西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外制药龙头解读系列之二
百健BIIB——2020年中报解读：

Tecfidera延续强劲业绩，多元化研发总布局初露锋芒

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

百健制药：Tecfidera延续强劲业绩，多元化研发总布局初露锋芒

1. 受到新冠疫情影响，公司核心产品上半年销售增速明显（+7%），全年收入指引中低个位数增长不变。
2. 分业务来看，公司收入来源逐渐多元化，主要收入来源为自有品种销售收入（79%）；CD20合作项目上半年收入下滑明显（-21.4%），可能受罗氏专利Rituxan过期影响；药物许可费（+25.4%）与其他收入（+14.4%）增速均大幅上升。
3. 分品种来看，公司自有品种收入占比最多的为多发性硬化症药物（74%），受疫情影响该板块的核心产品Tecfidera销售增长迅速（+7%）；其次为脊髓性肌萎缩症用药，单品种Spinraza提供了19%的产品收入；生物类似药板块继续保持较高的销售增速（+9%）；总体看公司产品收入平均化趋势明显，生物类似药布局逐步推进。
4. 分地区看，美国为百健主要销售地区，但占总销售额比例自2014年起逐年下降，2020年上半年增速有所回升（+1.6%）。自2017年起在全球市场发力，国外产品收入增速逐渐超过国内，2020年上半年除美国外其他地区销售额增速为+4%。
5. 2020年7月，公司完成了向FDA提交的关于aducanumab治疗阿兹海默病的BLA（生物制品上市申请）。如获批准，aducanumab将成为全球首款用于治疗阿兹海默病的上市药物，为公司自有产品带来良好的前景预期。
6. 公司研发布局多元化，从多发性硬化症、脊髓性肌萎缩症涉足眼科、自身免疫、神经系统等其他领域，其中以阿兹海默症为重点，对其公司现有5款不同研发进度、不同靶点的药物品种。

风险提示

CD20合作项目销售额大幅下滑；疫情影响下研发进度、BLA进度缓慢；药物研发失败的风险。

1、概览

1.1 业绩回顾

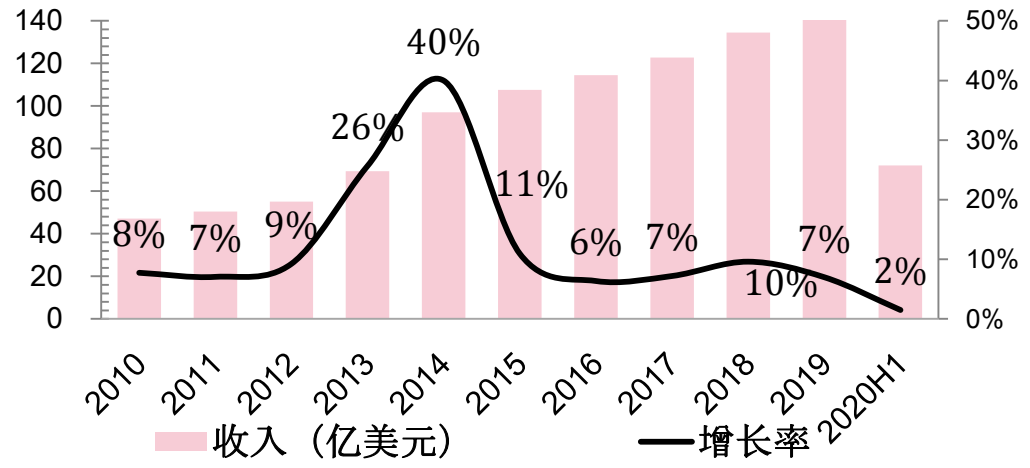
- **业绩概况：**2020年H1实现营业收入72.2亿美元（+1.5%），其中单一季度+1.3%，单二季度+1.8%，调整后净利润32.3亿美元（+3.9%）。
- **盈利预测与估值: 公司全年收入指引约1.4%的增长；EPS与收入趋同；预计2020年收入约为138亿至142亿美元，EPS在34.0美元至36.0美元之间。**
- **历史收入及利润增速：**公司2009~2019年收入以及调整后净利润CAGR分别为12.6%和18.1%。

财务数据单位：亿美元，固定汇率下

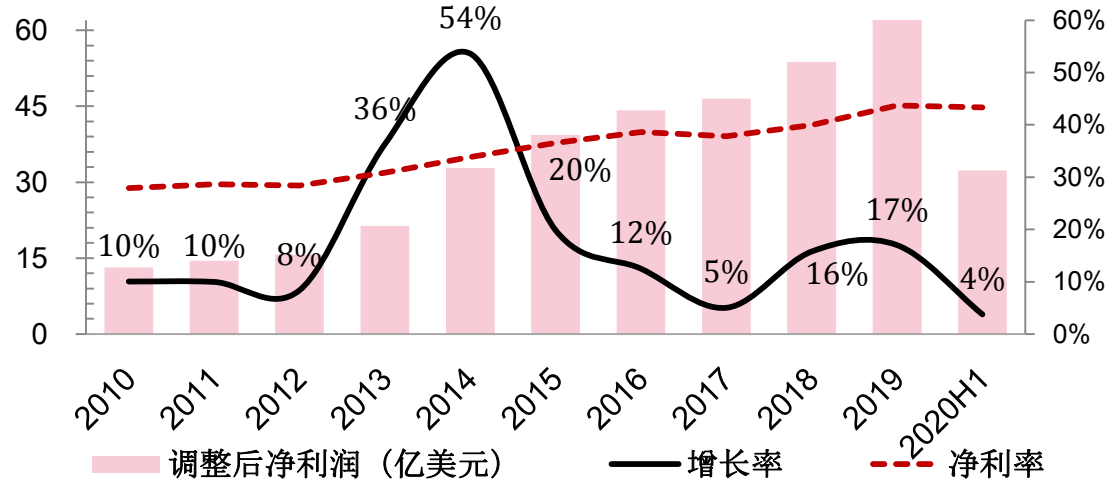
2020Q2					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	亿美元	2020E	2021E
36.8	+1.8%	16.5	-4.0%	10.3	428	-	-
2020H1					收入指引		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	2020		
72.2	+1.5%	32.3	+3.9%	19.4	138-142		

注：总市值为2020年9月24日收盘信息

百健历史收入情况



百健历史净利润情况（调整后）

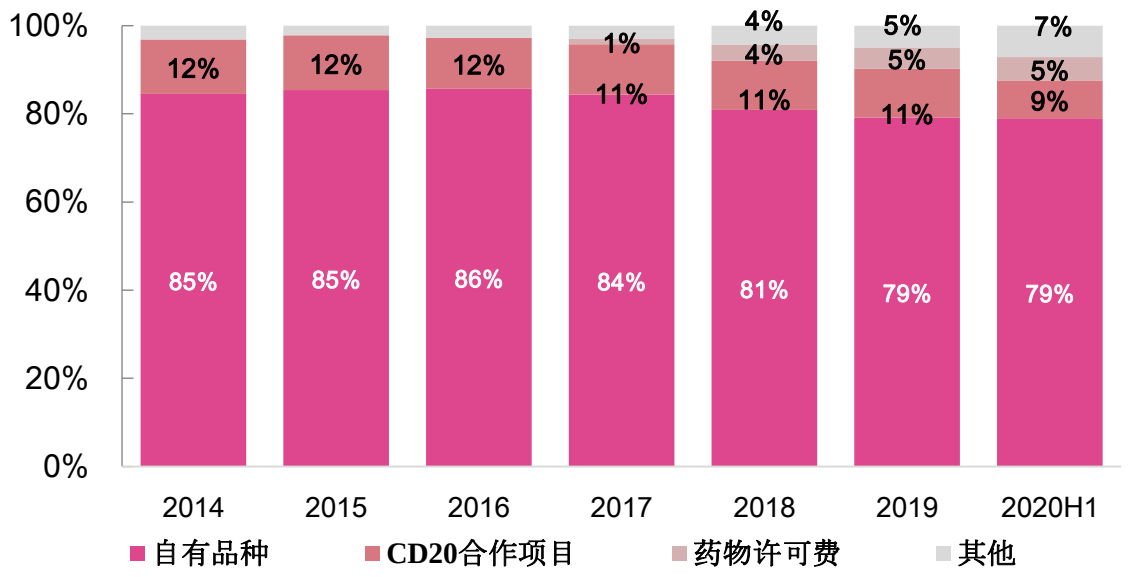


资料来源：公司财务报告和披露信息

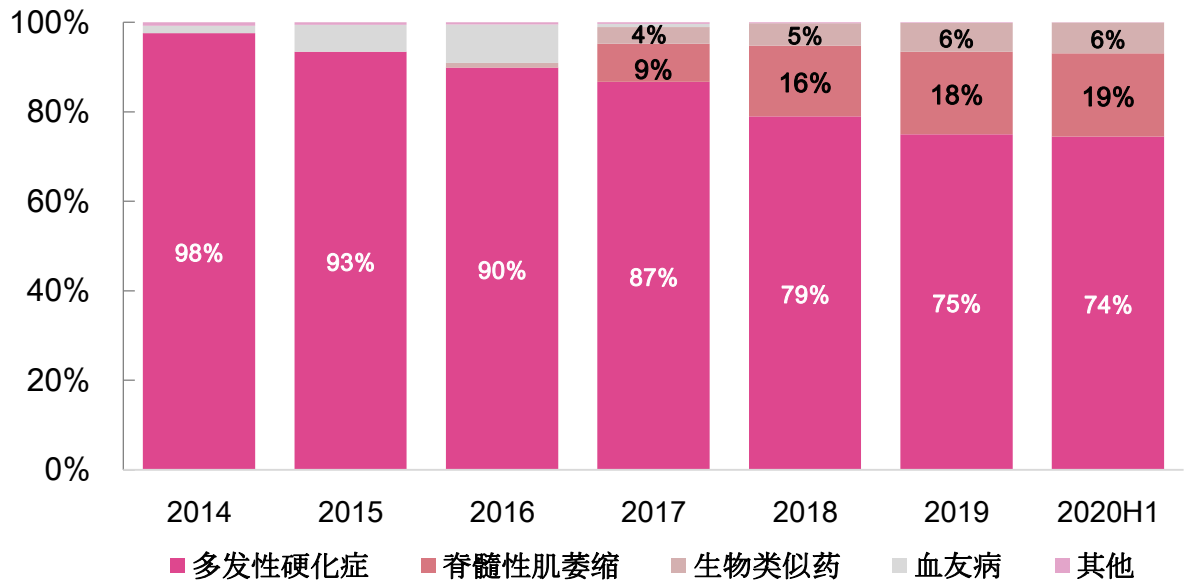
1.2 上半年主营业务收入拆分：自有品种+2.5%，CD20合作项目-21.4%，药物许可费+25.4%，其他收入+14.4%

- **上半年总收入为**72.2亿美元（+1.5%），其中自有品种57亿美元（+2.5%），CD20合作项目6.2亿美元（-23.0%），药物许可费3.8亿美元（+30.0%），其他5.2亿美元（+14.4%）；
- **自有品种部门上半年+2.5%**：在核心药品Tecfidera（+6.6%）的推动下，自有品种板块的销售额增长了2.5%；
- **CD20合作项目上半年-21.4%：**二季度该合作项目的收入主体RITUXAN/GAZYVA在美净销售额（-31%）与销售量（-25%）大幅下降；
- **药物许可费上半年+25.4%：**主要由于OCREVUS的许可费在第一季度的大幅提升所带动（+45%）；
- **其他收入上半年+14.4%：**主要是由于百健的一个合作伙伴获得了价值大约3.3亿美元的知识产权许可。

百健历史收入结构



百健自有品种板块历史收入结构

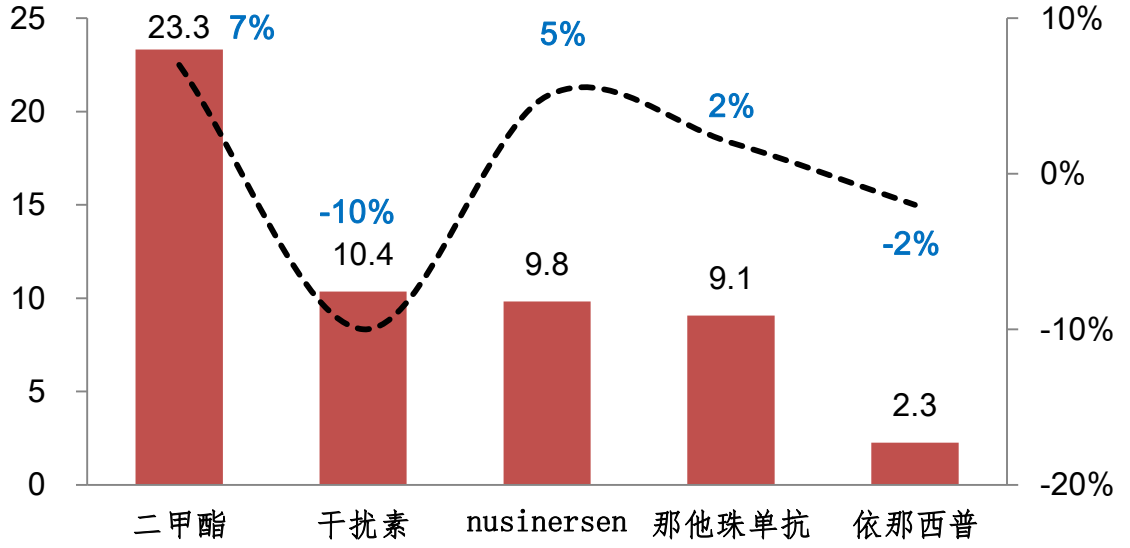


资料来源：公司财务报告和披露信息

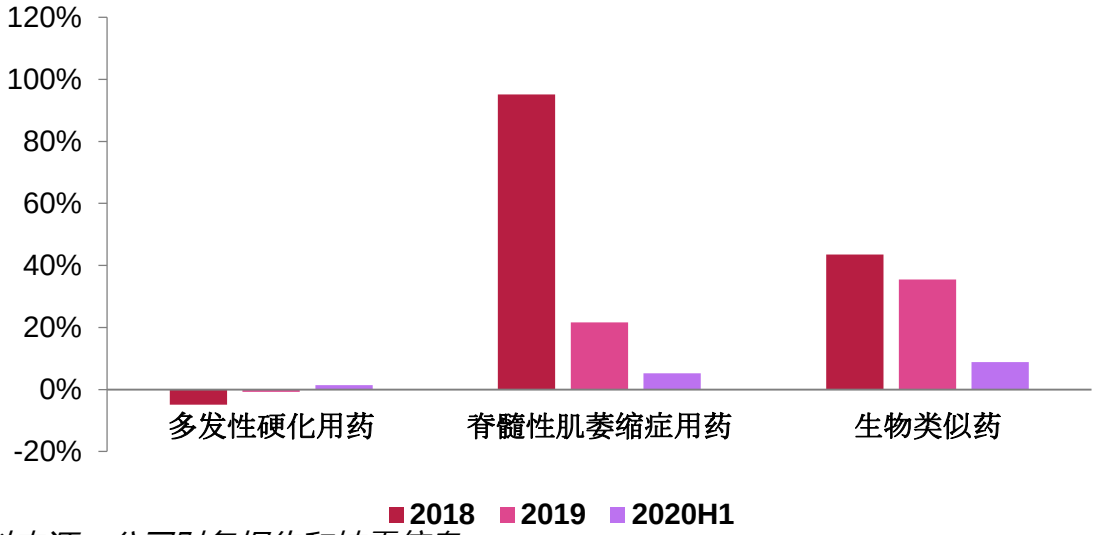
1.3 自有品种销售额增长了2.5%，达到57亿美元

- **分疾病领域看**，近三年来多发性硬化用药销售增速最低，2020H1出现正增长；脊髓性肌萎缩症用药从高速发展回归缓慢上升；生物类似药是目前销售增速最高的药物品种。
- **分产品品种看**，多发性硬化症药物Tecfidera是公司的核心产品，于上半年提供了23.3亿美元收入，同时+7%的增速弥补了其他主要商品的低、负增长。
- **分国内国外看，**美国为百健主要销售地区，2015-2016年国内销售额保持快速增长（+17.6%和+7.7%），而2017-2019年呈现负增长，至今年上半年增速回升至+1.6%。与此同时，2017-2020年上半年，除美国外其他地区销售额增速分别为+20.6%、+22.4%、+14.2%和+4%，均高于国内。

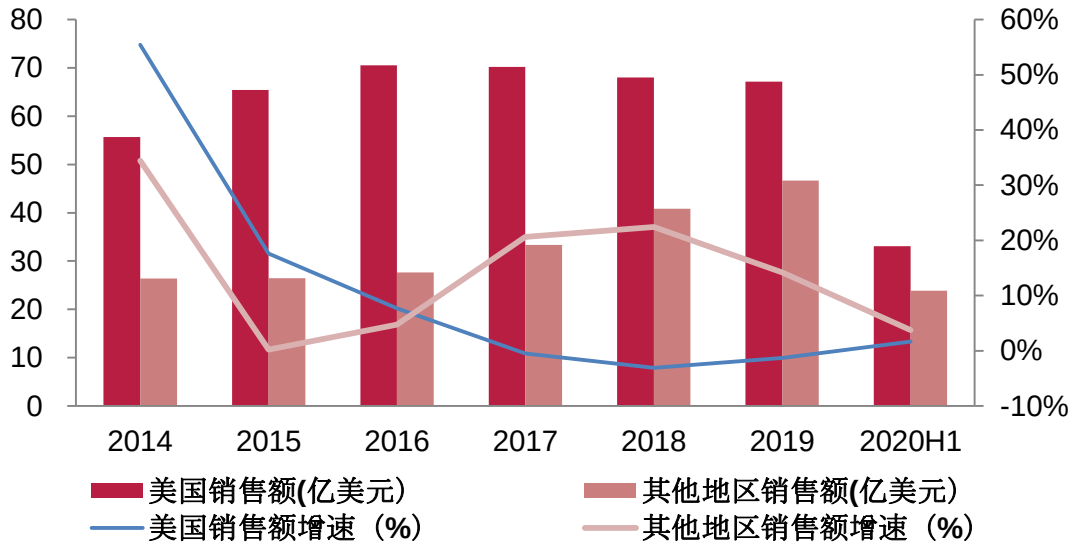
百健前五大商品上半年销售情况



百健药品部门按疾病领域销售增速



百健药品部门国内外销售情况



资料来源：公司财务报告和披露信息

3、药品销售数据：生物类似药增长较快

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净销售额（亿美元）	增速
百健	多发性硬化用药									
	Tecfidera	富马酸二甲酯	多发性硬化症	烟酸受体	2013	2018	11.8	3.0%	23.3	7.0%
	Vumerity	富马酸diroximel	多发性硬化症	Nrf2	2019	-	0.1	-	0.1	-
	Interferon	干扰素	多发性硬化症	干扰素α/β受体	-	-	4.8	-13.0%	10.4	-10.0%
	Tysabri	那他珠单抗	多发性硬化症、克罗恩病	α-4整合素	2004	2015	4.3	-9.0%	9.1	2.0%
	Fampyra	达伐吡啶	多发性硬化、脊髓损伤、帕金森等	钾离子通道	2010	2018	0.2	-5.0%	0.5	9.0%
	脊髓性肌萎缩症用药									
	Spinraza	nusinersen	脊髓性肌萎缩症	SMN-2	2016	-	5.0	1.0%	9.83	5.0%
	生物类似药、其他									
	Fumaderm	富马酸二甲酯	牛皮癣	Nrf2	-	-	0.0	-26.0%	0.07	-25.0%
	Benepali	依那西普	类风湿性关节炎等	TNFα	-	-	1.1	-12.0%	2.26	-2.0%
	Flixabi	英夫利昔单抗	克罗恩病, 类风湿关节炎等	TNF-α	-	-	0.2	24.0%	0.38	41.0%
	Imraldi	阿达木单抗	风湿关节炎等多种自生免疫疾病	TNF-α	-	-	0.5	0.0%	0.92	28.0%

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	联合开发	靶点	适应症	发病率(美国)	备注
神经系统	Tofersen	Ions	SOD1 antisense RNA	肌萎缩性侧索硬化症	0.0037%(患病率)	降低SOD1表达
	glibenclamide	-	SUR1-TRPM4	大半球梗死(中风)	-	SUR1-TRPM4 is involved in brain edema formation
	BAN2401	卫材	β淀粉样蛋白	阿兹海默病	50%（>80岁）	-
眼科	BIIB112(NSR-RPGR)	-	RPGR基因疗法	视网膜色素变性	0.007%(男性)	X-linked罕见病
	timrepigine emparvovec	-	REP1基因疗法	无脉络膜	0.002%	无脉络膜为基因缺失疾病（CHM），导致了4%的失明

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	联合开发	靶点	适应症	发病率(美国)	备注
神经系统	cinpanemab	Neurimmune	Tau蛋白	帕金森	0.017%	-
	vixotrigine	Convergence	Nav1.7 channel	三叉神经痛	0.0120%	-
				小纤维神经病	0.0117%	-
	gosuranemab	BMS	Tau蛋白	阿兹海默病	50%（>80岁）	-
	Natalizumab	-	整合素α4	癫痫	0.04%	
	glibenclamide	-	SUR1-TRPM4	脑挫伤	创伤性脑损伤发生率0.37%	-
	BIIB104(AMPA)	辉瑞	AMPAR	精神分裂症	0.015%	FirstInClass，机理为促进神经传递
	Opicinumab	-	anti-LINGO	多发性硬化症	0.003%	MS在白人中发病率较高，有助于Myelin生长
	TMS-007	TMS	plasminogen	中风	0.171%	潜在BESTINCLASS，400万美金upfront，溶解血块，抑制炎症

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(续)、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(美国)	备注
免疫炎症	BIIB059	阿斯利康	BDCA2	系统性硬皮病	0.92~0.43%(患病率)	-
	Dapirolizumab pegol	UCB	anti-CD40L	系统性硬皮病	0.92~0.43%(患病率)	-

临床I期项目							
疾病类别	神经系统						
药物名	BIIB061	BIIB076	IONIS-C9Rx	BIIB080	BIIB091	BIIB094	BIIB095
适应症	MS	AD,Tau	ALS	AD,Tau	MS（BTK）	LRRK2-antisense	神经痛(Nav1.7)
药物名	BIIB100	BIIB110		BIIB118	BIIB101	-	-
适应症	ALS,Exportin	SMA（Myostatin，activin)		Parkinson's	Multiple System Atrophy	-	-

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