

行业报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中国医药、医疗行业

医保目录更新及上海科创板 - 2019年中国生物制药的分水岭

■ 中国国家医疗保障局(SMIA)于2019年3月3日宣布了2019年医保目录更新的时间表;与以往医保目录名单调整主要惠及仿制药的情况不同,我们预料本次调整将主要惠及中国的生物医药公司

■ 同时,上交所公布科创板上市细则定稿;我们认为,更多中国的生物医药公司(Biotech)赴科创板上市将能更好地体现和锚定其内在价值

■ 得益于扩大的医保准入和丰富的融资机会,我们认为中国的生物医药公司将(Biotech)在2019年由市场的可选标的变成必选的配置品种,对医药投资产生深远影响

2019版医保目录更新将更多裨益中国的生物医药公司

在两会期间,国家医保局宣布即将启动2019年医保目录的调整工作,预计2019年9月完成,重点考虑癌症,罕见病,慢性病和儿童疾病用药。我们认为此次工作将在未来几个月取代4+7城市药品集中采购方案吸引市场的更多关注。由于大部分的仿制药已经被纳入2017年版的医保目录,我们预计只有少数遗漏品种如GLP-1和白蛋白结合型紫杉醇将受益于本次目录调整。与此同时,我们预计许多在18-19年获批的国产创新药将会更多受益此次医保目录更新(参见后图1和3)。

科创板将有助于投资人锚定中国生物医药公司的价值

上交所于2019年3月2日正式发布实施设立科创板并设立试点注册制的相关业务规则和配套指引。我们认为科创板将会吸引一波生物制药公司在上交所上市。虽然部分投资者起初担心上海科创板会转移大家在香港投资的兴趣,但我们认为国内活跃的股市流动性应该有助于更好地体现中国生物制药公司的价值,这反过来将有助于投资人更好的锚定香港上市的生物医药公司的估值。值得注意的是,自2016年以来,在医疗医药板块,港股和海外公司的市盈率已经基本趋同(参见后图6)。

医保目录调整与科创板的潜在受益标的

我们建议投资者关注以下标的:药明生物(2269 HK, 买入, 目标价100.4港元), 药明康德(2359 HK, 买入, 目标价101.9港元), 信达生物(1801 HK, 买入, 目标价28.2港元), 歌礼制药(1672 HK, 买入, 目标价19.8港元), 百济神州(6160 HK, 未评级), 三生制药(1530 HK, 买入, 目标价17.0港元), 再鼎医药(ZLAB US, 未评级), 君实生物(1877 HK, 未评级)和黄中国医药(HCM US, 未评级)。我们的评级,目标价和估值请参考图7。

张颢
+852 3189 6357
suzhang@cmschina.com.hk

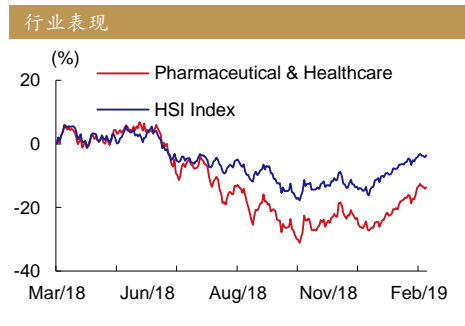
张皓渊, CFA
+852 3189 6354
haydenzhang@cmschina.com.hk

胡学森, PhD
+852 3189 6126
samhu@cmschina.com.hk

张文嘉, PhD
+852 3189 6160
marcellacheung@cmschina.com.hk

中性

前次评级	中性
恒生指数	28,960
国企指数	11,576



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对回报	5.5	0.5	(16.5)
相对回报	2.3	(2.8)	(9.3)

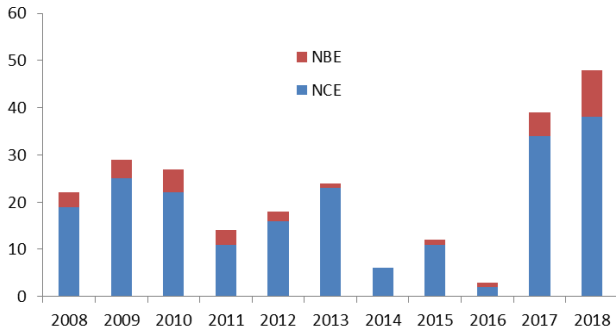
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 中国医药、医疗行业 - 中国肿瘤免疫治疗市场报告(第一部)(中性) - 希望与荣耀之地, 2019/01/16
2. China Pharmaceutical & Healthcare - Eleven cities' tender results (NEUTRAL), 2018/12/06
3. China Pharmaceutical & Healthcare - The final volume-linked tender policy tightened the screw on generic pharma (NEUTRAL), 2018/11/15
4. 中国医药、医疗行业 - PD-1 市场准入专家电话会议纪要(中性), 2018/10/31
5. 中国医药、医疗行业 - 人各有价 - 国家医保肿瘤药物谈判点评(中性), 2018/10/10
6. 中国医药、医疗行业 - CSCO年会回顾——国产创新药研发热潮未见减弱迹象(中性), 2018/09/27
7. 中国医药、医疗行业 - 饥饿游戏第二部(中性), 2018/09/12

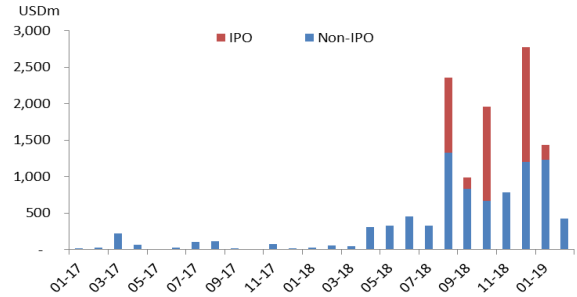
重点图表

图1: 中国新药获批数字——2018年中国共批新药50个



资料来源: GBI、药智网

图2: 中国医药投融资不断加码——2019有望再创新高?



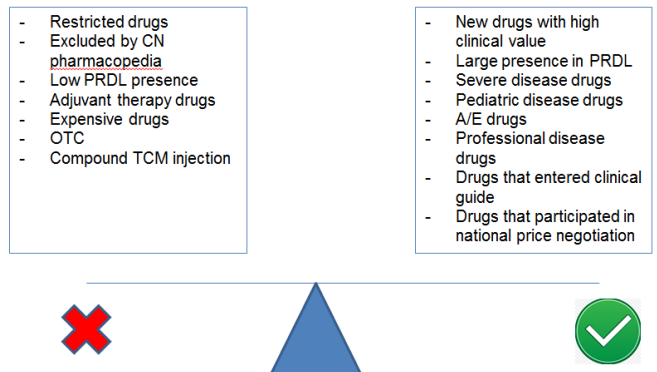
资料来源: 招商证券(香港)、医药魔方

图3: 2017-2019国产新药获批和医保情况

Year of approval	Chinese drugs	Companies	Indication	NRDL entry
2017	Ebola vaccine	Cansino	Ebola virus	No
2018	HHPG-19K	Hengrui (600276 CN)	Neutropenia	No
2018	Anlotinib	SBP (1177 HK, BUY)	NSCLC	Yes
2018	Pyrotinib	Hengrui (600276 CN)	BC	No
2018	Danoprevir	Ascletris (1672 HK)	HCV	No
2018	Albuvirtide	Qianyan	HIV	No
2018	Novafeiron	Genova	HBV	No
2018	Fruviquitinib	Chi-Med (HCM US)	CRC	No
2018	Toripalimab	Junshi (1877 HK)	Melanoma	No
2018	Sintilimab	Innovent (1801 HK)	cHL	No
2018	Roadustat	Fibrogen (FGEN US)	Anemia	No
2019	Rituxan similar	Fosun (2196 HK)	NHL	Yes
2019E	Caremilzumab	Hengrui (600276 CN)	cHL	No
2019E	Zanubrutinib	Beigene (BGNE US)	MCL	No
2019E	Tiselizumab	Beigene (BGNE US)	cHL	No
2019E	Ravidasvir	Ascletris (1672 HK)	HCV	No
2019E	Niraparib	Zailab (ZLAB US)	OC	No
2019E	Loxenatide	A company	TZDM	No
2019E	Aivitnib	Aisen	NSCLC	No
2019E	Remimazolam	Hengrui (600276 CN)	Anelgesic	No

资料来源: 医保局

图4: 2017年医保目录调整纳入/删除的主要因素



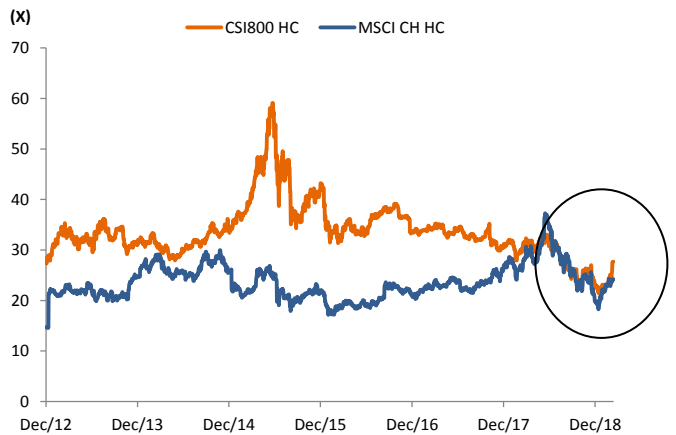
资料来源: 米内网

图5: 2017年创新药降价后的销售增长情况

Generic name (CN)	Generic name (CN)	Price cut	Sales % yoy growth					Sales volume % yoy growth				
			2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	
Treatzumab	恩替吡嘧啶	62%	21%	32%	27%	40%	2%	25%	65%	75%	156%	184%
Benicidomab	贝伐珠单抗	62%	19%	50%	23%	37%	50%	26%	61%	69%	225%	260%
Lenalidomide	来那度胺	60%	-20%	11%	-6%	28%	452%	-16%	13%	26%	358%	1177%
Elofinib	依洛非尼	56%	29%	-18%	-10%	47%	-20%	-13%	8%	35%	30%	61%
Fulvestrant	氟维司群	56%	51%	54%	47%	121%	182%	45%	52%	98%	400%	540%
Abiraterone	阿比特龙	53%	18%	81%	136%	602%	1241%	18%	81%	285%	1391%	2841%
Bortezomib	硼替佐米	52%	26%	30%	52%	64%	55%	40%	46%	104%	209%	196%
Neprilide	缬沙坦	50%	14%	33%	29%	3%	35%	15%	33%	58%	90%	108%
Nintedanib	尼达尼布	50%	-19%	-7%	-8%	35%	57%	-18%	12%	25%	152%	197%
Sorafenib	索拉非尼	50%	-4%	27%	-15%	28%	66%	-3%	28%	15%	148%	424%
Ungutuzumab	恩替吡嘧啶	49%	12%	12%	5%	79%	94%	15%	12%	44%	225%	238%
Vincristine	长春新碱注射液	49%	131%	154%	165%	154%	375%	141%	146%	183%	345%	754%
Poecanazole	泊沙康唑	43%	32%	-5%	15%	74%	101%	32%	-5%	44%	159%	253%
Tafamter Tablets	他非那韦片	42%	74%	44%	44%	38%	78%	71%	65%	76%	113%	210%
Lapatinib	拉帕替尼	41%	125%	65%	7%	18%	107%	106%	61%	17%	102%	250%
Everolimus	依维莫司	40%	-8%	-6%	-7%	5%	-12%	-8%	-5%	11%	76%	49%
Vinorelbine	长春瑞滨注射液	39%	-41%	-2%	21%	16%	62%	-42%	4%	42%	87%	149%
Risatriptan	舒马普坦片	37%	20%	20%	14%	2%	6%	62%	72%	65%	122%	116%
Apatinib	阿帕替尼	37%	192%	131%	94%	59%	64%	205%	114%	140%	157%	161%
Sevelamer	可维拉酮	36%	64%	108%	221%	522%	556%	64%	108%	421%	958%	526%
Recombinant endostatin	重组人血管内皮抑制素	35%	10%	17%	20%	17%	17%	15%	12%	20%	16%	61%
Paracetamol	乙酰氨基酚西药注射液	34%	4%	-5%	-2%	-10%	-6%	3%	4%	8%	1%	5%
Allantoin	艾力沙坦	31%	1120%	202%	623%	740%	681%	1641%	198%	670%	481%	396%
Cladribine	cladribine	30%	55%	166%	2982%	10347%	10246%	50%	200%	432%	1000%	2004%
Morindole and Sodium Chloride Injection	莫林多尔注射液	27%	574%	236%	295%	2451%	4775%	6233%	226%	1011%	3081%	6175%
Ureaplasma	脲酶抑制剂	26%	18%	11%	20%	24%	56%	18%	12%	34%	62%	108%
Quetapine	喹硫平	23%	15%	7%	11%	8%	4%	7%	1%	6%	4%	7%
Ranibizumab	雷珠单抗	20%	14%	8%	10%	7%	-2%	63%	47%	6%	18%	21%
Conbercept	康柏西普	17%	42%	46%	61%	26%	31%	42%	46%	68%	48%	58%
Recombinant Human Prokinase for injection	重组人尿激酶原	15%	230%	27%	135%	86%	78%	226%	28%	153%	111%	109%
Recombinant Human Coagulation Vlla	重组人凝血因子VIIa	9%	-8%	55%	35%	6%	24%	-8%	55%	20%	17%	37%

资料来源: PDB

图6: 中证800医药指数和MSCI中国医药指数市盈率(TTM)的估值差已经收窄



资料来源: 彭博、万得

图7: 标的公司估值对照表

代码	公司	现价 (港元)	市值 (百万美元)	评级	目标价 (港元)	上涨空间 (%)	市盈率(X)		市净率(X)		ROE(%)	
							18E	19E	18E	19E	18E	19E
1530 HK	3SBIO INC	13.9	4,504	买入	17.0	22%	25.9	22.3	4.5	3.1	13.3	15.8
1801 HK	INNOVENT BIOLOGI	25.4	3,733	买入	28.2	11%	n.a.	n.a.	8.3	13.1	(69.2)	(129.1)
HCM US	HUTCHISON CH-ADR	26.8	3,576	未评级			n.a.	n.a.	4.7	7.9	n.a.	n.a.
1877 HK	SHANGHAI JUNSH-H	24.1	2,403	未评级			n.a.	n.a.	6.7	5.5	(34.2)	(18.2)
ZLAB US	ZAI LAB LTD-ADR	29.7	1,734	未评级			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1672 HK	ASCLETIS PHARMA	7.4	1,057	买入	19.8	168%	195.5	36.3	2.0	1.9	(0.1)	5.5
2269 HK	WUXI BIOLOGICS C	80.5	12,573	买入	100.4	25%	136.4	79.9	11.7	10.5	n.a.	n.a.
2359 HK	WUAPTEC	89.9	16,514	买入	101.9	13%	57.0	51.1	5.2	4.8	12.2	10.0
6160 HK	BEIGENE LTD	91.5	9,035	未评级			n.a.	n.a.	0.3	0.2	n.a.	(18.8)

资料来源: 招商证券(香港)、彭博

图8: 上交所科创板细则与联交所生物科技新规则的主要对比

	上海交易所科创板	香港联交所 4月新政
主体要求	将优先支持符合国家战略, 拥有关键核心技术, 科技创新能力突出, 主要依靠核心技术开展生产经营, 具有稳定的商业模式, 市场认可度高, 社会形象良好, 具有较强成长性的企业。同时, 兼顾新业态企业和新模式企业, 体现科创板应有的包容性。 五大领域: 新一代信息技术、高端装备制造和新材料、新能源及节能环保、生物医药和技术服务	生物科技公司: 主要从事生物科技产品研发、应用及商业化发展的公司。而生物科技指运用科学及技术制造的商业产品、用于医疗或其他生物领域, 生物科技产品包括产品本身及其程序或技术。
市值要求	允许未盈利企业上市, 在市值和财务指标上, 科创企业想要登陆科创板, 需要满足5项标准中的一项: 1. 预计市值不低于人民币10亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元, 或者预计市值不低于人民币10亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元。 2. 预计市值不低于15亿元的, 最近一年营业收入不低于2亿元, 且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于15%; 3. 预计市值不低于20亿元的, 最近一年营业收入不低于人民币3亿元, 且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元; 4. 预计市值不低于30亿元的, 最近一年营业收入不低于人民币3亿元; 5. 预计市值不低于40亿元的, 主要业务或产品需经国家有关部门批准, 市场空间大, 目前已取得阶段性成果。医药行业企业需取得至少一项核心产品获准开展二期临床试验; 其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。	上市时的市值至少达15亿港元
营运资金要求	未提及	申请人应有充足的营运资金(包括首次公开招股集资额), 足可应付集团上市文件刊发日期起至少12个月所需开支的至少125%。 该等开支主要包括(a)一般、行政及营运开支; 及(b)研发开支营运资金
业绩记录要求	1. 持续经营三年以上, 近两年内主营业务和董事、高级管理人员及核心技术人员均未发生重大不利变化; 2. 近两年实际控制人没有发生变更。	1. 上市前最少两个会计年度一直从事现有业务 2. 管理层大致相同
产品要求	针对预计市值不低于40亿元的企业: 1. 主要业务或产品需经国家有关部门批准, 市场空间大, 目前已取得阶段性成果; 2. 医药行业企业需取得至少一项核心产品获准开展二期临床试验; 3. 其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。	至少有一项核心产品已通过概念开发流程: 1. 对于药剂(小分子药物): 若核心产品属于新药剂产品(小分子药物), 申请人必须证明该产品已经通过第一阶段临床试验, 且有关主管当局(美国FDA、中国NMPA、欧洲EMA)并不反对其开展第二阶段(或其后阶段)的临床试验; 若核心产品是基于先前获批的药剂产品(小分子药物), 则申请人必须证明该产品已经至少通过一次人体临床试验, 且有关主管当局并不反对其开展第二阶段(或其后阶段)的临床试验。 2. 生物制剂: 若核心产品属于新生物制剂产品, 申请人必须证明该产品已经通过第一阶段临床试验, 且有关主管当局并不反对其开展第二阶段(或其后阶段)的临床试验; 若核心产品属于生物仿制药, 则申请人必须证明该产品已经至少通过一次人体临床试验, 且有关主管当局并不反对其开展第二阶段(或其后阶段)的临床试验以证明生物等效性。 3. 医疗器械(包括诊断器材): 申请人必须证明该产品是有关当局分类标准项下的第二级或以上分类医疗器械; 该产品已至少通过一次人体临床试验, 该试验将构成主管当局或认可机构所需申请的关键部分; 主管当局或认可机构统一或并无反对申请人开展进一步临床试验, 或主管当局不反对申请人开始销售有关器材。
上市前的机构投资者要求	未提及	在建议上市日期至少六个月前已获至少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资(不只是象征式投资), 且至进行首次公开招股时仍未撤回投资。 资深投资者定义为(注): 1. 专门的医疗保健或生物科技基金, 或旗下有专门或侧重于投资生物制药领域的分支/部门的大型基金; 2. 主要的制药/医疗保健公司; 3. 大型制药公司/医疗保健公司的风险投资基金; 及 4. 管理资产总值不少于10亿港元的投资者、投资基金或金融机构。
基石投资者的限制	未提及	1. 厘定公司于上市时或六个月禁售期内是否符合公众持股量的最低要求时, 基石投资者的持股不会计算在内 2. 现有的首次公开招股前投资者可参与首次公开招股, 而厘定公司是否符合公众持股量的最低要求时, 他们在首次公开招股中认购的股份不会计算在内
减持限制	1. 公司上市时未盈利的, 在公司实现盈利前, 控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起3个完整会计年度内, 不得减持首发前股份; 自公司上市之日起第4个会计年度和第5个会计年度内, 每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的2%, 并应当符合《减持细则》关于减持股份的相关规定。 2. 公司上市时未盈利的, 在公司实现盈利前, 董事、监事、高级管理人员及核心技术人员自公司股票上市之日起3个完整会计年度内, 不得减持首发前股份; 在前述期间内离职的, 应当继续遵守本规定。 3. 公司实现盈利后, 前2款规定的股东可以自当年年度报告披露后次日起减持首发前股份。	无特别要求, 适用联交所主板一般性要求: 控股股东自上市之日起6个月内不得转让, 7至12个月内不得丧失控股地位等
股票标识	交易所可通过适当方式, 对上市时尚未盈利的发行人的股票或存托凭证作出相应标识。	在股份名称结尾加上股份标记「B」

资料来源: 上交所、联交所

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828