

中国医疗行业2021年展望

BI China, Asia-Pacific Dashboard



Mia He
Team: Biotech & Pharma
BI Senior Industry Analyst

1. 2021年展望：中国医疗

Contributing Analysts Ashley Kim (Agriculture)

(Bloomberg Intelligence) -- 中国的抗肿瘤药在研项目强劲，有望在2021年推动国内的生物科技公司跑赢其亚洲同业，而专攻早期药物开发和临床研究的合同研究组织也将助其一臂之力。随着药企努力克服全国药品集中采购下的药品降价，中国医药行业的竞争格局可能会在未来1-2年发生改变。全国药品集中采购对收入增速和表现的限制将超过新冠疫情。

(02/10/21)

Table of Contents

核心议题

中国医药研发费用激增 **NEW**

中国生物科技较亚洲同业更胜一筹 **NEW**

中国CRO/CDMO在2021年的表现更好

中国药品分销削弱利润率 **NEW**

核心议题

中国医药研发费用激增

中国医药研发成本或大幅上升，以在2021年维持销售增长

受过去10年持续增长的研发投入所支撑，中国大型药企有望于2021年维持收入增长。恒瑞和翰森的销售预期有望领先于同业，主要是受抗肿瘤药物的驱动。但是，翰森的估值在2020年跃升之后，或于2021年趋于适中。

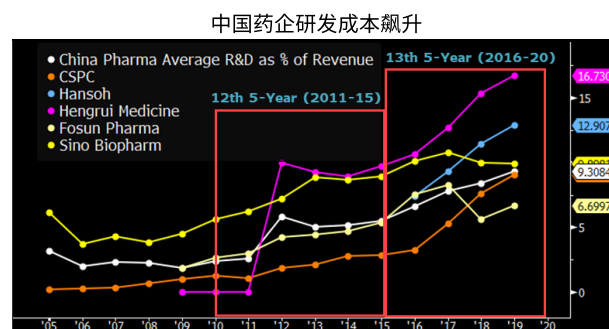
(02/05/21)

2. 研发占比近10年持续攀升

过去10年，中国大型药企不断提升研发投入与销售收入的比重，并可能在即将开始的"十四五"规划期间继续增加研发支出，以此作为中国推进药物创新和研发的一部分。恒瑞医药的研发成本领先于中国同业，2019年占其收入的16.7%，与全球同业相当，绝对金额较10年前增长近10倍。我们认为，恒瑞将会继续加大研发投入，尤其是抗肿瘤药物方面，以打开中国市场并抢占进口药物的市场份额。

我们认为，新冠疫情并未根本改变中国药企的在研项目或催化剂，但为跨境合作和疫苗技术进步带来了新的机遇。

(02/05/21)



Source: Company Filings

3. 恒瑞、翰森的销售预期最高

中国大型药企一直致力于创新药物的研发，以帮助缓解国家带量采购的冲击。我们认为，国采在帮助企业降低销售、一般及行政费用成本的同时，也可能会令特定企业的药品徘徊在亏损的边缘，原因是一些药品可能最终无利可

Bloomberg Intelligence

图，仅能维持设施利用率，却不能停产，因为停产可能造成亏损。恒瑞和翰森在其各自重点产品卡瑞利珠单抗和阿美替尼的加持下，表现可能优于同业；同时，医院手术业务量的回升可能会提振恒瑞的麻醉药销售。

受新冠疫情影响，大型药企2020年的收入和盈利增速有所放缓，但在2021年有望全面加速，但石药集团除外。(02/05/21)

2020-21年 vs. 2019年增速预期

Company	EPS (Yuan)					SALES (Billion Yuan)				
	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY
Hengrui	1.00	1.24	24%	1.59	28%	23.3	28.8	24%	36.5	27%
Sino Biopharm	0.14	0.17	21%	0.21	22%	24.2	26.8	11%	32.4	21%
Hansoh	0.47	0.49	3%	0.64	32%	8.7	9.3	7%	12.0	29%
CSPC Pharma	0.31	0.42	36%	0.49	15%	22.1	26.1	18%	30.9	18%
Fosun Pharma	1.30	1.34	3%	1.66	24%	28.4	31.7	12%	38.4	21%

Source: Consensus Estimates as of Nov. 19, Company Filings

4. 抗肿瘤药物驱动中国医药行业催化剂

我们认为，抗癌药物可能是中国医药行业最大的催化剂。与其他同类药物相比，中国生物制药的PD-1药物具有抗原结合解离速率较慢的特点，展示出更长久的疗效，目前正在等待获批用于治疗经典霍奇金淋巴瘤。中国生物制药的乐伐替尼有望在2021年获得国家药监局的批准，但来自卫材乐卫玛的竞争可能会影响其渗透率；如果乐卫玛被纳入中国医保目录，则可能进一步加剧放量压力。恒瑞希望其自主研发的CDK4/6抑制剂能够在第1季度获批。2021年，石药集团有望完成其针对复发性或难治性滤泡性淋巴瘤药物杜韦利西布的3期临床试验数据收集，不过我们认为，恩必普被纳入国家医保更新目录的预期可能会提振公司2021年的增长。(02/05/21)

中国医药企业的部分催化剂清单

Company	Product Name	Event	Expected Date	Broad relevance	Event Type
TG Therapeutics / Hengrui	TG-1791 (SHR-1459)/TG-1303 (ublituximab (TG-1101)/umbralisib (TGR-1202))	Initiate Phase II trial of triple combination in relapsed/refractory non-Hodgkin's lymphoma (NHL) and/or chronic lymphocytic leukemia (CLL)	2020/Q2	non-Hodgkin's lymphoma (NHL) / leukemia	Trial Initiation
BioNTech / Fosun Pharma	BN1162b1	Data of China Phase I trial of novel coronavirus COVID-19 mRNA vaccine	Late 2020	COVID-19	Data Release
Henlius	biosimilar to Humira (HLX03)	Potential China approval (company-expected timeline) in psoriasis and other Humira indications	End of 2020	psoriasis	Regulatory Action
Hengrui	fluzoparib	China regulatory filing as maintenance in platinum-sensitive recurrent ovarian cancer	4Q 2020	ovarian cancer	Regulatory Filing
TG Therapeutics / Hengrui	TG-1791 (SHR-1459)/TG-1303 (ublituximab (TG-1101)/umbralisib (TGR-1202))	Present data from triple combo dose escalation and monotherapy dose expansion of Phase III trial of monotherapy and in combination with umbralisib and ublituximab in hematological malignancies at ASH	Dec 5 2020	hematological malignancies	Data Release
Hengrui	camrelizumab	Potential China approval (BI-estimated timeline) in combination with cisplatin and gemcitabine in first-line nasopharyngeal cancer	2021	head and neck cancer	Regulatory Action
Henlius	biosimilar to Avastin (HLX04)	Potential China approval (BI-estimated timeline) in non-small cell lung cancer and colorectal cancer	2021	lung cancer / colorectal cancer	Regulatory Action
Hengrui	fluzoparib	Present data from Phase II trial as maintenance in platinum-sensitive recurrent ovarian cancer -- met primary endpoint at interim analysis in Sept 2020	1H21	ovarian cancer	Data Release
Hengrui	camrelizumab	Potential China approval (BI-estimated timeline) in third-line nasopharyngeal cancer	2021	head and neck cancer	Regulatory Action

Source: Bloomberg Intelligence

5. 翰森股价上涨或反映出利润率水平

翰森90-92%的毛利率和29-30%的净利润率，可能为其自1月以来的股价上涨和强于同业的表現提供了支撑。截至2020年11月19日，其市盈率较2019年上涨了20%；尽管翰森2020年的净收入可能仅增长10%，但市场将其2020年的一致预期上调了50%。石药集团自1月以来的股价下跌可能是由市场对恩必普专利的担忧所致，因为这些专利将在2022-23年到期。在即将公布的医保目录中，若其中风类药物继续得以保留，则担忧有望缓减。市场一致预期，2019-21年，除恒瑞56%的净收入增长外，中国生物制药和石药集团将以43%的净收入增速超过大多数同业。不过，市场对中国生物制药的市盈率增长预期为负，这可能反映出其管理层今年的回购股票。

(02/05/21)

毛利率、净收入（2019-21年）

Company	GROSS MARGIN (%)						ADJUSTED NET INCOME (Billion Yuan)								
	2020E		YoY	% Chg as of		YoY	2020E		% Chg as of		YoY	2021E v. 2019			
	2019A	2020E		Jan. 1	From Jan. 1		2019A	2020E	Jan. 1	From Jan. 1					
Hengrui	87.5	87.6	0.2%	87.5	0.2%	87.9	0.3%	2.3	6.5	22%	6.8	-5%	8.3	28%	55%
Sino Biopharm	79.7	78.7	-1.2%	79.1	-0.5%	78.8	0.1%	2.7	3.1	16%	3.8	-18%	3.9	23%	43%
Hansoh	91.6	91.5	-0.1%	89.9	1.7%	91.6	0.1%	2.6	2.8	10%	3.2	-13%	3.6	26%	39%
CSPC Pharma	72.0	74.0	2.9%	70.4	5.1%	74.8	1.0%	3.7	4.5	21%	4.9	-8%	5.3	19%	43%
Fosun Pharma	59.3	58.2	-2.0%	58.6	-0.7%	59.6	2.4%	3.3	3.3	0%	3.4	-1%	4.0	21%	22%
Shanghai Pharma	14.4	14.2	-1.2%	14.1	0.6%	14.3	0.9%	4.1	4.5	10%	4.7	-4%	5.1	15%	26%
CR Pharma	16.6	16.4	-1.6%	18.4	-11.0%	16.5	0.9%	2.9	2.9	1%	4.9	-40%	3.3	12%	13%
Sinopharm	8.8	8.7	-1.5%	8.8	-1.5%	8.7	-0.5%	6.3	6.8	9%	7.3	-6%	7.5	10%	20%
Company	ADJUSTED NET INCOME MARGIN (%)						PE RATIO								
2019A	2020E	YoY	% Chg as of Jan. 1	From Jan. 1	2021E YoY	2019A	2020E	YoY	% Chg as of Jan. 1	From Jan. 1	2021E YoY				
Hengrui	22.7	22.5	-1%	22.7	0.8%	22.7	80	70	-13%	57	24%	55	-22%	-25%	
Sino Biopharm	11.2	11.7	4%	11.9	1.7%	11.9	45	38	-16%	32	20%	31	-18%	-31%	
Hansoh	29.2	30.2	3%	29.7	-1.7%	29.7	49	59	20%	39	50%	45	-24%	-9%	
CSPC Pharma	17.5	17.2	-2%	17.2	-0.3%	17.2	28	16	-41%	21	-21%	14	-15%	-49%	
Fosun Pharma	8.4	10.5	26%	10.5	0.2%	10.5	20	21	2%	15	44%	17	24%	17%	
Shanghai Pharma	2.4	2.3	-4%	2.3	-2.1%	2.3	9	7	-21%	8	-6%	7	14%	-31%	
CR Pharma	1.6	1.6	3%	1.6	-2.1%	1.6	14	7	-47%	8	-12%	7	10%	-52%	
Sinopharm	1.8	1.5	-20%	1.4	2.8%	1.4	12	7	-38%	10	-26%	7	10%	-44%	

Source: Consensus Estimates as of Nov. 19, Company Filings

This report may not be modified or altered in any way. The BLOOMBERG PROFESSIONAL service and BLOOMBERG Data are owned and distributed locally by Bloomberg Finance LP ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BFLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg LP ("BLP"). BLP provides BFLP with all the global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice, and nothing herein shall constitute an offer of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates.

中国生物科技较亚洲同业更胜一筹

中国生物科技行业的抗癌药研发管线或助其在亚洲市场更胜一筹

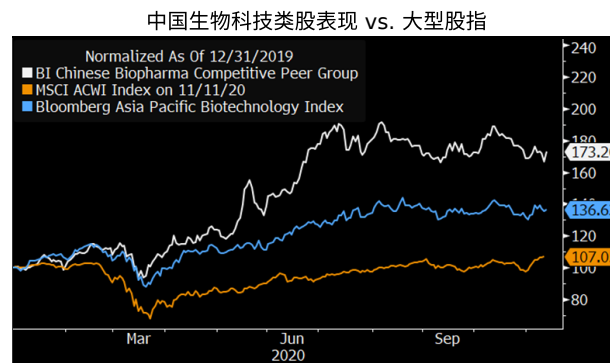
Contributing Analysts Ashley Kim (Agriculture)

新冠疫情期间，中国生物科技公司的股价表现好于亚洲同业，我们认为其强劲的抗肿瘤药研发管线可能会在2021年扩大其领先优势。2020年，复宏汉霖的销售增速领先，但信达生物和君实生物的PD-1抗癌药快速放量有望在2021年加速销售增长。(02/08/21)

6. 疫情防控提振了生物科技股的投资情绪

今年，国内生物科技公司的股价表现好于亚洲同业，主要得益于中国对新冠疫情的管控。政府的严格防疫措施缩短了临床试验的延迟时间，患者招募也得以恢复。生物科技类股从3月的下跌中反弹，涨幅超过彭博亚太地区生物科技指数，与医院业务复苏以及持续的药品分销和零售活动相一致。药明康德可能有助于提振投资者对生物科技类股的信心，其医药合同定制研发生产（CDMO）业务的全球网络曾帮助管理疫情带来的风险，同时中国的药物监管继续利好外包服务供应商。康希诺生物正在进行Ad5-nCov的3期临床试验，有望加入新冠疫苗的竞争之中。

(02/08/21)



7. 信达生物、君实生物有望引领销售增长

鉴于中国对PD-1药物的高需求以及较全球竞争对手低价格，在年收入10亿元人民币以上的中国生物科技中，信达生物和君实生物2021年的销售增速有望领先。君实生物的先发优势为其在适应症扩展方面提供优势，信达生物的PD-1抑制剂信迪利单抗注射液已获中国监管机构批准，被纳入国家医保药品目录有望进一步提振其销售前景。复宏汉霖的仿制药利妥昔单抗和曲妥珠单抗可能会解决数量可观的中国患者问题，并且价格比品牌药更低，将贡献2021年的强劲增长。再鼎医药的PARP抑制剂则乐面临着阿斯利康旗下利普卓的激烈竞争，这可能影响其市场渗透率，能否纳入国家医保药品目录将是加速增长的关键。(02/08/21)

2020-21年 vs. 2019年增速预期

Company	EPS (Yuan)					SALES (Million Yuan)					2021E v. 2019
	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY	
Innovent Biologics	-1.46	-0.52	64%	-0.64	-24%	1,048	2,958	182%	4,446	50%	324%
Junshi Biosciences	-0.96	-0.87	10%	0.27	131%	775	1,389	79%	3,366	142%	334%
3SBio	0.38	0.56	46%	0.65	16%	5,318	5,936	12%	6,897	16%	30%
Henlius	-1.76	-1.24	29%	-0.52	58%	91	658	623%	1,662	153%	1728%
BeiGene	-8.43	-8.69	-3%	-2.09	76%	2,959	2,315	-22%	4,997	116%	69%
Zai Lab	-20.94	-19.38	7%	-3.18	84%	90	287	220%	762	166%	749%
Chi-Med	-1.11	-1.97	-78%	-0.36	82%	1,416	1,450	2%	1,988	37%	40%
Shenzhen Chipscreen	0.05	0.12	123%	0.18	52%	174	265	52%	432	63%	148%

Source: Consensus Estimates as of Nov. 18, Company Filings

8. 抗肿瘤药是中国生物科技公司的催化剂

PD-1/L1药物、CDK4/6抑制剂和PARP抑制剂等抗癌药物给予了中国生物制药公司最大的希望。候选药物挑选的原则仍是针对数量最大的患者群体，但策略可能不同。中国生物制药与中山康方生物医药联合研发的PD-1药物具有抗原结合解离速率较慢的特点，展示出更长久的疗效，目前正在等待获批用于治疗经典霍奇金淋巴瘤，而复宏汉霖的PD-1候选药物仍处于初期阶段。恒瑞医药自主研发的CDK4/6抑制剂有望于2021年第1季度获批，嘉和生物

制药的许可药物CDK4/6抑制剂紧随其后。百济神州的PARP抑制剂帕米帕利在治疗卵巢癌方面显示出初步疗效，有望明年获得监管批准。(02/08/21)

中国生物科技公司的部分催化剂清单

Company	Product Name	Event	Expected Date	Broad Indication	Mechanism of Action	Molecule
BeiGene	Brukina (zanubrutinib)	Complete expanded enrollment of global Phase III ALPINE trial vs. idelatorubicin in relapsed/refractory chronic lymphocytic leukemia (CLL)/small lymphocytic lymphoma (SLL) - enrollment size increased from 400 to 600 patients in Feb 2020	2020	leukemia	BCR/ABL inhibitor	small molecule
BeiGene	Isotelumab (B09-A317)	Data of BeiGene-led global Phase III trial in second-line esophageal cancer in biomarker-selected patients	2H20/1Q21	esophageal cancer	PD-1	antibody
BeiGene	Brukina (zanubrutinib)	Interim analysis in cohort 1 of global Phase III SEQUOIA trial vs. bendamustine and Rituxan in first-line chronic lymphocytic leukemia (CLL)/small lymphocytic lymphoma (SLL) - randomized cohort 1 in non-17p deletion, and non-randomized cohort 2 (arm C) in 17p deletion and cohort 2 (arm D) in combination with Venetoclax in 17p deletion	2H20	leukemia	BCR/ABL inhibitor	small molecule
Chai Med / Eli Lilly	fruquintinib (Eli Lilly)	Complete enrollment of China Phase III trial FRUTICA in combination with paclitaxel in second-line gastric cancer	End of 2020	gastric cancer	VEGFR 1/2/3 inhibitor	small molecule
BeiGene	Isotelumab (B09-A317)	Data of BeiGene-led global Phase III trial vs docetaxel in second- and third-line non-small cell lung cancer in biomarker-selected patients	Late 2020/1Q21	lung cancer	PD-1	antibody
Innovent Biologics	Tyrryt (telisimab) (B03D05)	Present primary OS and PFS data of China Phase III trial ORIENT-32 in combination with BSC (best supportive care) to Avastin in first-line liver cancer at ESMO Asia, following topline results in Sept 2020	Nov. 21, 2020	liver cancer	PD-1 + VEGF	antibody
BeiGene	Brukina (zanubrutinib)	Present updated data from cohort 2 of global Phase III SEQUOIA trial vs bendamustine and Rituxan in first-line chronic lymphocytic leukemia (CLL)/small lymphocytic lymphoma (SLL) - randomized cohort 1 in non-17p deletion, and non-randomized cohort 2 (arm C) in 17p deletion and cohort 2 (arm D) in combination with Venetoclax in 17p deletion, at ASCO	Dec. 6, 2020	leukemia	BCR/ABL inhibitor	small molecule
Jiangsu Hengrui Medicine	fluzoparib	Present data from Phase II trial as maintenance in platinum-sensitive recurrent ovarian cancer - met primary endpoint at interim analysis in Sept 2020	1H21	ovarian cancer	PARP inhibitor	small molecule
Innovent Biologics	telicicimab (B03D06)	Complete enrollment of China Phase II trial in heterozygous familial hypercholesterolemia (HeFH)	2021	lipid disorders	PCSK9	antibody
Innovent Biologics	telicicimab (B03D06)	Complete enrollment of China Phase IIIB trial in homozygous familial hypercholesterolemia (HoFH)	2021	lipid disorders	PCSK9	antibody

Source: Bloomberg Intelligence

9. 生物科技公司全力应对研发成本、销售延迟

中国生物科技公司的盈利弹性可能不及合同研究组织（CMO）和医药合同定制研发生产公司（CDMO），因为生物科技公司走向成熟主要依赖里程碑金和单个产品的销售。研发费用飙升且2020年销售增长延迟，可能将生物科技公司的盈利改善推迟到2021年或以后。截至2020年11月12日，市场将君实生物全年利润的一致预期较年初下调了33%，百济神州下调了69%。2020年年初至11月18日，信达生物的收入增长显著。即便如此，该公司仍可能面临利润压力。生物科技公司的毛利率通常高于CRO和CDMO，尽管这两种公司也可能受到原料药（API）价格上涨的影响。一些非专利API的产能过剩，叠加中国制造业复苏，可能减缓这一增长。(02/08/21)

2019-21年毛利润率、净利润预期

Company	GROSS MARGIN							ADJUSTED NET INCOME						
	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY
Wuxi AppTec	39	38	-1%	39	-1%	39	2%	1,855	2,965	60%	2,764	7%	3,797	28%
Wuxi Biologics	42	41	-1%	42	-3%	42	2%	1,014	1,484	46%	1,602	-7%	2,107	42%
Tigermid Consulting	46	45	-3%	46	3%	46	3%	881	1,470	75%			1,410	-4%
Innovent Biologics	80	84	-4%	82	3%	83	-1%	-1,720	-712	59%	-984	28%	-900	-26%
Junshi Bio	88	88	0%	85	3%	91	3%	-747	-736	1%	-555	-33%	271	137%
BeiGene	83	80	-5%	81	-2%	82	3%	-6,555	-9,247	-41%	-5,460	-69%	-6,744	27%
Zai Lab	71	75	5%			75	-1%	-1,348	-1,524	-13%			-1,835	-20%

Source: Consensus Estimates as of Nov. 12, 2020, Company Filings

中国CRO/CDMO在2021年的表现更好

药明生物引领中国同业乘上生物科技浪潮

Contributing Analysts Ashley Kim (Agriculture)

我们认为，药明生物有望乘上生物制药的增长浪潮，并受益于监管政策的升级，但该公司需要未来持续的盈利增长来支撑其估值。中国的医药合同定制研发生产组织（CRO/CDMO）在新冠疫情中展现韧性，并有望在2021年维持销售增速。(12/16/20)

10. 中国的CRO/CDMO热潮可能持续

中国的新疫情疫情防控和CRO/CDMO公司的全球网络可能是2020年其股价表现优于中国医药和分销公司的主要原因。我们认为，随着医院和制造业务的全面恢复，疫苗生产和合同研究行业将在2021年维持销售增速。借助中国生物技术的浪潮，CRO公司凭借初创企业可能缺乏的专业技术和资源，帮助加速研发。此外，跨国制药公司关注中国市场机会，使得采用CRO成为新药进入市场的快速途径。

药明生物激进的全球扩张，包括收购拜耳的德国工厂以及在成都的国内扩张，可能在未来2-3年内释放出更多的制造产能。(12/16/20)



Source: Bloomberg Intelligence

11. 研究服务抵御疫情影响

尽管年初至今全球合同研究组织的股价有所上涨，但中国的CRO表现尤其出色，超过了PRA健康科学公司和Syneos健康等全球同业。与生物科技等国内其他板块相比，中国CRO在新冠疫情中呈现出更强的韧性。一般而言，生物科技行业的毛利润率较高，表现优于彭博亚太地区生物科技指数。药明生物2021年的销售可能领先，根据12月1日的市场一致预期，该公司明年的销售可能增长97%。泰格医药加强了医院临床服务，2020年医院运营中断后，2021年销售可能会较2019年增长54%。

CDMO的全球网络缓解了新冠疫情带来的风险。中国修订后的《药品管理法》已于2019年12月1日正式生效，新《药品管理法》整合了药品上市许可持有人制度。(12/16/20)

CRO/CDMO毛利润率一致预期、市盈率

Company	GROSS MARGIN (%)						ADJUSTED NET INCOME (Billion Yuan)					
	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E YoY	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E YoY
Wuxi Biologics	41.6	41.2	-1%	42.3	-3%	42.2	1.0	1.5	46%	1.6	-7%	2.1
WuXi AppTec	38.9	38.4	-1%	38.9	-1%	39.3	1.9	2.9	58%	2.8	6%	3.8
Tigermid	46.1	47.1	2%	45.6	3%	47.7	0.8	1.4	67%	0.9	48%	1.5
Shanghai Pharma	14.4	14.2	-1%	14.1	1%	14.3	4.1	4.4	7%	4.7	-7%	5.0
CR Pharma	16.6	16.4	-2%	18.4	-11%	16.5	2.9	2.9	1%	4.9	-40%	3.3
Sinopharm	8.8	8.7	-1%	8.8	-1%	8.7	6.3	6.8	9%	7.3	-6%	7.5
Company	ADJUSTED NET INCOME MARGIN (%)						PE RATIO					
	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E YoY	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E YoY
Wuxi Biologics	25.4	27.7	9%	26.9	-3%	27.7	108	177	65%	74	140%	126
WuXi AppTec	15.6	17.9	14%	17.7	-1%	18.1	81	79	-2%	51	55%	63
Tigermid	20.5	41.8	104%	35.1	-16%	56	71	28%	47	52%	65	8%
Shanghai Pharma	2.4	2.2	-6%	2.3	-3%	2.3	9	7	-22%	8	-7%	6
CR Pharma	1.6	1.6	3%	1.6	-2%	1.6	14	8	-45%	8	-9%	7
Sinopharm	1.8	1.5	-20%	1.4	3%	1.2	7	39%	10	-27%	7	10%

Source: Consensus Estimates as of Dec. 1, 2020, Company Filings

12. 药品质量改善推动生物等效性试验

Contributing Analysts Jamie Maarten (Pharma)

国家卫生健康委员会已于近年加强监管，以提升药品安全，将产品监管进一步对标全球同业。由于这可能增加对质量和安全测试服务的需求，泰格医药和药明康德可能会获得更多不拘泥于临床试验服务的客户。仿制药纳入省级和国家医保报销资格的要求是生物等效性试验证明，以证明该药品与全球的对照药同样有效和安全。实验室检测和协助药企管理流程的外包研究服务需求可能因此上升。泰格医药和药明康德的生产标准与国际要求相符，因此在获取客户方面比国内同业更有优势。(12/16/20)

中国主要药品安全法升级

Date	Regulation	Impact
2015	Self-inspection of clinical data	Requires a clinical trial self-inspection report from all applicants and CROs to ensure data quality and accuracy
2016	Generic drug quality and efficacy consistency	Requires manufacturers of select generic drugs to complete clinical trials proving quality consistency with an international reference product
2018	Post-launch safety monitoring	Requires manufacturers to monitor any safety/adverse events of newly-launched drugs and report incidents to the regulator

Source: China National Medical Products Administration (NMPA)

13. 中国的MAH制度提振外包服务

Contributing Analysts Jamie Maarten (Pharma)

经修订的《药品管理法》引入了上市许可持有人（MAH）制度，精简了审批流程，或使外包研发机构受益。之前的模式缺乏灵活性，不允许拥有创新技术的科研人员、研发机构和生物科技公司使用外包服务提供商来承销产品，从而阻碍了创新药的研发。修订版还规定药品研发者对一款产品整个生命周期的安全、药效和质量负责，涵盖临床前研究、临床试验、生产分销、上市后研究、不良反应监测及报告等方方面面。（08/03/20）

中国MAH现代化试点概况：

- 中国于2015年在全国10个省市开展MAH试点项目，制药厂可为其产品获得MAH
- 经修订的《药品管理法》引入了MAH制度，自2019年12月1日起生效
- 尽管MAH持有人对所有必要测试、生产和分销要求负有法律责任，持有人允许就其药品使用外包生产或研发设备

中国药品分销削弱利润率

疫苗将助力中国药品分销商，降价风险持续存在

中国药品分销商有望从新冠疫苗的分销中获得小幅销售提振，原因是国药控股等公司拥有顺丰或京东健康所不具备的深度冷冻冷链基础设施。不过，随着国家集中带量采购政策的推出，中国的药品降价似将持续，从而削弱分销商的毛利润率水平。（12/24/20）

14. 药品分销的进入壁垒高

中国药品分销商的温控物流和存储设施可能较第三方物流供应商拥有天然优势，第三方供应商在最后一公里配送方面实力更强。即使拥有GSP正式，第三方物流公司也需要时间来发展医药分销业务渗透所需的有经验的从业者、严格的协议和定制化的解决方案。例如，辉瑞-BioNTech的新冠疫苗运输要求在深度冷冻温度（零下70摄氏度）进行，而大多数第三方物流公司均无法按需提供服务（顺丰仅能提供2-8摄氏度的快递包裹）。通过与复星医药合作，国药控股在辉瑞-BioNTech疫苗的中国市场分销方面有望领先。（02/09/21）

补充阅读：

- 复星医药与国药控股签署了关于“BioNTech mRNA”新冠疫苗的物流战略合作协议
- 疫苗分销有望帮助亚洲航空货运重回巅峰
- 中国药品分销商通过兼并和收购、国家改革缓解了疫情冲击
- 对复星而言，BioNTech疫苗向好但并非现金牛：财年预览

15. 药品降价势必削弱利润率

我们预计，在国家集中带量采购计划完成之前，控价压力将持续存在。若将集采清单上的约160种药品作为重点，则该计划有望于2022年结束。药品价格的平均降幅在50-60%之间，令中国分销商本已微薄的毛利润率（7-8%）雪上加霜；不过，根据12月1日的市场一致预期，中国2021年药品分销商的净收入预计将至少增长10%。

若毛利润率在2021年持续承压，则预期市盈率可能会继续下降，从而使得线上药店等新利润率催化剂成为当务之急。（12/24/20）

中国主要分销商的利润率和市盈率预测

Company	GROSS MARGIN (%)							ADJUSTED NET INCOME (Billion Yuan)									
	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY	2019 v. 2018		
Wuxi Biologics	41.6	41.2	-1%	42.3	-3%	42.2	2%	1.0	1.5	46%	1.6	-7%	2.1	42%	108%		
WuXi AppTec	38.9	38.9	0%	38.9	-1%	39.3	3%	1.9	2.9	58%	2.8	3%	3.8	28%	103%		
Tigermid	46.1	47.1	2%	45.6	3%	47.7	1%	0.8	1.4	67%	0.9	48%	1.5	8%	80%		
Shanghai Pharma	14.4	14.2	-1%	14.1	1%	14.3	1%	4.1	4.4	7%	4.7	-7%	5.0	14%	23%		
CR Pharma	16.6	16.4	-2%	18.4	-11%	16.5	1%	2.9	2.9	1%	4.9	-40%	3.3	12%	13%		
Sinopharm	8.8	8.7	-1%	8.8	-1%	8.7	0%	6.3	6.8	9%	7.3	-6%	7.5	10%	20%		
Company	ADJUSTED NET INCOME MARGIN (%)							PE RATIO									
	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2020E as of Jan. 1	% Chg From Jan. 1	2021E	YoY	2019 v. 2018		
Wuxi Biologics	25.4	27.7	9%			26.9	-3%	108	177	65%	74	140%	126	-29%	18%		
WuXi AppTec	15.6	17.9	14%			17.7	-1%	81	79	-2%	51	55%	63	-20%	-22%		
Tigermid	20.5	41.8	104%			35.1	-16%	56	71	28%	47	52%	65	-8%	17%		
Shanghai Pharma	2.4	2.2	-8%			2.3	-3%	9	7	-23%	8	-7%	6	14%	-31%		
CR Pharma	1.6	1.6	0%			1.6	-2%	14	8	-45%	8	-9%	7	10%	-50%		
Sinopharm	1.8	1.5	-20%			1.4	3%	12	7	-39%	10	-27%	7	10%	-45%		

Source: Consensus Estimates as of Dec. 1, 2020, Company Filings

16. 处方药依赖分销商

Bloomberg Intelligence

目前，传统药品分销商仍然无可取代，原因是其在B2B模式下的处方药分销中扮演中坚力量。通过线上药店购买处方药的政策限制可能是阻碍处方药销售增长的关键因素。不过，根据弗若斯特沙利文咨询公司的一项报告显示，到2026年，处方药的线上零售市场规模可能超越非处方药。京东健康的B2B和B2C模式为购买非处方药提供了便利，非处方药的毛利润率要高于处方药。

第三方医药物流运营规模小，导致其竞争力低于分销商。顺丰控股的冷链和医药业务收入占其总收入的4.6%，其中药品占比不到20%。(12/24/20)

增速预期：2020-21年 vs. 2019年

Company	EPS (Yuan)					SALES (Billion Yuan)				
	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY	2019A	2020E	YoY	2021E	YoY
WuXi Biologics	0.27	0.37	36%	0.52	40%	4	5	35%	8	46%
WuXi AppTec	0.81	1.28	57%	1.60	25%	13	16	28%	21	30%
Tigermid	1.13	1.67	48%	1.82	9%	3	3	20%	4	28%
Shanghai Pharma	1.44	1.53	6%	1.74	14%	187	195	5%	217	11%
CR Pharma	0.46	0.48	4%	0.53	11%	180	181	0%	198	9%
Sinopharm	2.11	2.22	5%	2.44	10%	425	462	9%	523	13%

Source: Consensus Estimates as of Dec. 1, Company Filings

17. 彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence)

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence) 就各公司、行业和市场提供全球投研分析以及交互式数据。免责声明：本报告最初以英文发布，该翻译版本为彭博本地化团队和翻译服务公司的产品。如中、英文版本有任何出入或歧义，概以英文原版为准。(02/09/21)

请点击此处查阅英文原版报告：

- 2021 Outlook: China Health Care

To contact the analyst for this research:

Mia He at mhe99@bloomberg.net