

# 美欧大型药企 2022年展望



Bloomberg  
Intelligence



## 目录

- 02 影响前景的主要不利因素
- 05 大量消息将于上半年出炉
- 09 销售、盈利和估值

## 2022年展望：美欧大型药企

美国药品价格改革带来的潜在重大利空如今已经明朗，这对大型药企将是积极因素。但在2022年，美国和中国等重要市场的定价压力仍将是重点关注对象，特别是对胰岛素生产商而言。Omicron毒株带来的不确定性可能将使2022年业绩展望更趋谨慎。不过，我们预计大多数公司仍将具有韧性。增长方面，如剔除新冠相关收入，阿斯利康得益于收购Alexion将位居第一。就其他药企而言，新冠相关收入可能对葛兰素史克、默克、辉瑞和罗氏的增长产生重大影响。

2022年可能有一批重要数据出炉，涉及阿尔茨海默症（donanemab和gantenerumab）、RSV（将有多批数据发布）和癌症治疗领域，而并购和非核心业务出售也将持续进行。

# 影响前景的主要不利因素

## 大型药企受益于美国改革，但疫情仍构成拖累

随着美国政策风险转向明朗，2021 年大型药企前景看好，但持续的价格压力（特别是中国）和今年前几个月可能出现的疫情拖累，都将弱化上述利好。强劲的资产负债表应能持续进行并购，以增加更多在研新药。

## 民主党药价谈判达成适度妥协

非独家专利的高价药以及胰岛素产品将受民主党的药品定价条款谈判影响，高价新药将被排除在外。根据这项提案，联邦医疗保险可以选择对超出最初专利保护期的 10 种 B 部分和 D 部分高价药开展降价谈判。药品数量将逐年增加，直至 2028 年达到 20 种。小型生物科技公司不在初步谈判之列，它们得到额外保护，将采用分阶段逐步降价。

诺华、杨森和万灵科不在专利保护期的高价药可能受到初步谈判的影响。由于胰岛素产品将被纳入谈判目录，礼来、赛诺菲和诺和诺德都将受到影响。

## 疫情存在不确定性，2022 年展望或更趋谨慎

在第三季度业绩公布后，大型药企重申或上调了 2021 年全年业绩指引，这表明疫后复苏正在实现，但不同地域和不同治疗领域的恢复速度存在分化。然而，由于 Omicron 变异毒株带来新的不确定性（至少目前如此），我们认为企业在提供 2022 年盈利指引时或将慎之又慎。即使不重新要求严格保持社交距离，一些疾病领域也可能受到更大冲击。

它们由于治疗手段本身具有特殊需求，因此在去年早些时候受到了影响，包括：多种硬化症（患者等待接种加强针，从而推迟治疗）、卵巢癌（需在诊断和手术后进行药物治疗）和皮肤病（通常需要患者当面就医）。

Company	Earnings Date	Sales Old	Sales New	Change	EPS Old	EPS New	Change
U.S. Large Pharma							
AbbVie	29-Oct	\$56.3 billion	\$56.2 billion	Lowered	\$12.52 - \$12.62	\$12.63 - \$12.67	Raised
Bristol Myers	27-Oct	High-single digit growth	High-single digit growth	Reiterated	\$7.35 - \$7.55	\$7.40 - \$7.55	Raised
Eli Lilly	26-Oct	\$26.8 - \$27.4 billion	\$27.2 - \$27.6 billion	Raised	\$7.80 - \$8.00	\$7.95 - \$8.05	Raised
J&J	19-Oct	\$93.8 - \$94.6 billion	\$94.1 - \$94.6 billion	Raised	\$9.60 - \$9.70	\$9.77 - \$9.82	Raised
Merck & Co	28-Oct	\$46.4 - \$47.4 billion	\$47.4 - \$47.9 billion	Raised	\$5.47 - \$5.57	\$5.65 - \$5.70	Raised
Pfizer	02-Nov	\$78 - \$80 billion	\$81 - \$82 billion	Raised	\$3.95 - \$4.05	\$4.13 - \$4.18	Raised
EU Large Pharma							
AstraZeneca	12-Nov	Increase low twenties %	Increase low twenties %	Reiterated	\$5.05 - \$5.40	\$5.05 - \$5.40	Reiterated
Bayer	09-Nov	~€43 billion (Reported) ~6% growth (cc)	~€43 billion (Reported) ~7% growth (cc)	Raised	€6.00 to €6.20 (Reported) €6.40 to €6.80 (cc)	€6.10 to €6.30 (Reported) €6.50 to €6.70 (cc)	Raised
GlaxoSmithKline	27-Oct	-	-	-	Mid-to-high-single digit decline (cc)	2 - 4% decline (cc)	Raised
Novartis	26-Oct	Low-to-mid-single digit growth (cc)	Low-to-mid-single digit growth (cc)	Reiterated	Op. Income: Mid-single-digit growth (cc)	Op. Income: Mid-single-digit growth (cc)	Reiterated
Novo Nordisk	03-Nov	10% - 13% growth (cc)	12% - 15% growth (cc)	Raised	Op. Income: 9% - 12% growth (cc)	Op. Income: 12% - 15% growth (cc)	Raised
Roche	20-Oct	Low-to-mid-single digit growth (cc)	Mid-single digit growth (cc)	Raised	Broadly in line with sales growth	Broadly in line with sales growth	Reiterated
Sanofi	28-Oct	-	-	-	12% growth (cc)	14% growth (cc)	Raised

第三季度业绩公布后的大型药企 2021 年业绩指引

Source:  
Bloomberg Intelligence



## 胰岛素是2022年中国集采的重点针对对象

中国的巨大市场潜力也面临独有的挑战，其中之一是该国的集采计划以削减仿制药价格为重点。因此，品牌药制造商将面临用新药和创新药提振销售的重任。2022年初步集采计划的详情已经浮出水面，胰岛素成为主要谈判对象。诺和诺德警告称，其2022年全球销售额的3%左右将受此影响。赛诺菲和礼来亦将受到冲击，但程度略轻。

进入中国医保报销药品目录有助于大幅扩大药品的市场渗透率，但进入目录通常需以大幅降价为代价，特别是在西方药企希望与本土药企平等竞争的情况下。讨论进入最后阶段，3月将公布新版目录。

### 要点

- “随着集采接近收尾……对于中国的胰岛素……我们认为它将对2022年的销售产生重大不利影响……”  
——Karsten Munk Knudsen，诺和诺德首席财务官
- “相信我们能够取得不错的增长，虽然不及以往，但是下半年在中国仍然能够取得不错的低两位数增长。”  
——Leon Wang，阿斯利康执行副总裁
- “我们的目标是到2024年在中国的销售翻番，中国将成为诺华的全球第二大市场。”  
——Vasant Narasimhan，诺华首席执行官

## 并购之风盛行；估值虽低，企业仍保持谨慎

大型药企仍在评估并购前景，辉瑞和诺华都有烧钱的空间。辉瑞新冠疫情期间销售强劲，为并购带来了空间。并购将有助于应对2020年代结束前专利集中到期的风险。管理层也乐于考虑各个研发阶段的收购对象，从而在2030年预期营收的基础上，再增加至少250亿美元的风险调整收入。诺华不打算进行变革型收购，而是更青睐补强型收购机会。艾伯维、赛诺菲、百时美施贵宝、默克和强生也倾向于开展补充型并购，不过后三家公司之前曾表示，并购上不封顶。诺和诺德可能也会考虑初期的科技平台。

尽管生物科技公司估值有所下降，但大型药企在业务发展方面仍然较为谨慎。

1 Overview 2 Deal Breakdown 3 Capital Flow 4 League Table 5 Deal List 6 Buyer List 7 Time Series									
Deal Status Breakdown			Geographic Breakdown				Industry Breakdown		
Current Status	Value	Count	Target Region	Value	YoY(%)	Target Industry	Value	YoY(%)	
All	49.5B	10	All	49.5B	-73.9 ↓	All	49.5B	-73.9 ↓	
10 Pending	6.7B	2	20 North America	28.7B	-84.5 ↓	50 Consumer Ncycl	49.5B	-73.4 ↓	
12 Completed	42.8B	8	22 Europe	20.7B	1.8k ↑				
Deal List									
Type	Ann Date	Target	Acquirer	Value	Payment Type	Status	Sort by ● Recent ● Largest		
100 M&A	12/13/21	Arena Pharmaceuticals Inc	Pfizer Inc	5.4B	Cash	Pending			
100 M&A	11/18/21	Dicerna Pharmaceuticals Inc	Novo Nordisk A/S	2.5B	Cash	Completed			
103 INV	11/04/21	Roche Holding AG	Roche Holding AG	20.7B	Cash	Completed			
104 M&A	09/30/21	Accelaron Pharma Inc	Merck & Co Inc	11.0B	Cash	Completed			
105 M&A	09/08/21	Kadmon Holdings Inc	Sanofi	1.4B	Cash	Completed			
106 M&A	08/23/21	Trillium Therapeutics Inc	Pfizer Inc	1.9B	Cash	Completed			
107 M&A	08/05/21	Vividion Therapeutics Inc	Bayer AG	1.3B	Cash	Pending			
108 M&A	08/03/21	Translate Bio Inc	Sanofi	2.1B	Cash	Completed			
109 M&A	03/15/21	GentMark Diagnostics Inc	Roche Holding AG	1.7B	Cash	Completed			
110 M&A	02/25/21	Pandion Therapeutics Inc	Merck & Co Inc	1.5B	Cash	Completed			

近期大型药企的收购案例

Source: Bloomberg

**死守多元化暴露弊端，这一模式能否生存？**

先是葛兰素史克，后是强生，两家长期支持多元化商业模式、认同制药——消费品业务协同效应的公司，现在希望将消费品业务剥离，装入独立实体。此前已经有不少企业选择了这样做。支持和反对多元化的逻辑仍然未有改变，但目前的势头似乎倒向专攻制药单一赛道，规模较小的药企似乎正苦于缺乏资源和管理层关注。

也有一些例外，包括拜耳（制药、消费品和作物科学）、默克（制药和动物医疗）和强生（制药和器材），但缺乏协同效应和股东压力可能将引发进一步的剥离。罗氏等企业是凤毛麟角，多条业务线协同效应效果显著，令其混合式结构更为有效。

**要点**

- 强生正在剥离消费品业务，但为何不剥离器材业务？
- 葛兰素史克消费品业务将在 2022 年年中寻求单独上市
- 诺华正对山德士（仿制药）开展战略评估
- 默克于 2021 年 6 月剥离 Organon，但保留动物医疗业务
- 罗氏保留诊断业务，但曾剥离维生素和香水业务

# 大量消息将于上半年出炉

## 阿斯利康、百时美施贵宝、辉瑞上半年将迎重磅消息面刺激

就大型药企的消息面而言，阿斯利康、百时美施贵宝和辉瑞将在上半年迎来重大利好。阿斯利康的Imfinzi和Enhertu有望获批适应症扩展，百时美施贵宝等待mavacamten和relatlimab-Opdivo组合疗法获批，milvexian关键数据亦将出炉，辉瑞则将迎来多款疫苗和疗法的数据公布。

## 记分簿：2021年的预测结果

我们的药企消息面预期主要在去年下半年兑现，有几项预测出现错误，还有一些仍在等待结果。我们在等待Rinvoq获批，但看来清洁标签已不太可能。我们预计罗沙司他仅能获得有限的标签批准，该药在欧盟获批标签范围较广，但其上市申请遭到FDA拒绝。Opdivo的收入预测似乎陷入停滞，原因之一是新冠疫情拖累了癌症诊疗速度，二是市场日益担忧低价新药的潜在影响。我们在等待葛兰素史克/赛诺菲新冠疫苗数据、赛诺菲Ameera-3数据以及FDA对强生ciltacel（商品名为Carvykti）的审批决定（其新药审批日期现为2月）。最后，我们预计新冠疫苗方面将有不少新变化。

绿字是我们在去年6月作出的正确预测。红字是错误的预测，琥珀色表示结果还不确定。

Company	Key 2H21 questions	BI View in June 2021
AbbVie	Will Rinvoq get approval in atopic dermatitis with a clean label?	Yes
Astra	Will Astra's vaccine be pushed to the sidelines? Will roxadustat be approved?	Yes & Yes with limited label
Bristol	Will Opdivo 2025 consensus rise above \$11.5 billion?	Yes
Lilly	Can Lilly file donanemab before further Phase III data? Will zagotenemab succeed in Alzheimer's? Will Jardiance work in HFpEF?	Yes, No & Yes
Glaxo	Will Glaxo/Sanofi's Covid-19 vaccine Work?	Can't say until we see Phase II data
J&J	Will Covid vaccine need a second dose? Will ciltacel be approved?	Yes & yes
Merck	Will Covid drug work?	Yes but we are worried about magnitude of effect
Novartis	Will Leqvio U.S. filing go ahead?	Yes
Novo	Can Wegovy be approved and get good reimbursement?	Yes & possible
Pfizer	Is there room to beat 2021 consensus Covid vaccine sales of \$30 billion?	Low conviction yes
Roche	Will Roche Covid tests continue growth? Will Roche cement its adjuvant IO lead?	Yes & yes
Sanofi	Can its second go at Covid vaccine work? Will Ameera-3 show better efficacy vs. fulvestrant?	Need to see Phase II data & low conviction

去年下半年的正确/错误预测

Source:  
Bloomberg Intelligence

## 美欧大型药企的主要消息

我们在美国政策变化的整体影响和新冠疫情恢复进度之外，还找到以下几项值得期待的药企2022年消息面因素。阿尔茨海默症是一大重要主题，主要关注礼来的 donanemab（能否单凭二期数据来说服FDA获得审批？）和罗氏的 gantenerumab（三期数据）。呼吸道合胞病毒(RSV)方面，葛兰素史克、强生、辉瑞有大量数据等待公布，阿斯利康/赛诺菲将报批新药。其他可能改变现有治疗手段并将公布数据的药品包括：百时美施贵宝/强生的 milvexian（中风）、礼来的 tirzepatide（肥胖症）和赛诺菲的 amcenestrant（乳腺癌）。

FDA对于JAK安全性说明的决定将对多个治疗领域产生重大影响。

Company	Key 2022 questions	BI View
AbbVie	Will Rinvoq's US label mean 2nd-line AD use? Do competitors limit Imbruvica's growth?	Yes & Yes
Astra	Will Tagrisso recover its prior growth trend? Can Himalaya give Imfinzi lead in liver cancer? Will its Covid vaccine generate major profits?	Low conviction yes, No & No
Bristol	Is milvexian a new thrombosis/stroke therapy? Will relatlimab + Opdivo lead in melanoma?	Need to see Phase II stroke data & No
Lilly	Will donanemab be approved? Can tirzepatide deliver a big win in obesity?	Low conviction yes & Yes
Glaxo	Will Glaxo rival vadadustat receive a broad label? Will adult RSV vaccine data be sufficient for approval?	No (dialysis patients only) & Yes
J&J	Can Devices growth bounce back strongly in 22? Will cilta-cel be approved and start strongly?	Yes, Yes & Yes
Merck	Can molnupiravir be used prophylactically and will it sell more in 2022 than Keytruda? Islatravir setback in one combo, what of others?	Yes, low conviction no & tough to call
Novartis	Will FDA approve Leqvio in January? And intrathecal Zolgensma?	Yes & low conviction yes
Novo	Will insulin icodec better basal insulin? Can concizumab threaten Hemlibra's status?	Low conviction yes & need to see the data
Pfizer	Can Pfizer's 2022 Covid income exceed 2021's \$36 billion? Will abrocitinib's label slow uptake?	Yes & Yes
Roche	Will Polivy be the new 1L DLBCL standard of care? Will TIGIT lung data surprise positively? Will gantenerumab succeed in Alzheimer's	Yes, low conviction yes & low conviction yes
Sanofi	Will Ameera-3 data outperform fulvestrant? Can Sanofi's Covid-19 vaccine finally deliver?	Low conviction yes & Yes

2022年的主要驱动因素

Source:  
Bloomberg Intelligence



### 患者疗效、市场信息不足，阿尔茨海默症尚需更好数据

Aduhelm 在美国因数据争议和定价问题遭受冷落，也未获得欧盟批准，留下了一块巨大且日益存疑的市场。礼来放弃了处于二期试验的 tau 蛋白抗体 zagotenemab，但在针对  $\beta$  淀粉样蛋白的抗体 donanemab 方面仍然领先于罗氏。礼来的领先地位是因为它在经过考虑后决定冒险，在 2023 年年中左右三期数据公布前滚动申报二期数据。目前尚不清楚 FDA 是否会仅根据二期数据来评估是否批准。

罗氏的 gantenerumab 主要针对另一种形式的淀粉样蛋白，给药方式为皮下注射，而 donanemab 的给药方式为输液。罗氏将在详细三期数据（可能在下半年）出炉后报批。未来的计划包括使用诊断程序来正确识别要治疗的患者。

#### 要点

- 渤健的 Aduhelm 未获欧盟监管机构支持
- Donanemab 处于滚动申报阶段，礼来预计 2022 年下半年收到监管批复，三期数据将在 2023 年年中出炉
- 礼来计划将 Donanemab 与渤健的 Aduhelm 进行交易
- 二期研究失败，礼来放弃 tau 抗体 Zagotenemab
- 罗氏将在 2022 年下半年提交完整的 27 个月 Gantenerumab 终点读数

### 多批肿瘤药数据有望改变现行治疗手段

PD-1/-L1 抑制剂的适应症扩展肯定将会继续。我们预计，在阿斯利康的 Himalaya 临床研究数据出炉后，Imfinzi 并不会对罗氏 Tecentriq 在肝癌一线治疗领域的地位构成挑战，不过 Calla 和 Pearl 分别在治疗亚洲患者宫颈癌和 PD-L1 阳性肺癌方面的数据有望扩大 Imfinzi 的适用范围，并提高市场需求。在治疗 HER-2 阳性乳腺癌获得重大成功后，阿斯利康的 Enhertu 确定将报告 HER-2 低表达乳腺癌的三期数据（Destiny-Breast04 临床研究）。同时，罗氏的 Polivy 有望为弥漫大 B 细胞淋巴瘤的一线治疗带来新标准。

赛诺菲的口服选择性雌激素受体降解剂 (SERD) amcenestrant 治疗乳腺癌的初期数据 (Ameera-3) 呼之欲出，罗氏的 giredestrant 数据也将在上半年公布，而罗氏 tiragolumab 等 TIGIT 抑制剂的补充数据或有助于更好地评估其治疗作用。

#### 要点

- 罗氏 Tecentriq 为阿斯利康 Imfinzi 设下肝癌一线治疗的高标准
- Destiny-Breast04 临床研究有望进一步扩展 Enhertu 使用范围 Elacestran
- 数据公布后，赛诺菲称对 Amcenestrant 和 Ameera-3 数据更有信心
- 多项 Tiragolumab 临床研究进行中，上半年有望公布首批三期数据

### 新 RSV 疫苗能否改变老人和儿童的治疗？

多款 RSV 疫苗和一款长效 RSV 抗体的数据给出了肯定的答案，但目前尚未决出赢家，2022 年将是得出结论的关键一年。阿斯利康/赛诺菲的长效抗体 nirsevimab 三期数据显示对婴儿效果良好，将在上半年报批；默克也采用了类似方法，目前处于二/三期试验阶段。葛兰素史克和辉瑞疫苗拟应用于儿童（通过给孕妇接种）和老年人。葛兰素史克计划于上半年公布老年人试验数据，在下半年报告孕妇数据，辉瑞有望在上半年报告这两类人群的数据。强生可能也会在下半年报告老年人的疫苗三期数据，以及儿童的二期数据。莫德纳的 mRNA 疫苗不久将开始二/三期试验。

## 要点

- 阿斯利康—赛诺菲的Nirsevimab 将于上半年报批
- 葛兰素史克疫苗三期：上半年公布老年人数据，下半年公布孕妇数据
- 辉瑞将于上半年报告孕妇和老年人疫苗数据
- 强生计划于 2022 年报告老年人三期数据并报批

## 新冠——前路何方？

近期辉瑞和默克公布的口服疗法试验数据表现较好，进一步扩充了抗击新冠疫情的弹药库。疫苗和加强针仍能提供有效防护，降低住院和死亡率，但免疫水平会随时间而衰退，特别是对老年人。加强针接种的最优时机目前仍是未知数。对于无法接种疫苗的人群来说，长效抗体能够发挥作用。如果在检测出阳性或是出现症状的五天内服用新的抗病毒口服药，能够有效抑制死亡率。

复苏态势仍取决于疫苗和加强针接种，以及它们能否有效防护未来新出现的变种，不过发展中国家疫苗供给持续不足，对全面复苏构成威胁。

## 要点

- 默克、辉瑞的新冠口服药或可大幅降低新冠死亡率
- 辉瑞新冠口服药效果显著，但未必能够打败默克
- 阿斯利康疫苗保护效力快速衰减，给很多人造成困难
- 新冠疫苗加强针需要每年注射一剂？看来很有可能
- 德尔塔新毒株使加强针接种压力陡增

## 2022 年上半年其他主题展望

其他地方也将有大量监管决定和数据出炉，这可能会对相应领域产生重大连带影响，2022 年上半年对很多人来说必定将既兴奋又紧张。FDA 对 JAK 抑制剂安全性的审查结果不久将公布，它可能影响艾伯维 Rinvoq 和辉瑞 abrocitinib 的适用情况。同样在安全性方面，vadadustat 将在 3 月迎来 PDUFA 审批截止日期，届时我们将了解 FDA 如何处理 HIF-PH 抑制剂类药物治疗贫血的问题，其结果也将影响葛兰素史克 daprodustat 的审批。

阿斯利康 Farxiga 用于治疗心力衰竭的试验数据也将公布，结果将反映其与礼来 Jardiance 直接竞争的能力。在糖尿病/肥胖症方面，礼来 tirzepatide 的糖尿病和预期减重数据将左右诺和诺德 Wegovy 的前景。mRNA 流感疫苗初步数据预计也将出炉。

## 2022 年上半年具有重要影响的消息

- Vadadustat（贫血）——FDA 决定
- Farxiga（心力衰竭）——三期数据
- JAK 抑制剂类——FDA 适应症标签最新情况
- mRNA 流感疫苗——数据即将出炉
- 糖尿病——Tirzepatide、Wegovy 审批和口服 GLP-1 数据

# 销售、盈利和估值

## 2022年阿斯利康将在增长和估值上领先其他大型药企

在2022年药企展望中，以一致预期的销售和每股收益增速衡量，阿斯利康排名第一，广泛的药品系列使其在五年EPS增速上领先同行，且市盈率较高。礼来紧随其后，但很大程度上取决于其阿尔茨海默症药物的成败。辉瑞的市盈率与EPS增速之比最低，因为在新冠疫苗推动下其2021年盈利较高。

## 默克、诺和诺德有机销售增长最高，罗氏相对落后

根据一致预期，阿斯利康2022年的销售增速有望领先其他大型药企，但很大一部分是来自对Alexion的收购。相比之下，默克14.4%的盈利增长全部为有机增长，虽然其中可能有抗新冠病毒药物molnupiravir销售的一次性因素。紧随其后的是诺和诺德的销售增长，预计其治疗糖尿病和肥胖症的药物Ozempic、Rybelsus和Wegovy的销量将大增。

辉瑞和罗氏的增速可能最低，由于2021年新冠疫苗带来的高比较基数。而我们认为，随着分析师开始将抗病毒药Paxlovid纳入考量，辉瑞2022年的一致预期销售有望大增。罗氏的数字大致准确，其主要药品推高了制药业务的销售，但新冠检测需求下降料将拖累其诊断业务收入。

LCL Millions (excl. EPS)	2020A	2021E	2022E	2025E	2020-25 CAGR	2022 vs. 2021
<b>Sales</b>						
AbbVie	45,804	56,187	59,801	57,914	4.8%	6.4%
AstraZeneca	26,617	35,358	42,433	53,627	15.0%	20.0%
Bayer	41,680	43,090	44,843	47,167	2.5%	4.1%
Bristol Myers	42,518	46,468	47,653	49,232	3.0%	2.5%
Eli Lilly	24,540	27,454	27,908	39,313	9.9%	1.7%
GlaxoSmithKline	34,099	33,790	35,331	40,572	3.5%	4.6%
Johnson & Johnson	82,584	94,249	97,839	106,920	5.3%	3.8%
Merck & Co	47,994	48,566	55,563	60,815	4.8%	14.4%
Novartis	48,659	52,240	53,917	57,898	3.5%	3.2%
Novo Nordisk	126,946	139,448	154,496	200,412	9.6%	10.8%
Pfizer	41,908	81,794	82,446	59,615	7.3%	0.8%
Roche	60,343	62,059	62,530	71,640	3.5%	0.8%
Sanofi	36,041	38,697	40,814	46,906	5.4%	5.5%

大型药企销售增速，  
2022 vs 2021

Source:  
Bloomberg Intelligence

阿斯利康 2021 年利润率有机增速排名第一

考虑到阿斯利康、葛兰素史克、强生、辉瑞和赛诺菲新上市的疫苗，默克和辉瑞新上市的抗新冠特效药，围绕这些 新产品的不确定性在一定程度上令 2022 与 2021 年的营业利润率难以比较。2022 年，受益于高利润率的药品销售增长，以及 Alexion 产品的影响，阿斯利康的利润率扩张将引领同行。默克剥离 Organon 对其财务指标产生扭曲，2022 年利润率应会走强。

三家公司（拜耳、葛兰素史克、罗氏）的利润率料将下滑，主要受其销售组合影响，以及研发或营销开支上升（特别是葛兰素史克）。

GROUP MARGINS	2020A	2021E	2022E	2025E	2022 vs. 2021 bps change
Operating Margin	31.4%	32.3%	33.9%	39.0%	158.7
AbbVie	48.0%	49.9%	51.3%	48.7%	136.7
AstraZeneca	27.6%	27.9%	30.5%	37.6%	262.5
Bayer	17.0%	18.9%	18.2%	18.4%	-66.2
Bristol Myers	41.0%	43.2%	43.6%	43.3%	39.7
Eli Lilly	29.6%	30.4%	31.1%	40.9%	72.0
GlaxoSmithKline	26.1%	26.1%	25.4%	28.8%	-71.0
Merck & Co	35.3%	36.2%	38.4%	42.3%	218.8
Novartis	31.7%	32.0%	33.0%	33.7%	99.8
Novo Nordisk	42.6%	42.4%	43.0%	44.3%	64.6
Pfizer	31.1%	32.6%	34.8%	38.6%	217.6
Roche	35.7%	36.9%	35.8%	39.5%	-105.2
Sanofi	27.1%	27.4%	28.3%	31.4%	92.3

大型药企 2022 年利润率变化

Source:  
Bloomberg Intelligence



### 阿斯利康、默克引领2022年EPS增速

不出意料，以2022年预期销售增长和利润率扩张衡量，阿斯利康和默克的2022年每股收益增速领先，诺和诺德紧随其后。我们预计辉瑞将继续签订抗新冠特效药合同，如果预期兑现，那么辉瑞的表现有望超出一致预期。

LCL Millions (excl. EPS)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2020-25 CAGR	2021 vs. 2020
EPS								
AbbVie	10.56	12.55	13.77	12.09	12.10	12.94	4.2%	18.9%
AstraZeneca	4.02	5.12	6.57	7.88	9.08	9.81	19.5%	27.4%
Bayer	6.39	5.91	6.51	6.99	6.74	6.79	1.2%	-7.5%
Bristol Myers	6.44	7.46	8.02	8.40	8.53	8.42	5.5%	15.9%
Eli Lilly	6.78	7.90	8.61	9.60	11.46	13.54	14.8%	16.5%
GlaxoSmithKline	1.16	0.98	1.09	1.19	1.30	1.39	3.7%	-15.4%
Johnson & Johnson	8.03	9.52	10.43	11.18	11.87	12.25	8.8%	18.5%
Merck & Co	5.94	6.26	6.95	7.32	8.12	8.84	8.3%	5.4%
Novartis	5.78	6.30	6.80	7.26	7.51	7.82	6.2%	8.9%
Novo Nordisk	18.05	19.41	21.47	23.85	25.80	27.99	9.2%	7.5%
Pfizer	2.22	3.79	3.45	3.43	3.49	3.60	10.2%	70.5%
Roche	19.16	19.69	20.57	22.15	23.86	25.33	5.7%	2.8%
Sanofi	5.86	6.22	6.96	7.27	7.71	8.26	7.1%	6.2%

大型药企2022年每股收益增速

Source:  
Bloomberg Intelligence

### 相对增速而言，阿斯利康估值排名次低

根据一致预期，阿斯利康2022年市盈率位列同业第二，反映出其盈利增速较高。因此，其PEG（即本益成长比，使用2020-25年EPS年化增速计算）的排名倒数第二，仅高于辉瑞。新冠疫苗推动了辉瑞2021年每股收益大增，市盈率因而出现下降，但长期增速并不明朗。百时美施贵宝的PEG也很低，排名倒数第三，Revlimid受仿制药冲击，增长出现不确定性，且长期增长点存疑，导致该公司市盈率低迷。

礼来和罗氏的治疗阿尔茨海默症药物被寄以厚望，估值均有上升，但两者的PEG却差距较大，部分原因是礼来药物的预计销售额更高且公司有更广泛的增长点。葛兰素史克的PEG排名第二高，尽管其每股收益增速仅排在后四分之一。

LCL Millions (excl. EPS)	2020A	2021E	2022E	2025E	2020-25 CAGR	2021 P/E	PEG
EPS							
AbbVie	10.56	12.63	13.96	12.84	4.0%	9.3	2.3
AstraZeneca	4.02	5.19	6.80	10.13	20.3%	22.0	1.1
Bayer	6.39	6.20	6.83	7.59	3.5%	7.8	2.2
Bristol Myers	6.44	7.50	7.84	8.35	5.3%	7.9	1.5
Eli Lilly	6.78	7.97	8.31	15.47	17.9%	32.8	1.8
GlaxoSmithKline	1.16	1.10	1.16	1.51	5.4%	14.0	2.6
Johnson & Johnson	8.03	9.80	10.34	11.83	8.1%	16.6	2.1
Merck & Co	5.94	5.84	7.15	8.90	8.4%	14.2	1.7
Novartis	5.78	6.32	6.73	7.81	6.2%	13.0	2.1
Novo Nordisk	18.05	20.59	23.25	31.83	12.0%	36.8	3.1
Pfizer	2.22	4.22	4.44	3.86	11.7%	12.2	1.0
Roche	19.16	20.35	20.77	25.43	5.8%	18.3	3.1
Sanofi	5.86	6.47	7.26	8.86	8.6%	13.8	1.6

大型药企的本益成长比(PEG)

Source:  
Bloomberg Intelligence

# 关于彭博 行业研究

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence, BI) 以独立的视角提供全球 2000 多家公司、135 个行业和市场的交互式数据和投资研究。我们的团队拥有 350 多名研究专家，帮助客户在快速变化的投资环境中自信地做出决策。BI 分析拥有来自彭博的实时透明数据和 500 家第三方数据的支持，客户可以借助我们的这些数据来完善及支持他们的构想。彭博行业研究仅可通过彭博终端或彭博专业服务应用获取。如需了解更多信息，请联系彭博客户代表或申请产品介绍及演示。



Functions Menu ▾

Message



ings

Searches Coronavirus, Oil, China

Private Equity Dry Powder Deployment  
Economic Covid-19 Outlook  
Economic May Worsen as Rating Boost Moderates  
New: Balance Sheet Overview

BI Bloomberg Intelligence

Spotlight | More »  
GE Default Probabilities

40.0%  
35.0%  
30.0%

Global Strategy Return by Region



了解更多

如需了解更多信息，请在彭博终端®  
上按 <HELP> 键两次。

北京	香港	纽约	新加坡
+86 10 6649 7500	+852 2977 6000	+1 212 318 2000	+65 6212 1000
上海	伦敦	旧金山	悉尼
+86 21 6104 3000	+44 20 7330 7500	+1 415 912 2960	+61 2 9777 8600
法兰克福	孟买	圣保罗	东京
+49 69 9204 1210	+91 22 6120 3600	+55 11 2395 9000	+81 3 4565 8900

[bloomberg.com/intelligence](https://bloomberg.com/intelligence)

The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL service and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except (i) in Argentina, Australia and certain jurisdictions in the Pacific islands, Bermuda, China, India, Japan, Korea and New Zealand, where Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products, and (ii) in Singapore and the jurisdictions serviced by Bloomberg's Singapore office, where a subsidiary of BFLP distributes these products. BLP provides BFLP and its subsidiaries with global marketing and operational support and service. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. The following are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries: BLOOMBERG, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG TERMINAL and BLOOMBERG.COM. Absence of any trademark or service mark from this list does not waive Bloomberg's intellectual property rights in that name, mark or logo. All rights reserved. ©2022 Bloomberg. 1737301 DIG 0322