

海外制药龙头解读系列之
默沙东——2020年财报解读：

K药独尊，中国市场领涨全球

西南证券研究发展中心
2021年3月

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

默沙东：K药独尊，中国市场领涨全球

1. 受新冠疫情负面影响，2020年公司全年营收不及预期，为480亿美元，同比+2%，其中药物销售收入430亿美元，动物保健收入47亿美元。
2. 分药物品种看，抗肿瘤药Keytruda单品种实现收入144亿美元（+30%），贡献药物销售额的33%，为公司主要收入来源。另外两种联合推广的抗肿瘤药物Lynparza和Lenvima，分别实现收入7.2亿美元（+63%）和5.8亿美元（+44%），也为推动业绩的增长做出了贡献。疫苗板块贡献稳定现金流，Gardasil/Gardasil 9实现收入39.4亿美元（+5%）；疫情背景之下，对于肺炎疫苗的兴趣也被激发出来，Pneumovax 23实现收入10.9亿美元（+17%）。西格列汀持续面临价格下行的压力，Januvia实现收入33.1亿美元（-6%），Janumet实现收入19.7亿美元（-3%）。急症护理产品收入12亿美元（+6%），Prevymis收入2.8亿美元（+70%）。
3. 分地区看，美国市场2020年实现收入194.5亿美元，同比增长3%，占全球市场的45%。中国市场主要受到Keytruda和Gardasil 9两大产品的推动，2020年实现收入35.3亿美元，同比增长13%，占全球市场的8.2%，超越日本，成为默沙东在继美国、欧洲以外的全球第3大市场。
4. 公司2020年研发投入增加至135.58亿美元，同比增长37%。Organon的拆分预计在2021Q2完成，此后默沙东将专注于肿瘤、疫苗、医院产品、动物保健等领域，将更大力度地投入研发来挖掘突破性创新疗法，赋予产品管线更高的价值。
5. 公司对2021年的收入预期为518~538亿美元，一方面Keytruda仍有巨大增长空间，另一方面各项业务将从COVID-19疫情中逐渐恢复。Keytruda在晚期癌症治疗领域是绝对的重磅品种，未来在多种癌症的肿瘤免疫治疗仍有巨大的探索空间，Lynparza、Lenvima与Keytruda的联合用药方案也在不停探索中；疫苗板块中，HPV疫苗Gardasil 9在全球范围内仍有巨大的潜在需求，后续新一代肺炎结合疫苗V114值得关注。

风险提示

新品上市销售额不符预期；疫情影响研发进度；药物研发失败的风险；疫苗安全事故。

1.1 业绩回顾

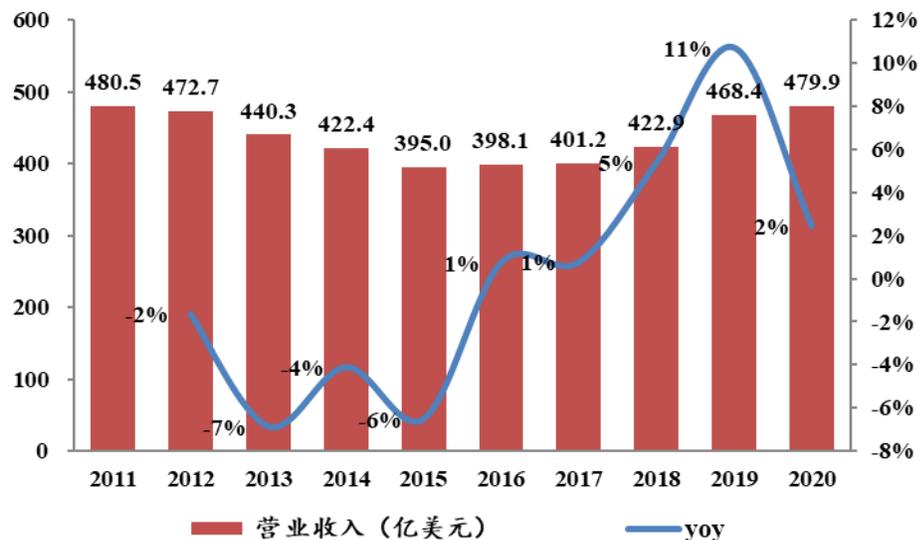
- 业绩概况：**2020年全年实现营业收入479.9亿美元（+2%），其中单四季度+5%，调整后净利润150.8亿美元（+13%）
- 盈利预测与估值：**公司2021年收入指引为518~538亿美元，调整后EPS为6.48~6.68。预计2021、2022年调整后净利润约165.3亿美元、181.8亿美元，EPS约6.51美元、7.16美元。
- 历史收入及利润增速：**公司2013~2020年收入以及调整后净利润CAGR分别为1.2%和5.4%。

财务数据单位：亿美元，固定汇率下

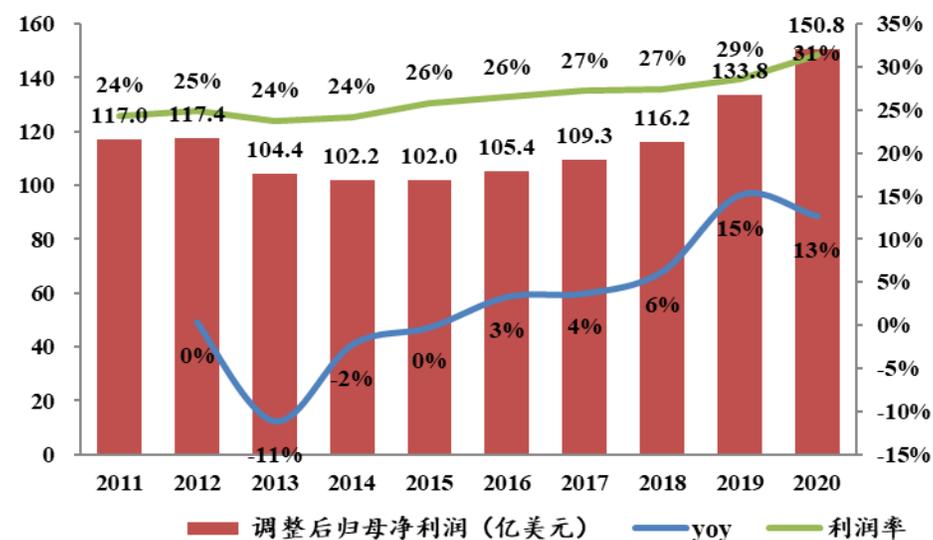
2020Q4					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS (美元)	亿美元	2021E	2022E
125.14	5%	33.50	12%	1.32	1837	11	10
2020A					收入指引		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS (美元)	2021		
479.94	2%	150.82	13%	5.94	约528亿		

注：总市值为2021年3月3日收盘信息

默沙东历史收入情况



默沙东历史净利润情况（调整后）

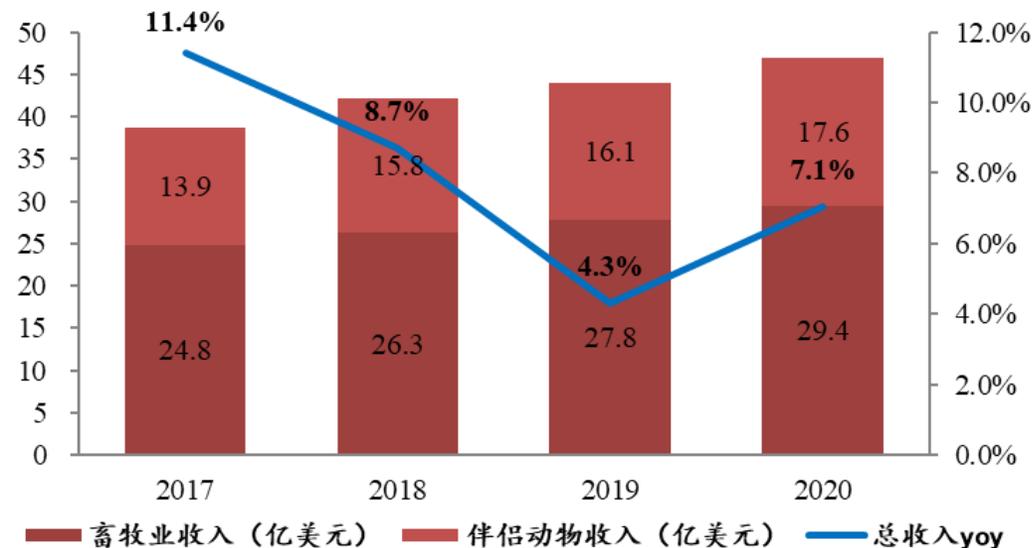


资料来源：公司财务报告和披露信息 注：本报告Yoy按照相对2019年的固定汇率

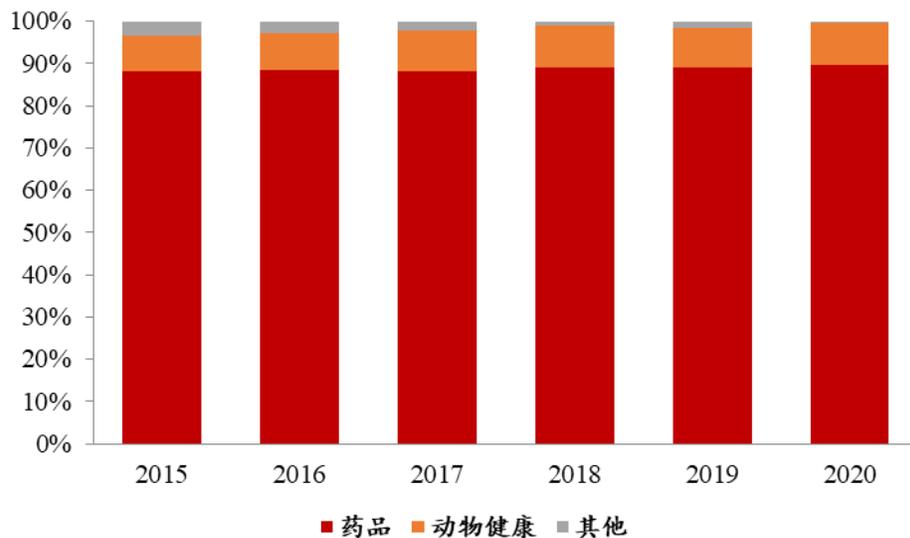
1.2 收入按业务板块拆分

- 2020年总收入为479.9亿美元（+2%），药物收入为430.1亿美元（+3%），占比90%；动物健康收入47.03亿美元（+7%），占比10%。
- 动物健康板块稳健增长，受益于该领域需求增长以及对Antellicq的收购。伴侣动物的销售增长主要来自于驱虫药Bravecto以及宠物疫苗。
- 药物板块收入中抗肿瘤药物表现突出，2020年抗肿瘤药物158.3亿美元（+28%）占比37%，疫苗78.7亿美元（-1%），糖尿病用药52.77亿美元（-4%），急症护理用药27.7亿美元（-11%）。

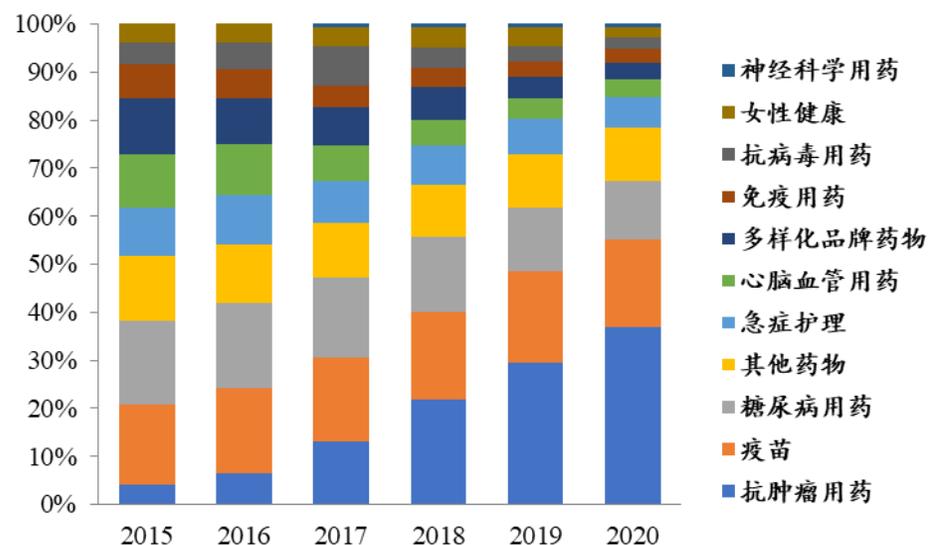
动物健康板块收入情况



默沙东历史收入结构



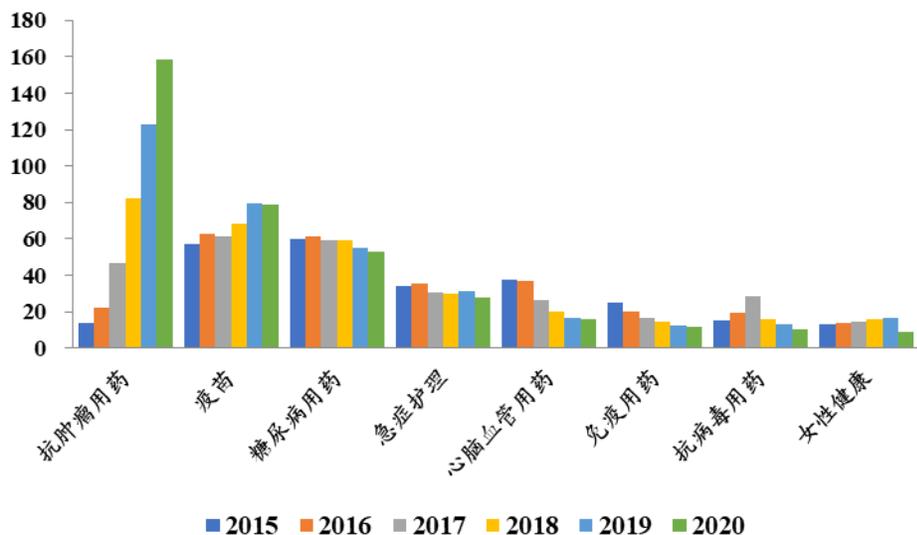
默沙东药物板块历史收入结构



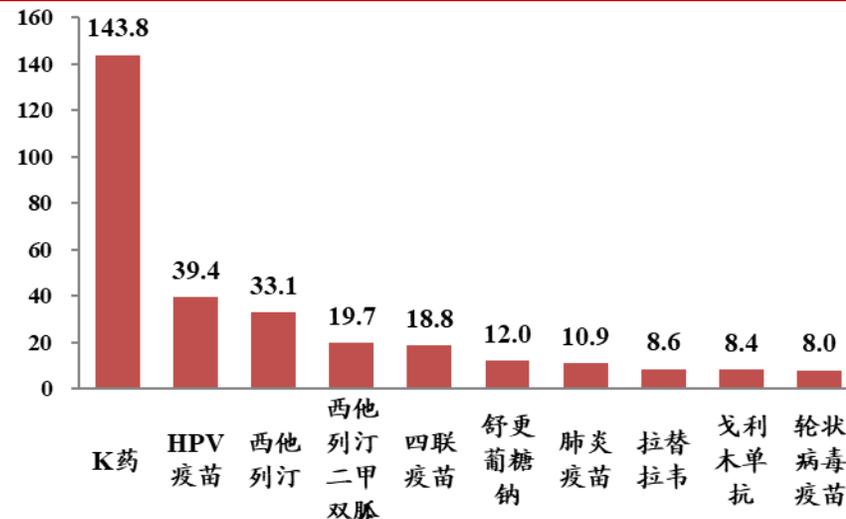
1.3 药物销售额增长3%，达到430.1亿美元

- 2020年药物板块增长的驱动力主要来自于抗肿瘤药的稳健增长，包括Keytruda (+30%)、Lynparza (+63%) 和Lenvima (+44%)；另外还有肺炎疫苗Pneumovax 23需求的增加(+17%)；以及医院急诊护理产品Bridion (+6%)和Prevymis (+70%)的增长。
- 抗肿瘤药物收入占比逐年增加，2020年占比37%；疫苗占比基本保持稳定，2020年占比为18%；其他领域药品占比逐年下降。
- 2020年药物销售所受负面影响：COVID-19、几种产品市场独占性丧失、小儿疫苗销售下降、糖尿病药物价格下行。

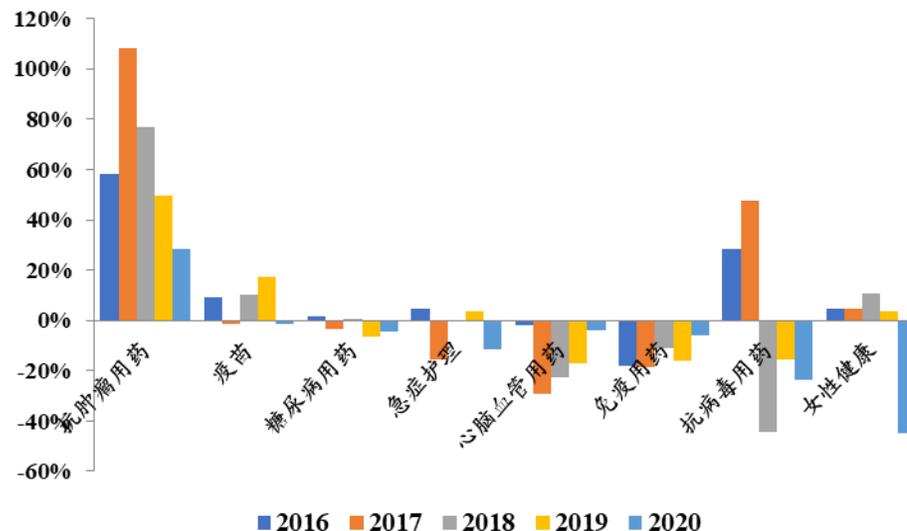
默沙东药物产品按疾病领域销售额



默沙东2020年销售额前十药品 (亿美元)



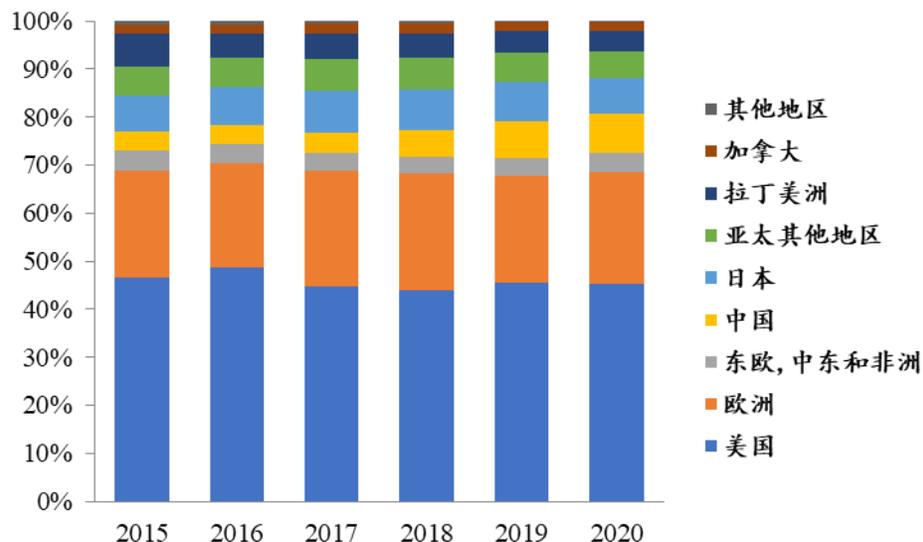
默沙东药物产品按疾病领域销售增速



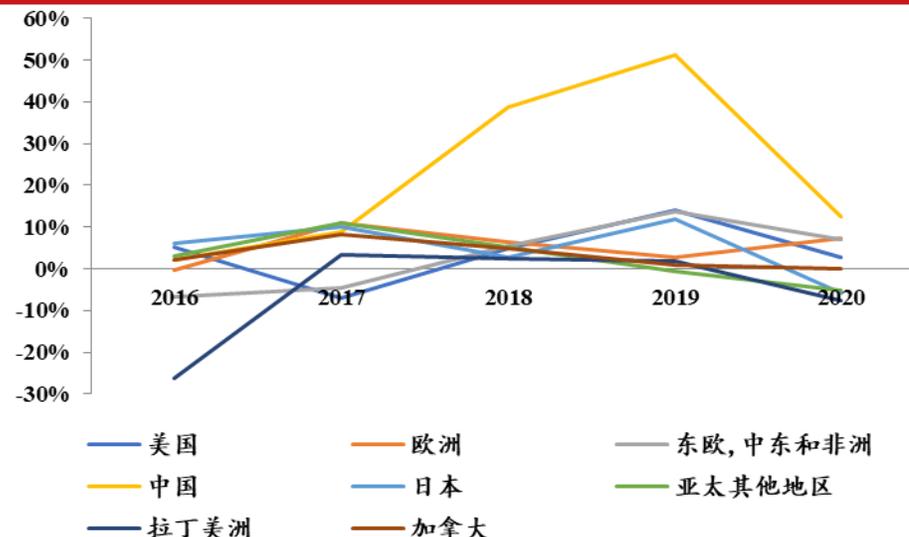
1.4 2020各地区药品销售：中国继续领涨全球

- **美国市场+3%**，一直以来是收入占比最大的地区，2020年实现收入194.5亿美元，同比增长3%，占全球市场的45%。从主要药物品种看，抗肿瘤药物Keytruda收入约83亿美元，占全球市场的58%；HPV疫苗Gardasil/Gardasil 9收入约8亿美元，占全球市场的20%。
- **中国市场+13%**，主要受到Keytruda和Gardasil/Gardasil 9两大产品的推动，2020年实现收入35.3亿美元，同比增长13%，占全球市场的8.2%，超越日本，成为默沙东在继美国、欧洲以外的全球第3大市场。

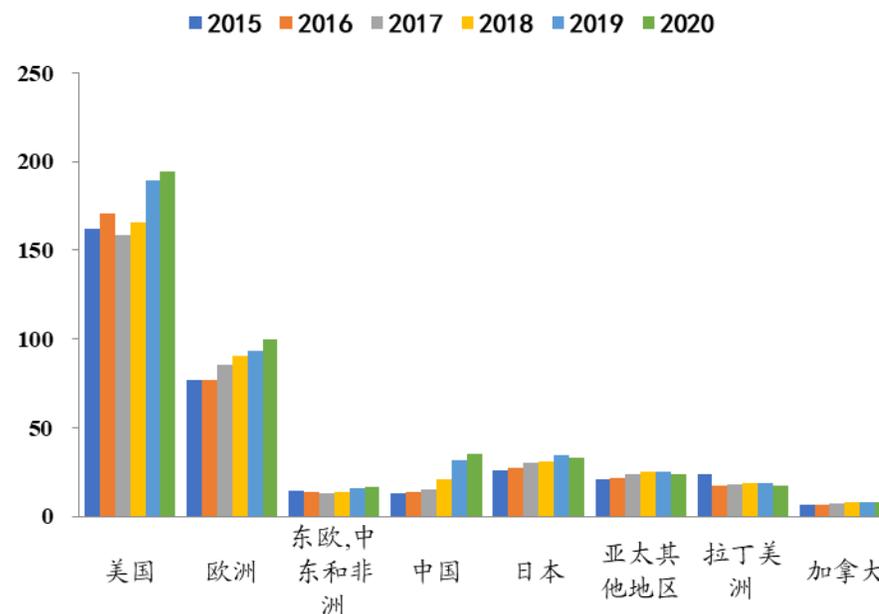
默沙东药物板块收入按地区结构



默沙东药物板块各地区历史销售增速



默沙东药物板块各地区历史销售额 (亿美元)



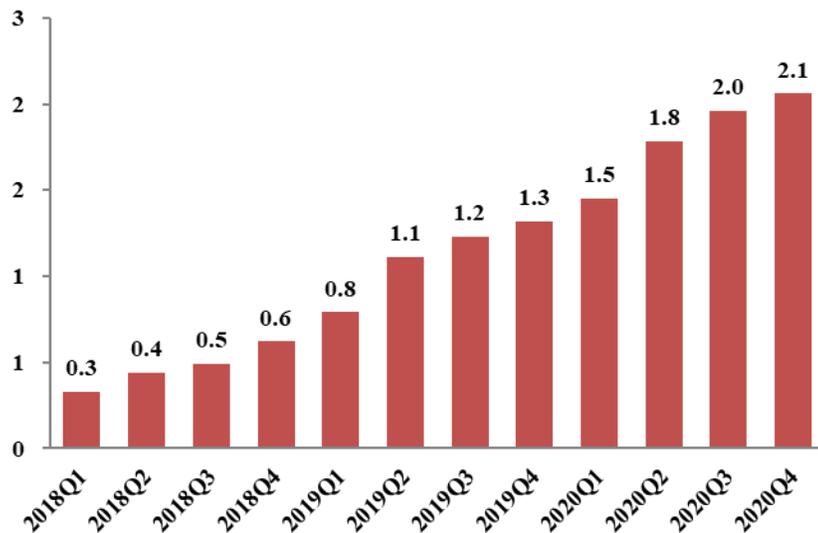
2、药品部门分析

核心药品分析

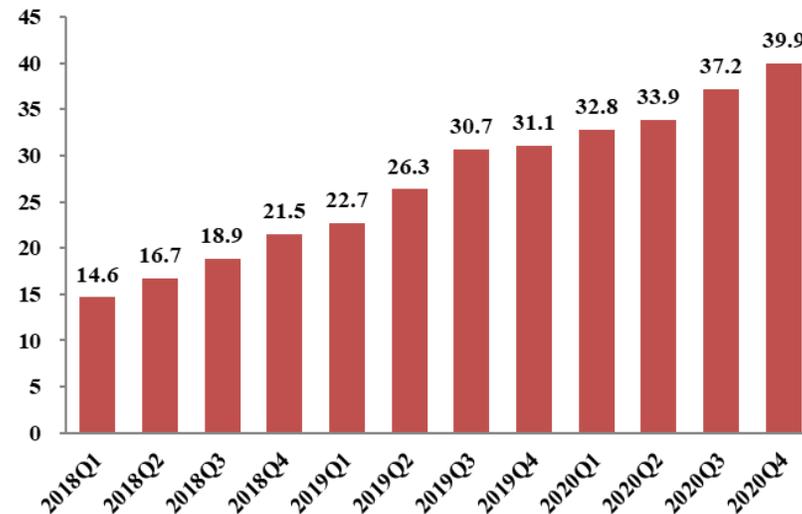
➤ 抗肿瘤药物持续增长：增长表现强劲

- Keytruda+30%：在美国市场中，所有关键瘤种类型中均有增长，在肿瘤免疫治疗中统治地位不断增强，从Q6W剂量方案中持续收益，肾小细胞癌以及子宫内膜癌也提供了增长势能；在其他国家和地区，主要受肺癌的推动以及新适应症的不断获批。
- Lynparza+63%和Lenvima+44%：两款与其他公司联合推广的药物，奥拉帕利是美国市场领先的PARP抑制剂；仑伐替尼在美国肝癌市场中占据领导地位，同时受益于欧盟市场中与K药的联合用药方案。

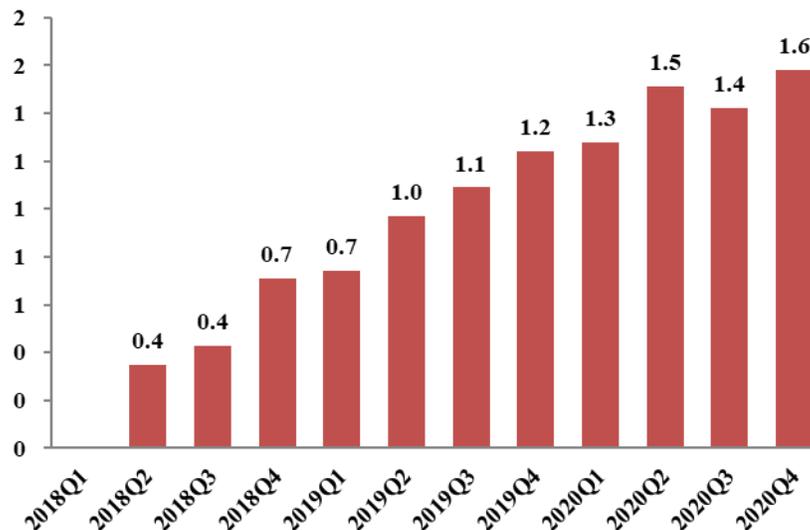
抗肿瘤药物Lynparza销售情况



抗肿瘤药物Keytruda销售情况



抗肿瘤药物Lenvima销售情况

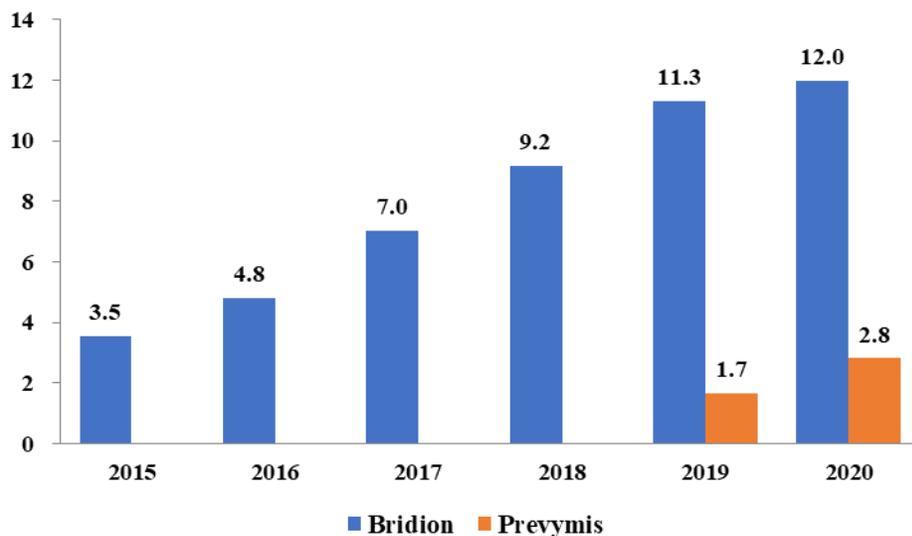


2、药品部门分析

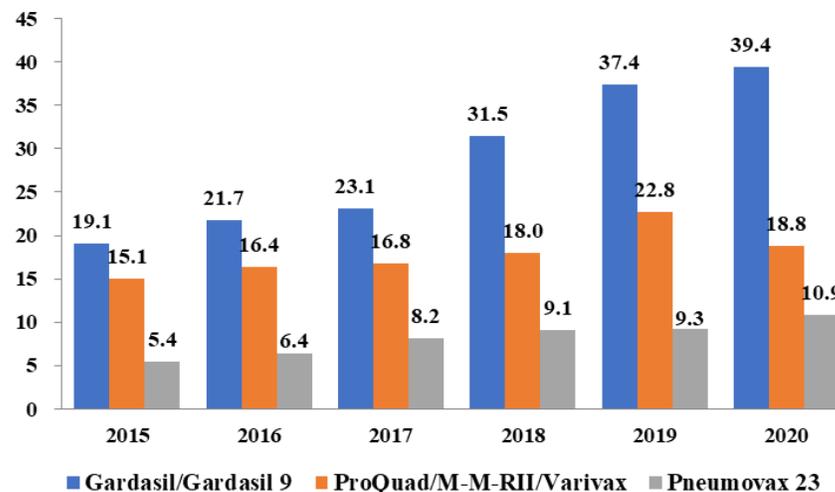
核心药品分析

- **疫苗**：2020年HPV疫苗Gardasil/Gardasil 9收入39.4亿美元，同比增长5%，疫情使得增速放缓，美国市场收益于CDC的采购，海外市场受益于中国市场需求的持续增长。ProQuad/M-M-RII/Varivax收入18.8亿美元，同比下降17%，受疫情影响以及麻疹爆发减少，需求减少。Pneumovax 23收入10.9亿美元，同比增加17%，受益于疫情期间对于肺炎疫苗接种兴趣的提升。
- **急症护理**：2020年Bridion收入12亿美元，同比增加6%，在疫情使得外科手术数量减少的背景下，仍受益于全球范围内需求的增长。Prevymis收入2.8亿美元，同比增长70%，受移植手术推迟的负面影响，但受益于现有患者使用量的增加。
- **糖尿病药**：Januvia与Janumet的收入逐年下降，2020年总收入为52.8亿美元，同比下降4%，持续受到价格下行的压力。

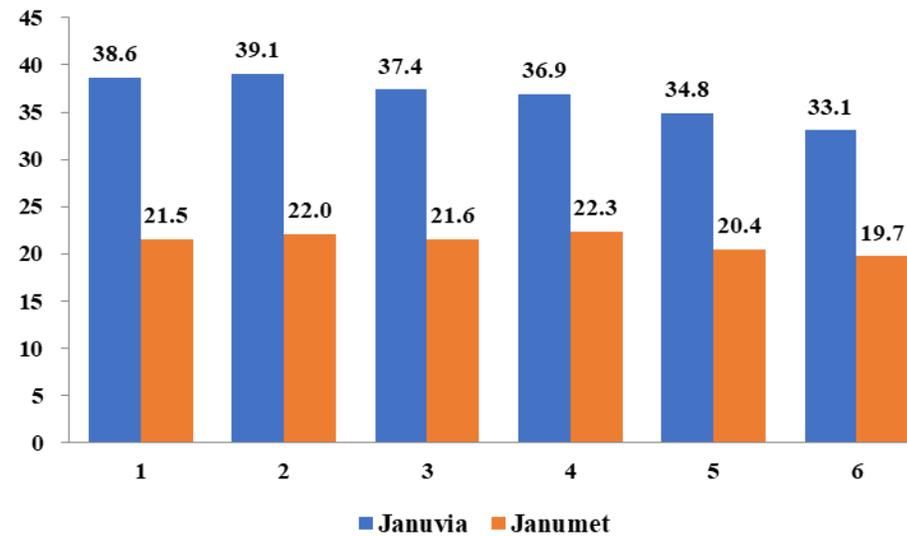
主要急症护理药物历史销售情况



主要疫苗历年销售情况



糖尿病药物历史销售情况



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	20Q4 销售额 (亿美元)	增速	20全年 销售额 (亿美元)	增速	
默沙东	抗肿瘤用药										
	Keytruda	帕博利珠单抗	黑素瘤、非小细胞肺癌、 头部鳞状细胞癌等	PD-1	2014	2028	39.93	28%	143.8	30%	
	Emend	阿瑞吡坦	CINV	NK1	2010	2019	0.31	-42%	1.45	-63%	
	Lynparza	奥拉帕利	复发性上皮性卵巢癌，输 卵管癌或原发性腹膜癌	PARP	2014	2028	2.06	56%	7.25	63%	
	Lenvima	仑伐替尼	分化型甲状腺癌	VEGFR	2015	2025	1.58	28%	5.8	44%	
	传染病用药										
	Gardasil/ Gardasil 9	HPV疫苗	HPV	-	2014	2028	9.98	44%	39.38	5%	
	ProQuad/M-M- RII/Varivax	麻疹、腮腺炎、风 疹、水痘联合疫苗	麻疹、腮腺炎、风疹、水 痘等	-	2006	2039	4.88	2%	18.78	-17%	
	Pneumovax 23	肺炎球菌多糖疫苗	肺炎	-	1983	2034	3.39	1%	10.87	17%	
	RotaTeq	轮状病毒疫苗	轮状病毒	-	2006	2019	1.96	-14%	7.97	1%	
	Vaqta	甲型肝炎灭活疫苗	甲型肝炎	-	1996	2029	0.31	-56%	1.7	-29%	
	免疫用药										
	Simponi	戈利木单抗	类风湿性关节炎、银屑病 关节炎、强直性脊柱炎等	TNF- α	2009	2024	2.23	9%	8.38	1%	
	Remicade	英夫利昔单抗	克罗恩病等自身免疫用药	TNF- α	1998	2017	0.88	-2%	3.3	-20%	
	神经科学用药										
Belsomra	Suvorexant	失眠	OR I、II型	2014	2029	0.83	1%	3.27	7%		
Isentress	拉替拉韦	艾滋病	INIs	2007	2024	2.11	-6%	8.57	-12%		
Zepatier	艾尔巴韦格拉瑞韦	丙型肝炎	NS5A、NS3/4A	2016	2029	0.45	-32%	1.67	-55%		

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	20Q4 销售额 (亿美元)	增速	20全年 销售额 (亿美元)	增速
默沙东	急症护理									
	Bridion	舒更葡糖	逆转神经肌肉阻滞	与麻醉剂罗库溴铵或维库溴铵结合	2015	2026	3.55	13%	11.98	6%
	Noxafil	泊沙康唑	侵袭性曲霉病、念珠菌病、真菌感染	Lanosterol 14-alpha demethylase	2014	2018	0.82	-20%	3.29	-50%
	Prevymis	来特莫韦	巨细胞病毒感染	TRM1; TRM2 ; TRM3	2017	2029	0.8	61%	2.81	70%
	Cubicin	亚胺培南	细菌感染	细菌细胞壁	1985	2020	0.36	-27%	1.52	-41%
	Primaxin	厄他培南	感染	Penicillin-binding protein1A、1B	2001	2024	0.62	-8%	2.51	-8%
	Invanz	达托霉素	革兰氏阳性菌感染	-	2003	2017	0.53	-7%	2.11	-20%
	Cancidas	卡泊芬净	真菌感染	1,3-β-葡聚糖合成酶	2001	2017	0.65	13%	2.13	-14%
	Zerbaxa	头孢洛扎/他唑巴坦	细菌感染	LACTB	2019	2028	0.19	-42%	11.98	6%
	心脑血管用药									
	Zetia	依折麦布	高脂血症	NPC1L1、AP-N	2002	2022	0.98	4.82	-18%	4.82
	Vytorin	依折麦布、辛伐他汀	高脂血症	HMG-CoA还原酶、NPC1L1、AP-N	2002	2017	0.43	1.82	-36%	1.82
	Atozet	阿托伐他汀钙、依折麦布	高脂血症	HMG-CoA还原酶、NPC1L1	-	2014	1.05	4.53	-7%	4.53
	Adempas	利奥西呱	脉动高血压	SGC	2013	2026	1.18	5.01	27%	5.01
	糖尿病用药									
Januvia	西他列汀	2型糖尿病	DPP-4	2006	2022	8.57	-6%	33.06	-6%	
Janumet	西他列汀/二甲双胍	2型糖尿病	DPP-4	2007	2022	4.72	-1%	19.71	-3%	

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	20Q4 销售额 (亿美元)	增速	20全年 销售额 (亿美元)	增速
默沙东	女性健康									
	NuvaRing	etonogestrel/ethinyl estradiol	避孕阴道环	激素避孕	2001	2018	0.53	-70%	2.36	-73%
	Implanon / Nexplanon	etonogestrel	避孕植入物	激素避孕	2006	2030	1.65	-20%	6.8	-14%
	多样化品牌药物									
	Singulair	孟鲁司特	哮喘	白三烯 D4	1998	2022	1.24	-36%	4.62	-34%
	Cozaar / Hyzaar	氯沙坦	高血压	AT 1	1995	2009	0.94	-17%	3.86	-13%
	Nasonex	糠酸莫米松	哮喘、过敏性鼻炎、炎症性皮肤病	GR、PR等	1997	2018	0.57	-14%	2.18	-26%
	Arcoxia	依托考昔	类风湿性关节炎等自身免疫用药	COX-2	-	2017	0.54	-19%	2.58	-11%
	Follistim AQ	尿促卵泡素	体外授精	Follicle-stimulating hormone recepto	2004	2018	0.57	-2%	1.93	-20%
	其他药物									
其他药物	-	-	-	-	-	-	12.28	4%	47.09	2%

4、研发近况 III期临床

临床III期项目

疾病类别	药物名	靶点	适应症	临床地位	联合用药	联合开发	预计提交申请时间	备注
抗肿瘤	Keytruda	PD-1	胆管癌	1L	化疗	-	2023+	-
			皮肤鳞状细胞癌	辅助	-	-	2027+	-
			间皮瘤	1L	-	-	-	-
			鼻咽癌	1L	-	-	2022+	-
			卵巢癌	1L	化疗	-	2025+	无BRCA突变
			前列腺癌	1L	化疗	-	2023+	-
	Lenvima	EGFR1、VEGFR2/3等	子宫内膜癌	1L	化疗及Keytruda	卫材	2023+	-
			非小细胞肺癌	1L			2023+	-
			尿路上皮癌	1L			2023+	-
			黑色素瘤	1L			2023+	-
			头颈鳞癌	1L			2023+	-
	Lynparza	PARP	NSCLC	1L	Keytruda	阿斯利康	2024+	-
			结直肠癌	1L			2027+	-
MK-6482	HIF-2 α	透明肾细胞癌	2L	-	-	2025+	-	
MK-7119	HER2	乳腺癌	2L	化疗	Seattle Genetics	2025+	-	
抗病毒	MK-8591A	NRTTI	I型HIV	1L	-	-	2025+	doravirine/Islatravir联合用药方案
疫苗	V114	15价肺炎链球菌疫苗	肺炎球菌性疾病	-	-	-	已提交上市申请	-
咳嗽	MK-7264	P2X3受体拮抗剂	慢性咳嗽	-	-	-	2021+	-

4、研发近况 II期临床

临床II期项目

疾病类别	药物名	靶点	适应症	联合用药	联合开发	备注
抗肿瘤	Keytruda	PD-1	晚期实体瘤	-	-	-
	Lenvima	EGFR1、VEGFR2/3等	晚期实体瘤	Keytruda	卫材	-
			结直肠癌			-
			胃癌			-
			胶质母细胞瘤			-
			胆道癌			-
	Lynparza	PARP	晚期实体瘤	Keytruda	阿斯利康	-
	V937肿瘤疫苗	-	黑色素瘤	-	-	-
			皮肤鳞状细胞癌			-
			肾细胞癌			-
			乳腺癌			-
			头颈部鳞状细胞癌			-
	MK-7119	HER2	结直肠癌	化疗	Seattle Genetics	-
	MK-5890	CD27	NSCLC	Keytruda	-	-
	MK-1308	CTLA4	黑色素瘤	Keytruda	-	-
			NSCLC			-
	MK-7684	TIGIT	黑色素瘤	Keytruda	-	-
			NSCLC			-
MK-1454	STING	头颈癌	Keytruda	-	-	
MK-1026	BTK	恶性血液肿瘤	-	-	-	
MK-4280	LAG-3	NSCLC	Keytruda	-	-	
		恶性血液肿瘤			-	
MK-6440	LIV-1	乳腺癌	Keytruda	Seattle Genetics	ADC	
		晚期实体瘤				

4、研发近况 II期临床

临床II期项目

疾病类别	药物名	靶点	适应症	联合用药	联合开发	备注
其他	V184 基孔肯雅病毒疫苗	基孔肯雅病毒	基孔肯雅热	-	-	-
	MK-4482 molnupiravir	COVID-19	新冠	-	Ridgeback	-
	MK-1654	呼吸道合胞体病毒	呼吸道感染	-	-	-
	MK-7075	-	增生综合征	-	-	-
	V160 巨细胞病毒疫苗	巨细胞病毒	巨细胞病毒感染	-	-	-
	MK-8591 islatravir	NRTTI	I 型HIV	-	-	-
	MK-8189	-	精神分裂症	-	-	-
	V116 肺炎球菌成人疫苗	肺炎球菌	肺炎	-	-	-

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

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
	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
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷毓	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn