西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外制药龙头解读系列之十四
拜耳——2020年中报解读：

上半年受到全球疫情及中国带量采购政策负面影响，6月已开始从疫情影响中逐渐恢复

西南证券研究发展中心

2020年10月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
电话：021-68416017
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
电话：：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

拜耳：上半年受到全球疫情及中国带量采购政策负面影响，6月已开始从疫情影响中逐渐恢复

1. 新冠疫情影响部分需要院内注射的在售药品，但6月份已经开始好转，公司全年收入指引中低个位数增长不变。
2. 分业务来看，公司制药业务仅部分口服类药物增长明显（Xarelto、Stivarga等），销售额同比减少2.5%，作物科学业务上半年销售同比增长约4.6%，主要是作物保护类产品带动各地区市场份额与销售额，消费者健康业务上半年销售同比增长约5.7%，第一季度强劲销售后第二季度有所回落，主要由于新冠疫情影响带动营养品和疼痛及心脏类产品在各个地区的需求；
3. 分品种来看，心脑血管类产品整体表现良好，口服抗凝剂Xarelto与肺动脉高压治疗药物Adempas分别同比增长12.6%和25%，癌症治疗类产品Stivarga因可口服在疫情期间保持良好增长，同比增长24.3%，主要适应症为直肠结肠癌、胃癌，避孕类产品 Mirena 受疫情影响导致的产品植入减少，同比减少19%， YAZ 同比增长4%，显影及眼科药物同样受到较大疫情影响，公司主要产品EYLEA 销售额同比减少3%；
4. 分地区来看，EMEA地区、北美地区、拉丁美洲地区受到疫情，特别是治疗取消和延迟的影响，各地区业绩均有所下滑，抵消了欧洲地区销售额增长5%带来的红利，同比分别减少1%、2%、10%；亚洲地区销售额同比减少5%，其中中国实施的带量采购政策导致糖尿病治疗药物Glucobay业绩大幅下滑，且药品大幅降价无法被带来的销量增长抵消。
5. 公司最新公布的主要临床管线中，目前有49个项目，其中，9项处于临床第III阶段试验，14项处于临床第II阶段试验，26项处于临床第I阶段试验。公司近期提交了Vericiguat在欧洲和日本用于治疗慢性心力衰竭的市场授权申请，FDA亦批准了对其的优先审查。前列腺癌新药Nubeqa总体生存数据良好，展现出强大的竞争力，将继续通过增加战略投资组合和授权来争取外部增长机会。

风险提示

新药研发临床数据不理想；疫情影响新药研发进度；同品类药物竞争压力大。

1、概览

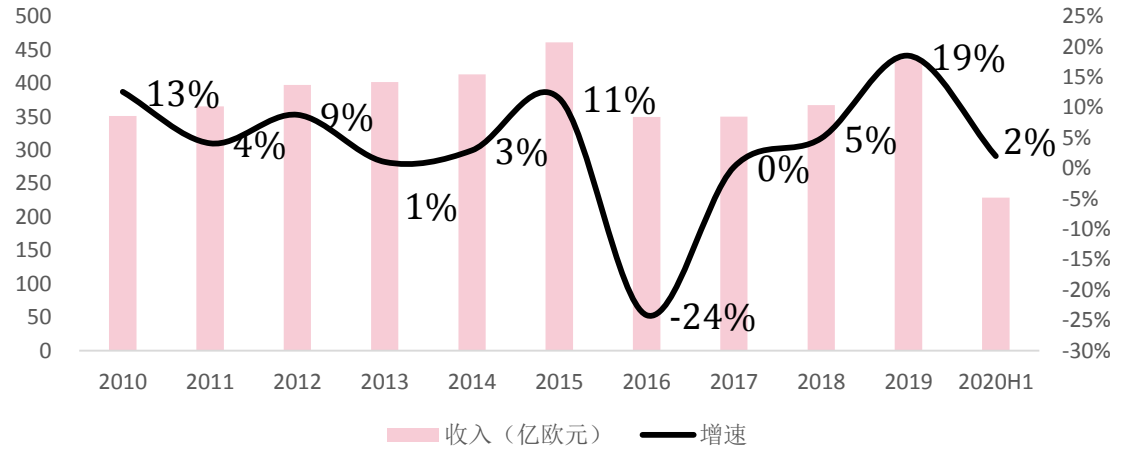
1.1 业绩回顾

- **业绩概况：**2020年H1实现营业收入228.9亿欧元（+2%）其中单一季度+6%，单二季度-2.5%，调整后净利润-80.6亿欧元。
- **盈利预测与估值: 预计2020、2021年调整后净利润约-38.55亿欧元、41.74亿欧元，对应PE约-12、11倍。**
- **历史收入及利润增速：**公司2009~2019年收入以及调整后净利润CAGR分别为1.2%和9.2%。

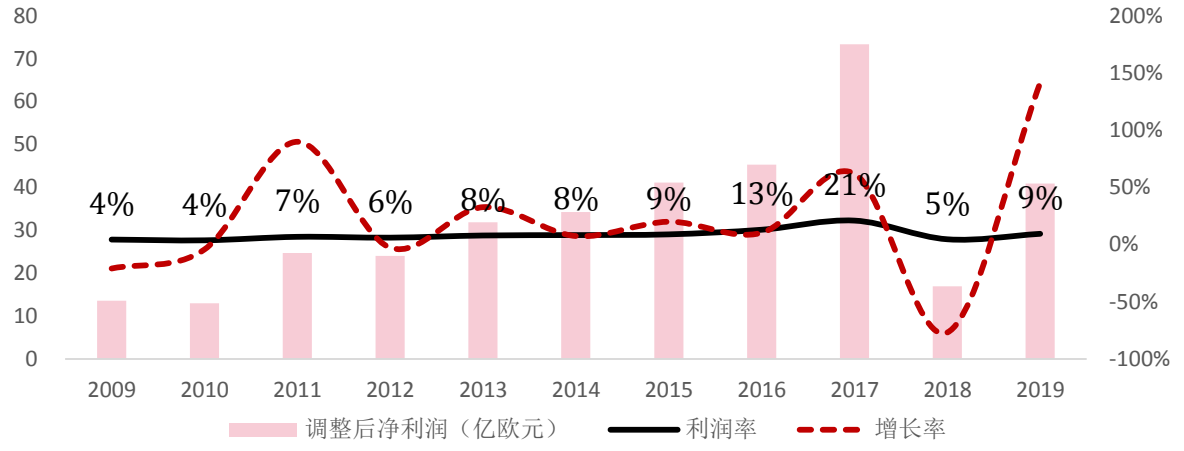
财务数据单位：亿欧元，固定汇率下

2020Q2					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY %	EPS	亿欧元	2020E	2021E
100.5	-2.5	(95.48)	-	1.59	459.3	-12	11
2020H1					收入指引		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY %	EPS	2020		
229	+2%	(80.59)	-	4.26	430-440		

拜耳历史收入情况



拜耳历史净利润情况（调整后）

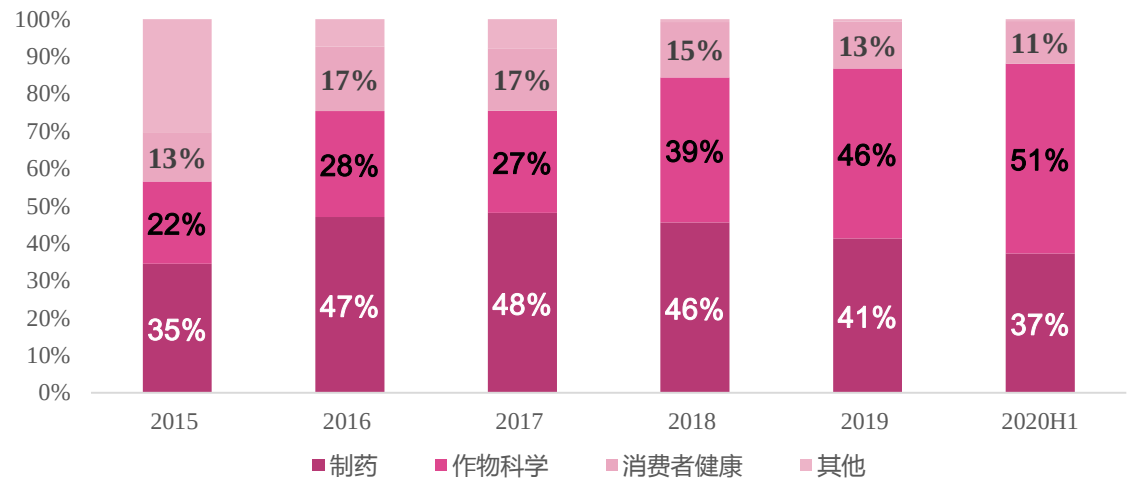


资料来源：公司财务报告和披露信息　　注：本报告Yoy按照相对2020年的固定汇率

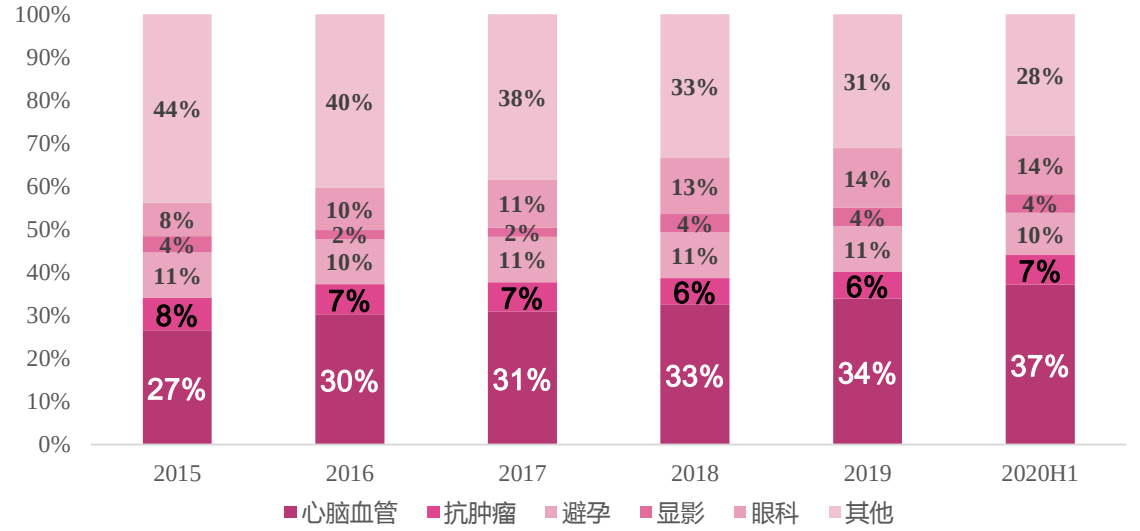
1.2 上半年业务收入拆分：作物科学+5%，制药-2.5%，消费者保健+5.7%

- **上半年总收入为228.9亿欧元**（+2%），其中作物科学业务营收116.3亿欧元（+4.6%），占比51%；制药业务营收85.4亿欧元（-2.5%），占比37%；消费者保健业务营收25.9亿欧元（+5.7%），占比11%。
- **上半年作物科学业务+4.6%**，疫情影响冲击下，作物科学总体业绩依旧表现良好。除蔬菜种子（-9.1%）和大豆种子（-0.1%）以外，其他五大细分业务均实现正成长，其中小麦种子、除草剂、杀真菌剂、杀虫剂和环境科学分别同比增加7.8%，4.1%，9%，9.5%，7.2%。其中杀虫剂和杀真菌剂增幅最明显。蔬菜种子业务在北美急剧下降。
- **制药业务-2.5%，**业绩负成长主要因为新冠疫情对业务的影响，特别是治疗的取消和延迟。抵消了欧洲地区销售额增长5%带来的红利。在中国地区，带量采购政策也对业务产生了负面影响。
- **消费者保健业务+5.7%，**增长主要是由于受新冠疫情影响，各地区需求大幅增长，特别是营养品和疼痛及心脏类产品需求的大幅增长。

拜耳历史收入结构



拜耳制药业务历史收入结构



资料来源：公司财务报告和披露信息

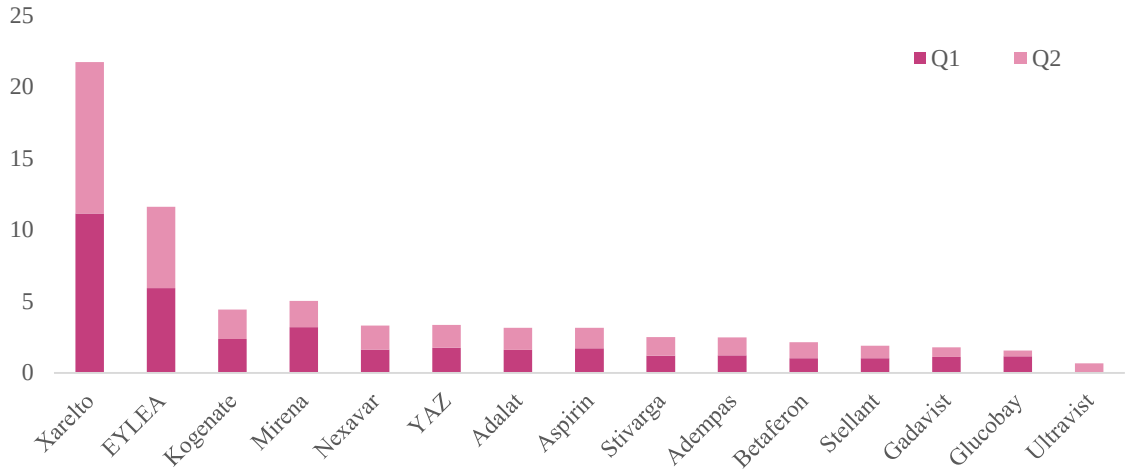
1.3制药业务销售额降低2.5%，为85.4亿欧元

- **制药业务的销售额在第二季度-8.8%，全球针对新冠疫情采取的接触限制和保护措施导致众多医院减少和推迟了非紧急治疗，这尤其影响了公司在妇女健康、眼科和放射产品的销售业绩。这一情况在第二季度末出现了轻微的复苏趋势。在中国，由于带量采购政策的实施，非专利产品的价格大幅降低，业务再次受到阻碍。**

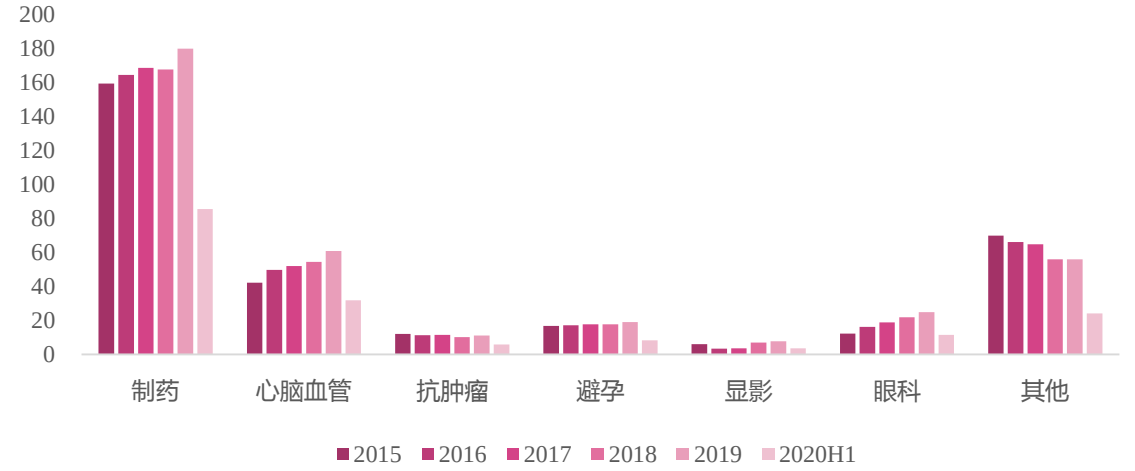
- 口服抗凝剂Xarelto（+12.6%）在中国、俄罗斯和德国的销量增加，在美国的许可收入同比亦略有增长。
- 肺动脉高压治疗药物Adempas（+25%）的美国的销量显著上升。
- 癌症药物Stivarga（+24.3%）在美国和中国的业务继续显著增长，主要受益于该产品口服的方式使治疗可以在院外进行。

- 眼科药品Eylea的销量同比下降（-2.7%），是由于欧洲一些眼科医院及诊所的关闭减少了治疗次数，以及接触限制和居家措施延长了患者的治疗间隔；然而，Eylea预装注射器在欧洲和日本的推出以及价格降低引起订单模式改变导致的日本销量增加，抵消了部分其他地区带来的影响。
- Mirena等宫内节育器（-19%）的销售出现了相当大的下滑，在美国许多问诊因为疫情被取消或推迟，因此产品植入数量大幅减少。
- 新冠疫情导致的MRI扫描次数减少造成了Gadovist产品系列（-14.8%）的MRI造影剂主要在美国和欧洲地区的销量大幅下降。
- 中国实施的带量采购政策导致糖尿病治疗药物Glucobay（-54.4%）销量大幅下滑，且药品大幅降价无法被带来的销量增长抵消。

拜耳主要药品2020上半年销售额



拜耳主要药品按疾病领域销售额情况

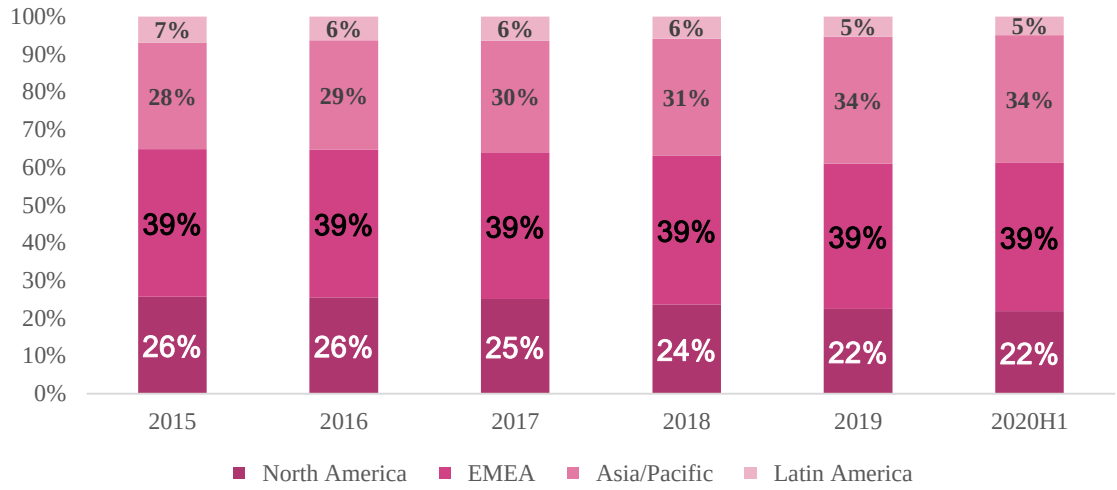


资料来源：公司财务报告和披露信息

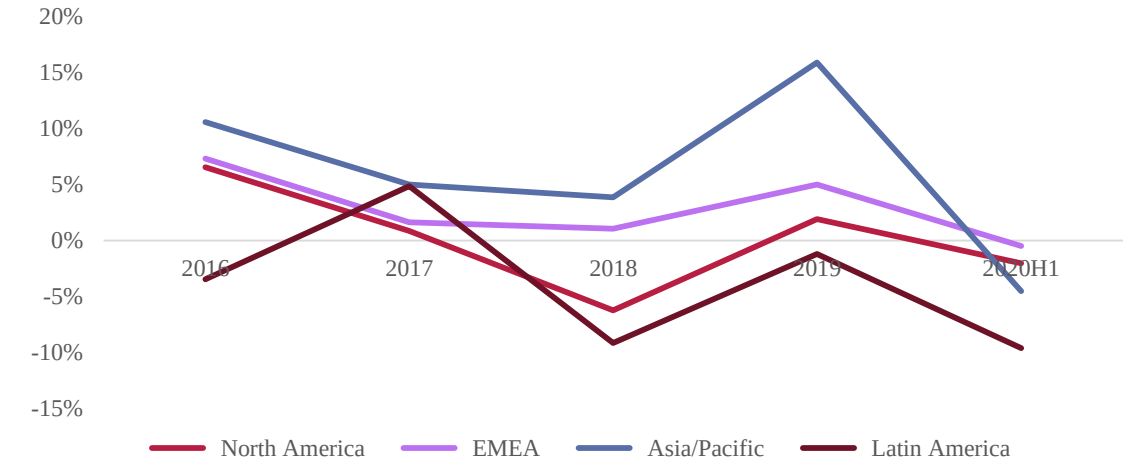
1.4 上半年药品销售：各地区业绩均有所下降

- **欧洲、中东、非洲地区-1%，营收33.5亿欧元，占药品总营收的39%。**
  - 欧洲一些眼科医院及诊所的关闭减少了治疗次数，以及接触限制和居家措施延长了患者的治疗间隔导致了眼科药品Eylea的销量下降；然而，Eylea预装注射器在欧洲和日本的推出以及价格降低引起订单模式改变导致的日本销量增加，抵消了部分其他地区带来的影响。
- **北美地区-2%，营收18.7亿欧元，占药品总营收的22%。**
  - 肺动脉高压治疗药物Adempas在美国的销量显著上升。癌症药物Stivarga业务继续显著增长。
  - 美国许多问诊因为疫情被取消或推迟， 亦造成了Mirena等宫内节育器的销售出现了相当大的下滑
- **亚洲地区-5%，营收28.9亿欧元，占总营收5%。**
  - **中国实施的带量采购政策导致糖尿病治疗药物Glucobay销售额大幅下滑，且药品大幅降价无法被带来的销量增长抵消。**
- **拉丁美洲地区-10%，营收4.2亿欧元，占总营收5%。**
  - 该地区的制药业务业绩表现显著低于作物科学业务及消费者健康业务。

拜耳按地区分类收入结构



拜耳各地区销售额增速情况



资料来源：公司财务报告和披露信息

2、药品部门分析

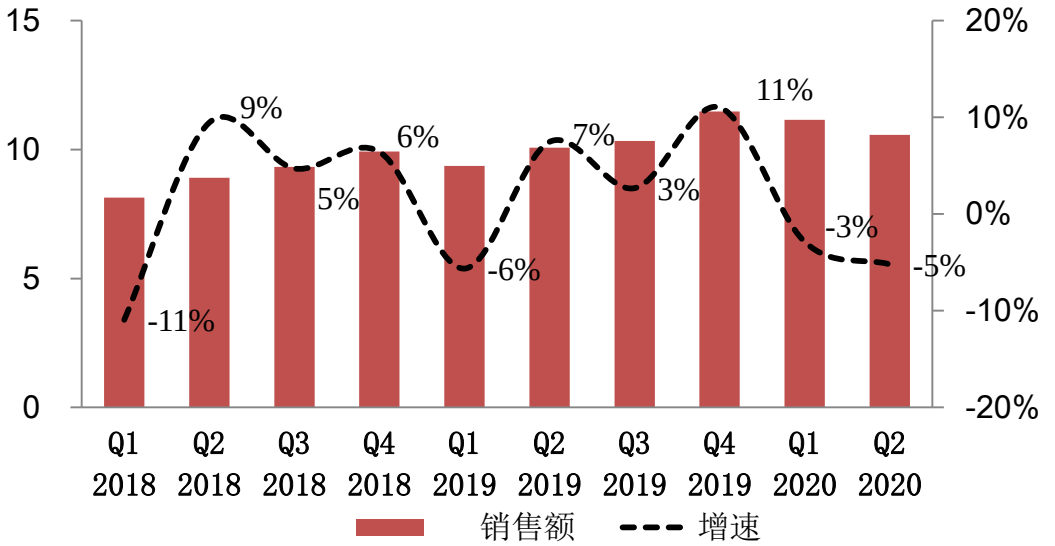
核心药品分析

- **口服抗凝剂Xarelto：一/二季度分别同比+19%/5%**

20H1总结：

- Xarelto总销售额为21.72亿欧元，是公司第一位的创收产品；销售额同比增长+11.7%，剔除汇率因素的增长率则达到+12.6%，增速较高且稳定。
- 抗凝剂Xarelto的销量增长，主要得益于海外市场，特别是在中国、俄罗斯和德国的销量有所增加。Xarelto在美国则由强生的一个子公司销售，许可费收入同比略有增长。

Xarelto销售情况（单位：亿欧元）

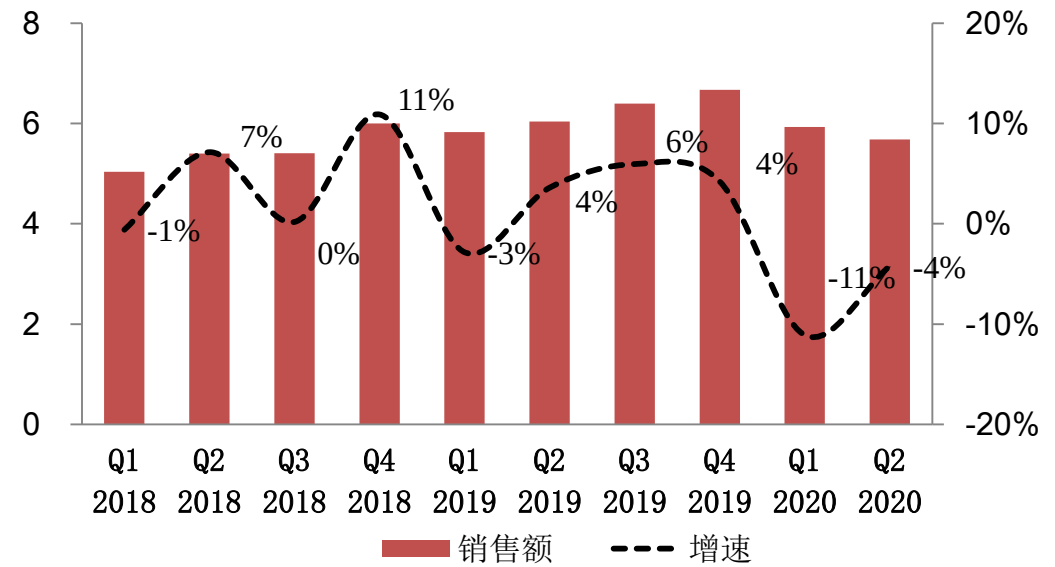


- **眼科药物Eylea：一/二季度分别同比+2%/-6%**

20H1总结：

- Eylea总销售额为11.62亿欧元，是公司第二大商品；销售额同比下降-2.2%，剔除汇率因素的增长率达-2.7%，下滑较为显著。
- Eylea销售的下降，主要由于眼科医院和眼科诊所数量的锐减，造成治疗次数的下滑；欧洲的接触限制和一系列居家措施，延长了患者治疗的时间间隔。
- 另一方面，Eylea注射器在欧洲和日本得以推出，以及价格降低带来总体销量的增长，一定程度上弥补了疫情带来的销售额下滑。

Eylea销售情况（单位：亿欧元）



资料来源：公司财务报告和披露信息

2、药品部门分析

核心药品分析

➢ **避孕器械Mirena：一/二季度分别同比-1%/-38%**

20H1总结：

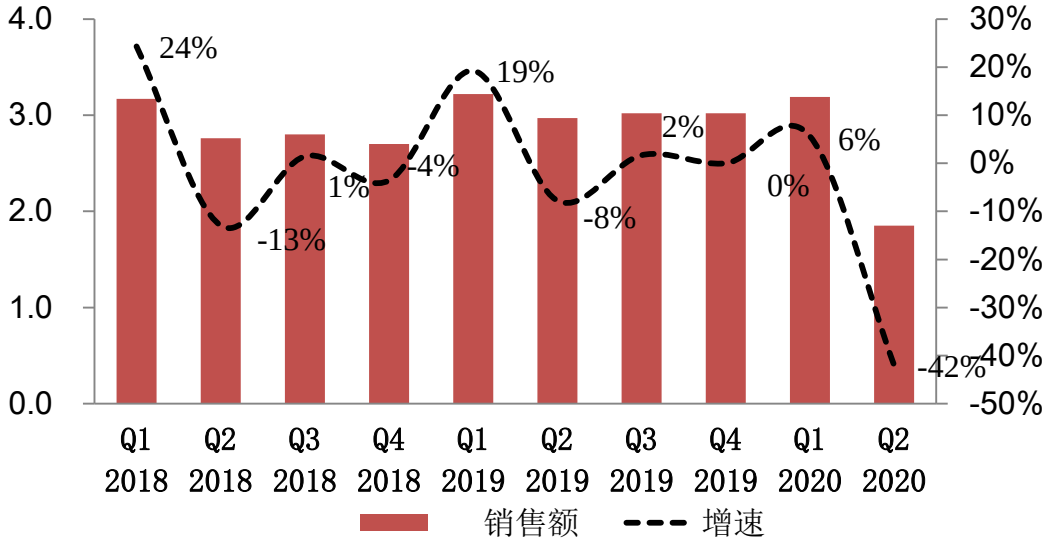
- Mirena总销售额为5.04亿欧元，为公司第三大商品；销售额同比下滑-18.6%，剔除汇率因素的增长率则达到-19%，是公司营收下降最多的产品。
- 该产品此前保持着较为稳定的增长，但作为一款宫内节育器的产品，植入数量的大幅减少，主要由于疫情冲击造成许多患者被取消或推迟就诊，预计随疫情的缓解营收将有所回升。

➢ **抗肿瘤药Stivarga：一/二季度分别同比+25%/+25%**

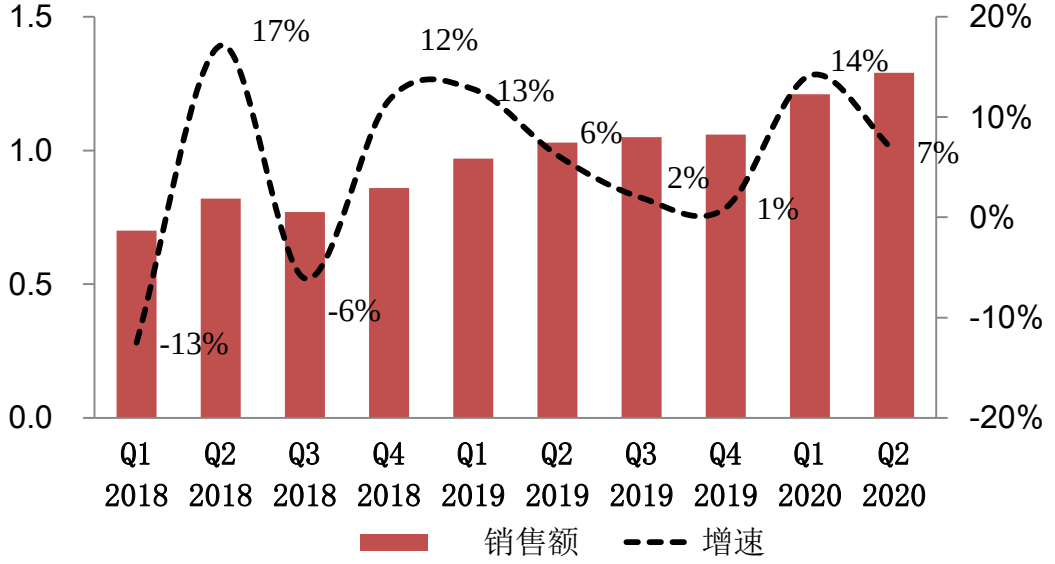
20H1总结：

- Stivarga总销售额为2.5亿欧元，虽然占总体药物收入比重较小，但其增速迅猛，Q2增速为位居第一，剔除汇率因素影响的增长率仍有+24.3%。
- 癌症药物Stivarga业绩的持续增长，主要集中于美国和中国两大市场，并受益于产品的口服配方形式，使得治疗可以在医院之外继续进行，减少了疫情的不利影响。

Mirena销售情况（单位：亿欧元）



Stivarga销售情况（单位：亿欧元）



资料来源：公司财务报告和披露信息

3、药品销售数据：抗癌药Stivarga与肺动脉高压药物Adempas增长强劲

公司	药物商品名	药物通用名	适应症	靶点	获批	专利过期	20Q2销售额（亿欧元）	增速	20H1销售额（亿欧元）	增速
拜耳	心脑血管疾病									
	Xarelto	利伐沙班	抗凝血	凝血因子 Xa	2011	2020-2025	10.57	7%	21.72	13%
	Kogenate/Kovaltry/Jivi	凝血八因子	凝血障碍，血友病	vWF	2000	2020-2025	2.05	-8%	4.42	1%
	Adalat	硝苯地平	高血压	钙离子通道	1985	-	1.54	-8%	3.16	-8%
	Adempas	利奥西呱	肺高压	sGC	2013	2023-2028	1.25	24%	2.48	25%
	抗肿瘤									
	Nexavar	索拉非尼	肾癌、肝癌	VEGFR, PDGFR，Raf	2005	2021-2025	1.69	-4%	3.32	-8%
	Stivarga	瑞格菲尼	直肠结肠癌、胃癌	VEGFR	2012	2024-2031	1.29	25%	2.50	24%
	避孕									
	Mirena/Kyleena/Jaydess	避孕器械	孕激素避孕IUD	PR	2000	2029	1.85	-37%	5.04	-19%
	YAZ/Yasmin/Yasminelle	屈螺酮	避孕	PR、 Erα、ERβ	2001	2020	1.58	-3%	3.35	4%
	显影									
	Stellant	-	CT显影	-	-	-	0.88	-13%	1.90	-3%
	Ultravist	-	血管、肾动脉、尿路造影	-	-	-	0.68	-21%	1.47	-12%
	Gadavist	钆布醇	MRI显影剂	-	2011	2021	0.67	-36%	1.79	-15%
	眼科									
	EYLEA	阿柏西普	湿性黄斑变性	VEGF	-	2020-2025	5.68	-6%	11.61	-3%
	其他									
	Aspirin	阿司匹林	消炎、镇痛	PTGS	-	-	1.45	5%	3.16	8%
	Betaferon	beta-1b干扰素	多发性硬化症	Interferon R1	2009	-	1.12	-7%	2.14	-4%
	Glucobay	阿卡波糖	II型糖尿病	GH	1995	-	0.40	-74%	1.56	-54%

资料来源：公司财务报告和披露信息

4、研发近况 III期临床

临床III期研发管线							
药物类别	药物名	靶点	适应症	发病率（美国）	联合用药	联合开发	备注
抗肿瘤	Copanlisib	PI3K	非霍奇金淋巴瘤	0.0238%（淋巴瘤）	-	-	-
	Darolutamide	ODM-201，AR antagonist	前列腺癌	0.0471%	-	-	激素敏感的转移性
					-	-	复发风险极高的局限性，辅助治疗
妇科	Vilaprisan	S-PRM	子宫肌瘤				症状性
心血管及肾脏疾病	Regorafenib	multikinase	胶质母细胞瘤	-	-	-	新诊断或复发
	Rivaroxaban	FXa	外周动脉疾病	-	-	-	-
	Finerenone	MR antagonist	慢性肾脏疾病	-	-	-	2型糖尿病患者
其他	Aflibercept	VEGF	视网膜病变	23.1%（早产儿）	-	Regeneron Pharmaceuticals	早产儿
	高剂量 Aflibercept	VEGF	糖尿病性黄斑水肿	-	-	Regeneron Pharmaceuticals	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 II期临床

临床II期研发管线							
药物类别	药物名	靶点	适应症	发病率(美国)	联合用药	联合开发	备注
抗肿瘤	Rogaratinib	pan-FGFR	尿路上皮癌	0.0230%	-	-	-
	Regorafenib		转移性结直肠癌	0.0400%	nivolumab	Bristol-Myers Squibb/Ono Pharmaceutical	-
心血管及肾脏疾病	BAY 2306001	IONIS-FXIRx	预防血栓形成	-	-	-	Ionis Pharmaceuticals赞助
	Osocimab	anti-FXIa antibody	预防血栓形成	-	-	-	-
	BAY 2433334	FXIa inhibitor	房颤患者脑卒中	-	-	-	预防
	BAY 2433334		脑卒中	-	-	-	二级预防
	BAY 2433334		主要心脏不良事件	-	-	-	预防
	Pecavaptan	vasopressin receptor	充血性心力衰竭	0.16%			
	Fulacimstat	chymase	慢性肾脏疾病	-	-	-	-
妇科	Levonorgestrel	progestin	避孕	-	indomethacin (NSAID) combi IUS	-	-
	Vilaprisan	S-PRM	子宫内膜异位				
其他	BAY 1817080	P2X3 antagonist	慢性咳嗽		-	-	-
	高剂量 Aflibercept	VEGF	年龄相关性黄斑变性	-	-	Regeneron Pharmaceuticals	-
	BAY 2586116	task channel blocker	阻塞性睡眠呼吸暂停	-	-	-	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 I期临床

临床I期研发管线						
疾病类别	抗肿瘤					
药物名	Selitrectinib	Rogaratinib	PTEFb抑制剂	ATR抑制剂	DHODH抑制剂	Copanlisib
	Regorafenib	Anetumab Ravtansine	Thorium (227Th) Anetumab Corixetan	PSMA-TTC	Her2-TTC	Radium-223 Dichloride combi Pembrolizumab
	Tinurilimab	ILDR2 fb Antibody	AhR抑制剂			
	心血管及肾脏疾病					
	Runcaciguat	sGC Activator 2	Vasopressin V1a Receptor Antagonist	P2X4 Antagonist		
	妇科					
	BDKRB1 Receptor Antagonist					
	其他					
	FVIII Gene Therapy	sGC Activator 3	PEG-ADM Inhale	PREP抑制剂		
	Muiti-Indication					
	P2X3 Antagonist	IRAK4 Inhibitor 1	IRAK4 Inhibitor 2			

资料来源：公司财务报告和披露信息

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队样

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn