西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外制药龙头解读系列之十三
百时美施贵宝BMS——2020年中报解读：

新基收购完成强力增厚业绩，7月已开始从疫情影响中恢复

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

百时美施贵宝：收购新基强力增厚业绩，7月已开始从疫情影响中恢复

1. 上半年实现收入209亿美元，同比增长71%，2019年11月20日公司完成Celgene（新基）并购，上半年为公司贡献营收84亿美元，占增长的69%。
2. 二季度受新冠疫情影响相关渠道库存波动，导致销售额下行约6亿美元，但7月份已经开始好转，预计到四季度疫情影响将降至最低。
3. 分品种来看，2020上半年抗血管生成和抗肿瘤药物Revlimid实现营收达58亿美元销售额，占总营收的28%，抗凝药物Eliqus上半年实现营收48.04亿美元，同比增长21%，抗肿瘤药物Opdivo上半年实现34.2亿元，同比减少6%，随着Opdivo用于晚期或复发性胃或胃食管连接部腺癌患者正式获得NMPA批准，预计下半年有望逐渐放量；
4. BMS作为生物药国际巨头，随着和新基的并购完成，未来仍将聚焦该领域，持续推进新产品/已上市产品新适应症获批和引入中国力度。已上市产品方面，PD-1单抗药物纳武单抗（Opdivo）已经进入12个III期试验，中国获批适应症达到3个；Opdivo + Yervoy (ipilimumab)经FDA批准用于成人患者的一线治疗无EGFR或ALK畸变的NSCLC；研发管线方面，包含临床III期26种，临床II期27种、临床I期44种。早期研发管线中以单抗等实体瘤和血液瘤药物为主。
5. 研发进展方面，细胞治疗临床试验3月份有所暂停，在7月期间已开始恢复。

风险提示

市场推广不理想；药物获批进展不达预期；药物研发失败的风险。

1、概览

1.1 业绩回顾

- **业绩概况：**2020H1实现营业收入209.1亿美元（+71.5%）其中单一季度+82.1%，单二季度+61.5%，调整后净利润11.9亿美元（-68.2%），利润端增速低于收入端主要系收购新基带来，管理费用增加较多和上半年研发支出增加较大导致。

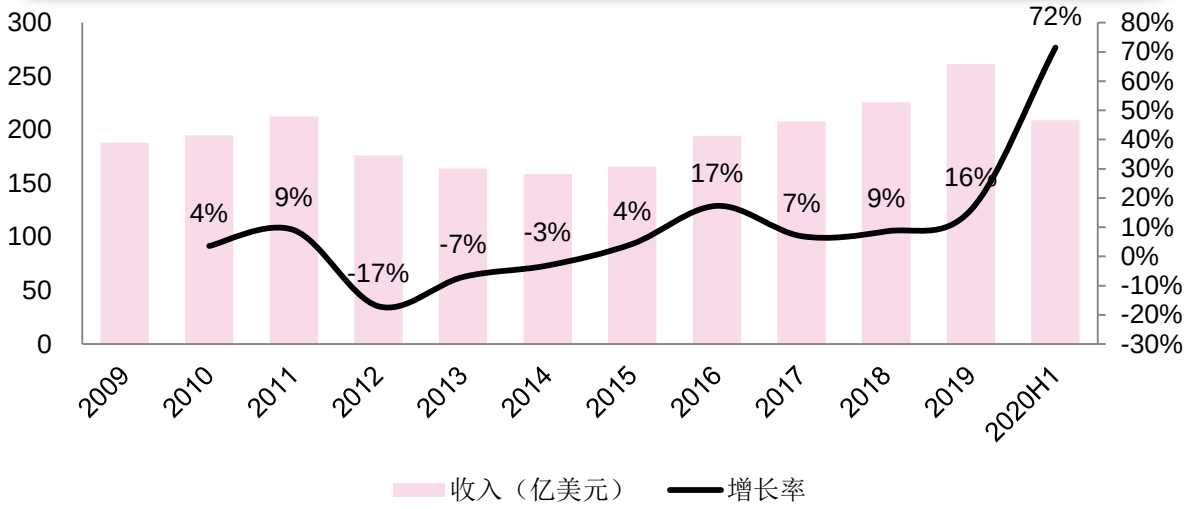
- **盈利预测与估值：公司全年收入指引有所下行；全年EPS指引从0.37-0.57美元下调至-0.06-0.09美元。基于non-GAAP的EPS指引略有上升，调整后EPS指引从6.00-6.20上调至6.10-6.25。**

- **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3.3%和7.7%。

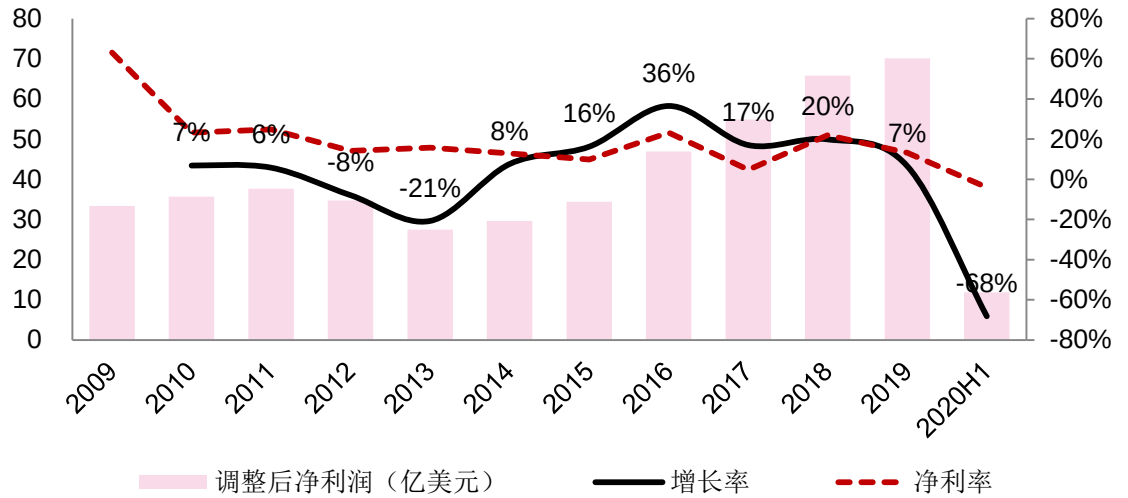
财务数据单位：亿美元

2020Q2					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	亿美元	2020E	2020E
101.3	+61.5	7	-63.8%	1.6	1393.4	9.7	8.2
2020H1					**收入指引**		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	2020		
209.1	+71.5%	11.9	-68.2%	-2.7	405-420		

BMS历史收入情况



BMS历史净利润情况（调整后）

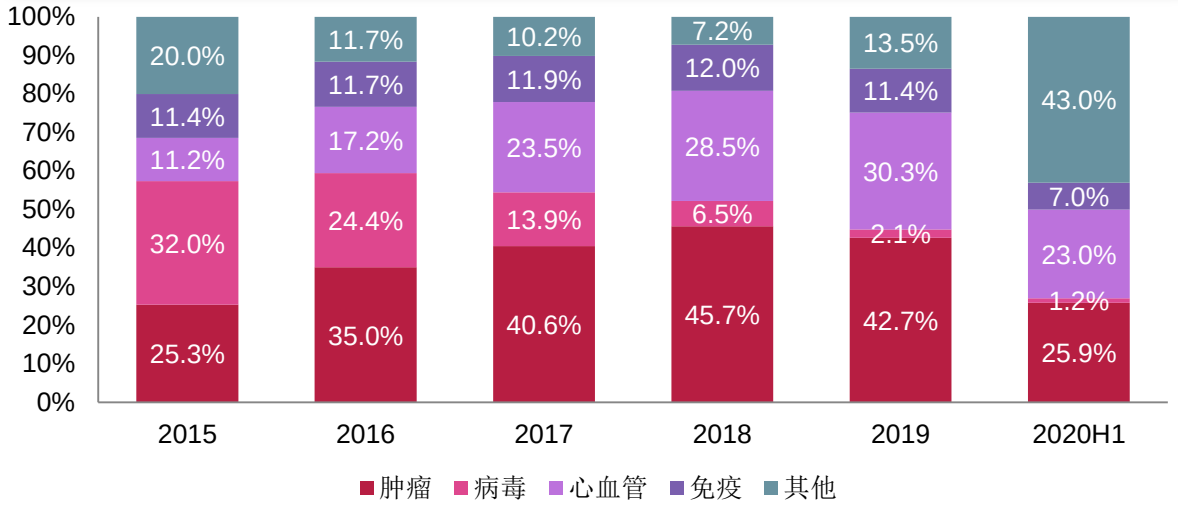


资料来源：公司财务报告和披露信息　　注：本报告Yoy按照相对2019年的固定汇率

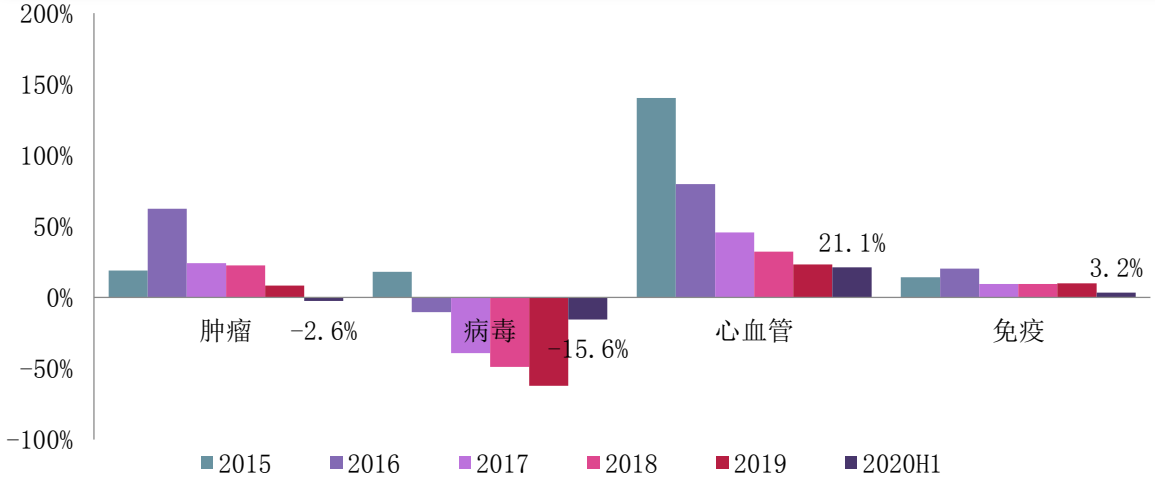
1.2 上半年主营业务收入拆分：心血管+21%，免疫+3%

- **上半年总收入为209亿美元**（+71.5%），**新基收购贡献了84亿美元的收入，占增长的69%。**2020年上半年其他项收入占比提升较大主要系收购新基的Revlimid收入较高。
- 主要的增长动力是抗血管生成和抗肿瘤药物**Revlimid**，营收达58亿美元，占总营收的28%。抗凝药物**Eliqus**营收48亿美元(+21%)，类风湿性关节炎药物**Orencia**营收14.6亿美元(+3%)，白血病药物**Sprycel**营收10.3亿美元(+3%)和多发性骨髓瘤药物**Empliciti**1.9亿美元(+12%)。

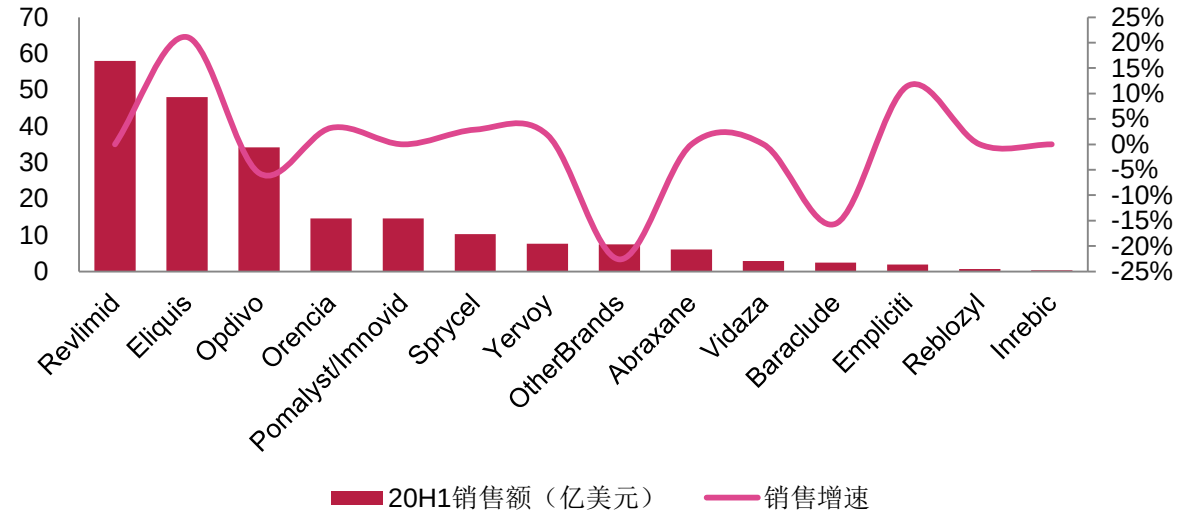
BMS药物板块历史收入结构



BMS药品部门按疾病领域销售增速



BMS药品部门大品种收入2020H1销售情况



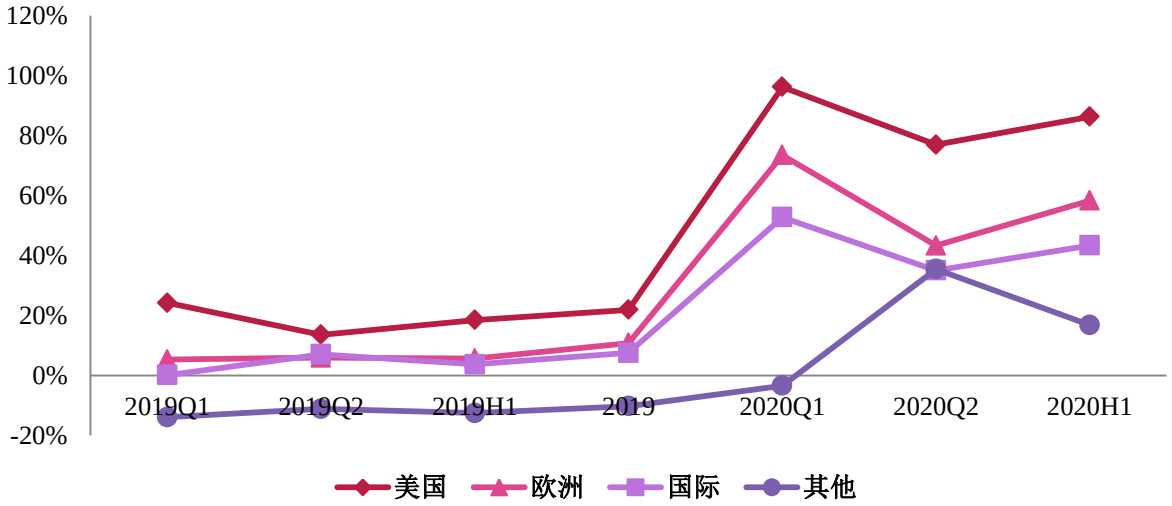
资料来源：公司财务报告和披露信息

2、药品部门分析

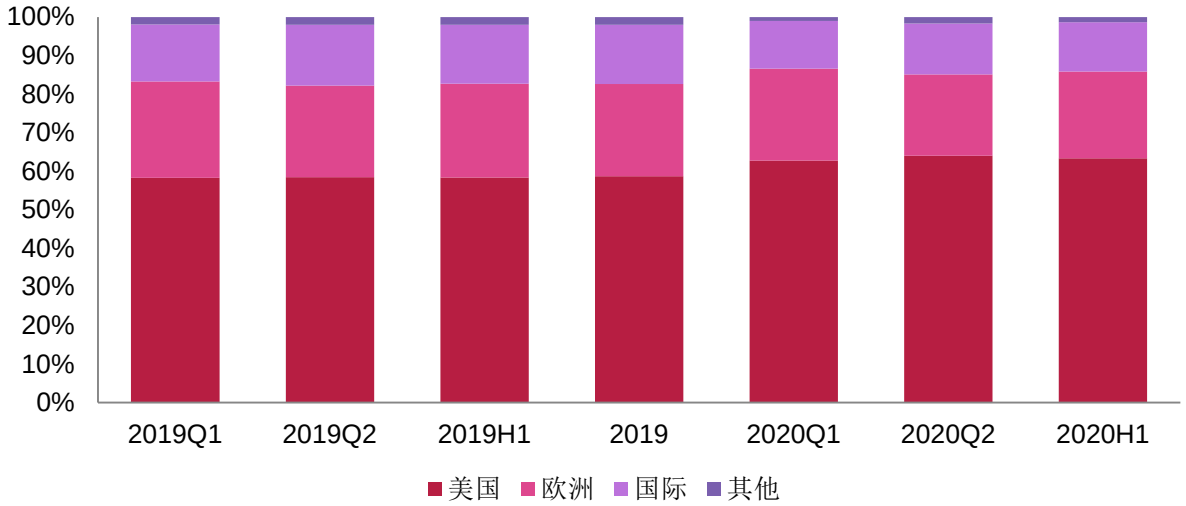
2.1 上半年各地区药品销售：非美国地区受COVID19冲击影响较大

- **美国+4.7%**，占比最大约为63.4%。主要为Revlimid和其他新基产品(一季度为29亿美元，二季度为28亿美元)的带动，以及对Eliquis的需求上升，抵消了对Opdivo的需求下降的影响。
- **欧洲-1.5%，**占比约为22.5%，主要因二季度受COVID-19影响，导致平均净售价较低。
- **国际地区-2.5%，**占比约为12.8%，主要因二季度受COVID-19影响，导致平均净售价较低。

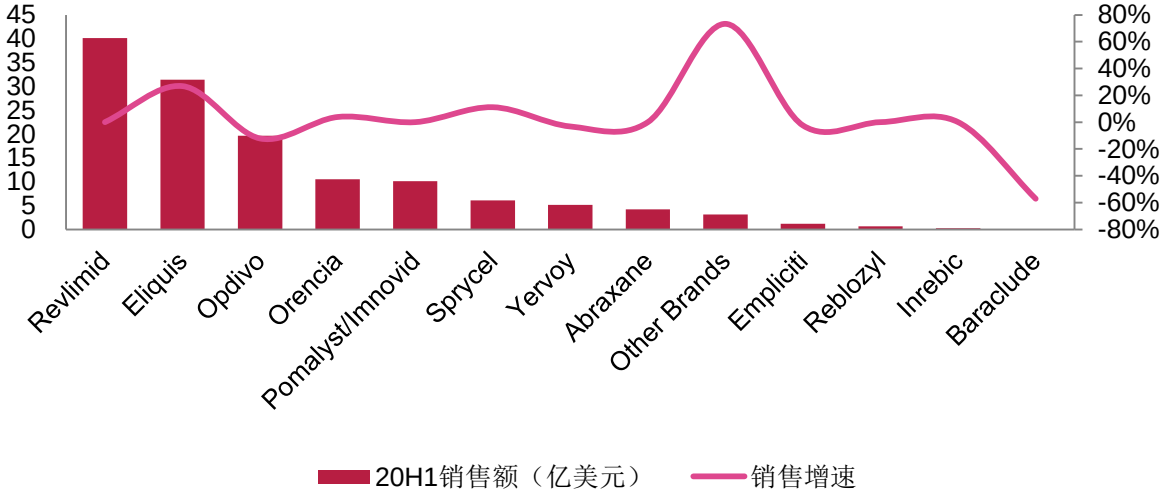
BMS药品部门各地区历史销售增速



BMS药品部门收入按地区结构



BMS药品部门大品种美国收入2020H1销售情况

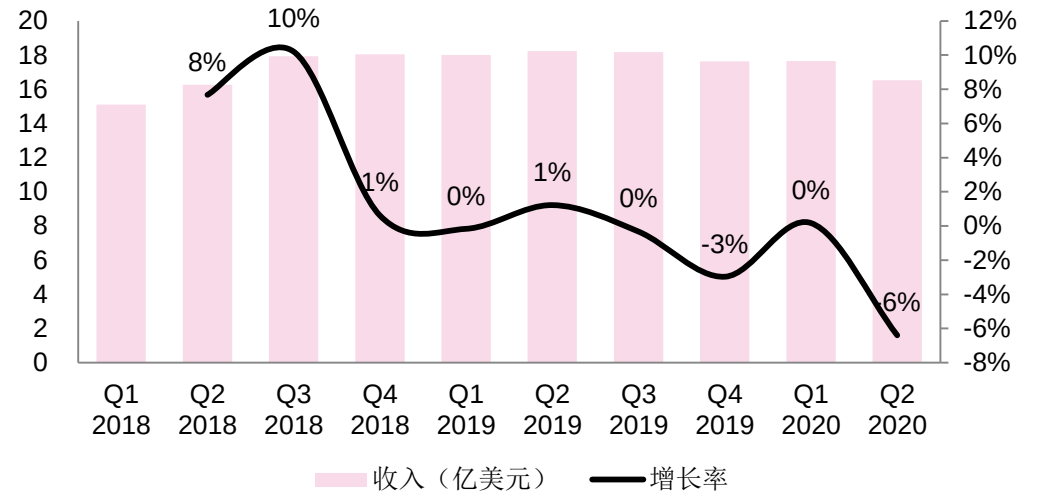


资料来源：公司财务报告和披露信息

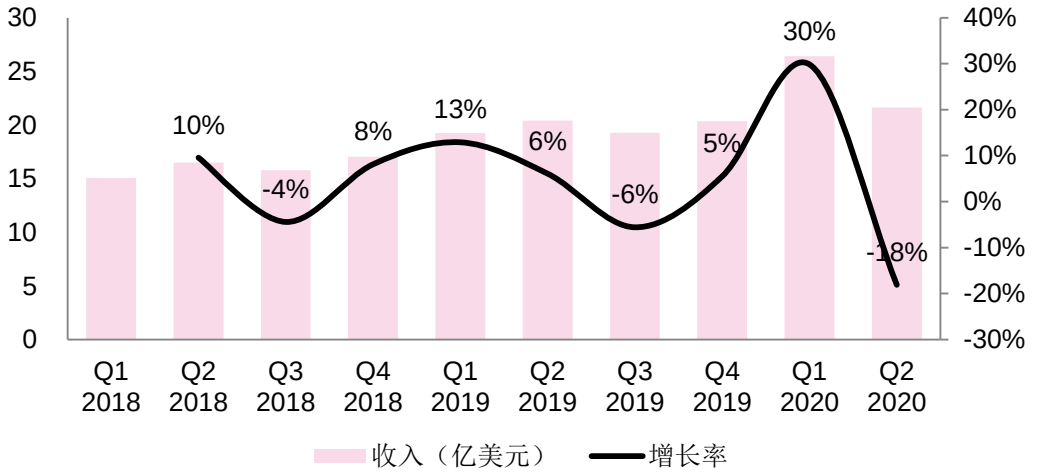
2.2 核心药品分析

- **抗肿瘤药物Revlimid：上半年收入58亿元，成为第一大品种**
  - Revlimid （来那度胺）2005年上市，上半年销售额超58亿美元，专利于2020年过期（部分于2027年到期），预计全年销售额有望超百亿美元。
- **抗凝药物Eliqus：上半年+21%**
  - 作为BMS传统销售第一的药物，上半年销售位居第二，上半年营收48.04亿美元，同比+21%；
- **抗肿瘤药物Opdivo：上半年34.2亿元（-6%）**
  - 主要因早期治疗的晚期肺癌市场较小，同时COVID-19影响下需求较低。
  - 随着Opdivo正式获NMPA批准用于晚期或复发性胃或胃食管连接部腺癌患者，O药在2020年下半年有望放量。

抗凝药物Eliqus历年销售情况



抗肿瘤药物Opdivo历年销售情况



资料来源：公司财务报告和披露信息

3、药品销售数据：抗肿瘤新产品增长较快

公司	药物商品名	药物通用名	适应症	靶点	获批	专利过期	2020Q2销售额（亿美元）	增速	2020H1净销售（亿美元）	增速
百时美施贵宝	抗肿瘤用药									
	Opdivo	纳武单抗	各类肿瘤	PD-1	2015	2031	16.53	-9%	34.19	-6%
	Revlimid	来那度胺	多发性骨髓瘤等	CRBN	2005	2020	28.84	-	57.99	-
	Sprycel	达沙替尼	慢性髓性白血病、急性淋巴细胞白血病	BCR/Abl、Src、c-Kit、Ephs等	2006	2020	5.11	-6%	10.32	3%
	Pomalyst	泊马度胺	多发性骨髓瘤等	CRBN	2013	2025	7.45	-	3.22	-
	Abraxane	白蛋白紫杉醇	多种癌症	β-tubulin	2005	2013	3.08	-	6.08	-
	Yervoy	伊匹单抗	黑色素瘤	CTLA-4	2011	2025	3.69	1%	7.65	2%
	Inrebic	fedratinib	骨髓纤维瘤	JAK2	2019	-	0.15	-	0.27	-
	Vidaza	阿扎胞苷	骨髓增生异常综合征	DNA甲基转移酶	2004	-	1.26	-	2.84	-
	Empliciti	埃罗妥珠单抗	多发性骨髓瘤	SLAMF7	2015	2031	0.97	7%	1.94	12%
	心脑血管									
	Eliquis	阿派沙班	深静脉血栓形成、肺栓塞等	凝血因子X	2012	2019	21.63	6%	48.04	21%
	自身免疫用药									
	Orencia	阿巴西普	类风湿性关节炎、银屑病关节炎等	CTLA-4-IgG1	2005	2021	7.50	-4%	14.64	3%
	专利过期产品									
	Baraclude	恩替卡韦	乙型肝炎、艾滋病	Polymerase	2005	-	1.21	-18%	2.43	-16%
	其他产品	其他产品	-	-	-	-	3.86	-20%	8.12	-16%

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期项目							
疾病类别	药物名	适应症	发病率（美国）	联合用药	靶点	联合开发	备注
实体瘤	OPDIVO（nivolumab） 靶点：PD-1	NSCLC	0.0568%	-	-	-	新辅助疗法、不可切除、
				ipilimumab	CTLA-4	-	EGFR+、1L、不可切除
		头颈癌	0.0151%	-	-	-	1L、局部晚期1L
				ipilimumab	CTLA-4	-	1L
		食管癌	0.0049%	-	-	-	2L食管癌、辅助治疗
				ipilimumab	CTLA-4	-	1L食管癌
		恶性胶质瘤	0.0040%	-	-	-	1L
		肝癌	0.0121%	-	-	-	辅助疗法、1L
				ipilimumab	CTLA-4	-	1L
		膀胱癌	0.0232%	ipilimumab	CTLA-4	-	1L
				Linrodostat	IDO1	-	新辅助，Muscle
				-	-	-	辅助
				Bacillus Calmette-Guerin	TB疫苗	-	高危 NON-Muscle Invasive
		肾细胞癌	0.0153%	-	-	-	辅助
				ipilimumab	CTLA-4	-	辅助
				Bempegaldesleukin	CD122	Nektar	1L
				ipilimumab	CTLA-4	-	转移性
				Cabozantinib	MET;VEGFR;RET	Dana-Farber	
		胃癌	0.0075%	-	-	-	辅助
				ipilimumab	CTLA-4	-	1L
		黑色素瘤	0.0261%	ipilimumab	CTLA-4	-	辅助
				Relatlimab	LAG-3	-	1L
				Linrodostat	IDO1		转移性1L
				Bempegaldesleukin	CD122	Nektar	1L
				-	-	-	辅助
		前列腺癌	0.094%（男性）	-	-	-	转移性CRPC
		乳腺癌	0.154%（女性）	-	-	-	新辅助 ER+/HER2-
		间皮瘤	0.0009%	ipilimumab	CTLA-4	-	1L
	Marizomib	恶性胶质瘤	0.0040%	-	Proteasome	Triphase Accelerator	可穿越BBB，新诊患者，1L；新基

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 III期临床

临床III期项目						
疾病类别	药物名	联合开发	靶点	适应症	发病率	备注
血液瘤	elotuzumab	-	SLAMF7	MM	0.0092%	1L，来那度胺连用
	luspatercept-aamt	新基，Acceleron	TGF-βligand	MDS	0.162%（>65岁）	接受过ESA治疗的、未接受过ESA治疗
	enasidenib	新基，Agios	IDH2	AML	0.0051%	RR IDH2 突变
	nivolumab	-	PD-1	CHL	0.0024%	复发性
	ide-cel	新基，Juno	BCMA CAR-T	MM	0.0092%	RR 2L 3L 4L
	DNMT抑制剂	-	DNMT	MDS	0.162%（>65岁）	降低风险
				AML	0.0061%	DNMT引起抑癌基因的异常DNA甲基化，在某些血癌中发生高甲基化和转录沉默
				血管免疫母T细胞性淋巴瘤	0.000056%	1~2% NHL（罕见病）
	romidepsin	Fujisawa，Astellas	HDAC	周围T细胞淋巴瘤	<0.001%	1L
	fedratinib	TargeGen，Sanofi	JAK1/2	骨髓纤维化	0.0015%	接受过Ruxolitinib治疗
	liso-cel	新基	CD-19 CAR T	进展型b细胞淋巴瘤	-	复发、难治型
免疫炎症	abatacept	-	CD69	特发性炎症性肌病	0.0008%	-
				肖格伦综合征	0.1~4%	-
	belatacept	-	CTLA4	肾移植	0.0044%	Calcineurin换药
	TYK2抑制剂	-	TYK2	银屑病	0.91~8.5%	-
	Ozanimod	新基	S1P1/5	MM	0.0092%	-
				溃疡性结肠炎	0.02%	-
				克罗恩病	0.1429%	-

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期项目							
疾病类别	药物名	适应症	发病率（美国）	联合用药	靶点	联合开发	备注
实体瘤	OPDIVO（nivolumab） 靶点：PD-1	CRPC	0.0123%	ipilimumab	CTLA-4	-	转移性
		乳腺癌	0.0768%	CDK4/6 Inhibitor	CDK4/6	-	新辅助 ER+/HER2-
		卵巢癌	0.0064%	-	-	-	
		结直肠癌	0.0401%	-	-	-	1L
		其他肿瘤	-	-	-	-	高TMB
	CCR2/5 Dual Antagonist^	其他实体瘤	-	Relatlimab	LAG 3	-	-
				Linrodostat	IDO1	-	-
				Bempegaldesleukin	CD122	Nektar	-
				-	-	-	-
	Anti-CTLA-4 NF^			-	CTLA-4	-	-
	Anti-CTLA-4			-	CTLA-4	-	-
疾病类别	药物名	联合开发	靶点	适应症	发病率		备注
血液瘤	elotuzumab	-	SLAMF7	MM	0.01%		RR 2L 4L nivolumab连用
	Iberdomide	新基	E3 ligase	MM	0.01%		-
	未披露1	-	-	MM	0.01%		复发或难治性，2L、4L+
	未披露2	-	-	AML	0.0061%		1L、 IDH2 新患
	未披露3	-	-	DLBCL	0.007%		3L、2L
				CLL	0.00598%		-
				CHL	0.00243%		儿童患者
				滤泡性淋巴瘤	0.0027%		3L+
				小儿B型急性淋巴细胞白血病	-		2L+
				原发性中枢神经淋巴瘤	-		2L
				非霍奇金淋巴瘤（弥漫性大B细胞淋巴瘤）	-		-
				儿科霍奇金淋巴瘤	-		-
				睾丸原发恶性淋巴瘤	-		-
	luspatercept-aamt	新基，Acceleron	TGF-β ligand	β-地中海贫血	0.001%		-
				骨髓纤维化	0.0015%		-
	未披露4	-	-	MDS	0.162%（>65岁）		Post HMA Failure

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II期项目						
疾病类别	药物名	联合开发	靶点	适应症	发病率	备注
免疫炎症	未披露4	-	-	银屑病关节炎	2.3%(患病率)	
				狼疮性肾炎	-	
				系统性红斑狼疮	-	
				克罗恩病	0.1429%(患病率)	
				溃疡性结肠炎	0.02%	
	Iberdomide	新基	E3 ligase	系统性硬皮病	0.92~0.43% (患病率)	
	cendakimab	-	IL-13	嗜酸细胞性食管炎	0.01%	
	branebrutinib	-	BTK	类风关		
		-	-	系统性红斑狼疮	-	
		-	-	海支综合征	-	-
纤维化疾病	HSP47	-	-	纤维化	-	热休克蛋白47
	Pegbelfermin	-	-	NASH	1.5%~6.45% (患病率)	聚乙二醇化成纤维细胞生长因子21类似物
	JNK抑制剂	-	-	特发性肺纤维化	0.0107%	JNK：调节改变的基因表达、细胞存活和增殖，以应对细胞因子和生长因子、有害刺激和致癌转化
				NASH	1.5%~6.45% (患病率)	
	LPA1 拮抗剂	-	-	肺纤维化	-	
心脑血管	阿哌沙班	辉瑞	factor Xa	儿童心脏病	-	
	cimlanod	-	-	心力衰竭	0.16%	-
	凝血因子XIa	-	-	血栓性疾病	-	-

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期项目							
疾病类别	实体瘤						
药物名	Relatlimab	NLRP3激动剂	Anti-TIM-3	STING激动剂	TIGIT单抗	CD73单抗	BET抑制剂
	SIRPα单抗	CD3xPSCA	IL8单抗	AHR拮抗剂	Anti-CTLA-4 NF Probody	Anti-	AR-LDD
	NKG2A单抗	OX40单抗	motolimod	LSD1抑制剂	-	-	-
疾病类别	血液瘤						
药物名	BCMA ADC	CELMoD	BCMA CAR T	BCMA TCE	BCMA NEX T	relatlimab	nivolumab
	CD3xCD33	CELMoD	BET抑制剂	SIRPα单抗	LSD1抑制剂	CD19 NEX T	CD22 ADC
疾病类别	免疫炎症						
药物名	TYK2抑制剂 x 2	TLR7/8拮抗剂	S1PR1激动剂	IL-2激动剂	MK2抑制剂	Anokion	
适应症	自身免疫					免疫耐受	
疾病类别	纤维化			心血管		神经系统	
药物名	LPA1激动剂		NME	FPR-2 激动剂	Relaxin	XIA抑制剂	FAAH/MGLL双抑制剂
适应症	肺纤维化		纤维化	心脏衰竭	心脏衰竭	血栓性疾病	神经系统

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

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
	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