

强于大市

医药生物行业 2022 年中报 总结

板块平稳发展，细分板块值得关注

医药生物板块 2022H1 营收同比+9.60%，归母净利润同比+8.26%，目前估值再平衡逐步结束，进入健康平稳发展阶段。板块整体较难获得大幅估值扩张，建议关注细分板块和个股机会，未来看好医疗器械、CRMO、医药零售、血制品、创新药及低估值综合性药企。

- **医药生物板块进入平稳发展时期，建议关注细分板块和个股机会。**我们将 2022 年定位为医药板块的估值再平衡之年，目前再平衡逐步结束，板块进入健康平稳发展时期。整体上板块较难获得大幅估值扩张，但细分板块和个股机会层出不穷。我们未来看好的方向包括：医疗器械、CRMO、医药零售、血制品、创新药及低估值综合性药企。医保进入全面精细化管理时代，相应制度更加完善。目前中国国内创新药领域可行的商业逻辑是改良式创新，产品出海方面 license-out、里程碑付费等比较初级的模式仍然很重要，高端仿制药（注射剂等）出海也是可行的方向。CRMO 行业高景气度增长持续，我国头部 CDMO 公司仍然可以通过技术和服务优势在市场中获得更大的份额，同时积极在海外拓展提高国际化服务能力。医疗器械方面，中国医疗基建仍然有较大的需求，且存在很大国产替代的空间。中国器械企业技术提升，国产替代的能力也随之提升，同时也有机会进入海外市场。医药零售领域，零售终端占比呈现出上升趋势，且中国目前医药零售行业市场集中度较低，有很大提升空间。
- **医药生物板块整体平稳向好，收入端与利润端均稳定增长。**医药生物板块 2022H1 营业总收入为 11,645.22 亿元，同比增长 9.6%，毛利率同比下降 0.56 个百分点，销售费用率同比下降 1.14 个百分点。公允价值变动净收益、投资净收益和对联营企业和合营企业的投资收益方面均表现出较为明显的降幅。利润端方面，医药生物板块 2022H1 实现归母净利润 1,319.81 亿元，同比增长 8.26%，增长速度基本与收入端持平。
- **医药生物板块内部表现出分化情况。**医疗服务板块中，医疗研发外包板块表现出高景气度增长，2022H1 营业收入为 395.73 亿元（+73.84%），归母净利润为 112.66 亿元（+85.23%）。**诊断服务板块**表现出优秀的增长，2022H1 营业总收入为 229.07 亿元（+46.59%），归母净利润为 41.1 亿元（+41.55%）。**医院板块**因新冠疫情的负面影响，依然面临一定压力，2022H1 营业总收入 2022H1 为 179.66 亿元，同比下降 4.00%，利润端整体医院板块面临一定的压力，但是部分专科医院在净利率方面表现优于其他公司。**生物制品板块中疫苗板块**业绩因新冠热度渐退而出现一定回落，2022H1 实现营收 425.53 亿元（+34.32%），归母净利润 95.79 亿元（-9.31%），不受新冠疫苗扰动的企业业绩增长高于平均水平，非新冠潜力疫苗品种有望带来超额增长。**血液制品板块**仍旧延续稳定增长态势，收入与利润均稳步提高，2022H1 营收达 78.06 亿元（+30.35%），归母净利润 19.93 亿元（+17.85%）。**其他生物制品板块**受新冠业务萎缩，集采和新兴 Biotech 收入波动的影响出现业绩下滑，2022H1 实现营收 264.83 亿元（-1.67%）；归母净利润-27.50 亿元（-210.32%），转盈为亏。**医疗器械板块**各细分方向业绩分化明显，**医疗设备板块**业绩表现逐步向好，**体外诊断和医疗耗材板块**整体受疫情扰动较大。**化药板块**受到疫情和集采影响，整体承压明显。其中，**化学原料药板块** 2022H1 营收达 530.49 亿元（同比+9.91%），归母净利润 75.21 亿元（同比+10.80%），**化学制剂板块** 2022H1 营收为 1,952.24 亿元（同比+1.77%），归母净利润 168.68 亿元（同比-9.45%），化药行业研发投入逐年增大，新产能陆续落地，负增长因素减弱后预计会出现业绩回升。

投资建议：

- 重点推荐：迈瑞医疗、华东医药、健友股份、昌红科技、普洛药业、沃森生物、药明康德、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、诺唯赞

评级主要面临的风险提示：

- 海内外新冠疫情多发反复，行业政策扰动等。

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：化学制药

证券分析师：邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

医药生物板块：整体平稳向好，收入端与利润端均稳定发展

医药生物板块 2022H1 营业总收入为 11,645.22 亿元，同比增长 9.6%。医药生物板块 2022H1 毛利率为 35.26%，同比下降 0.56 个百分点。销售费用同比增长 9.36%，销售费用率同比下降 1.14 个百分点，表现出较为明显的降幅。2022H1 医药生物板块研发费用达到 385.16 亿元，同比增长 16.76%，研发费用占比有 3.13% 提高至 3.31%，提高了 0.18 个百分点。医药生物板块公允价值变动净收益、投资净收益和对联营企业和合营企业的投资收益方面均表现出较为明显的降幅。

利润端方面，医药生物板块 2022H1 实现净利润 1,397.17 亿元，同比增长 8.25%，实现归母净利润 1,319.81 亿元，同比增长 8.26%，增长速度基本与收入端持平。医药生物板块 2022H1 扣除非经常性损益的净利润为 1,225.21 亿元，同比增长 15.61%，增速略高于收入端。

图表 1. SW 生物医药板块 2021H1/2022H1 主要财务指标（单位：亿元）

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	10,625.20	11,645.22	9.60%
营业成本	6,819.05	7,539.13	10.56%
毛利率(%)	35.82	35.26	(0.56pct)
销售费用	1,492.20	1,502.75	0.71%
销售费用率(%)	14.04	12.90	(1.14pct)
管理费用	504.17	551.35	9.36%
管理费用率(%)	4.75	4.73	(0.01pct)
研发费用	332.72	385.16	15.76%
研发费用率(%)	3.13	3.31	0.18pct
财务费用	93.01	37.70	(59.46%)
财务费用率(%)	0.88	0.32	(0.55pct)
公允价值变动净收益	45.47	(22.02)	(148.43%)
投资净收益	160.94	124.78	(22.47%)
对联营企业和合营企业的投资收益	65.79	50.36	(23.46%)
营业利润	1,538.47	1,671.65	8.66%
营业外收支净额	(6.45)	(9.44)	46.43%
利润总额	1,532.02	1,662.21	8.50%
所得税	241.29	265.04	9.84%
实际所得税率(%)	15.75	15.94	0.19pct
净利润	1,290.73	1,397.17	8.25%
净利润率(%)	12.15	12.00	(0.15pct)
归属母公司股东的净利润	1,219.13	1,319.81	8.26%
扣除非经常性损益的净利润	1,059.78	1,225.21	15.61%

资料来源：万得，中银证券（为保持口径一致，剔除电生理、宣泰医药、联影医疗、麦澜德、盟科药业、诺思格、英诺特、益方生物、五洲医疗、普瑞眼科、福元医药、普蕊斯、药康生物、海创药业、天益医疗、荣昌生物、仁度生物、富士莱、泰恩康、首药控股、何氏眼科、和元生物、赛伦生物、西点药业、华兰疫苗、合富中国、华康医疗、采纳股份、诚达药业、迈威生物、亚虹医药、春立医疗、优宁维、南模生物、亨迪药业、百诚医药、百济神州、迪哲医药、粤万年青、达嘉维康、华强科技、安旭生物、诺唯赞、澳华内镜、华兰股份、成大生物、拓新药业、汇宇制药、可孚医疗、锦好医疗、百普赛斯、多瑞医药、本立科技、兰卫医学、上海谊众、博拓生物、义翘神州、梓橦宫、国邦医药、金迪克、迈普医学、华纳药厂、漱玉平民、数字人、生物谷、德源药业、鹿得医疗、森萱医药）

医疗服务板块：医院服务承压，研发外包服务保持高景气度增长

医疗服务板块整体表现优秀的增长，但是细分板块之前存在差异。其中，研发外包服务与诊断服务板块表现出优秀的增长，而医院服务板块仍然承压。医疗服务板块 2022H1 营业总收入为 814.06 亿元。同比增长 40.42%，毛利率为 40.26%，同比增长了 0.60 个百分点。在费用方面，销售费用率、管理费用率和财务费用率均有所下降。

医疗服务板块 2022H1 实现净利润 162.30 亿元，同比增长 71.90%，实现归母净利润 155.64 亿元，同比增长 77.54%，增速高于收入端。

图表 2. SW 医疗服务板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	579.74	814.06	40.42%
营业成本	349.81	486.30	39.02%
毛利率(%)	39.66	40.26	0.60pct
销售费用	45.68	52.07	14.01%
销售费用率(%)	7.88	6.40	(1.48pct)
管理费用	58.15	75.36	29.59%
管理费用率(%)	10.03	9.26	(0.77pct)
研发费用	20.74	29.73	43.33%
研发费用率(%)	3.58	3.65	0.07pct
财务费用	8.42	0.55	(93.50%)
财务费用率(%)	1.45	0.07	(1.39pct)
公允价值变动净收益	8.49	14.46	70.28%
投资净收益	18.95	18.78	(0.90%)
对联营企业和合营企业的投资收益	2.32	(0.13)	(105.59%)
营业利润	115.76	197.49	70.61%
营业外收支净额	(2.32)	(1.23)	(46.79%)
利润总额	113.44	196.25	73.01%
所得税	19.02	33.96	78.51%
实际所得税率(%)	16.77	17.30	0.53pct
净利润	94.41	162.30	71.90%
净利润率(%)	16.29	19.94	3.65pct
归属母公司股东的净利润	87.66	155.64	77.54%
扣除非经常性损益的净利润	69.98	132.70	89.63%

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除诺思格、普瑞眼科、普蕊斯、药康生物、何氏眼科、和元生物、诚达药业、南模生物、百诚医药、兰卫医学)

医疗研发外包板块表现出高景气度的增长, 板块 2022H1 营业收入为 395.73 亿元, 同比增长 73.84%。板块 2022H1 毛利率为 40.62%, 同比增长 0.34 个百分点, 销售费用率为 2.23%, 同比下降 0.88 个百分点。利润端方面, 医疗研发外包板块 2022H1 实现净利润 113.79 亿元, 同比增长 77.18%, 净利润率为 28.76%, 同比增长 0.54 个百分点。板块 2022H1 归母净利润为 112.66 亿元, 同比增长 85.23%, 扣除非经常性损益的净利润为 90.31 亿元, 同比增长 104.86%。

图表 3. SW 医疗研发外包板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	227.64	395.73	73.84%
营业成本	135.95	234.98	72.84%
毛利率(%)	40.28	40.62	0.34
销售费用	7.06	8.81	24.79%
销售费用率(%)	3.10	2.23	(0.88pct)
管理费用	24.61	35.27	43.31%
管理费用率(%)	10.81	8.91	(1.90pct)
研发费用	11.67	18.25	56.36%
研发费用率(%)	5.13	4.61	(0.52pct)
财务费用	0.50	(6.31)	(1359.40%)
财务费用率(%)	0.22	-1.59	(1.81pct)
公允价值变动净收益	8.12	15.31	88.57%
投资净收益	16.14	17.38	7.68%
对联营企业和合营企业的投资收益	1.87	(0.45)	(124.02%)
营业利润	72.93	135.23	85.44%
营业外收支净额	(0.05)	(0.09)	84.67%
利润总额	72.88	135.14	85.44%
所得税	8.65	21.35	146.76%
实际所得税率(%)	11.87	15.80	3.93pct
净利润	64.23	113.79	77.18%
净利润率(%)	28.21	28.76	0.54pct
归属母公司股东的净利润	60.82	112.66	85.23%
扣除非经常性损益的净利润	44.08	90.31	104.86%

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除诺思格、普蕊斯、药康生物、和元生物、诚达药业、南模生物、百诚医药)

诊断服务板块 2022H1 营业总收入为 229.07 亿元, 同比增长 46.59%, 表现出优秀的增长。板块 2022H1 毛利率为 45.33%, 和上年同期相比降低了 0.94 个百分点, 销售费用率为 10.03%, 同比下降 1.50 个百分点。利润端方面, 诊断服务板块 2022H1 实现净利润 45.05 亿元, 同比增长 44.86%, 实现归母净利润 41.10 亿元, 同比增长 41.55%, 利润端增速基本与收入端持平。

图表 4. SW 诊断服务板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	156.26	229.07	46.59%
营业成本	83.96	125.24	49.16%
毛利率(%)	46.27	45.33	(0.94pct)
销售费用	18.02	22.98	27.54%
销售费用率(%)	11.53	10.03	(1.50pct)
管理费用	10.39	14.58	40.32%
管理费用率(%)	6.65	6.37	(0.28pct)
研发费用	6.64	9.03	36.14%
研发费用率(%)	4.25	3.94	(0.30pct)
财务费用	1.79	1.64	(8.33%)
财务费用率(%)	1.15	0.72	(0.43pct)
公允价值变动净收益	1.43	(0.06)	(104.18%)
投资净收益	0.85	0.80	(5.27%)
对联营企业和合营企业的投资收益	0.60	0.63	4.52%
营业利润	36.49	53.41	46.37%
营业外收支净额	(0.15)	(0.04)	(74.87%)
利润总额	36.34	53.37	46.86%
所得税	5.24	8.32	58.70%
实际所得税率(%)	14.42	15.58	1.16
净利润	31.10	45.05	44.86%
净利润率(%)	19.90	19.67	(0.23)
归属母公司股东的净利润	29.04	41.10	41.55%
扣除非经常性损益的净利润	27.24	40.16	47.46%

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除兰卫医学)

医院板块整体承压，营业总收入 2022H1 为 179.66 亿元，同比下降 4.00%。医院板块 2022 年受到新冠疫情的负面影响，医院运营依然面临一定压力。板块利润端有所改善，2022H1 营业利润为 8.22 亿元，同比增长 49.59%，净利润为 2.83 亿元，实现扭亏为盈，净利率为 1.58%。板块 2022H1 归母净利润为 1.29 亿元，实现扣除非经常性损益后的净利润 1.79 亿元，均实现扭亏为盈。整体医院板块利润端面临一定的压力，但是板块内部呈现出分化的情况，部分专科医院在净利率方面表现优于其他公司。其中，爱尔眼科 2022H1 净利润为 14.27 亿元，同比增长 15.73%，净利率为 17.60%；通策医疗 2022H1 净利润为 3.43 亿元，同比下降 13.44%，净利率为 26.05%，同比价格降低 4.06 个百分点。通策医疗蒲公英分院处于筹建或培育期，拉低了整体净利率。

图表 5. SW 医院板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	187.14	179.66	(4.00%)
营业成本	124.92	120.68	(3.39%)
毛利率(%)	33.25	32.83	(0.42pct)
销售费用	19.07	18.45	(3.26%)
销售费用率(%)	10.19	10.27	0.08pct
管理费用	22.30	24.37	9.26%
管理费用率(%)	11.92	13.56	1.65pct
研发费用	1.87	1.90	1.72%
研发费用率(%)	1.00	1.06	0.06pct
财务费用	6.03	5.16	(14.44%)
财务费用率(%)	3.2	2.9	(0.35pct)
公允价值变动净收益	(1.15)	(0.82)	(28.71%)
投资净收益	1.96	0.58	(70.45%)
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.15)	(0.30)	103.52%
营业利润	5.49	8.22	49.59%
营业外收支净额	(2.12)	(1.16)	(45.57%)
利润总额	3.37	7.06	109.59%
所得税	5.06	4.23	(16.38%)
实际所得税率(%)	150.15	59.91	(90.25pct)
净利润	(1.69)	2.83	(267.54%)
净利率(%)	-0.90	1.58	2.48pct
归属母公司股东的净利润	(2.95)	1.29	(143.91%)
扣除非经常性损益的净利润	(1.88)	1.79	(195.71%)

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除普瑞眼科、何氏眼科)

疫苗板块: 新冠疫苗热潮渐退, 高基数背景下疫苗板块业绩出现一定程度回落, 不受新冠疫苗扰动的企业业绩增长高于平均水平, 非新冠潜力疫苗品种有望带来超额增长

以 A 股 13 家疫苗板块公司为统计对象, 2022 年上半年疫苗板块实现营业收入 425.53 亿元, 同比增长 34.32%; 毛利 216.82 亿元, 同比增长 26.49%; 归母净利润 95.79 亿元, 同比下滑 9.31%; 毛利率 50.95%, 同比下滑 3.15 个百分点; 净利率 22.51%, 同比下滑 10.83 个百分点。

2020 年新冠疫情爆发后, 疫苗板块经历了一轮较大的波动。2021 年上半年开始, 不同品种的新冠疫苗开始陆续上市。由于新冠疫苗市场空间较大, 需求急迫, 2021 年疫苗板块收入和利润均出现了大幅增长。同时, 几乎所有疫苗企业都建立了自己的新冠疫苗研发管线, 推动研发费用大幅增长 (2021H1 板块研发费用同比增长 97.85%)。除此之外, 疫苗推出时, 由于需求确定且急迫, 新冠疫苗厂商具有较高的议价权, 拉升了疫苗板块的整体毛利率。进入 2022 年后, 新冠疫苗需求接近饱和, 新冠疫苗贡献的收入和利润均出现下滑。同时, 由于国内新冠疫苗市场几乎被科兴和国药的灭活疫苗所垄断, 部分新冠疫苗生产厂商出现了存货过期、计提减值的情况。因此, 在 2021 年高基数的对比下, 2022 年, 疫苗板块毛利和净利润均呈现负向增长。同时, 新冠疫苗的销售得到国家政府的大力支持, 因此销售费用率在 2021 年有一定程度的缩小, 但在 2022 年上半年又出现了反弹。

在新冠疫苗厂商面临业绩倒退的情况下，还未拥有上市新冠疫苗产品的厂商业绩受到的干扰较小，反而 2022H1 业绩表现更好，尤其是拥有需求量巨大的疫苗品种（例如 HPV）的厂商。在 WHO 工作重点和 2030 健康中国战略的双重激励下，HPV 疫苗已成为关注度和认可度最高的单一品种。目前国内仅有万泰生物、沃森生物拥有自研自产的 HPV 疫苗，均为二价；智飞生物则代理默沙东的四价和九价 HPV 疫苗。万泰生物首个国产 HPV 疫苗已进入快速放量时期，2022H1，公司实现营收同比增长 201.92%、归母净利润同比增长 273.24%，HPV2 半年销量已突破千万支。沃森生物则在上半年刚刚获得上市许可以及首次批签发，未来可期。智飞生物受新冠疫苗的干扰，业绩下滑，但代理的 HPV 仍旧表现亮眼，HPV4 获批签发 488 万支，同比增长 60%；HPV9 获批签发 930 万支，同比增长 379%。同时，HPV9 适应人群年龄段扩宽至 9-45 岁，进一步确定和扩大了需求。

在新冠疫苗热度逐渐退潮的背景下，疫苗板块经历了整体业绩的下滑。但具体来看，未拥有新冠疫苗的企业业绩不受到 2021 年高基数的影响。另一方面，新冠疫情大大提升了社会对疫苗的认知度，在未来有望成为疫苗普及和推广的助力。建议关注具有巨大潜力、且市场认知度高的疫苗品种，例如 HPV 疫苗、流感疫苗，相关标的包括智飞生物、万泰生物、沃森生物、华兰疫苗等。

图表 6. A 股生物制品疫苗板块 2020-2022 上半年主要财务指标对比

(亿元)	2020H1	2021H1	2022H1
收入	211.20	316.80	425.53
增速 (%)		50.00	34.32
成本	121.41	145.39	208.71
增速 (%)		19.75	43.55
毛利	89.79	171.42	216.82
增速 (%)		90.90	26.49
毛利率 (%)	42.52	54.11	50.95
变动 (百分点)		11.59	(3.15)
销售费用	25.12	31.81	61.64
增速 (%)		26.65	93.80
销售费用率 (%)	11.89	10.04	14.49
变动 (百分点)		(1.85)	4.45
管理费用	8.93	11.60	12.95
增速 (%)		29.97	11.58
管理费用率 (%)	4.23	3.66	3.04
变动 (百分点)		(0.56)	(0.62)
研发费用	9.14	18.09	23.42
增速 (%)		97.85	29.42
研发费用率 (%)	4.33	5.71	5.50
变动 (百分点)		1.38	(0.21)
财务费用	3.37	2.53	0.98
增速 (%)		(24.80)	(61.43)
财务费用率 (%)	1.60	0.80	0.23
变动 (百分点)		(0.80)	(0.57)
归母净利润	42.96	105.62	95.79
增速 (%)		145.87	(9.31)
净利润率 (%)	20.34	33.34	22.51
变动 (百分点)		13.00	(10.83)

资料来源：万得，中银证券

注：包括 SW 生物制品-疫苗 13 家上市公司。

血液制品板块：板块稳步增长，海外短期机会仍旧存在，零星新冠疫情短期影响采浆批签发等经营活动

以 A 股 6 家血液制品板块公司为统计对象，2022 年上半年板块实现营业收入 78.06 亿元，同比增长 30.35%；毛利 37.29 亿元，同比增长 20.13%；归母净利润 19.93 亿元，同比增长 17.85%；毛利率 47.77%，同比下滑 4.06 个百分点；净利率 25.53%，同比下滑 2.71 个百分点。

血液制品板块仍旧延续了稳定的增长态势，收入与利润均稳步提高。新冠疫情对行业板块同时带来了利好与利空。由于全球采浆受到影响，海外血液制品供给出现了下滑，因此国内市场进口人血白蛋白出现了下滑，同时海外部分市场以静丙为代表的血液制品供给也出现了替代机会。以派林生物为例，公司 2022 上半年实现海外收入 1.03 亿元，同比增长 4060.12%。目前，海外市场的机会主要来源于各国政府主导的短期应急采购。对于国内血液制品厂商来说，若能抓住这一机会，未来有望能够进行法规市场的正式注册，带来长期的海外机会。另一方面，2022 年 3 月起，全国各地不断零星爆发新冠疫情，一定程度上扰乱了短期的采浆、生产、批签发进程。部分城市的封控导致常规诊疗量的下滑，一定程度上也影响了销售。整体来看，血液制品行业的收入和利润仍旧保持了稳定的增长，同时销售费用率、管理费用率也在逐渐改善。血液制品广东联盟集采已基本尘埃落定，等待执行。本次集采相较于其他药品、器械集采更为温和，同时体现在价格与申报量规则上。本次集采中标价与市场价格相差不多，企业申报代表品规的报价小于等于最高有效申报价和联盟区最低价之间的低值即可进入拟中选名单，获得联盟地区本企业首年预采购量的 100%。在未出现明显降价的基础上，集中采购能够降低企业销售费用。综合来看，本次血液制品集采影响有限。板块毛利率下降主要受上海莱士毛利率下降影响。上海莱士是国内血液制品第一梯队的代表企业，销售及利润均对板块业绩有显著影响。上海莱士 2021H1 毛利率 57.2%，2022H1 下降至 44.6%，营业收入同比增长 87.59%，但营业成本同比增长 142.65%，收入上升主要原因系进口白蛋白业务销售增长，成本大幅上升导致的毛利率下降是由于进口白蛋白销售比重增加导致，进口产品毛利率低于自产产品。

由于国家不再新发放血液制品公司牌照，因此血液制品行业是一个存量竞争市场。对于业内竞争者而言，采浆量仍旧是决定公司经营和业绩最关键的因素。因此，建议关注具有快速扩张采浆潜力的企业，例如派林生物、博雅生物等。

图表 7. A 股生物制品血液制品板块 2020-2022 上半年主要财务指标对比

(亿元)	2020H1	2021H1	2022H1
收入	50.27	59.88	78.06
增速 (%)		19.13	30.35
成本	23.59	28.84	40.77
增速 (%)		22.26	41.35
毛利	26.68	31.04	37.29
增速 (%)		16.36	20.13
毛利率 (%)	53.07	51.84	47.77
变动 (百分点)		(1.23)	(4.06)
销售费用	6.54	7.05	7.81
增速 (%)		7.78	10.78
销售费用率 (%)	13.01	11.77	10.01
变动 (百分点)		(1.24)	(1.77)
管理费用	3.96	4.69	5.23
增速 (%)		18.49	11.56
管理费用率 (%)	7.88	7.83	6.70
变动 (百分点)		(0.04)	(1.13)
研发费用	1.50	1.71	1.85
增速 (%)		13.89	8.35
研发费用率 (%)	2.98	2.85	2.37
变动 (百分点)		(0.13)	(0.48)
财务费用	(0.20)	(0.73)	(0.85)
增速 (%)		256.40	16.22
财务费用率 (%)	(0.41)	(1.22)	(1.08)
变动 (百分点)		(0.81)	0.13
归母净利润	12.82	16.91	19.93
增速 (%)		31.90	17.85
净利润率 (%)	25.50	28.24	25.53
变动 (百分点)		2.73	(2.71)

资料来源：万得，中银证券

注：包括 SW 生物制品-血液制品 6 家上市公司。

其他生物制品板块：新冠业务萎缩、集采、新兴 Biotech 收入波动导致业绩下滑

以 A 股 29 家其他生物制品板块公司为统计对象（不包括北交所上市的企业：诺思兰德、三元基因），2022 年上半年板块实现营业收入 264.83 亿元，同比下滑 1.67%；毛利 200.54 亿元，同比下滑 7.92%；归母净利润-27.50 亿元，转盈为亏，同比下滑 210.32%；毛利率 75.72%，同比下滑 5.13 个百分点；净利率-10.38%，同比下滑 19.64 个百分点。

板块业绩较 2021 年上半年出现了下滑，主要受新冠业务萎缩以及集采的影响。从收入来看，下滑严重的企业包括君实生物（同比减少 11.68 亿元）、百济神州（同比减少 6.81 亿元）、甘李药业（同比减少 6.41 亿元）。君实生物 2021 年上半年优秀的业绩主要得益于新冠中和抗体埃特韦单抗在海外的大卖，收入达到 21.14 亿元，同比增长 267.77%。进入 2022 年后，Omicron 成为主流毒株，埃特韦单抗效力明显被削弱，美国已停止分发埃特韦单抗，导致 2022H1 收入大幅下滑。君实生物 2020H1-2022H1 上半年度 CAGR 约 28.28%。百济神州收入下滑主要原因在于 2022Q1 合作收入下降，但公司核心产品百泽安（PD-1 替雷利珠单抗）在中国实现销售收入 12.51 亿元，同比增长 56.38%；BTK 抑制剂百悦泽（泽布替尼）全球销售额达 15.14 亿元，同比增长 263.07%。同时，上述两家代表性中国 Biotech 公司也在积极寻求海外上市机会，例如：君实生物 PD-1 特瑞普利单抗向美国 FDA 申报用于治疗鼻咽癌的 BLA 计划于 2022 年 12 月召开 PDUFA 会议；百济神州 BTK 抑制剂泽布替尼用于治疗成人慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）的申报计划于 2023 年召开 PDUFA 会议，BTK 抑制剂泽布替尼用于治疗慢性淋巴细胞白血病（CLL）和边缘区淋巴瘤（MZL）的适应症上市许可申请已获欧洲药品管理局（EMA）受理。中国创新药企在国内集采的压力下，主动寻找海外增长点，值得关注。除君实生物、百济神州外，义翘神州新冠业务下滑导致收入同比减少 3.35 亿元，同比下降 52.84%，归母净利润同比下滑 56.58%；甘李药业胰岛素受集采影响，短期内价格明显降低，但销量还未反应增加，造成业绩大幅下滑。

由于板块里新兴 Biotech 企业仍处于成长期，产品销售仍在发展中，短期内可能因合作或许可费用产生收入利润的波动，同时又受到新冠干扰，业绩指标起伏较频繁。但细分来看，创新药企通过常规产品销售获得的核心收入与利润发展态势良好，不仅在国内不断为更多患者供给所需药品，同时也积极寻找海外增量机会。除上文所述君实生物、百济神州外，荣昌生物依靠泰它西普、维迪西妥单抗取得了产品销售的大幅增长，同时也获得了海外技术授权的收入。建议长期关注中国 Biotech 企业的成长与发展以及随之而来的机会。

图表 8. A 股生物制品其他生物制品板块 2020-2022 上半年主要财务指标对比

(亿元)	2020H1	2021H1	2022H1
收入	167.09	269.34	264.83
增速 (%)		61.20	(1.67)
成本	36.18	51.57	64.30
增速 (%)		42.52	24.69
毛利	130.90	217.78	200.54
增速 (%)		66.36	(7.92)
毛利率 (%)	78.34	80.85	75.72
变动 (百分点)		2.51	(5.13)
销售费用	51.42	79.14	94.85
增速 (%)		53.90	19.85
销售费用率 (%)	30.77	29.38	35.81
变动 (百分点)		(1.39)	6.43
管理费用	17.13	28.79	36.93
增速 (%)		68.07	28.28
管理费用率 (%)	10.25	10.69	13.94
变动 (百分点)		0.44	3.26
研发费用	24.66	77.01	91.87
增速 (%)		212.34	19.30
研发费用率 (%)	14.76	28.59	34.69
变动 (百分点)		13.83	6.10
财务费用	(0.56)	0.34	3.79
增速 (%)		(160.77)	1,022.66
财务费用率 (%)	(0.33)	0.13	1.43
变动 (百分点)		0.46	1.31
归母净利润	30.36	24.92	(27.50)
增速 (%)		(17.90)	(210.32)
净利润率 (%)	18.17	9.25	(10.38)
变动 (百分点)		(8.92)	(19.64)

资料来源：万得，中银证券

注：包括 SW 生物制品-其他生物制品 29 家上市公司，剔除北交所上市的企业：诺思兰德、三元基因。

医疗器械板块：2022 分季度来看医疗器械板块受新冠疫情影响业绩分化明显，医疗设备板块业绩表现逐步向好，体外诊断和医疗耗材板块整体受疫情扰动

2022 年 H1 情况：包含科创板上市的 35 支医疗器械个股，我们统计的 93 家医疗器械公司 2022 年上半年情况。2022 年上半年收入 1,501.83 亿元，同比增速 26.57%（剔除九安医疗、安旭生物后 2022 年上半年营收同比增长 28.85%）；营业利润 580.57 亿元，同比增速 24.58%；利润总额 578.37 亿元，同比增速为 24.10%；归属母公司股东净利润 490.65 亿元，同比增长 24.23%。板块内部业绩分化明显，其中医疗设备 2022H1 整体营收同比增长 7.49%，医疗耗材 2022H1 整体营收同比下降 8.24%，体外诊断 2022H1 整体营收同比增长 49.35%；医疗设备 2022H1 整体归母净利润同比增长 0.9%，医疗耗材 2022H1 整体归母净利润同比下降 59.36%（主要受冠昊生物、尚荣医疗、蓝帆医疗、中红医疗、英科医疗等公司 2022H1 归母净利润大幅下滑影响），体外诊断 2022H1 整体归母净利润同比增长 34.20%（主要因素是 2022 年 Q1 九安医疗、安旭生物、亚辉龙、奥泰生物、万孚生物、明德生物、基蛋生物、凯普生物、博拓生物归母净利润大幅增长）。

2022 年 Q1 情况：包含科创板上市的 35 支医疗器械个股，我们统计的 93 家医疗器械公司 2022 年 Q1 收入 874.82 亿元，同比增速 46.84%；营业利润 383.09 亿元，同比增速 60.65%；利润总额 382.23 亿元，同比增速为 60.06%；归属母公司股东净利润 323.97 亿元，同比增长 61.27%。板块内部业绩分化明显，其中医疗设备 2022Q1 整体营收同比增长 10.17%，医疗耗材 2022Q1 整体营收同比下降 4.29%，体外诊断 2022Q1 整体营收同比增长 107.84%；医疗设备 2022Q1 整体归母净利润同比下降 3.96%，医疗耗材 2022Q1 整体归母净利润同比下降 59.92%（主要受尚荣医疗、蓝帆医疗、中红医疗、英科医疗等公司 2022Q1 归母净利润大幅下滑影响），体外诊断 2022Q1 整体归母净利润同比增长 171.55%。

2022 年 Q2 情况：包含科创板上市的 35 支医疗器械个股，我们统计的 93 家医疗器械公司 2022 年 Q2 收入 627.01 亿元，同比增速 6.13%（剔除九安医疗和安旭生物 2022 年第二季度 91 家医疗器械公司营收 607.16 亿元，同比增长 37.37%）；归属母公司股东净利润 166.68 亿元，同比增速为-14.11%（主要因素是 2022 年 Q2 冠昊生物、爱朋医疗、阳普医疗、康众医疗、蓝帆医疗归母净利润大幅降低）。板块内部业绩分化明显，其中医疗设备 2022Q2 整体营收同比增长 5.21%，医疗耗材 2022Q2 整体营收同比下降 11.99%，体外诊断 2022Q2 整体营收同比增长 23.83%；医疗设备 2022Q2 整体归母净利润同比增长 4.72%，医疗耗材 2022Q2 整体归母净利润同比下降 58.81%（主要受冠昊生物、昊海生科等公司 2022Q2 归母净利润大幅下滑影响），体外诊断 2022Q2 整体归母净利润同比增长 13.94%。

2022 年新冠疫情继续影响医疗器械板块业绩。拆分来看 2022Q2 以来体外诊断细分板块盈利能力开始下降；医疗耗材细分板块继续维持业绩较大幅度下行状态，但相对 Q1 季度盈利能力下降趋势有所好转；而医疗设备细分板块盈利开始逐步实现正增长。我们预计后续非新冠相关细分方向（尤其是疫情期间受到压制的领域）考虑医疗刚性需求属性，将有望迎来进一步反弹甚至反转。

结合以上业绩分析我们认为医疗器械板块中医疗设备板块一定程度上具备 β 配置价值，体外诊断板块和医疗耗材板块短期还应以精选个股为主。同时整个医疗器械板块的配置，我们建议考虑疫情对业绩影响的同时还需重点关注国内医保政策（尤其是高值医疗耗材，甚至体外诊断领域的可能出现预期集采政策）、鼓励高端医疗设备的创新政策等。关注相关企业的出海能力（全球化能力）、研发能力、业务延展性及产业链布局完整性等。

整体来看，医疗器械板块我们相对看好

- 1、头部创新能力强、销售渠道强的医疗设备企业。
- 2、重视出海能力、具备全球化经营能力的企业。
- 3、处于产业链上游环节市场竞争格局相对更好，业务延展性强的企业。
- 4、偏服务属性，受政策影响更小的相关企业。

图表 9. A 股医疗器械板块 2021 年/2022 年 H1 主要财务指标对比

(亿元)	2022H1	2021H1	同比增速 (%)
营业总收入	1,501.83	1,186.57	26.57
营业成本	943.24	759.13	24.25
毛利率(%)	0.59	0.60	(2.67)
销售费用	152.55	134.44	13.48
销售费用率(%)	0.10	0.11	(10.34)
管理费用	74.23	63.09	17.66
管理费用率(%)	0.05	0.05	(7.04)
财务费用	(14.94)	2.71	(650.60)
财务费用率(%)	(0.01)	0.00	(535.04)
研发费用	88.42	69.12	27.92
研发费用率(%)	0.06	0.06	1.07
公允价值变动净收益	0.73	12.32	(94.04)
投资净收益	7.23	13.84	(47.78)
对联营企业和合营企业的投资收益	0.66	2.06	(67.86)
营业利润	580.57	466.02	24.58
营业外收支净额	(2.23)	(0.37)	497.80
利润总额	578.37	466.05	24.10
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	97.50	92.83	5.03
所得税	73.15	63.95	14.39
实际所得税率(%)	0.13	0.14	(7.83)
归属母公司股东的净利润	490.65	394.95	24.23

资料来源：万得，中银证券

注：为保持同比口径一致，剔除联影医疗、麦澜德、华康医疗、澳华内镜、C 电生理-U、五洲医疗、天益医疗、采纳股份、春立医疗、华强科技、华兰股份、可孚医疗、迈普医学、英诺特、仁度生物、安旭生物、博拓生物；剔除三板上市公司锦好医疗、鹿得医疗

图表 10. A 股医疗器械板块 2021 年/2022 年 Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2022Q1	2021Q1	同比增速 (%)
营业总收入	874.82	595.78	46.84
营业成本	330.09	232.30	42.10
毛利率(%)	0.62	0.61	2.06
销售费用	79.34	68.02	16.64
销售费用率(%)	0.09	0.11	(20.56)
管理费用	37.72	30.67	23.01
管理费用率(%)	0.04	0.05	(16.23)
财务费用	0.97	0.43	124.16
财务费用率(%)	0.00	0.00	52.62
研发费用	39.30	30.49	28.88
研发费用率(%)	0.04	0.05	(12.23)
公允价值变动净收益	(0.01)	0.65	(101.48)
投资净收益	2.43	6.84	(64.42)
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.37)	0.28	(232.51)
营业利润	383.09	238.47	60.65
营业外收支净额	(0.93)	0.07	(1,393.48)
利润总额	382.23	238.81	60.06
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	98.64	95.42	3.37
所得税	46.35	33.82	37.05
实际所得税率(%)	0.12	0.14	(14.40)
归属母公司股东的净利润	323.97	200.89	61.27

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除联影医疗、麦澜德、华康医疗、澳华内镜、C 电生理-U、五洲医疗、天益医疗、采纳股份、春立医疗、华强科技、华兰股份、可孚医疗、迈普医学、英诺特、仁度生物、安旭生物、博拓生物；剔除三板上市公司锦好医疗、鹿得医疗

图表 11. A 股医疗设备板块 2021 年/2022 年 H1 主要财务指标对比

(亿元)	2022H1	2021H1	同比增速 (%)
营业总收入	377.75	351.43	7.49
营业成本	289.43	269.02	7.59
毛利率(%)	51.92	51.17	1.47
销售费用	50.68	46.54	8.90
销售费用率(%)	13.42	13.24	1.31
管理费用	22.14	19.99	10.75
管理费用率(%)	5.86	5.69	3.03
财务费用	(4.19)	(0.06)	7,347.69
财务费用率(%)	(1.11)	(0.02)	6,825.00
研发费用	34.10	26.69	27.77
研发费用率(%)	9.03	7.59	18.87
公允价值变动净收益	(0.62)	0.40	(255.05)
投资净收益	1.83	7.19	(74.59)
对联营企业和合营企业的投资收益	0.29	1.33	(78.11)
营业利润	96.54	95.75	0.83
营业外收支净额	(0.48)	(0.02)	2040.71
利润总额	96.08	95.89	0.20
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	95.32	90.79	4.98
所得税	11.68	11.86	(1.59)
实际所得税率(%)	12.15	12.37	(1.78)
归属母公司股东的净利润	84.06	83.31	0.90

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除联影医疗、麦澜德、华康医疗、澳华内镜；剔除三板上市公司锦好医疗、鹿得医疗

图表 12. A 股医疗设备板块 2021 年/2022 年 Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2022Q1	2021Q1	同比增速 (%)
营业总收入	178.08	161.64	10.17
营业成本	85.69	78.57	9.07
毛利率(%)	51.88	51.39	0.95
销售费用	24.30	22.84	6.42
销售费用率(%)	13.65	14.13	(3.41)
管理费用	11.36	10.01	13.56
管理费用率(%)	6.38	6.19	3.07
财务费用	(0.01)	0.13	(109.05)
财务费用率(%)	(0.01)	0.08	(108.21)
研发费用	16.22	12.73	27.44
研发费用率(%)	9.11	7.88	15.68
公允价值变动净收益	(0.41)	0.05	(885.09)
投资净收益	0.31	4.39	(92.96)
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.56)	0.01	(5,877.32)
营业利润	40.83	41.94	(2.66)
营业外收支净额	(0.13)	0.00	(25,420.00)
利润总额	40.71	42.09	(3.29)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	95.73	87.32	9.64
所得税	5.36	5.23	2.34
实际所得税率(%)	13.16	12.43	5.82
归属母公司股东的净利润	35.22	36.67	(3.96)

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除联影医疗、麦澜德、华康医疗、澳华内镜；剔除三板上市公司锦好医疗、鹿得医疗

图表 13. A 股医疗耗材板块 2021 年/2022 年 H1 主要财务指标对比

(亿元)	2022H1	2021H1	同比增速 (%)
营业总收入	345.57	376.61	(8.24)
营业成本	282.25	220.02	28.28
毛利率(%)	45.49	67.66	(32.76)
销售费用	41.80	46.91	(10.88)
销售费用率(%)	12.10	12.46	(2.88)
管理费用	26.58	19.56	35.89
管理费用率(%)	7.69	5.19	48.11
财务费用	(3.81)	1.14	(433.56)
财务费用率(%)	(1.10)	0.30	(463.55)
研发费用	22.72	21.70	4.70
研发费用率(%)	6.58	5.76	14.10
公允价值变动净收益	0.26	0.32	(19.56)
投资净收益	1.31	4.06	(67.80)
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.53)	1.16	(145.18)
营业利润	68.30	164.28	(58.43)
营业外收支净额	(0.30)	(0.08)	269.13
利润总额	67.98	164.19	(58.60)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	93.39	96.60	(3.32)
所得税	11.21	23.86	(53.03)
实际所得税率(%)	16.48	14.53	13.43
归属母公司股东的净利润	55.61	136.83	(59.36)

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除 C 电生理-U、五洲医疗、天益医疗、采纳股份、春立医疗、华强科技、华兰股份、可孚医疗、迈普医学

图表 14. A 股医疗耗材板块 2021 年/2022 年 Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2022Q1	2021Q1	同比增速 (%)
营业总收入	175.46	183.33	(4.29)
营业成本	97.81	58.96	65.89
毛利率(%)	44.25	67.84	(34.76)
销售费用	20.75	24.23	(14.38)
销售费用率(%)	11.82	13.22	(10.54)
管理费用	12.85	9.27	38.65
管理费用率(%)	7.32	5.06	44.87
财务费用	0.63	(0.24)	(357.83)
财务费用率(%)	0.36	(0.13)	(369.46)
研发费用	9.94	8.93	11.33
研发费用率(%)	5.67	4.87	16.33
公允价值变动净收益	0.23	(0.06)	(513.03)
投资净收益	0.60	1.32	(54.23)
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.43)	0.50	(185.20)
营业利润	33.33	82.39	(59.54)
营业外收支净额	(0.10)	0.05	(302.64)
利润总额	33.30	82.46	(59.61)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	92.97	97.08	(4.23)
所得税	5.32	12.15	(56.20)
实际所得税率(%)	15.98	14.73	8.44
归属母公司股东的净利润	27.22	67.91	(59.92)

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除 C 电生理 U、五洲医疗、天益医疗、采纳股份、春立医疗、华强科技、华兰股份、可孚医疗、迈普医学

图表 15. A 股体外诊断板块 2021 年/2022 年 H1 主要财务指标对比

(亿元)	2022H1	2021H1	同比增速 (%)
营业总收入	778.51	458.53	49.35
营业成本	371.56	270.08	153.47
毛利率(%)	67.59	60.91	(5.97)
销售费用	60.07	40.98	75.20
销售费用率(%)	7.72	8.94	17.31
管理费用	25.51	23.54	88.88
管理费用率(%)	3.28	5.13	26.47
财务费用	(6.94)	1.63	(2,052.25)
财务费用率(%)	(0.89)	0.35	(1,406.74)
研发费用	31.60	20.73	140.62
研发费用率(%)	4.06	4.52	61.11
公允价值变动净收益	1.10	11.59	560.37
投资净收益	4.10	2.59	169.49
对联营企业和合营企业的投资收益	0.89	(0.44)	46.50
营业利润	415.73	205.99	34.57
营业外收支净额	(1.45)	(0.27)	105.01
利润总额	414.31	205.97	34.42
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	98.67	90.85	(0.95)
所得税	50.27	28.23	40.93
实际所得税率(%)	12.13	13.71	4.88
归属母公司股东的净利润	350.98	174.81	34.20

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除英诺特、仁度生物、安旭生物、博拓生物

图表 16. A 股体外诊断板块 2021 年/2022 年 Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2022Q1	2021Q1	同比增速 (%)
营业总收入	521.27	250.80	107.84
营业成本	146.59	94.77	54.69
毛利率(%)	71.88	62.22	15.53
销售费用	34.28	20.95	63.67
销售费用率(%)	6.58	8.35	(21.25)
管理费用	13.51	11.39	18.58
管理费用率(%)	2.59	4.54	(42.94)
财务费用	0.36	0.55	(35.26)
财务费用率(%)	0.07	0.22	(68.84)
研发费用	13.13	8.83	48.70
研发费用率(%)	2.52	3.52	(28.45)
公允价值变动净收益	0.17	0.66	(74.77)
投资净收益	1.52	1.13	34.94
对联营企业和合营企业的投资收益	0.61	(0.23)	(370.50)
营业利润	308.93	114.14	170.66
营业外收支净额	(0.71)	0.02	(3,266.37)
利润总额	308.23	114.26	169.75
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	99.62	97.34	2.34
所得税	35.67	16.44	117.01
实际所得税率(%)	11.57	14.39	(19.58)
归属母公司股东的净利润	261.54	96.31	171.55

资料来源：万得，中银证券

注：保持同比口径一致，剔除英诺特、仁度生物、安旭生物、博拓生物

化学原料药板块：营收增速有所放缓，疫情波动和原材料涨价影响毛利率，板块研发投入持续加大

同一口径下，申万化学原料药板块的 34 家上市公司 2022H1 营业总收入达到 530.49 亿元，同比增长 9.91%；归母净利润 75.21 亿元，同比增长 10.80%。化学原料药板块 2022H1 毛利率为 32.47%，降低 2.78 个百分点；销售费用及管理费用分别增加 3.17% 和 8.57%，研发费用达 26.02 亿元，同比增加 8.65%。利润端方面，化学原料药板块 2022H1 实现归母净利润 75.21 元，同比增加 10.80%，扣除非经常性损益的净利润为 65.76 亿元，同比增长 6.13%。

2022H1 全球疫情波动，国内外物流受阻，API 行业运输和出口受到较大影响，原料药企业业绩增速有所放缓。此外，由于上半年上游原材料价格上涨明显，毛利率有所下降。API 企业进一步加大研发投入，陆续顺应原料药制剂一体化趋势或进行业务整合和战略转型。后续随着国内疫情缓解和物流恢复，以及 API 企业产品管线的扩充和新产能落地，毛利率有望得到修复，盈利能力有所增强。

图表 17. SW 化学原料药板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H2	同比变动 (%)
营业总收入	482.65	530.49	9.91
营业成本	312.52	358.26	14.63
毛利率(%)	35.25	32.47	(2.78)
销售费用	31.98	33.00	3.17
销售费用率(%)	6.63	6.22	(0.41)
管理费用	29.71	32.25	8.57
管理费用率(%)	6.15	6.08	(0.08)
研发费用	23.95	26.02	8.65
研发费用率(%)	4.96	4.90	(0.06)
财务费用	5.31	(1.79)	(133.75)
财务费用率(%)	1.10	(0.34)	(1.44)
公允价值变动净收益	(0.53)	(1.19)	125.05
投资净收益	4.42	6.18	39.85
对联营企业和合营企业的投资收益	0.57	0.39	(31.15)
营业利润	76.93	71.91	(6.53)
营业外收支净额	(2.65)	(1.06)	(59.93)
利润总额	80.77	88.59	9.69
所得税	12.42	13.83	11.37
实际所得税率(%)	15.38	15.61	0.24
净利润	67.88	75.21	10.80
净利润率(%)	14.06	14.18	0.11
归属母公司股东的净利润	67.88	75.21	10.80
扣除非经常性损益的净利润	61.96	65.76	6.13

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除富士莱、亨迪药业、拓新药业、本立科技、国邦医药、森萱医药)

化学制剂板块: 营收保持稳定, 板块毛利率下降, 驱动药企增大研发投入

同一口径下, 申万化学制剂板块 91 家上市公司 2022H1 营业总收入为 1952.24 亿元, 同比增长 1.77%。化学制剂板块 2022H1 毛利率为 50.75%, 同比下降 2.56 个百分点, 销售费用同比下降 9.28%, 销售费用率同比下降 2.97 个百分点。2022H1 化学制剂板块研发费用达到 134.64 亿元。同比增长 6.14%, 研发费用率从 6.61% 提高到 6.90%, 提高了 0.28 个百分点。

利润端方面, 化学制剂板块 2022H1 实现净利润 190.36 元, 同比下降 8.36%, 实现归母净利润 168.68 元, 同比下降 9.45%。化学制剂板块 2022H1 扣除非经常性损益的净利润为 150.48 亿元, 同比增长 2.98%。

2022 年初, 第七批国家药品采购产品目录公布, 包含 58 个品种。受到集采呈现常态化趋势的影响, 化学制剂尽管整体收入没有太多波动, 但板块毛利率和净利润率一定程度上下降。受此压力驱动, 越来越多的药企开始谋求创新, 可以看到在研发费用投入方面有了进一步的提升。目前部分创新产品仍在孕育中, 未来有望看到研发结果进一步转化成功和落地, 创新产品占总体营收的比例得到提升, 板块整体的收入及利润率得以提高。

图表 18. SW 化学制剂板块 2021H1/2022H1 主要财务指标 (单位: 亿元)

(亿元)	2021H1	2022H1	同比变动
营业总收入	1,918.31	1,952.24	1.77%
营业成本	895.67	961.43	7.34%
毛利率(%)	53.31	50.75	(2.56pct)
销售费用	525.33	476.59	(9.28%)
销售费用率(%)	27.39	24.41	(2.97pct)
管理费用	136.36	146.48	7.42%
管理费用率(%)	7.11	7.50	0.39pct
研发费用	126.85	134.64	6.14%
研发费用率(%)	6.61	6.90	0.28pct
财务费用	24.65	12.83	(47.96%)
财务费用率(%)	1.28	0.66	(0.63pct)
公允价值变动净收益	15.49	(16.72)	(207.93%)
投资净收益	31.83	38.98	22.48%
对联营企业和合营企业的投资收益	10.72	14.63	36.48%
营业利润	248.31	231.84	(6.63%)
营业外收支净额	(2.50)	(3.49)	39.44%
利润总额	246.35	229.50	(6.84%)
所得税	38.62	39.14	1.35%
实际所得税率(%)	15.68	17.06	1.38 pct
净利润	207.73	190.36	(8.36%)
净利润率(%)	10.83	9.75	(1.08 pct)
归属母公司股东的净利润	186.29	168.68	(9.45%)
扣除非经常性损益的净利润	146.13	150.48	2.98%

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除宣泰医药、盟科药业-U、益方生物-U、福元医药、海创药业-U、泰恩康、首药控股-U、西点药业、迈威生物-U、亚虹医药-U、迪哲医药-U、汇宇制药-W、多瑞医药、上海谊众-U、梓潼宫、华纳药厂、德源药业、神奇 B 股、海欣 B 股)

风险提示

海内外新冠疫情多发反复, 行业政策扰动等。

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得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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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