIP 为主的支付方式改革试点；2021 年，试点地区均进入实际付费阶段，形成了全国统一的 DRG 核心分组与 DIP 核心病种；2022 年，医保局启动 2022-2024 年支付方式改革三年行动计划；截至 2023 年，全国九成以上统筹地区开展了 DRG/DIP 付费，其中 190 个统筹地区开展 DRG 付费，192 个统筹地区开展 DIP 付费，26 个省份已实现省域内所有统筹地区全覆盖。

图 6：近几年国内 DRGs 推广情况



资料来源：Wind，华源证券研究

2024 年 7 月，医保局印发《国家医疗保障局办公室关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》，推出 2.0 版 DRG 分组方案，2.0 版本出台背景是根据部分医疗机构、医务人员反馈，以及一些地方医保部门建议进行调整分组方案，**使得 2.0 版分组更符合临床实际需求。**

2.0 版 DRG 分组包括核心分组 409 组（较之前增加 33 组）、细分组 634 组（较之前增加 6 组），对临床意见比较集中的重症医学、血液免疫、肿瘤、烧伤、口腔颌面外科等 13 个学科，以及联合手术、复合手术问题进行了优化完善。2.0 版 DIP 分组，包括核心病种 9520 种，能够覆盖 95% 以上的出院病例。根据《通知》，原则上要求 2024 年新开展 DRG/DIP 付费的统筹地区直接使用 2.0 版分组，已经开展的应在 2024 年 12 月 31 日前完成切换准备工作，提高支付方式规范统一性。

表 1：各版本 DRG 分组对比

特征	DRG 1.1 版本	DRG 2.0 版本	变化数量	变化百分比
核心分组（ADRG）	376 组	409 组	33 组	8.78%
并发症合并症（CC）	16595 个	8009 个	-8586 个	-51.78%
严重并发症合并症（MCC）	4678 个	4477 个	-201 个	-4.30%
DRGs 细分组总数	628 组	634 组	6 组	0.95%
外科手术操作组	235 个	251 个	16 个	6.81%
非手术室操作组	34 个	57 个	23 个	67.65%
内科诊断组	359 个	326 个	-33 个	-9.18%

资料来源：国家医保局，医管新世界微信公众号，华源证券研究

特例单议更加突出合理诊疗：《通知》对特病单议作出更多的优化和规范：对纳入比例有所放宽，对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，医保经办机构按季度或月组织专家审核评议，申报数量原则上为 DRG 出院总病例的 5% 或 DIP 出院总病例的 5% 以内。此外，纳入的情形更加丰富，因病施治的危急重症、新技术相关病例、住院天数过长或者住院费用过高等情况都可由医疗机构自主申报。

关于特例单议，根据医保局官方政策解读文件明确指出：把特病单议作为“通道”而不能作为“闸门”，**不能拿着显微镜找病例中的问题，不能抓住病例的合理性吹毛求疵，必须让医疗机构敢于申报、愿意申报。**一言以蔽之，要让医疗机构用好用足特病单议制度，促进临床医生轻装上阵、合理诊疗、善待患者。

合理预算：医保局也明确指出，对 DRG/DIP 改革，总额预算是远比分组、权重等更为关键的要素。医保基金取之于民、用之于民，医保部门的职责就是利用经济杠杆促进群众获得更加优质、更有效率的医药服务，**基金过度结余从来都不应该是任何一项医保政策的追求目标。**只有把 DRG/DIP 区域总额预算做得更加科学、更加精准，保持一个比较合理的增长趋势，才能让医疗机构更有预期、更有信心，才能真正构建医、保、患各方价值追求

目标相一致的支付机制，才能更好助力医保、医疗、医药协同发展和治理。DRG/DIP 不是一种控费手段，盈亏与否的核心是医疗支出的总量是否过大、医保基金的总额是否够用。

根据《甘肃省某三级医院 DRGs 支付方式改革实践探索》，某三级医院在实施 DRGs 之后：**1) 服务能力提升**：出院人次增多，DRG 组数由 555 组上升至 568 组，治愈、好转率由 97.30% 上升至 97.46%。**2) 服务效率提升**：平均住院日由 8.03 天下降至 7.54 天，住院天数缩短，加快病床周转。**3) 医疗成本下降**：均次费用由 9455.80 元下降至 8573.40 元，下降 9.33%。

图 7：甘肃省某三级医院 DRGs 实施前后运营指标对比

表 1 医院 2022 年与 2023 年各项运营指标对比			
维度	指标	2022 年	2023 年
DRG 入组情况	未入组病例占比 (%)	0.11	0.06
	歧义组病例占比 (%)	1.86	0.76
	入组错误病例占比 (%)	2.36	1.06
服务能力	DRG 组数	555	568
	CMI 值	1.484 1	1.320 1
	三、四级手术占比 (%)	24.4	23.0
	治愈、好转率 (%)	97.30	97.46
	总权重	55 826.04	66 600.22
服务效率	平均住院日 (天)	8.03	7.54
费用控制	均次费用 (元)	9 455.80	8 573.40
	药占比 (%)	29.88	23.43
	耗占比 (%)	32.97	27.10
医疗安全 医保监管	低风险病死率 (%)	0.015	0.006
	高倍率人次占比 (%)	1.54	1.36
	低倍率人次占比 (%)	22.40	15.79

资料来源：《甘肃省某三级医院 DRGs 支付方式改革实践探索》，华源证券研究

2. 近期行业观点：医药指数呈底部企稳反弹迹象，下半年结构性行情值得期待

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为-4.02%、-2.75%和-23.26%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-0.36%、-1.24%和-22.62%；

个股情况：本周上涨个股数量 73 家，下跌个股数量 415 家，涨幅居前为康为世纪 (+27.21%)、*ST 景峰 (+26.28%)、复旦复华 (+14.41%)、塞力医疗 (+11.32%) 和东方生物 (+9.00%)，跌幅居前为睿昂基因 (-29.65%)、长药控股 (-27.79%)、首药控股-U (-16.55%)、兴齐眼药 (-16.45%) 和亚辉龙 (-14.91%)。

本周涨跌幅排名分析：本周主线表现较为分散，整体分化较大。

表 1：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值 (亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	688426.SH	康为世纪	22.0	27.31%	5.27%	-35.91%

2	000908.SZ	*ST 景峰	15.2	26.28%	116.25%	-46.60%
3	600624.SH	复旦复华	27.7	14.41%	36.36%	-29.07%
4	603716.SH	塞力医疗	11.9	11.32%	3.87%	-46.80%
5	688298.SH	东方生物	56.6	9.00%	3.50%	-21.42%
6	603122.SH	合富中国	21.5	9.00%	6.29%	-32.02%
7	600272.SH	开开实业	18.6	9.00%	16.94%	-11.32%
8	300108.SZ	*ST 吉药	9.8	9.00%	44.12%	-54.77%
9	600568.SH	ST 中珠	25.7	9.00%	6.61%	-25.00%
10	301263.SZ	泰恩康	56.4	9.00%	5.75%	-17.18%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-4.02%	-2.75%	-23.26%
12	000300.SH	沪深 300		-3.67%	-1.51%	-0.64%

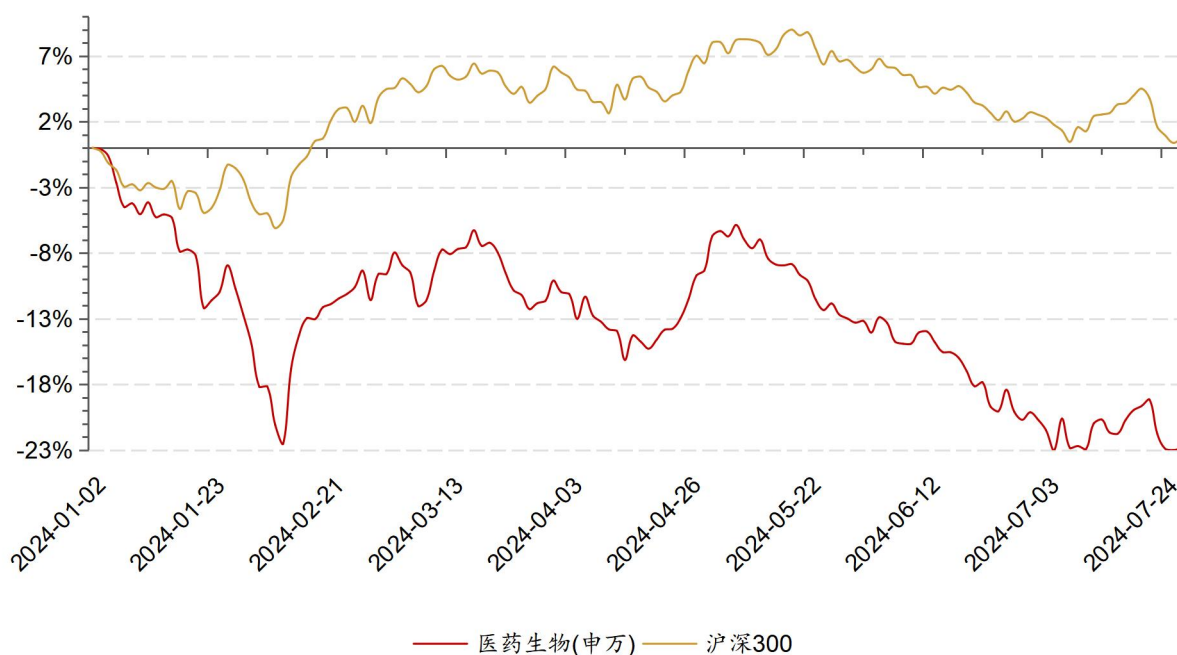
资料来源: Wind, 华源证券研究

表 2: 本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	688217.SH	睿昂基因	7.4	-29.65%	-33.28%	-63.19%
2	300391.SZ	长药控股	15.2	-27.79%	87.88%	-43.93%
3	688197.SH	首药控股-U	51.1	-16.55%	-21.32%	-37.76%
4	300573.SZ	兴齐眼药	205.5	-16.45%	-28.16%	-8.55%
5	688575.SH	亚辉龙	111.5	-14.91%	-14.96%	-13.29%
6	300705.SZ	九典制药	115.0	-14.38%	-11.59%	0.49%
7	688578.SH	艾力斯	230.5	-13.84%	-19.64%	23.81%
8	301096.SZ	百诚医药	47.2	-13.72%	-25.31%	-33.04%
9	688236.SH	春立医疗	41.6	-13.36%	-14.95%	-54.14%
10	688278.SH	特宝生物	202.4	-12.90%	-7.08%	-4.26%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-4.02%	-2.75%	0.00%
12	000300.SH	沪深 300		-3.67%	-1.51%	0.00%

资料来源: Wind, 华源证券研究

图 8：年初至今医药指数表现



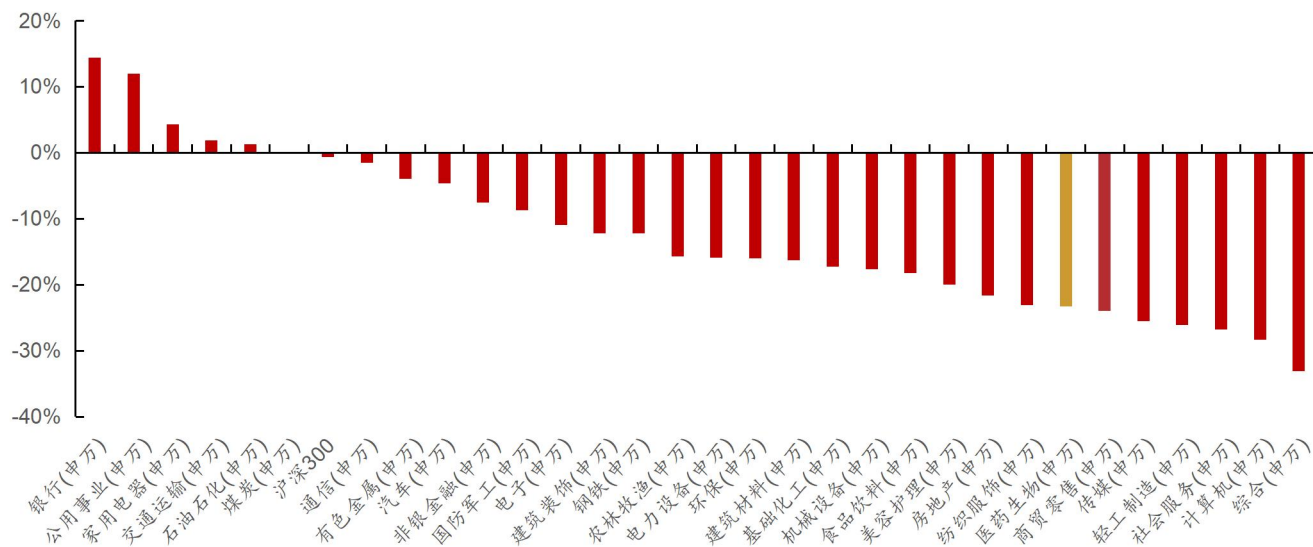
资料来源：Wind，华源证券研究

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务（-2.3%）、医药商业（-2.5%）及化学制剂（-3.7%）相对表现较好，生物制品（-6.1%）、中药（-4.8%）及医疗器械（-3.8%）相对表现较差；

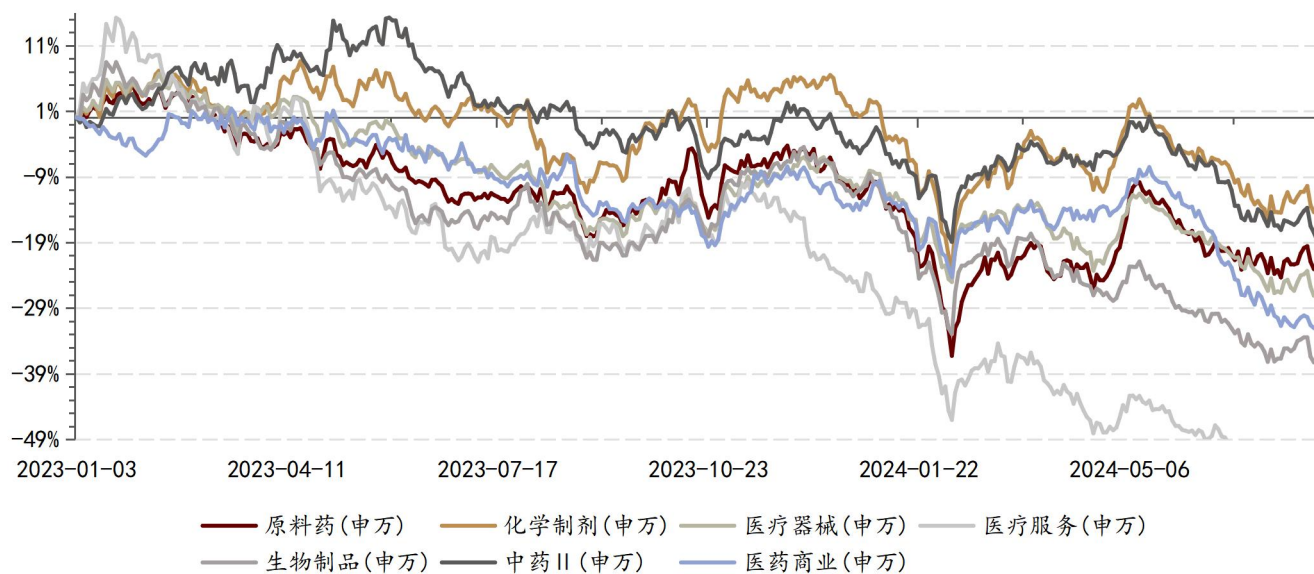
年初以来，化学原料药（-14.6%）、中药（-15.4%）和化学制剂（-16.7%）相对表现较好，医疗服务（-38.3%）、生物制品（-31.6%）及医药商业（-22.5%）相对表现较差。

图 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究

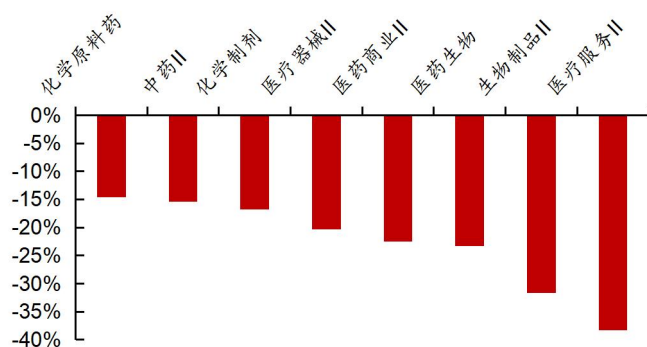
图 10：申万医药各细分板块年初至今表现



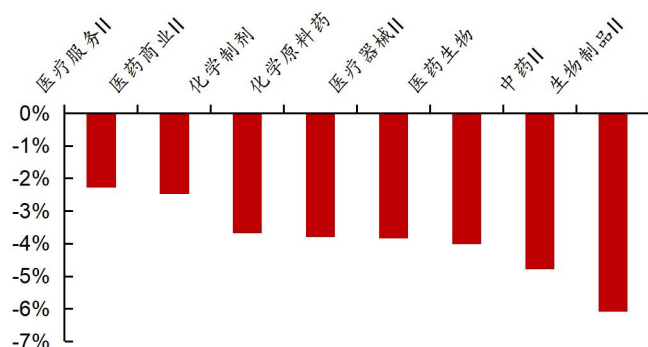
资料来源：Wind，华源证券研究

图 11：年初至今医药子板块涨跌幅情况

图 12：本周医药子板块表现情况



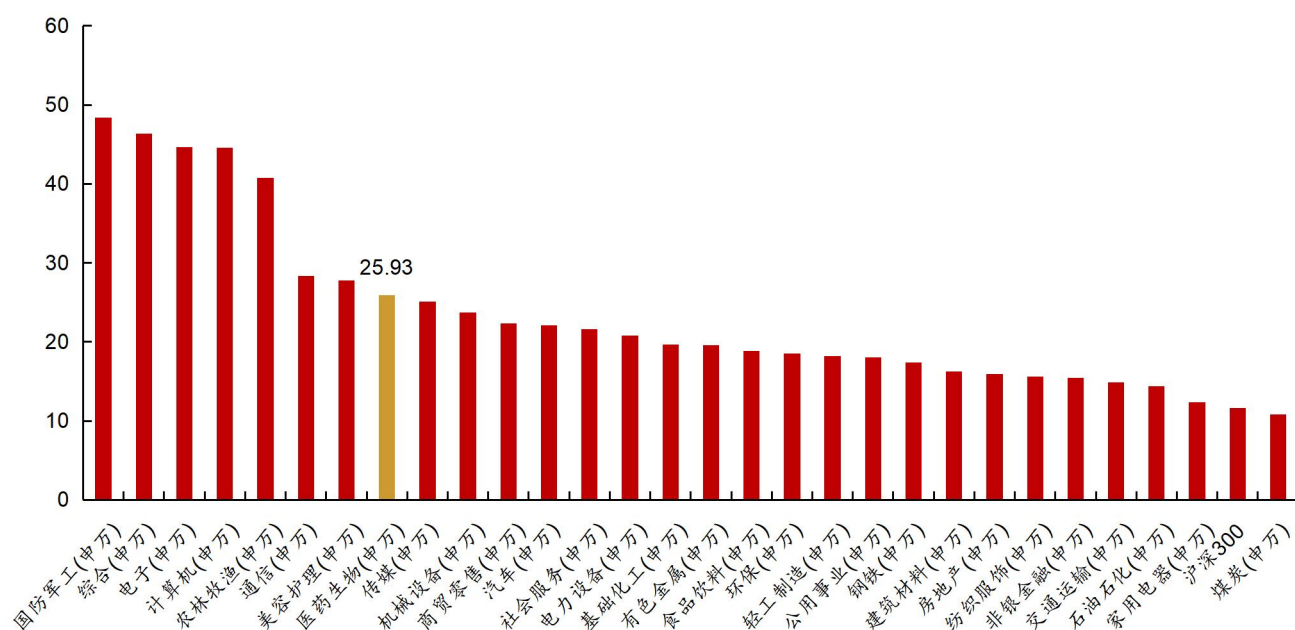
资料来源：Wind，华源证券研究



资料来源：Wind，华源证券研究

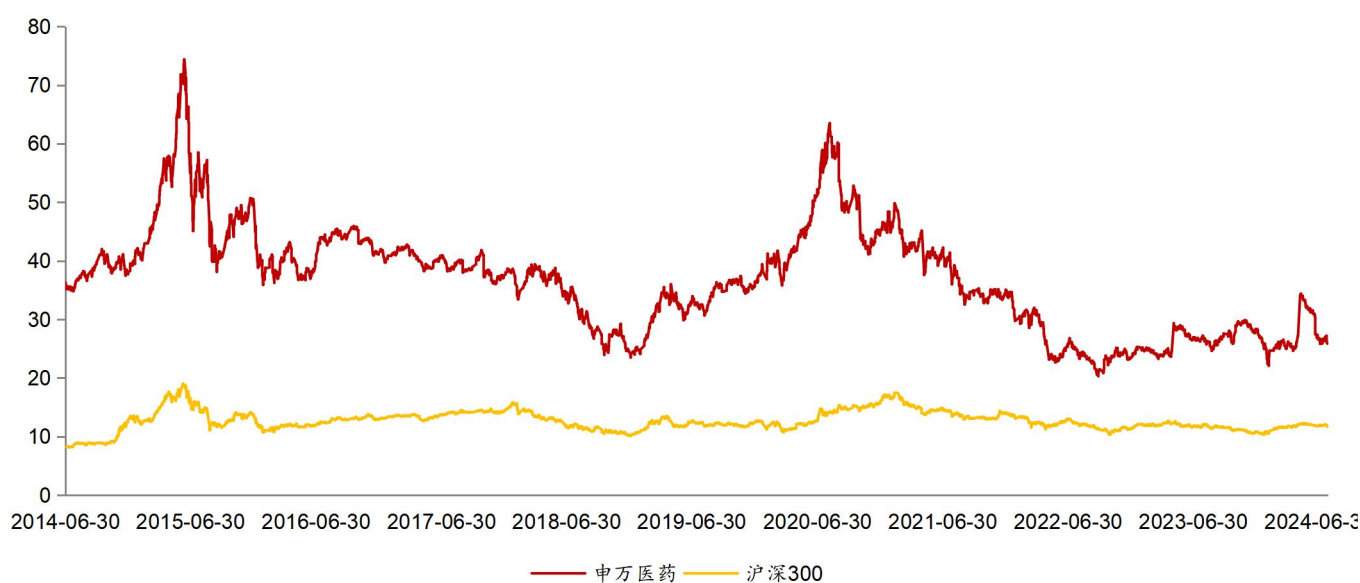
板块估值：截至 2024 年 7 月 26 日，申万医药板块整体 PE 估值为 25.93X，在申万一级分类中排第 8，从 PE 绝对值来看，目前医药估值到了历史相对底部位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、化学原料药和医疗器械等板块估值相对较高，医疗服务和医药商业估值相对较低。

图 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）



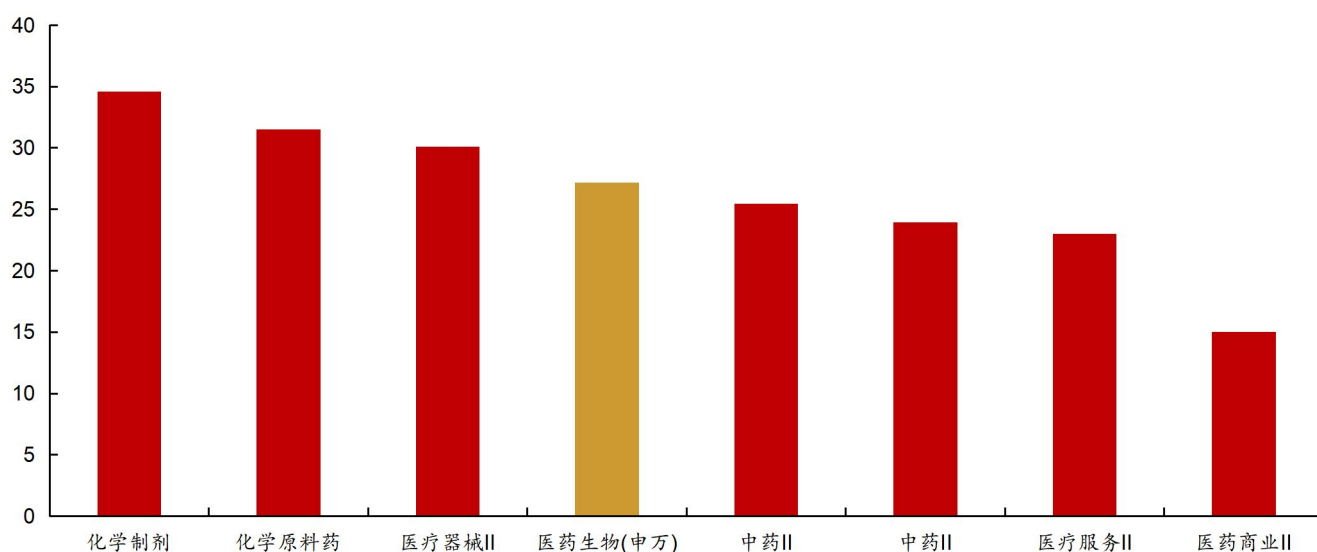
资料来源：Wind，华源证券研究

图 14：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）



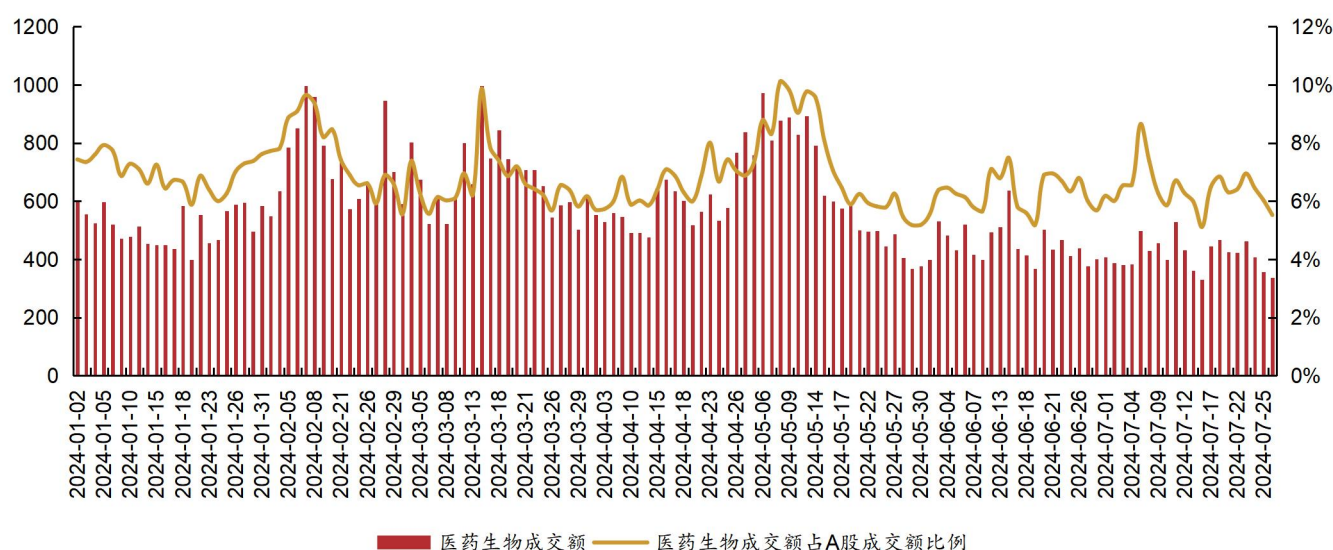
资料来源：Wind，华源证券研究

图 15：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2024 年 7 月 26 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 16：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）



资料来源：Wind，华源证券研究

风险提示：

行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数