

“药王”销售下滑，多产品推动向好

——艾伯维 2019 全年业绩分析

强于大市（维持）

日期：2020 年 02 月 18 日

行业核心观点：

2019 年公司实现营业收入 332.66 亿美元，同比增长 1.6%；净利润实现 78.82 亿美元（GAAP）。全年摊薄每股收益 5.28 美元（GAAP），同比增长 44.3%。调整后摊薄每股收益 8.94 美元，同比增长 13%。

公司收入稳定增长，修美乐国际市场竞争加剧但美国继续保持增长，短期内没有大幅下滑的风险，公司血液肿瘤产品销售快速增长，有望继续保持高增速。2019 年中公司宣布收购艾尔建，获得了明星产品保妥适和艾尔建在眼科保健、中枢神经系统等领域的研发储备。但是公司净利润波动较大，收购标的艾尔建近年市场表现不佳，收购后能否为公司业务带来明显获益仍有待检验。

投资要点：

● 修美乐美国市场维持专利，国际市场竞争加剧

修美乐（Humira）总体销售小幅下滑 3.8%，得益于修美乐成功在美国地位维持专利至 2023 年，因此美国销售额继续保持了稳定增长，实现销售 148.64 亿美元，同比上升 8.6%。而欧洲地区和中国由于专利到期，修美乐已面临日益激烈的市场竞争，销售额同比下降 31.1%，至 43.05 亿美元。因此虽然国际市场竞争加剧，但是修美乐也通过降价等进行应对。并且美国地区专利维护成功，修美乐最大的市场得以完整保留，短期内避免了出现销售大幅下跌的极端情况。

● 新兴产品开始贡献规模销售，有望成为爆款产品

公司在免疫产品、血液肿瘤布局发展势头良好：产品依布替尼（Imbruvica）、维奈妥拉（Venclexta）均录得不俗的销售增长，有望成为未来的爆款产品，填补修美乐到期的销售下滑。

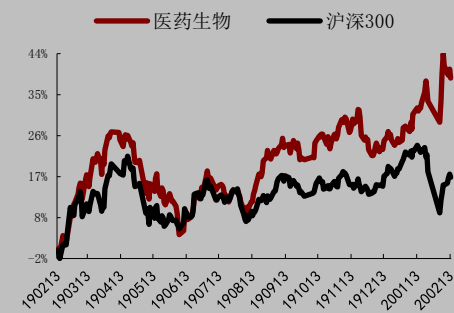
● 对艾尔建完成重磅收购，布局医疗美容等热门业务

2019 年 6 月公司宣布以 630 亿美元收购艾尔建，通过对艾尔建的收购，公司获得了明星产品保妥适和艾尔建在眼科保健、中枢神经系统等领域的研发储备。

● 风险因素：

修美乐全球市场进一步下滑的风险、收购艾尔建整合不及预期的风险。

医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 02 月 13 日

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

目录

公司整体业绩情况.....	3
1.1 公司业绩营收持续增长，净利润波动幅度较大.....	3
1.2 北美仍是最大市场，国际销售销售下滑.....	3
2. 产品销售情况.....	3
2.1 阿达木单抗市场竞争加剧，血液肿瘤治疗成为新的增长点.....	3
2.2 产品销售情况总览.....	5
3、重大收购.....	5
4、风险提示.....	5
图表 1：艾伯维营业收入情况（亿美元）.....	3
图表 2：艾伯维净利润情况（亿美元）.....	3
图表 3：艾伯维销售收入构成（按地区）.....	3
图表 4：艾伯维销售收入构成（按项目）.....	3
图表 5：修美乐销售情况（亿美元）.....	4
图表 6：血液肿瘤产品销售情况（亿美元）.....	4
图表 7：主要产品销售总览(亿美元).....	5
图表 8：艾尔建医疗美容产品.....	5

公司整体业绩情况

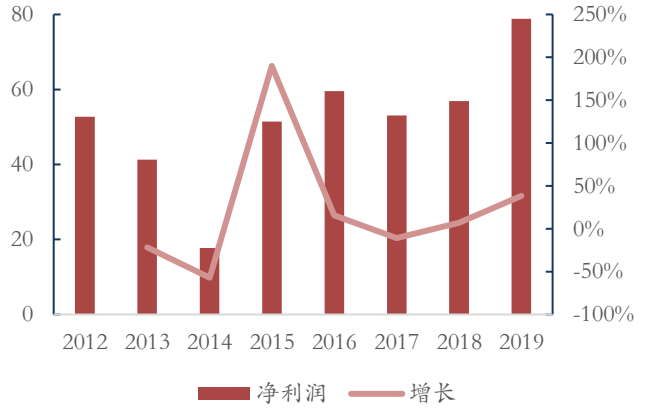
1.1 公司业绩营收持续增长，净利润波动幅度较大

2019年公司实现营业收入332.66亿美元，同比增长1.6%；净利润实现78.82亿美元（GAAP）。全年摊薄每股收益5.28美元（GAAP），同比增长44.3%。调整后摊薄每股收益8.94美元，同比增长13%。

图表1：艾伯维营业收入情况（亿美元）



图表2：艾伯维净利润情况（亿美元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

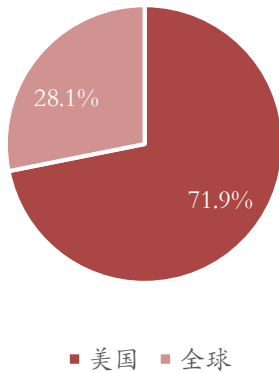
资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 北美仍是最大市场，国际销售销售下滑

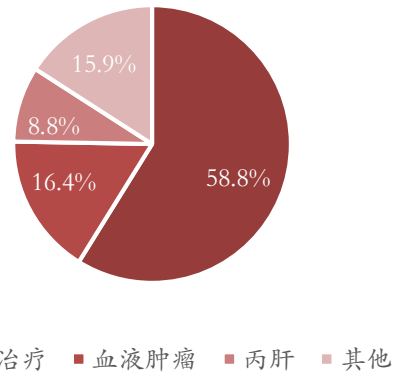
美国区是公司最大的销售市场，2019年公司美国收入239.07亿美元，同比增长11.1%；但是国际业务有所下滑，收入93.59亿元，同比下滑16.5%。

免疫治疗是公司规模最大的业务线，2019年实现收入195.71亿美元，同比小幅下滑1.8%；血液肿瘤治疗是公司销售增速最快的业务，实现收入54.66亿元，同比大幅增长39%，丙肝治疗和其他业务同比分别下滑19%和3.4%。

图表3：艾伯维销售收入构成（按地区）



图表4：艾伯维销售收入构成（按项目）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2. 产品销售情况

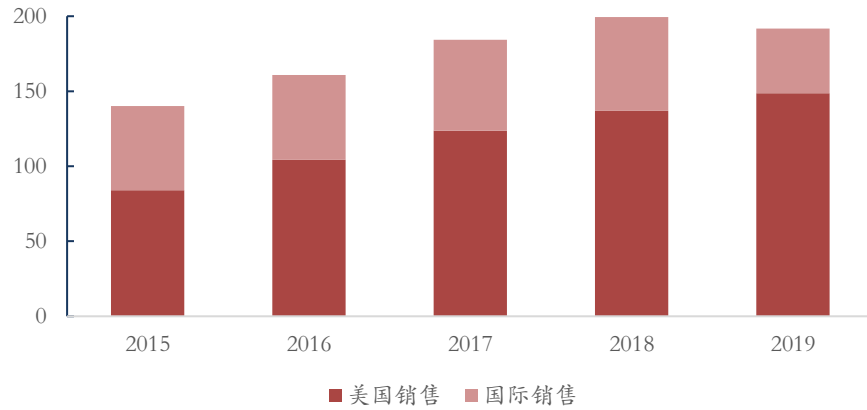
2.1 阿达木单抗市场竞争加剧，血液肿瘤治疗成为新的增长点

阿达木单抗上市后销售便一路快速增长，但是随着专利期限到来，特别是欧洲地区专利到期和生物仿制药的竞争，使得修美乐国际销售下降明显。在美国公司成功维护专利期至2023年，继续保持了修美乐在美国的销售增长。2019年修美乐实现收入191.69亿美元，在美国销售收入148.64亿美元，同比上升8.6%，国际销售额同比下降31.1%，

至43.05亿美元。

公司免疫治疗新产品Skyrizi是IL-23抑制剂，主要用于治疗中重度斑块型银屑病，2019年4月FDA批准上市，同期全球销售收入3.55亿美元，后续有望继续快速增长。

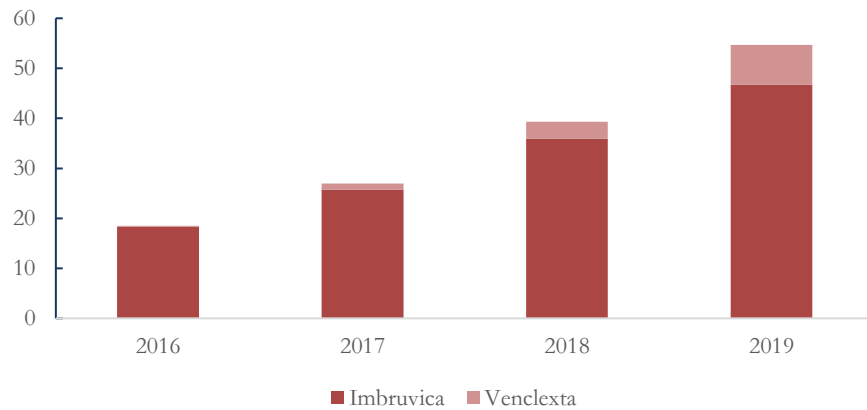
图表5：修美乐销售情况（亿美元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司依布替尼作为首个上市的BTK抑制剂，2019年销售收入46.74亿美元，同比增长30.2%，显示了强大的临床应用市场；同时公司另一款产品Venclexta，是全球第一个上市的Bcl-2抑制剂，在2016年4月，被FDA批准用于治疗17p染色体缺失的慢性淋巴细胞白血病，2019年实现销售7.92亿美元，同比增长超过100%。两款产品带动了血液肿瘤业务的快速增长。

图表6：血液肿瘤产品销售情况（亿美元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 产品销售情况总览

图表7：主要产品销售总览(亿美元)

适应症	药品	2019 (全球)	增长率
自身免疫疾病	Humira	191.69	-3.9%
	Skyrizi	3.55	-
	Rinvoq	0.47	-
血液肿瘤	Imbruvica	46.74	30.2%
	Venclexta	7.92	>100%
丙肝	Mavyret	28.93	-15.9%
	Viekira	0.36	-
胰酶缺乏症	Creon	10.41	12.2%
前列腺癌	Lupron	8.87	-0.5%
甲状腺功能减退	Synthroid	7.86	1.3%
呼吸道合胞病毒感染	Synagis	7.18	-1.2%
帕金森症	Duodopa	4.61	7.2%
麻醉	Sevoflurane	3.48	-10.9%
抗逆转录病毒治疗	Kaletra	2,83	-15.8%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、重大收购

艾伯维和艾尔建宣布，双方已签订最终交易协议，艾伯维将按照协议以现金和股票交易的形式收购艾尔建，交易价格约为630亿美元（约合人民币4335亿元）。预计收购完成后，艾伯维将获得明星产品保妥适、其他医美产品和艾尔建在眼科保健、中枢神经系统等领域的研发储备。

图表8：艾尔建医疗美容产品

产品	适应症
保妥适 (Botox)	暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人中度至重度皱眉纹。
Mcghan	隆乳和乳房再造
Natrelle	整形外科手术中隆乳和乳房再造
Juvéderm	面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中度或重度鼻唇沟皱纹

资料来源：公司官网，万联证券研究所

4、风险提示

修美乐全球市场进一步下滑的风险、收购艾尔建整合不及预期的风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场