

2024年7月18日

# MNC重磅产品 专利悬崖下众生相

## 危与机并存

## 龙头各显神通

分析师.丁政宁

**重磅品种专利悬崖接踵而至，悬在MNC药企头上的达摩克利斯之剑会否落下？**

- 全球原研药专利到期按收入计的风险敞口达30%。我们认为，目前仍存在专利悬崖的潜在影响被低估或高估的情况，尚未完全反映在相关企业的当前股价中。
- MNC大药企全副武装应对专利悬崖，在MNC大药企中，我们建议重点关注阿斯利康、诺华、艾伯维、默沙东、罗氏等公司的创新管线进展。
- 中国创新药板块的估值仍未完全反映巨大的产品出海潜力，随着更多重磅数据和交易落地，估值有较大修复空间，建议重点关注康方、康诺亚、石药、先声等公司。
- 重点公司研究：我们看好阿斯利康相对分散的专利悬崖风险和在ADC、呼吸/免疫等赛道上的差异化布局。对于BMS，我们认为重磅品种专利集中到期的风险仍未完全反映在股价中，估值中枢仍将进一步下行。

首次覆盖

阿斯利康

AZN US

百时美施  
贵宝

BMJ US

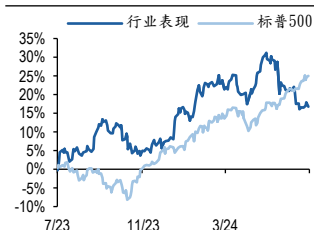
2024 年 7 月 18 日

## 医药行业-跨国处方药企

### MNC 重磅产品专利悬崖下众生相：危与机并存，龙头各显神通

- 全球原研药专利到期按收入计的风险敞口达 30%，市场预期仍有不足：根据我们的测算，未来 3 年，有较多 MNC 大药企风险敞口（按收入计）在 20% 以上，但彼此差异较大，最高的 BMS 接近 70%，最低的几家不到 10%（图表 11、图表 12）。而从中期来看（到 2030 年），大多数企业的敞口都在 30% 以上（图表 13）。我们认为，目前仍存在专利悬崖的潜在影响被低估或高估的情况，尚未完全反映在相关企业的当前股价中。
- MNC 大药企全副武装应对专利悬崖：仿制药上市后，原研药在竞争压力下呈现量价齐跌的态势，销售额在短期内大幅滑坡、长期则往往将跌去此前峰值的 75% 以上。原研药企借助多种举措减轻或延缓这一风险：1) 诉讼或反向支付解决专利挑战，推迟仿制药上市时间；2) 重整在疾病领域和技术路径上的重心，内生+外延双轮驱动产品线扩张，以期实现新品种放量弥补老品种滑坡。在 MNC 大药企中，我们建议重点关注阿斯利康、诺华、艾伯维、默沙东、罗氏等公司的创新管线进展。
- 中国创新药企的潜在机会仍有待被发掘：随着中国创新药管线不断扩大、研发实力屡获验证、资产性价比显著，2H23 起创新药 BD 出海/收并购明显提速，而且我们预计这一趋势将在 2H24-2025 年持续，海外药企的关注重心将转向创新价值和差异化显著的更新技术路径，包括 CGT、小核酸、核药、双靶/多靶抗体和 ADC 等。我们认为，中国创新药板块的估值仍未完全反映这一巨大潜力，随着更多重磅数据和交易落地，估值有较大修复空间，建议重点关注康方、康诺亚、石药、先声等公司（图表 28）。
- 首次覆盖阿斯利康和 BMS：我们首次覆盖阿斯利康（AZN US/AZN LN）和 BMS（BMJ US），分别给予买入和卖出评级。我们看好阿斯利康相对分散的专利悬崖风险和在 ADC、呼吸/免疫等赛道上的差异化布局，公司当前股价对应 17 倍 2025 年市盈率和 1.2 倍 PEG（基于核心 EPS、2024-26 年 EPS CAGR），相比大单品中长期成长路径清晰的可比公司（礼来、艾伯维等）仍有一定修复空间（图表 21）。对于 BMS，我们认为重磅品种专利集中到期的风险仍未完全反映在股价中，估值中枢仍将进一步下行。

#### 行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com

(852) 3766 1834

#### 估值概要

| 公司名称   | 股票代码    | 评级  | 目标价   | 收盘价      | ----每股盈利---- |         | ---市盈率--- |        | ---市账率--- |       | 股息率 |
|--------|---------|-----|-------|----------|--------------|---------|-----------|--------|-----------|-------|-----|
|        |         |     |       |          | FY24E        | FY25E   | FY24E     | FY25E  | FY24E     | FY25E |     |
|        |         |     |       |          | (当地货币)       | (当地货币)  | (报表货币)    | (报表货币) | (倍)       | (倍)   |     |
| 阿斯利康   | AZN US  | 买入  | 93.30 | 79.76    | 3.969        | 4.606   | 20.1      | 17.3   | 2.97      | 2.71  | NA  |
| 百时美施贵宝 | BMJ US  | 沽出  | 33.10 | 43.15    | -2.480       | 4.045   | NA        | 10.7   | 3.12      | 2.75  | NA  |
| 礼来     | LLY US  | 未评级 | NA    | 905.59   | 13.730       | 19.290  | 68.6      | 48.8   | 48.04     | 28.50 | 0.6 |
| 强生     | JNJ US  | 未评级 | NA    | 156.58   | 10.580       | 10.837  | 14.3      | 13.9   | 4.79      | 4.38  | 3.2 |
| 默克药厂   | MRK US  | 未评级 | NA    | 125.89   | 8.641        | 9.864   | 14.5      | 12.7   | 6.48      | 5.15  | 2.5 |
| 艾伯维    | ABBV US | 未评级 | NA    | 175.27   | 10.890       | 11.995  | 15.5      | 14.1   | 27.83     | 23.88 | 3.7 |
| 诺华制药   | NOVN SW | 未评级 | NA    | 99.06    | 7.290        | 7.940   | 15.1      | 13.9   | 5.06      | 4.82  | 3.4 |
| 辉瑞     | PFE US  | 未评级 | NA    | 30.03    | 2.320        | 2.720   | 12.7      | 10.8   | 1.89      | 1.88  | 5.7 |
| 赛诺菲    | SAN FP  | 未评级 | NA    | 92.02    | 7.653        | 8.660   | 12.0      | 10.6   | 1.52      | 1.45  | 4.1 |
| 葛兰素史克  | GSK LN  | 未评级 | NA    | 1,528.50 | 158.700      | 178.635 | 9.5       | 8.4    | 3.82      | 3.19  | 4.0 |
| 罗氏     | ROG SW  | 未评级 | NA    | 300.00   | 17.620       | 19.500  | 16.1      | 14.6   | 6.43      | 5.40  | 3.6 |
| 平均     |         |     |       |          |              |         | 19.8      | 16.0   | 10.18     | 7.65  | 3.4 |

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 目录

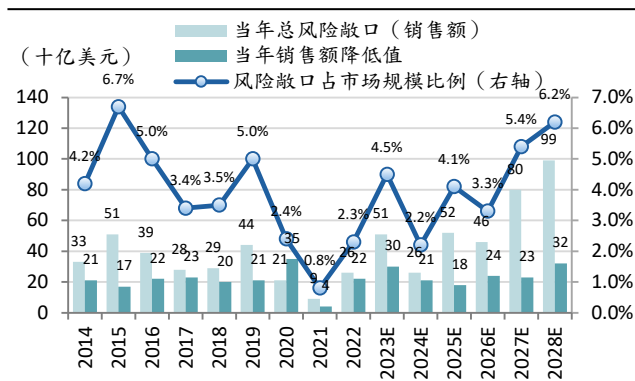
|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 重磅品种专利悬崖接踵而至，悬在 MNC 药企头上的达摩克利斯之剑会否落下？ .....     | 4  |
| 专利悬崖的直接影响——产品销售会呈现怎样的变化？ .....                  | 4  |
| MNC 大药企面临的专利悬崖风险不尽相同，收入敞口最高接近 70% .....         | 7  |
| 诉讼或可延后专利悬崖，但终不是长久之计 .....                       | 12 |
| 收并购、BD、内生管线扩张，MNC 药企各显神通 .....                  | 14 |
| 对中国企业的启示——把握专利悬崖下催生的出海合作机会 .....                | 18 |
| 2024 年海外药企或将继续“扫货”，关注高性价比创新药资产 .....            | 18 |
| 中国药企中，重点关注短期有强出海预期的标的 .....                     | 22 |
| 附录：药品专利及保护机制 .....                              | 23 |
| 美国药品专利和市场独占（exclusivity）的基本概念及异同 .....          | 23 |
| 中国、美国、欧洲和日本的专利保护制度对比 .....                      | 24 |
| 药品专利的种类 .....                                   | 26 |
| 公司分析 .....                                      | 28 |
| 阿斯利康 (AZN US)：成熟品种+创新研发共同驱动高成长新篇章，首予买入评级 .....  | 29 |
| 百时美施贵宝 (BMJ US)：大品种相继面临专利悬崖，不确定性陡增；首予沽出评级 ..... | 44 |



## 重磅品种专利悬崖接踵而至，悬在 MNC 药企头上的达摩克利斯之剑会否落下？

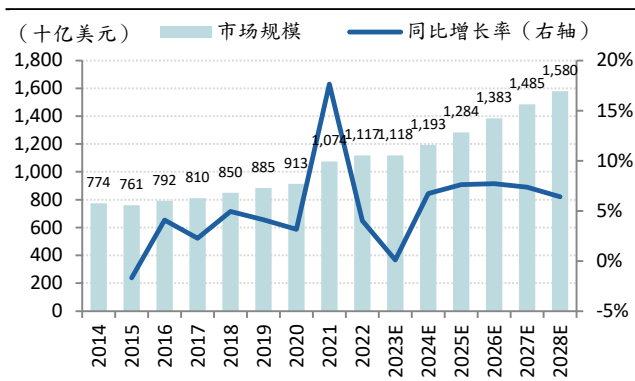
专利到期意味着药物可以被仿制，企业市场垄断“独享期”结束。过去专利到期后的 2-3 年是仿制药申报的高峰期，如今为了快速抢占市场，众多仿制企业加快步伐，在专利到期前便完成仿制药的研究和 ANDA 申报，市场争夺战愈演愈烈。根据 Evaluate Pharma 的预测，2023-28 年，全球医药行业将迎来一波专利悬崖高峰；2023-28 年，原研药专利到期带来的总风险敞口将达到 3,540 亿美元（按产品销售额计），占 2022 年全球医药市场总规模的 32%。对于有些公司，根据我们的推算，多家企业在未来三年内面临的专利悬崖相关风险敞口（即已到期/即将到期品种合计销售额占公司总收入的比例）超过 20%，个别企业超过 50%。从中期看（2030 年前），大部分企业的风险敞口都在 30% 以上。对于这些企业，关键问题已不是专利悬崖这把剑会否落下，而是如何控制收入滑坡节奏、缓冲其影响。

图表 1: 专利到期下的全球药品风险敞口



资料来源: Evaluate Pharma, 交银国际

图表 2: 全球处方药市场规模及预测



资料来源: Evaluate Pharma, 交银国际

### 专利悬崖的直接影响——产品销售会呈现怎样的变化？

**专利到期后的销售滑坡：**以近三年专利到期，到期前在美国年销售额超 10 亿美元的品牌药为例，在仿制药/生物类似药上市的第一年，销售额平均下降 37%，而第二年将继续下降 60% 以上，销售额仅有专利到期前的 25-30%。



图表 3: 2021-23 年专利到期且有仿制药/生物类似药上市的重磅药物销售表现

| 商品名      | 通用名    | 公司    | 专利到期时间* | 美国销售额及 YoY (亿美元, %) |             |               |
|----------|--------|-------|---------|---------------------|-------------|---------------|
|          |        |       |         | 2021                | 2022        | 2023          |
| Humira   | 阿达木单抗  | 艾伯维   | 2023    | 173.3 (+8%)         | 186.2 (+7%) | 121.6 (-35%)  |
| Vyvanse  | 利右苯丙胺  | 武田    | 2023    | 23.7 (+10%)         | 25.5 (+8%)  | 23.5 (-8%)    |
| Aubagio  | 特立氟胺   | 赛诺菲   | 2023    | 15.5 (-6%)          | 14.9 (-4%)  | 5.0 (-68%)    |
| Revlimid | 来那度胺   | BMS   | 2022    | 87.0 (+5%)          | 83.6 (-4%)  | 52.7 (-37%)   |
| Vimpat   | 拉考沙胺   | UCB   | 2022    | 13.4 (+9%)          | 7.4 (-44%)  | 0.6 (-90%) ** |
| Restasis | 环孢素滴眼液 | 艾伯维   | 2022    | 12.3 (-63%)         | 6.2 (-50%)  | 3.8 (-39%)    |
| Alimta   | 培美曲塞   | 礼来    | 2022    | 12.3 (-4%)          | 5.4 (-56%)  | 0.7 (-87%)    |
| Lucentis | 雷珠单抗   | 罗氏/诺华 | 2021    | 14.8 (-4%)          | 10.6 (-28%) | 5.1 (-52%)    |

资料来源: 各公司公告, Fierce Pharma, 交银国际

\*专利到期后仿制药/生物类似药不一定立刻上市, 因此销售额也可能不会立刻大幅下滑。

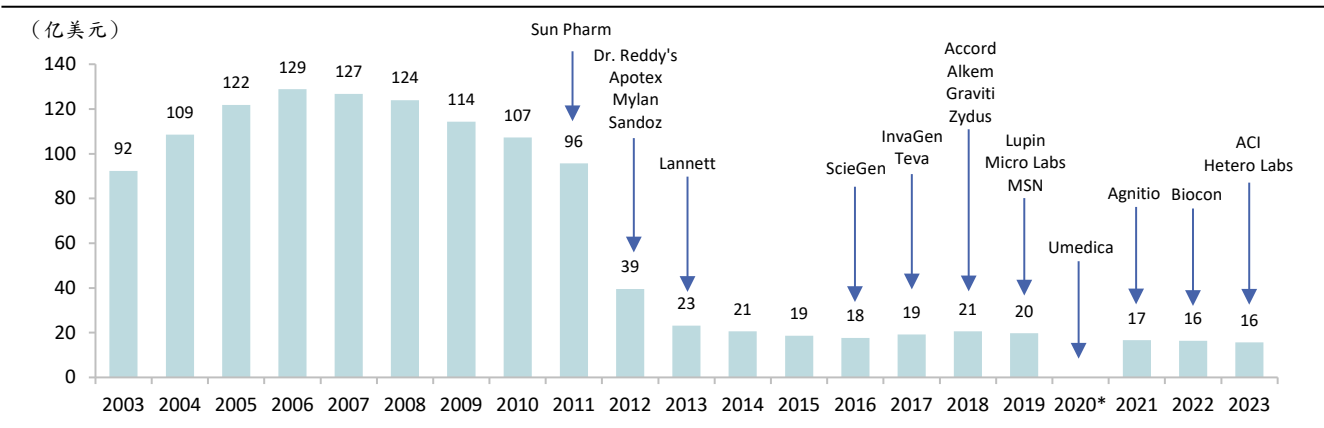
\*\*1H23 销售额。

#### 案例分析 1: 专利到期后的销售下滑取决于哪些因素?

为了研究原研药专利到期后的销售滑坡路径, 我们选取了三款专利过期较久、到期前销售体量较大的产品, 分别为辉瑞的 Lipitor (阿托伐他汀, 后合并至晖致)、阿斯利康的 Nexium (埃索美拉唑)、GSK 的 Advair/Seretide (氟替卡松/沙美特罗吸入剂)。在峰值时, 它们在各自公司中均为销售贡献最大的单品:

⊕ **Lipitor——仿制药集中上市后的断崖式下跌:** Lipitor 的专利于 2011 年 11 月到期。作为峰值超过 120 亿美元的前任“全球药王”, Lipitor 在专利到期后短短一年内便迎来了 5 款仿制药产品的竞争, 销售额也从 2010 年的 107 亿美元快速下跌至 2013 年的 23 亿美元。此后陆续还有 10 款以上仿制药上市, Lipitor 销售也进一步缓慢下行。2023 年, Lipitor 全球销售额为 16.4 亿美元, 相比峰值时已跌去 88%。

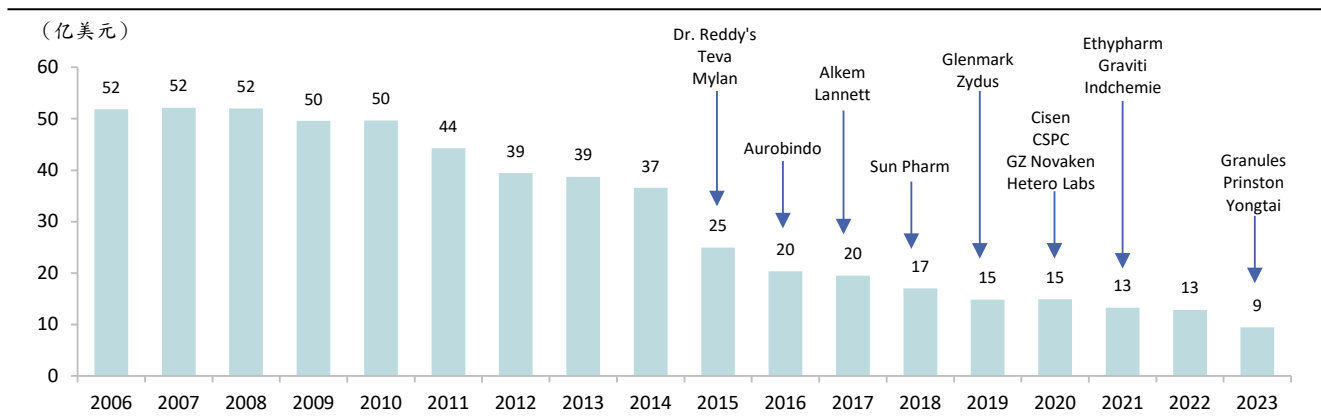
图表 4: Lipitor 年度销售额及各年新上市仿制药厂家



资料来源: 辉瑞, 晖致, drugs.com, 交银国际 \*数据未披露

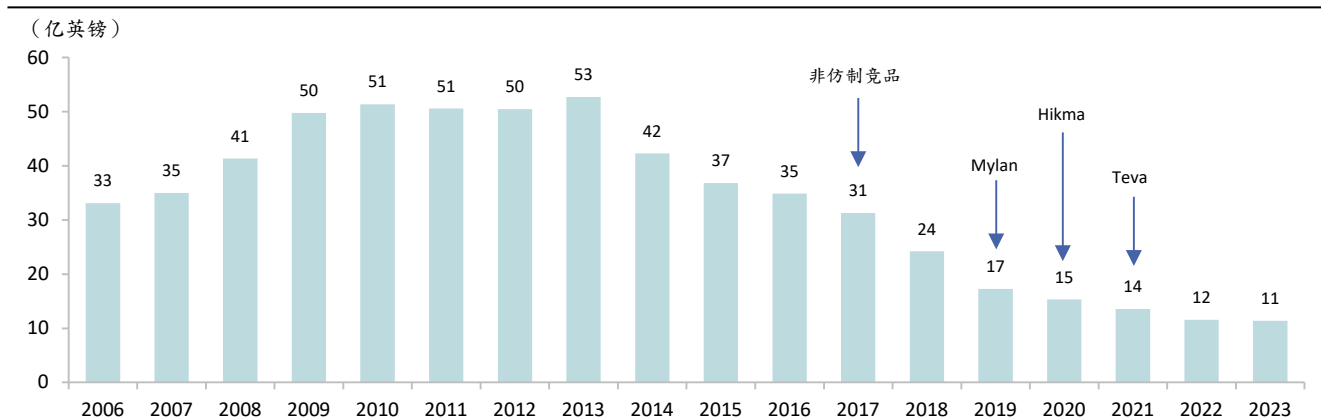
- ⊕ **Nexium 和 Advair/Seretide——滑坡更缓慢，但中长期内或殊途同归：**相比 Lipitor，Nexium 和 Advair/Seretide 的销售下滑速度明显更慢，主因竞品上市节奏不同：1) Nexium 欧洲专利到期早于美国，仿制药在美国上市之前就已在欧洲等市场上市，在量价双重压力下，2015 年前产品销售就已逐步下行；2) Advair/Seretide 从 2014 年起出现颓势，主因 Breo、Arono、Incruse 类似竞品，2017 年来自 Teva 的首款非仿制直接竞品，进一步加速了销售下滑，待 2019 年仿制药正式上市时，销售额已不及峰值的一半；3) 相比之下，Lipitor 专利到期后，仿制药直接在美国集中上市，因而销售出现了断崖式下跌。尽管如此，长期来看销售跌幅依然十分显著。2023 年，Nexium 和 Advair/Seretide 分别录得 9 亿美元和 11 亿英镑销售额，相比峰值已分别跌去 82%和 78%，和 Lipitor 的长期跌幅基本一致。

图表 5: Nexium 年度销售额及各年新上市仿制药厂家



资料来源: 阿斯利康, drugs.com, 交银国际

图表 6: Advair/Seretide 年度销售额及各年新上市仿制药厂家



资料来源: GSK, drugs.com, 交银国际

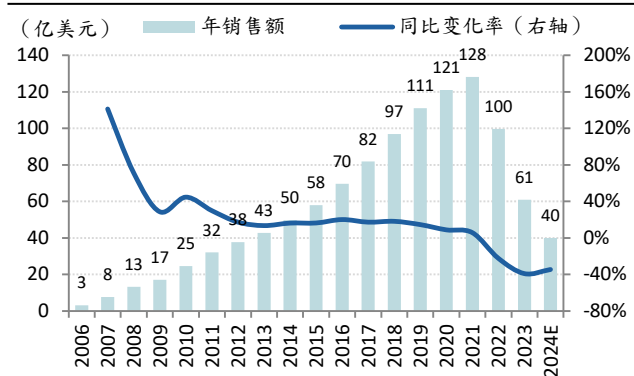
**结论：**我们观察到，原研药专利到期后的销售下滑节奏主要和竞品数量和上市节奏有关。对于重磅药物，仿制药厂商往往会在专利到期后蜂拥上市，导致原研药销售在短时间内量价齐跌。而对于专利保护较好的产品（如 Advair/Seretide，在化合物专利到期后仍有给药装置专利保护），仿制药上市节奏更慢，专利到期后的销售下滑速度相对平缓，跌幅也更为可控，因而给予原研厂商更多时间培育新产品、寻找公司收入成长的新驱动力。

### MNC 大药企面临的专利悬崖风险不尽相同，收入敞口最高接近 70%

未来 3 年内，还将有 Eliquis、Stelara、Entresto 多款重磅药物即将迎来专利到期或仿制药/生物类似药竞品上市。从公司角度看，在全球头部 MNC 药企中，BMS 所承受的风险最大，已到期和未来三年内将到期品种的销售占 2023 年总收入的 68%，艾伯维、诺华、阿斯利康、罗氏、强生等公司也面临 25% 以上的风险敞口（[图表 11](#)、[图表 12](#)）。而从中期来看（2026-30 年），几乎每家 MNC 药企的风险敞口都在 30% 以上（[图表 13](#)）。对于这些公司，寻找新的收入增长点、补足核心产品的收入滑坡是当务之急。

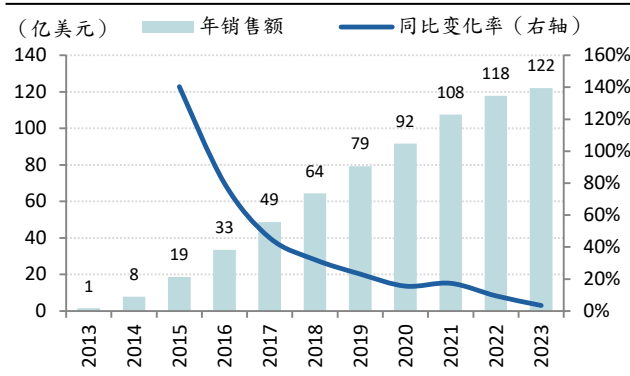
- ⊕ **BMS：**作为专利悬崖风险敞口最大的 MNC 药企之一，BMS 的两款核心产品 Revlimid（来那度胺）和 Eliquis（阿哌沙班）或面临仿制药竞争、或已进入销售爬坡末期。2023 年，Revlimid 的销售已跌至峰值的一半以下，**公司预计 2024 年再降 20 亿美元左右，按照 Lipitor 的销售情况推算，2024 年后可能还有 20-25 亿美元减量。**Eliquis 销售增长已明显乏力，其化合物专利和制剂专利将分别于 2026 和 2031 年到期。在美国，根据 BMS 和一些药企达成的协议，这些企业最早可于 2028 年 4 月在美国上市 Eliquis 仿制药；在欧洲，专利挑战诉讼正在进行中，仿制药可能于 2026 年专利到期前就上市。此外，Opdivo（2023 年销售额占公司总收入 20%）的专利也将于 2028 年到期。

**图表 7: Revlimid 年销售额及变化率**



资料来源: Celgene, BMS, 交银国际。E = BMS 预测

**图表 8: Eliquis 年销售额及变化率**



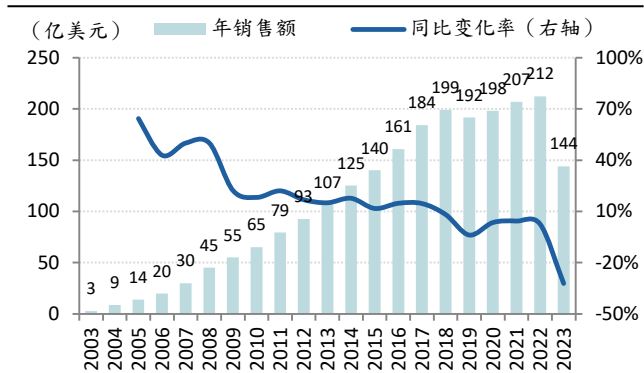
资料来源: BMS, 交银国际

- ⊕ **艾伯维、诺华和阿斯利康**均属于有单一较大品种已面临/即将面临专利到期的情况。艾伯维的 Humira（阿达木单抗）于 2023 年迎来多款生物类似药上市，但当年销售下滑 32%，跌幅小于此前市场预期。尽管如此，144 亿美元的绝对销售额在公司总收入中的占比依旧接近 30%，未来可能仍有



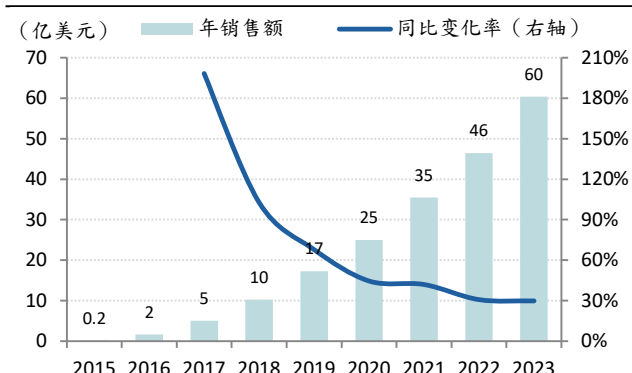
100 亿美元以上的下行空间。诺华的 Entresto（沙库比曲/缬沙坦）年销售额超 60 亿美元，其在美国的组合及复合物专利将在 2025-27 年间到期，并且专利挑战的诉讼正在全球范围进行中。阿斯利康的 Farxiga 在 2023 年贡献公司 13% 的收入，但整体而言，公司专利悬崖敞口在产品间的分布较为分散、中期风险可控。

图表 9: Humira 年销售额及变化率



资料来源: 艾伯维, 交银国际

图表 10: Entresto 年销售额及变化率



资料来源: 诺华, 交银国际

- ⊕ **罗氏**：曾经的明星产品正集中迎来专利悬崖。“三驾马车” MabThera/Rituxan、Herceptin 和 Avastin 专利已相继到期，但 48 亿瑞郎的合计销售额仍占公司整体的 11%（2023 年），相比峰值时跌去 74%，未来数年内可能仍有 20 亿美元左右的下行空间。Actemera/RoActemra（托珠单抗）的生物类似药已在欧洲上市，公司预计 1H24 将登陆美国市场；Perjeta（帕妥珠单抗）美国专利将在 2024 年到期，目前销售增长已明显乏力。

2024 年 7 月 18 日

医药行业-跨国处方药企

图表 11: 短期：MNC 大药企专利已到期和未来三年内将到期品种情况 (I)

| 公司   | 商品名               | 通用名       | 专利到期时间                | 2023 年销售占公<br>司收入比重 |
|------|-------------------|-----------|-----------------------|---------------------|
| BMS  | Eliquis           | 阿哌沙班      | 2026                  | 27%                 |
|      | Revlimid          | 来那度胺      | 2022                  | 14%                 |
|      | Orencia           | 阿巴西普      | 2026                  | 8%                  |
|      | Pomalyst/Imnovid  | 泊马度胺      | 2024 (美国仿制药 2026 年上市) | 8%                  |
|      | Yervoy            | 伊匹木单抗     | 2025-26               | 5%                  |
|      | Sprycel           | 达沙替尼      | 2024 (仿制药上市)          | 4%                  |
|      | Abraxane          | 白蛋白紫杉醇    | 2022                  | 2%                  |
|      | 合计                |           |                       | 68%                 |
| 艾伯维  | Humira            | 阿达木单抗     | 2023                  | 27%                 |
|      | Linzess/Constella | 利那洛肽      | 2026                  | 2%                  |
|      | Restasis          | 环孢素滴眼液    | 2022                  | 1%                  |
|      | 合计                |           |                       | 29%                 |
| 诺华   | Entresto          | 沙库巴曲缬沙坦   | 2025                  | 13%                 |
|      | Promacta/Revolade | 艾曲泊帕      | 2025                  | 5%                  |
|      | Tasigna           | 尼洛替尼      | 2028*                 | 4%                  |
|      | Lucentis          | 雷珠单抗      | 2021                  | 3%                  |
|      | Xolair            | 奥马珠单抗     | 2024-25               | 3%                  |
|      | 合计                |           |                       | 29%                 |
| 阿斯利康 | Farxiga           | 达格列净      | 美国 2025、欧洲 2027       | 13%                 |
|      | Symbicort         | 布地奈德+福莫特罗 | 美国 2022-29，欧洲 2019    | 5%                  |
|      | Brilinta/Brilique | 替格瑞洛      | 欧洲 2024、美国 2025       | 3%                  |
|      | Nexium            | 埃索美拉唑     | 2019-20               | 2%                  |
|      | Synagis           | 帕利珠单抗     | 2023                  | 1%                  |
|      | Koselugo          | 司美替尼      | 2023                  | 1%                  |
|      | Faslodex          | 氟维司群      | 2021                  | 1%                  |
|      | Roxadustat        | 罗沙司他      | 2024                  | 1%                  |
|      | Onglyza           | 二甲双胍+沙格列汀 | 美国 2023、欧洲 2024       | 0%                  |
|      | 合计                |           |                       | 27%                 |
| 罗氏   | Perjeta           | 帕妥珠单抗     | 美国 2024、欧洲 2023       | 8%                  |
|      | Actemra/RoActemra | 托珠单抗      | 2023-24 (仿制药上市)       | 6%                  |
|      | MabThera/Rituxan  | 利妥昔单抗     | 美国 2016、欧洲 2013       | 4%                  |
|      | Herceptin         | 曲妥珠单抗     | 美国 2019、欧洲 2014       | 4%                  |
|      | Avastin           | 贝伐珠单抗     | 美国 2019、欧洲 2022       | 4%                  |
|      | Lucentis          | 雷珠单抗      | 2021                  | 1%                  |
|      | Esbriet           | 吡非尼酮      | 2022 (仿制药上市)          | 0%                  |
|      | 合计                |           |                       | 27%                 |

资料来源: 各公司公告, Fierce Pharma, 交银国际

\* 竞品已提出专利挑战

注: 不包括专利过期时间较长, 目前销售维持增长/趋于稳定的品种

图表 12: 短期：MNC 大药企专利已到期和未来三年内将到期品种情况（II）

| 公司  | 商品名                 | 通用名       | 专利到期时间             | 2023 年销售占公<br>司收入比重 |
|-----|---------------------|-----------|--------------------|---------------------|
| 强生  | Stelara             | 乌司奴单抗     | 2023（仿制药 2025 年上市） | 13%                 |
|     | Xarelto             | 利伐沙班      | 2025               | 3%                  |
|     | Simponi             | 戈利木单抗     | 2024               | 3%                  |
|     | Opsumit             | 马昔腾坦      | 2025               | 2%                  |
|     | Remicade            | 英夫利西单抗    | 2018               | 2%                  |
|     | Uptravi             | 司来帕格      | 2026               | 2%                  |
|     | Edurant             | 利匹韦林      | 2025               | 1%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 26%                 |
| GSK | Nucala              | 美泊利珠单抗    | 美国 2025、欧洲 2027    | 5%                  |
|     | Benlysta            | 贝利尤单抗     | 美国 2025、欧洲 2026    | 4%                  |
|     | Seretide/Advair     | 氟替卡松+沙美特罗 | 美国 2023-26、欧洲 2017 | 4%                  |
|     | Relvar/Breo Ellipta | 氟替卡松+维兰特罗 | 美国 2025、欧洲 2027    | 4%                  |
|     | Ventolin            | 沙丁胺醇      | 美国 2023-26、欧洲 2017 | 2%                  |
|     | Cabenuva            | 卡博特韦+利匹韦林 | 2026               | 2%                  |
|     | Avamys/Veramyst     | 氟替卡松      | 美国 2025、欧洲 2026    | 1%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 23%                 |
| 辉瑞  | Eliquis             | 阿哌沙班      | 2026               | 12%                 |
|     | Vyndaqel 系列产品       | 氯苯唑酸      | 欧洲 2026、美国 2028    | 6%                  |
|     | Xeljanz             | 托法替布      | 美国 2025、欧洲 2028    | 3%                  |
|     | Inlyta              | 阿昔替尼      | 2025               | 2%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 22%                 |
| 默沙东 | Janumet/Januvia     | 西格列汀      | 2026（仿制药上市）        | 6%                  |
|     | Bridion             | 舒更葡糖      | 欧洲 2023、美国 2026    | 3%                  |
|     | Lenvima             | 仑伐替尼      | 2025-26            | 2%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 10%                 |
| 赛诺菲 | Lantus              | 甘精胰岛素     | 2015               | 3%                  |
|     | Aubagio             | 特立氟胺      | 2023               | 2%                  |
|     | Jevtana             | 卡巴他赛      | 2021-23            | 1%                  |
|     | Mozobil             | 普乐沙福      | 2023               | 1%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 7%                  |
| 礼来  | Cyramza             | 雷莫西尤单抗    | 2026               | 3%                  |
|     | Alimta              | 培美曲塞      | 2022               | 1%                  |
|     | 合计                  |           |                    | 3%                  |

资料来源: 各公司公告, Fierce Pharma, 交银国际

注: 不包括专利过期时间较久, 目前销售维持增长/趋于稳定的品种

图表 13: 中长期：MNC 大药企核心品种（单品在 2023 年对公司总收入贡献超过 5%）专利到期时间

| 公司  | 商品名               | 通用名              | 2023 年销售占公司收入比重 | 专利到期时间                | 公司   | 商品名             | 通用名         | 2023 年销售占公司收入比重 | 专利到期时间              |
|-----|-------------------|------------------|-----------------|-----------------------|------|-----------------|-------------|-----------------|---------------------|
| BMS | Eliquis           | 阿哌沙班             | 27%             | 2026-28               | 辉瑞   | Comirnaty       | COVID-19 疫苗 | 19%             | 2041                |
|     | Opdivo            | 纳武利尤单抗           | 20%             | 2028                  |      | Eliquis         | 阿哌沙班        | 12%             | 2026-28             |
|     | Revlimid          | 来那度胺             | 14%             | 2022                  |      | Pprevnar        | 肺炎链球菌疫苗     | 11%             | 2033                |
|     | Orencia           | 阿巴西普             | 8%              | 2026 起*               |      | Ibrance         | 哌柏西利        | 8%              | 美国 2027、欧洲 2028     |
|     | Pomalyst/Imnovid  | 泊马度胺             | 8%              | 2024（美国仿制药 2026 年上市）  |      | Vyndaqel        | 氯苯唑酸葡甲胺     | 6%              | 欧洲 2026、美国 2028     |
| 艾伯维 | Humira            | 阿达木单抗            | 27%             | 2023                  | 默沙东  | Keytruda        | 帕博利珠单抗      | 42%             | 美国 2028、欧洲 2031     |
|     | Skylizi           | 利生奇珠单抗           | 14%             | 2033                  |      | Gardasil 系列产品   | HPV 疫苗      | 15%             | 美国 2028、欧洲 2030（九价） |
|     | Rinvoq            | 乌帕替尼             | 7%              | 2033                  |      | Janumet/Januvia | 西格列汀        | 6%              | 2026（仿制药上市）         |
|     | Imbruvica         | 伊布替尼             | 7%              | 2028                  | 阿斯利康 | Farxiga         | 达格列净        | 13%             | 美国 2025、欧洲 2027     |
|     | Vraylar           | 卡利拉嗪             | 5%              | 2029                  |      | Tagrisso        | 奥希替尼        | 13%             | 2032                |
| 诺华  | Entresto          | 沙库巴曲缬沙坦          | 13%             | 2025                  |      | Imfinzi         | 度伐利尤单抗      | 9%              | 欧洲 2030、美国 2031     |
|     | Cosentyx          | 司库奇尤单抗           | 11%             | 2029                  |      | Soliris         | 依库珠单抗       | 7%              | 2027                |
| 罗氏  | Ocrevus           | 奥瑞利珠单抗           | 14%             | 2029                  |      | Ultomiris       | 瑞利珠单抗       | 6%              | 2035                |
|     | Hemlibra          | 艾美赛珠单抗           | 9%              | 2032**                |      | Lynparza        | 奥拉帕利        | 6%              | 美国 2028、欧洲 2029     |
|     | Perjeta           | 帕妥珠单抗            | 8%              | 美国 2024、欧洲 2023       | 赛诺菲  | Calquence       | 阿卡替尼        | 5%              | 2032                |
|     | Tecentriq         | 阿替利珠单抗           | 8%              | 2032                  |      | Symbicort       | 布地奈德+福莫特罗   | 5%              | 美国 2022-29，欧洲 2019  |
|     | Actemra/RoActemra | 托珠单抗             | 6%              | 2023-24（仿制药上市）        |      | Dupixent        | 度普利尤单抗      | 25%             | 美国 2031、欧洲 2033     |
| 强生  | Stelara           | 乌司奴单抗            | 13%             | 2023-24（仿制药 2025 年上市） | 礼来   | Trulicity       | 度拉糖肽        | 21%             | 美国 2027、欧洲 2029     |
|     | Darzalex          | 达雷妥尤单抗           | 11%             | 2029                  |      | Mounjaro        | 替尔泊肽        | 15%             | 美国 2036、欧洲 2037     |
| GSK | Dolutegravir 系列产品 | 多替拉韦             | 18%             | 美国 2027、欧洲 2029       |      | Verzenio        | 阿贝西利        | 11%             | 美国 2031、欧洲 2033     |
|     | Shingrix          | 重组带状疱疹疫苗         | 11%             | 美国 2029、欧洲 2031       |      | Taltz           | 依奇珠单抗       | 8%              | 美国 2030、欧洲 2031     |
|     | Trelegy Ellipta   | 糠酸氟替卡松+乌美溴铵+维兰特罗 | 7%              | 美国 2027-30，欧洲 2029    |      | Jardiance       | 恩格列净        | 8%              | 美国 2028、欧洲 2029     |
|     | Nucala            | 美泊利珠单抗           | 5%              | 美国 2025、欧洲 2027       |      |                 |             |                 |                     |

资料来源: 各公司公告, Fierce Pharma, 交银国际

\* 公司表示暂无仿制药有上市计划。\*\* 交银国际预测。

绿色 = 未来 3 年内专利到期, 灰色 = 2027-30 年专利到期。



### 诉讼或可延后专利悬崖，但终不是长久之计

为降低药品价格、提高药品可及性，许多国家和地区引入专利**挑战方案**，以加速首仿药的加速获批上市。同时部分国家还设置了**首仿药独占期**，激励仿制药企业争取成为第一个上市的仿制药，获得市场独占红利。与此同时，为了保障创新药企的研发热情，监管部门提出了**遏制期**概念，允许原研药企向法院申诉仿制药企侵权，而监管部门对仿制药 ANDA 的批准就诉讼需要推迟一定时间。

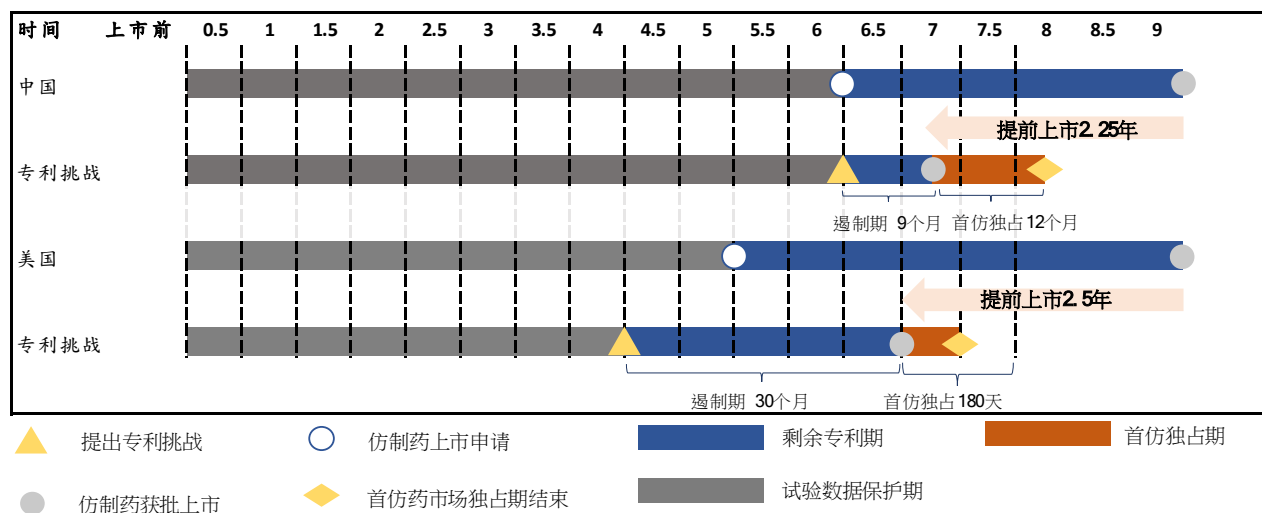
- ④ **首仿药市场独占期**：在美国，满足以下两个条件的仿制药企将获得 FDA 给予的 180 天独占期：1) 首位完整申报 ANDA；2) 至少对一项专利进行挑战（第四段声明）。在中国，首仿药可以获得 12 个月的市场独占期。
- ④ **被起诉仿制药企的遏制期**：在收到仿制药企的专利挑战后，原研药企可以在 45 天内向法院申诉仿制药企侵权。一旦创新药企提起诉讼，FDA 对 ANDA 的批准就需推迟 30 个月。在这期间 FDA 不停止对 ANDA 的审核，若审核无问题，则向仿制药企发出“暂时性批准”。若法院在 30 个月内判决案子，则 FDA 根据判决结果决定是否给予 ANDA 正式批准；若法院 30 个月内未了结诉讼，则 FDA 便可批准仿制药上市。

**仿制药企发起专利挑战获得提前上市的机会。通过专利挑战制度，美国/中国首仿药上市时间分别可提前 2.5 年/2.25 年。**

在美国，由于专利链接制度允许仿制药在新药数据保护期到期前 1 年（即第 4 年）提出专利挑战，进入专利诉讼程序，30 个月的遏制期结束后仿制药即可上市；这比未引入专利挑战时仿制药的上市时间可提前 2.5 年。此外，首仿药可以获得 180 天的市场独占期，这有助于激励仿制药企业争取成为第一个上市的仿制药，获得市场独占红利。

在中国，按现行法律，仿制药可以在新药 6 年的试验数据保护期到期时提出上市申请，并于其专利期到期后提出上市申请。但是根据《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》（2021 第 89 号），9 个月的遏制期结束后仿制药即可上市；这比未引入专利挑战时仿制药的上市时间可提前 2.25 年。此外，首仿药可以获得 12 个月的市场独占期。

图表 14: 中美首仿药上市时间对比



资料来源:《药品专利纠纷早期解决机制实施办法(试行)》, Hatch-waxman 法案, 交银国际 \*假设上市时剩余专利期为9年

### 案例分析 2：原研药企如何抵御专利挑战？

仿制药企挑战专利的请求并不一定会成功，即便成功，原研药企也有机会通过反向支付协议延缓仿制产品的上市节奏。反向支付协议，又称延迟支付协议，广义上通常指原研药企业以维持市场独占地位，追求垄断利润为目的，通过向仿制药企业支付巨额费用，以延迟其进入相关市场而签订的客观上具有反竞争效果的平行和解协议。事实上，在美国 2009-15 年结案的 ANDA 诉讼中，专利权人的胜诉利率仅 14.6%，而大部分 (57.9%) 最终以和解结案。

**专利挑战和解案例——Celgene 与多家仿制药企在 Pomalyst 仿制药上市前达成和解：**2017 年起，Teva、Apotex、Dr. Reddy's 等多家仿制药企向提交 Pomalyst 的 ANDA 申请，同时对 Pomalyst 的核心专利 (2024 年到期) 发起挑战。此后，Celgene (后被 BMS 收购) 向每家企业提起专利侵权诉讼。2020 年 10 月，上述 ANDA 申请中的两项获得 FDA 批准。随着诉讼逐渐朝着不利于 Celgene 的方向发展，Celgene 先后与 Breckenridge、Mylan、Dr. Reddy's 等公司达成条款保密的庭外和解协议，以反向支付的方式推迟仿制药的上市时间。根据 BMS 的最新预测，Pomalyst 仿制药可以在美国上市的时间不早于 1Q26。

**专利挑战失败案例——阿斯利康成功抵御 Crestor 专利挑战：**阿斯利康的 Crestor (瑞舒伐他汀) 于 2003 年获得 FDA 批准上市。与其他市售他汀类药物相比，该产品在降低低密度胆固醇和提高高密度胆固醇方面疗效显著，并且副作用较低，因此一经上市便获得了成功。2007 年，Aurobindo、Mylan 和 Teva 等 8 家仿制药企业向 FDA 提交了 ANDA 申请。而同年，阿斯利康也对这 8 家仿制药企业提起诉讼，称其侵犯化合物专利 USRE37314 (314 专利)。在后一项诉讼中，被告提出 314 专利因显而易见性和不适当的专利再颁而无效。被告认为，现有技术是 1990 年公开的 Sandoz 公司的欧洲专利 EP0367895，在该专利中描述了许多基于嘧啶的他汀类化合物，包括化合物 1b。由于化合物 1b 被描述为“本发明特别优选的实施方案”，所以是能够进一步研究的“先导化合物”。

阿斯利康指出，化合物 1b 表现出了意料不到的毒性增加，因此并不是一种有动机的先导化合物。其次，1991 年的现有技术文献中已经明确指出 C2 位置的亲脂性（而非亲水性）取代基可以增加他汀类药物的效力。现有技术没有瑞舒伐他汀相对于化合物 1b 或者任何其他已知化合物具有更优越特性的启示，因此没有成功的合理预期，也没有任何参考文献或者其组合启示化合物瑞舒伐他汀及其有利特性。阿斯利康强调了他汀类药物开发的不可预测性，同时指出至少有五家制药公司放弃了对以噻啉为核心的他汀类药物的研发。最终地方法院一审判决 314 专利有效。

### 收并购、BD、内管线扩张，MNC 药企各显神通

创新是医药行业发展最重要的长期原动力，新品种的销售增长也是解决现有品种专利悬崖风险的最有效途径。我们以阿斯利康、BMS、艾伯维和诺华为例，评估 MNC 药企在面临较高的专利到期风险时采取的创新研发策略，以及外延扩张的重点关注方向。

**阿斯利康：**公司始终致力于新一代靶点/技术路径药物的研发和引进、并打造大癌种、呼吸免疫、罕见病（Alexion）等核心聚焦领域，在产品线快速迭代、抵御公司整体专利悬崖风险上卓有成效。2017 年后，Tagrisso、Imfinzi、Farxiga 等自研/合作开发的潜力大单品快速上量，有效对冲了 Nexium、Crestor 等大单品的专利悬崖影响。近年来，阿斯利康通过多点开花的自研和外延扩张，又开启新一波产品线迭代，重心开始转向 ADC、细胞治疗、IO 双抗/TCE、基因治疗和基因编辑、核药等下一代新药开发路径，在这些赛道上的开发进度上领先/不输于同行。根据我们的统计，2023 年以来，公司共完成 9 笔 10 亿美元以上的收购/BD 引进交易，涵盖多个疾病领域和药物技术路径、聚焦早中期管线补强，整体来看对价合理。

图表 15: 阿斯利康 2023 年以来的主要收购/BD 引进交易

| 转让方      | 交易类型  | 对价 (亿美元) | 溢价 (如适用) | 被收购/引进管线布局方向      | 疾病领域  | 交易达成时管线所处阶段 |
|----------|-------|----------|----------|-------------------|-------|-------------|
| Fusion   | 收购    | 24.0     | 126%     | 核药                | 肿瘤    | II 期        |
| Quell    | BD 引进 | 20.9     | NA       | 细胞疗法              | 自免    | 临床前         |
| 诚益生物     | BD 引进 | 20.1     | NA       | ECC5004 (GLP-1RA) | 心血管代谢 | I 期         |
| CinCor   | 收购    | 18.0     | 206%     | 小分子               | 心血管代谢 | III 期       |
| 亘喜       | 收购    | 12.0     | 86%      | 细胞疗法              | 肿瘤    | I 期         |
| 康诺亚      | BD 引进 | 11.9     | NA       | Claudin 18.2 ADC  | 肿瘤    | I 期         |
| Icosavax | 收购    | 11.0     | 91%      | 疫苗                | 抗感染   | II 期        |
| Amolyt   | 收购*   | 10.5     | NA       | 多肽                | 罕见病   | III 期       |
| 辉瑞       | BD 引进 | 10.0     | NA       | 基因疗法              | 罕见病   | 临床前         |

资料来源: 公司资料, 交银国际整理。\*交易尚未完成。

**BMS：**公司在 2023 年先后收购了 Karuna、Mirati、RayzeBio 等公司，总交易对价达到约 240 亿美元。其中，Mirati 拥有全球第二款获批的 KRAS 抑制剂 adagrasib，1-3Q23 上市首三个季度销售额超 3,600 万美元；Karuna 正在开发新一代治疗精神分裂症的药物 KarXT，并已向 FDA 提交 NDA。公司表示，将力争

保持在肿瘤、血液学和心血管领域的领先地位，并进一步加码免疫和神经领域，在技术路径上重点布局细胞治疗、靶向蛋白降解和核药。

**图表 16: BMS 的 2023 年以来的主要收购交易**

| 被收购方     | 对价 (亿美元) | 溢价率  | 被收购方管线布局方向 | 疾病领域 | 管线所处阶段  |
|----------|----------|------|------------|------|---------|
| Karuna   | 140      | 53%  | 小分子        | CNS  | NDA/BLA |
| Mirati   | 58       | 52%  | 小分子        | 肿瘤   | 商业化     |
| RayzeBio | 41       | 101% | RDC        | 肿瘤   | III 期   |

资料来源: 公司资料, 交银国际

尽管如此, 公司新上市产品的放量速度略不及预期, 专利悬崖下的短期业绩表现存在较多不确定性。后续管线对专利悬崖的整体抵御能力有限, 实体瘤领域中后期布局仍继续以 Opdivo 为中心, 尽管收购的 KarXT 有 60-70 亿美元峰值销售的潜力, 但可能依旧难以弥补 Eliquis 和 Revlimid 的滑坡, 其他领域也乏善可陈。从 2023 年开始, BMS 通过与百利天恒、Orum、RayzeBio 等公司合作进入前景广阔的 ADC/XDC 领域, 但相比默沙东、辉瑞等同行, BMS 的 ADC 布局较为薄弱, 同时考虑到较高的交易对价, 投资回报率也有更多不确定性。

**艾伯维:** 2023 年, 最大单品 Humira 对公司收入贡献达到 27%, 专利到期后销售下滑明显; Imbruvica 虽暂时安全 (公司预计 2028 年美国专利到期, 2032 年首款仿制药上市), 但 Brukinsa、Calquence 等同靶点竞品已快速抢占其市场份额。面对 30% 左右的风险敞口, 公司通过以下方式应对: 1) 继续开发 Skyrizi、Rinvoq 等自免领域新品种的市场潜力, 公司预计两款产品到 2027 年有望合计产生 270 亿美元的年销售额, 足以弥补 Humira 的下滑; 2) 收购 Allergan 获得的医美、CNS、眼科等领域产品线, 其中不乏 Botox (包括即将上市的短效/速效 BoNT/E)、偏头疼药物 (Ubrelvy 和 Qulipta) 等持续增长的大单品; 3) 在肿瘤、自免、CNS 等优势领域收并购+BD 同步进行, 2023 年斥资 101 亿美元收购了 ImmunoGen, 后者拥有一条多靶点、多阶段的 ADC 管线。

**图表 17: 艾伯维的 2023 年以来的主要收购交易**

| 被收购方      | 对价 (亿美元) | 溢价率 | 被收购方管线布局方向 | 疾病领域 | 管线所处阶段 |
|-----------|----------|-----|------------|------|--------|
| ImmunoGen | 101      | 83% | ADC        | 肿瘤   | 商业化    |
| Cerevel   | 87       | 11% | 小分子        | CNS  | II 期   |
| Mitokinin | 6.6      | NA  | 小分子        | CNS  | 临床前    |

资料来源: 公司资料, 交银国际

**诺华:** 相比 BMS 和艾伯维, 诺华在内生和外延扩张上显得更加审慎而专注, 新老更替的整体节奏把握得较好。早在 2022 年, 公司便提出要转型为“纯粹的”创新药企业, 并专注心血管、免疫、神经、实体瘤、血液瘤等五大疾病领域, 以及 xRNA、放射配体和 CGT 三大技术平台赋能的自主研发。1Q23, 诺华对其研发管线进行了全面评估和调整, 并决定终止/授出 10% 的管线项目。从公司近期完成的 BD 和收并购交易来看, 如 2017-18 年收购 Lutathera 和 Pluvicto 两款镭-177 核药、2023 年引进传奇生物的 DLL3 CAR-T、2024 年引进船望制药多款 RNAi 疗法等。尽管面临 Entresto、Promacta 等产品的专利到期风险, 公司仍指引 2023-28 年收入 CAGR 达到 5%。

图表 18: 诺华的 2023 年以来的主要收购交易

| 被收购方             | 对价 (亿美元) | 溢价率 | 被收购方管线布局方向 | 疾病领域   | 管线所处阶段 |
|------------------|----------|-----|------------|--------|--------|
| Chinook          | 32       | 58% | 小分子        | 罕见病    | III 期  |
| MorphoSys        | 29.5     | 61% | 抗体/小分子     | 肿瘤、自免等 | III 期  |
| Mariana Oncology | 18.5     | NA  | 核药         | 肿瘤     | 临床前    |
| DTx Pharma       | 10       | NA  | 核酸         | CNS    | 临床前    |

资料来源: 公司资料, 交银国际

**新剂型替代, 延长产品生命周期:** 针对现有重磅品种开发的新剂型也是延长其生命周期的重要手段, 通过以新剂型对老剂型进行市场替代, 公司能有效减少老剂型专利到期后的风险敞口。以 Advair/Seretide 为例, 其粉雾剂 (Advair/Seretide Diskus) 专利于 2011 年开始到期, 但气雾剂的专利于 2013-25 年 (美国) /2012-17 年 (欧盟) 才到期, 一定程度上延缓了粉雾剂到期后的收入滑坡速度。目前全球 PD-(L)1 赛道中的头部企业都已布局皮下剂型, 进展最快的为罗氏的 Tecentriq, 已在全球多个主要市场获批上市。

图表 19: 全球市场 PD-(L)1 皮下剂型产品开发情况

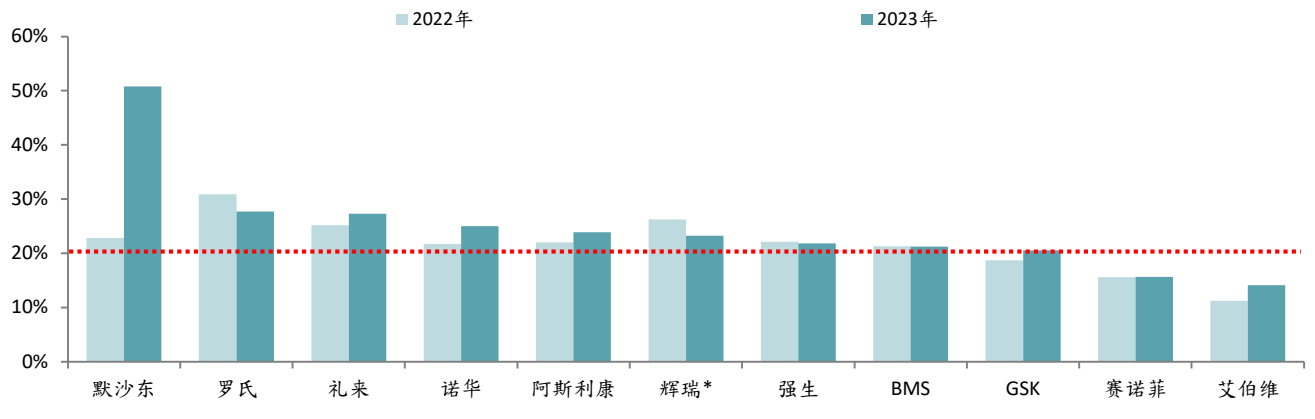
| 公司   | 产品           | 靶点    | 美国状态        | 欧盟状态             |
|------|--------------|-------|-------------|------------------|
| 罗氏   | Tecentriq SC | PD-L1 | 上市审评        | 已获批 (2024 年 1 月) |
| BMS  | Opdivo SC    | PD-1  | III 期达到主要终点 | III 期达到主要终点      |
| 默沙东  | Keytruda SC  | PD-1  | III 期       | III 期            |
| 阿斯利康 | Imfinzi SC   | PD-L1 | I 期完成       | I 期完成            |

资料来源: 公司资料, ClinicalTrials.gov, 交银国际

**研发费用率和回报率的考量:** 尽管研发支出对利润率有直接负面影响, 但考虑到研发创新 (内生+外延) 是抵御专利悬崖的最重要手段, 大药企往往维持 20% 左右甚至更高的研发费用率。2023 年, 默沙东的研发费用绝对值和费用率分别达到 305 亿美元和 51%, 遥遥领先同行, 一定程度上和大规模引进/并购有关。过低的研发投入可能使公司缺少新品种来抵御核心品种专利悬崖, 但过于激进也可能使公司面临更高的研发风险和债务压力。因此, **提升研发效率和投资回报率是每家企业的必修功课。**



图表 20: 各家龙头 MNC 大药企的研发费用率情况



资料来源: 公司资料, 交银国际  
\*剔除 Comirnaty 和 Paxlovid 收入  
注: 仅考虑药品业务的研发费用率。

图表 21: 全球跨国处方药企可比公司

| 公司名称    | 股票代码    | 收盘价<br>(当地货币) | 市值<br>(百万美元) | 收入 (百万美元) |        |        | 净利润 (百万美元) |        |        | P/S (x) |       |       | P/E (x) |       |       | PEG(x) |
|---------|---------|---------------|--------------|-----------|--------|--------|------------|--------|--------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
|         |         |               |              | 2024E     | 2025E  | 2026E  | 2024E      | 2025E  | 2026E  | 2024E   | 2025E | 2026E | 2024E   | 2025E | 2026E |        |
| 礼来      | LLY US  | 934.14        | 887,812      | 43,010    | 53,038 | 63,044 | 12,393     | 17,510 | 22,855 | 20.6    | 16.7  | 14.1  | 68.1    | 48.7  | 36.7  | 1.4    |
| 强生      | JNJ US  | 149.70        | 360,280      | 88,527    | 91,129 | 94,474 | 25,654     | 26,340 | 27,544 | 4.1     | 4.0   | 3.8   | 14.2    | 13.7  | 13.1  | 3.8    |
| 默沙东     | MRK US  | 128.97        | 326,656      | 64,248    | 68,868 | 72,836 | 21,700     | 25,131 | 27,274 | 5.1     | 4.7   | 4.5   | 15.1    | 13.0  | 11.9  | 1.1    |
| 艾伯维     | ABBV US | 169.91        | 300,039      | 55,246    | 58,397 | 62,696 | 19,761     | 21,399 | 23,857 | 5.4     | 5.1   | 4.8   | 15.3    | 14.1  | 12.6  | 1.4    |
| 诺华      | NOVN SW | 99.28         | 242,490      | 49,447    | 51,483 | 52,447 | 14,760     | 15,827 | 16,343 | 4.9     | 4.7   | 4.6   | 15.2    | 14.1  | 13.2  | 2.7    |
| 阿斯利康-US | AZN US  | 77.94         | 241,656      | 51,704    | 56,687 | 60,708 | 12,400     | 14,390 | 16,274 | 4.7     | 4.3   | 4.0   | 19.5    | 16.8  | 14.8  | 1.2    |
| 阿斯利康-LN | AZN LN  | 12100.00      | 241,656      | 51,704    | 56,687 | 60,708 | 12,400     | 14,390 | 16,274 | 4.7     | 4.3   | 4.0   | 19.5    | 16.8  | 14.8  | 1.2    |
| 罗氏      | ROG SW  | 252.10        | 230,646      | 67,027    | 70,904 | 73,884 | 15,971     | 17,189 | 18,578 | 3.4     | 3.2   | 3.1   | 14.2    | 12.9  | 12.1  | 1.6    |
| 辉瑞      | PFE US  | 28.66         | 162,405      | 60,641    | 62,761 | 63,060 | 13,674     | 15,809 | 16,662 | 2.7     | 2.6   | 2.6   | 12.1    | 10.4  | 9.9   | 1.0    |
| 赛诺菲     | SAN FP  | 93.81         | 129,062      | 50,150    | 53,453 | 56,476 | 10,252     | 11,671 | 12,734 | 2.6     | 2.4   | 2.3   | 12.2    | 10.8  | 9.9   | 0.9    |
| 百时美施贵宝  | BMJ US  | 40.75         | 82,604       | 45,715    | 44,563 | 42,374 | 986        | 12,193 | 11,220 | 1.8     | 1.9   | 1.9   | 83.8    | 6.8   | 7.4   | 0.0    |
| 葛兰素史克   | GSK LN  | 1505.00       | 80,499       | 40,487    | 43,013 | 45,417 | 8,297      | 9,417  | 10,343 | 2.0     | 1.9   | 1.8   | 9.6     | 8.5   | 7.7   | 0.7    |
| 市值加权平均  |         |               |              |           |        |        |            |        |        | 8.6x    | 7.4x  | 6.6x  | 31.3x   | 23.0x | 18.9x | 1.6x   |

资料来源: 彭博, 交银国际  
阿斯利康和百时美施贵宝为交银国际预测, 其余为彭博一致预测。截至 2024 年 7 月 11 日收盘价

## 对中国企业的启示——把握专利悬崖下催生的出海合作机会

专利悬崖风险下管线扩张需求激增、叠加重磅品种销售积累下的充足资金，MNC 药企开始加速对外合作。随着中国创新药管线不断扩大、与欧美同行间的差距不断缩小、资本市场波动后资产性价比明显提升，中国开始从产品引进方升级为医药创新技术的输出方，成为全球重要的“研发中心”之一。在这个过程中，中国创新药企也借助 MNC 的强大临床和商业化资源加速产品全球开发、最大化销售潜力，真正实现合作双方双赢。4Q23 起，国产创新药出海交易落地节奏明显加速，ADC、CGT、小核酸药物等新药物模式备受青睐，我们预计这一趋势将在 2H24/2025 年持续。

国产创新药出海合作的主要形式包括直接 license-out、合作开发和收并购。我们认为，短期内，直接 license-out 将依旧是主流模式。

**图表 22: 国产创新药出海合作的主要形式及优缺点**

| 合作模式             | 具体方式                                            | 代表交易                                         | 优点                            | 缺点                                      |
|------------------|-------------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|
| License-out/授出权益 | 中国药企将产品的全球/在一些地区的权益授权给海外药企，被授权方负责后续的开发、申报和商业化工作 | 大多数 BD 出海交易                                  | 灵活、高效、门槛较低                    | 产品上市后可获得的分成有限，存在合作终止风险                  |
| 合作开发             | 中国药企和海外合作伙伴联合开发或商业化产品，分担成本和/或利润                 | 传奇生物/强生合作开发 cilta-cel、百利天恒/BMS 合作开发 BL-B01D1 | 产品上市后可获得相当一部分利润分成             | 产品盈利前授权方仍将承担一部分损失，存在合作终止风险              |
| 收并购              | 中国药企被海外药企整体收购                                   | 阿斯利康收购亘喜生物、诺华收购信瑞诺医药                         | 一步到位，合作终止风险小，被收购方股东直接享受股价增值回报 | 收购方承担较大风险，被收购方门槛较高、且股东难以享受产品价值实现带来的公司增值 |

资料来源: 交银国际

## 2024 年海外药企或将继续“扫货”，关注高性价比创新药资产

**2023 年末海外药企集中引进国产创新药：**从国产创新药 license-out 的交易数量和规模来看，行业自 2020 年起渐入佳境，并终于在 2023 年迎来了全面爆发，2023 年至 1H24 合计完成 23 个总规模在 10 亿美元以上的 BD 交易，其中 4Q23 后有 17 个。我们认为，2023 年末出现大规模 license-out 交易的主要原因有：1) 中国生物科技企持续提升内部研发能力，在 ADC、CGT、双抗等重点领域储备了充足的技术和候选药物；2) 中国资本市场偏软，当前资产估值已处于历史低位，性价比极高；3) 随着通胀冷却，美联储继续加息概率明显下降，资产价格下行风险已较为可控，有望企稳回升；4) 一些 MNC 大药企的核心产品面临专利到期后的销售下滑风险，急需新产品交接，而年底是完成这一任务的冲刺期。

进入 2024 年，我们预计海外药企将继续关注中国创新药资产的授权引进机会，考虑到美联储降息时点的不确定性以及中国创新药资产依旧显著的投资性价比。对于 BMS、艾伯维、诺华、罗氏等公司来说，核心品种专利到期后带来的较大收入缺口使它们有较强的收并购和 BD 引进需求。在管线布局上，它们聚焦肿瘤、免疫、神经、心血管等治疗领域，以及 ADC、核药、小核酸、蛋白降

解等新技术路径。因此，我们建议重点关注符合这些方向、创新价值和差异化显著的国产创新药资产，在中短期内有机会迎来出海合作机会。

图表 23: 2023 年至 1H24 10 亿美元以上国产创新药跨境 license-out 交易

| 排名 | 合作项目                                          | 授权地区      | 授出方      | 引进方      | 总金额<br>(亿美元) | 交易<br>达成时间  |
|----|-----------------------------------------------|-----------|----------|----------|--------------|-------------|
| 1  | BL-B01D1 (HER3/EGFR 双抗 ADC)                   | 中国内地以外    | 百利天恒     | BMS      | 84.0         | 2023 年 12 月 |
| 2  | HRS-7535、HRS-9531、HRS-4729 (GLP-1)            | 大中华区以外    | 恒瑞       | Hercules | 60.4         | 2024 年 5 月  |
| 3  | 多款心血管疾病的 RNAi 疗法                              | 全球或大中华区以外 | 船望制药     | 诺华       | 41.7         | 2024 年 1 月  |
| 4  | ECC5004 (口服 GLP-1R)                           | 全球        | 诚益生物     | 阿斯利康     | 20.1         | 2023 年 11 月 |
| 5  | BB-1701 (HER2 ADC)                            | 大中华区以外    | 百力司康     | 卫材       | 20.0         | 2023 年 5 月  |
| 6  | 治疗 NASH/MASH 的 siRNA 疗法                       | 全球        | 瑞博生物     | 勃林格殷格翰   | 20.0         | 2024 年 1 月  |
| 7  | HS-20093 (B7H3 ADC)                           | 大中华区以外    | 翰森制药     | GSK      | 17.1         | 2023 年 12 月 |
| 8  | FG-M701 (TL1A 抗体)                             | 全球        | 明济生物     | 艾伯维      | 17.1         | 2024 年 6 月  |
| 9  | DB-1303 (HER2 ADC)、DB-1311 (B7H3 ADC)         | 中国内地和港澳以外 | 映恩生物     | BioNTech | 16.7         | 2023 年 4 月  |
| 10 | HS-20089 (B7H4 ADC)                           | 大中华区以外    | 翰森制药     | GSK      | 15.7         | 2023 年 10 月 |
| 11 | HRS-1167 (PARP1)、SHR-A1904 (Claudin 18.2 ADC) | 中国内地以外    | 恒瑞医药     | 德国默克     | 14.0 (欧元)    | 2023 年 10 月 |
| 12 | 四款 TCE 双抗/多抗                                  | 全球        | 药明生物     | GSK      | 15.0         | 2023 年 1 月  |
| 13 | Ocedurenone (第三代非甾体类 MRA)                     | 全球        | 亨利医药     | 诺和诺德     | 13.0         | 2023 年 10 月 |
| 14 | 奥雷巴替尼 (第三代 BCR-ABL TKI)                       | 大中华区以外    | 亚盛医药     | 武田       | 13.0         | 2024 年 6 月  |
| 15 | CMG901 (Claudin 18.2 ADC)                     | 全球        | 康诺亚/乐普生物 | 阿斯利康     | 11.9         | 2023 年 2 月  |
| 16 | 呋喹替尼                                          | 中国内地和港澳以外 | 和黄医药     | 武田       | 11.3         | 2023 年 1 月  |
| 17 | LB2102 (DLL3 CAR-T)                           | 全球        | 传奇生物     | 诺华       | 11.1         | 2023 年 11 月 |
| 18 | HBM9033 (间皮素 ADC)                             | 全球        | 和铂医药     | 辉瑞       | 11.0         | 2023 年 12 月 |
| 19 | YL202 (HER3 ADC)                              | 全球        | 宜联生物     | BioNTech | 10.7         | 2023 年 10 月 |
| 20 | PM8002 (PD-L1/VEGF 双抗)                        | 大中华区以外    | 普米斯      | BioNTech | 10.6         | 2023 年 11 月 |
| 21 | YL211 (c-MET ADC)                             | 全球        | 宜联生物     | 罗氏       | 10.5         | 2024 年 1 月  |
| 22 | GQ1010 (TROP2 ADC)                            | 大中华区以外    | 启德医药     | Pyramid  | 10.2         | 2023 年 4 月  |
| 23 | ARTS-021 (CDK2)                               | 大中华区以外    | 安锐生物     | Avenzo   | 10.0         | 2024 年 1 月  |

资料来源: 各公司公告, 交银国际

**重点关注被低估的新技术路径、新靶点：**在经历了近期的 ADC 出海热潮后，我们预计 2H24-2025 年，MNC 药企将逐渐转向更前沿、更具差异化、竞争格局相对较好（同靶点进展更快的分子数量有限或有明确头对头临床数据优势）的药物类型，例如核药、小核酸药物、CGT、双靶点/多靶点抗体和 ADC、以及已验证机制中的潜在同类最佳药物。在引进药物开发阶段的选择上，我们认为整体性价比较高、成药性已获初步验证、长期市场潜力可观的 I 期/POC 阶段分子将最受青睐；对于短期内有较大专利悬崖风险的海外药企，已上市/处于关键临床的资产的也有可能受其关注。

④ **ADC：**在经过一年的集中“扫货”后，MNC 大药企在 ADC 上的布局已基本成型，今后或将把目光转向更新的靶点和作用机制，包括 HER3、FR $\alpha$ 、5T4、PTK7、c-MET、Muc1、CD79B 等靶点、新型有效载荷以及双靶点/多靶点 ADC。此外，ADC 技术平台能力也是海外药企的重要考察点，优秀的平台

可持续产出新药物分子和新合作机会。我们建议重点关注百奥赛图、宜联生物、普方生物、荣昌生物、恒瑞医药等公司。

图表 24: 重点关注的 ADC 出海新方向

| 类别          | 重点关注公司                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新靶点         | 荣昌生物（c-MET、间皮素等）、恒瑞医药（c-MET、HER3、Nectin-4、CD79b 等）、石药集团（Nectin-4、HER3 等）、百奥赛图（c-MET、HER3、5T4、Muc1 等）、宜联生物（c-MET、HER3、间皮素、DLL3 等）、多禧生物（Muc1、CD33 等）、普方生物（FRα、CD70、PTK7）、爱科瑞思（c-MET、5T4、Nectin-4 等）、多玛医药（c-MET、5T4、PTK7、Muc1）、普众发现（HER3、PTK7、FRα、Muc18、CDH6）、博奥信（LIV-1、CDH6）、复宏汉霖（Nectin-4、LIV-1、STEAP1） |
| 双靶点/多靶点 ADC | 百奥赛图、百利天恒、多玛医药、康宁杰瑞、科弈药业等                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 平台          | <b>基于第一三共的改造平台：</b> 恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、石药集团、百济神州、百利天恒、百奥泰、映恩生物、迈威生物等<br><b>自建/引进新平台：</b> 荣昌生物、科伦博泰、宜联生物、迈威生物、乐普生物、信达生物、复宏汉霖、礼新医药、东曜药业等                                                                                                                                                                   |

资料来源: 公司资料, 医药魔方, 交银国际

⊕ **CGT：**2H23 开始，CGT 领域的海外投融资热情逐渐复苏，创新管线再获 MNC 青睐，包括礼来溢价近 300%收购糖尿病细胞治疗公司 Sigilon（2023 年 6 月）、诺华逾 11 亿美元引进传奇生物 DLL3 CAR-T、阿斯利康溢价 62% 收购中国细胞治疗公司亘喜生物；仅 2024 年前两个月，细胞治疗赛道完成的投融资和 BD 交易规模就超过了 30 亿美元。我们预计，在政策支持、头部优势效应深化、患者教育普及等因素的推动下，这一复苏趋势将在 2H24-2025 年持续。我们认为，未来 MNC 的布局方向将逐步转向差异化更显著的靶点和药理机制，包括 CAR-NK、TIL、TCR-T、基因疗法等，重点关注信念医药、朗信生物、沙砾生物、香雪制药等上市和非上市公司。

图表 25: 2024 年初至今细胞治疗领域重要投融资/BD 事件

| 公司           | 被授权公司    | 事件类型 | 时间         | 交易/融资金额 (亿美元) | 细分赛道                |
|--------------|----------|------|------------|---------------|---------------------|
| Umoja        | 艾伯维      | BD   | 2024 年 1 月 | 14            | CD19 等原位生成 CAR-T    |
| Simcha       | 强生       | BD   | 2024 年 1 月 | 未披露           | 基于抗诱饵 IL-18 的 CAR-T |
| Tr1X         | NA       | 融资   | 2024 年 1 月 | 0.75          | Tr1 细胞疗法            |
| 2seventy bio | 再生元      | BD   | 2024 年 2 月 | 未披露           | 新型免疫细胞疗法            |
| Kyverna      | NA       | IPO  | 2024 年 2 月 | 3.2           | 治疗自身免疫病的 CAR-T 疗法   |
| Autolus      | BioNTech | 战略合作 | 2024 年 2 月 | 2.5           | 多款 CAR-T 疗法         |
| Kelonia      | Astellas | BD   | 2024 年 2 月 | 8             | 现货型通用 CAR-T 疗法      |

资料来源: 公司资料, 交银国际

⊕ **核药：**早在 2013 年，拜耳便成功上市了 Xofigo（氯化镭[Ra223]），用于去势抵抗性前列腺癌的治疗。近年来诺华在 Lutathera 和 Pluvicto 两款产品上取得的商业化成功，点燃了全球药企布局核药赛道的热情。4Q23 礼来和 BMS 分别宣布收购 Point Biopharma 和 RayzeBio，正式进军核药赛道。2H24-2025 年重点关注恒瑞医药、东诚药业、先通国际医药、蓝纳成等公司。

图表 26: 中国企业在研核药管线（治疗性）

| 药物名称              | 公司/研发机构                   | 适应症                    | 研发阶段      |
|-------------------|---------------------------|------------------------|-----------|
| 智舒嘉               | 智核生物                      | 甲状腺癌放射性碘诊断/治疗          | 中国申报上市获受理 |
| 18F-APN-1607      | 新旭医药/东诚药业                 | 阿尔兹海默症、帕金森综合征、进行性核上性麻痹 | 临床 III 期  |
| 镧[177Lu]氧奥曲肽      | 先通国际医药                    | 胃肠胰神经内分泌肿瘤、神经内分泌肿瘤     | 临床 III 期  |
| 镧[177Lu]氧奥曲肽      | 恒瑞医药                      | 晚期胃肠胰神经内分泌瘤            | 临床 III 期  |
| 68Ga-P16-093      | Five Eleven Pharma/北京协和医院 | 胶质瘤、前列腺癌、肾癌            | 临床 III 期  |
| 177Lu-edotreotide | ITM Solucin GmbH/远大医药     | 神经内分泌肿瘤                | 临床 III 期  |
| 铈[188Re]依替磷酸盐     | 铈泰医药                      | 前列腺癌骨转移                | 临床 II 期   |
| 氟[18F]恩睿肽         | 蓝纳成                       | PSMA 表达阳性前列腺癌          | 临床 I 期    |
| NRT6003           | 纽瑞特医疗                     | 转移性肝癌                  | 临床 I 期    |

资料来源: 公司资料, 交银国际

④ **小核酸药物**：小核酸药物包括 siRNA、miRNA、mNRA、反义寡核苷酸等种类。2020 年，诺华的 Leqvio 在欧洲获批用于治疗成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常，成为全球首款在非罕见病领域获批的小核酸药物，2023 年销售额逐季增长。在这一赛道，瑞博生物、圣诺医药、舶望制药、圣因生物等中国企业有较好的管线布局。仅 2024 年 1 月，中国就发生了两起 20 亿美元以上的小核酸药物 BD 出海交易，分别来自瑞博生物和舶望制药，足见海外药企对小核酸药物的开发热情。我们看好后续更多 MNC 药企在这一领域的布局。

图表 27: 近期中国药企小核酸药物对外授权交易

| 授出方  | 引进方    | 交易达成时间           | 交易对价      | 交易细节                                                                                                                                                                      |
|------|--------|------------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 瑞博生物 | 齐鲁制药   | 2023 年 12 月 15 日 | 7 亿元人民币   | 瑞博将抗 PCSK9 小核酸新药 RBD7022 在大中华区的开发、生产和商业化权利授权许可给齐鲁。RBD7022 是瑞博基于其自主创新的 RIBO-GalSTARTM 肝靶向递送技术而开发的一款旨在治疗高血脂症的 GalNAc 缀合 siRNA 药物。                                           |
| 圣因生物 | 信达生物   | 2023 年 12 月 27 日 | 未披露       | 信达和圣因将共同开发靶向血管紧张素原的 siRNA 候选药物 SGB-3908 用于治疗高血压，同时信达生物获得该药物未来开发、生产和商业化的独家选择权。                                                                                             |
| 瑞博生物 | 勃林格殷格翰 | 2024 年 1 月 3 日   | 超过 20 亿美元 | 勃林格殷格翰和瑞博将共同开发治疗非酒精性代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（NASH/MASH）的小核酸创新疗法。                                                                                                                     |
| 舶望制药 | 诺华     | 2024 年 1 月 7 日   | 41.65 亿美元 | 舶望与诺华就 RNAi 疗法达成两项独家许可合作协议。根据第一份协议，舶望将一款针对心血管疾病的 I 期临床产品的全球开发和商业化权益独家许可给诺华，诺华还将获得针对心血管疾病的至多 2 个额外靶点的化合物潜在许可选择。根据第二份协议，舶望将一款用于心血管疾病治疗的 I/IIa 期临床阶段项目大中华区以外开发和商业化权益独家许可给诺华。 |

资料来源: 公司资料, 交银国际



中国药企中，重点关注短期有强出海预期的标的

在我们覆盖的中国处方药/创新药企业中，我们建议重点关注康诺亚、先声、石药等公司的重磅 license-out 交易机会，以及康方、和黄、传奇等公司已授权出海项目的持续推进情况。

图表 28: 主要中国药企 2H24-2025 年潜在创新药出海关注点

| 公司     | 后续海外授权机会                               | 2024 年重磅交易期待值 | 已授权出海项目 2024 年新进展及期待值                                       |
|--------|----------------------------------------|---------------|-------------------------------------------------------------|
| 康诺亚    | TSLP、MASP-2、早期 CD3 双抗                  | ★★★           | CMG901 全球 PoC/注册临床推进 (★★)                                   |
| 康方生物   | 卡度尼单抗、CD47、NGF、早期 I/O 项目               | ★★            | 依沃西单抗海外注册研究入组进展 (★★)                                        |
| 先声药业   | 肿瘤、神经、自免等领域新靶点药物，包括双抗                  | ★★            | IL-2muFc 海外 I 期临床推进 (★)                                     |
| 石药集团   | ADC、小核酸、双抗平台产出的分子                      | ★★            | Claudin 18.2 ADC I 期数据更新、联合疗法开发启动，Nectin-4 ADC 进入剂量扩展阶段 (★) |
| 中国生物制药 | F-star 双抗、Soft hale 软雾剂等               | ★★            | 与武田、杨森等合作伙伴的项目持续推进 (★)                                      |
| 恒瑞医药   | 庞大的在研临床管线                              | ★★            | EZH2、TSLP、Claudin 18.2 ADC 等品种的持续推进 (★)                     |
| 信达生物   | 自研 I/O、ADC 及眼科项目                       | ★★            | NA                                                          |
| 和黄医药   | Syk、CSF1R、第三代 BTK 等第二波、第三波创新项目         | ★★            | 咪喹替尼海外销售放量情况、赛沃替尼全球注册研究数据读出 (★★★)                           |
| 荣昌生物   | 泰它西普、早期 ADC 项目                         | ★★            | 持续推进维迪西妥海外注册研究 (★)                                          |
| 传奇生物   | 早期 CAR-T 项目                            | ★★            | Cilta-cel 海外销售放量及新适应症审批情况、DLL3 CAR-T 后续临床推进 (★★★)           |
| 德琪医药   | ERK1/2、PD-L1/4-1BB 双抗、小分子 CD73 等早期自研项目 | ★★            | NA                                                          |
| 科伦药业   | 后续 ADC 管线                              | ★             | 合作伙伴默沙东在 TROP2、Claudin 18.2、Nectin-4 等 ADC 项目上的推进           |
| 翰森制药   | 早期管线分子                                 | ★             | B7H3 和 B7H4 ADC 的持续推进 (★)                                   |
| 百济神州   | 早期 I/O 项目                              | ★             | NA                                                          |
| 云顶新耀   | 自研单抗及 mRNA 疫苗项目                        | ★             | NA                                                          |

资料来源: 公司资料, 交银国际

## 附录：药品专利及保护机制

### 美国药品专利和市场独占（exclusivity）的基本概念及异同

专利和独占期的实行具有相似的目的，即通过确保制药企业市场垄断权和自由定价权，帮助新药研发者独占创新收益，从而更好地激励药品创新。但两者在授予方、保护期限、申请时间、和保护形式上均有差异。

**专利：**由美国专利与商标局（USPTO）向发明者授予的知识产权保护，以在有限的时间内，阻止他人在美国制造、使用、邀约销售活销售该发明或将该发明进口到美国。作为交换，发明者在获得专利后应将其发明公开。制药企业可以在药品研发生命周期的任何阶段向 USPTO 提交专利申请，且申请中可以包含广泛的权利要求。美国药品专利期通常为 20 年，但也受其他因素影响（例如专利补偿、专利期限延长等）。

**独占期：**美国食品药品监督管理局 FDA 在批准药品后授予持有人的独占销售权，可以阻止 ANDA 的提交或批准，旨在实现促进新药创新和仿制药竞争之间的平衡。不同独占期类型的独占期不同。例如，根据 FDA 规定新化学实体（NCE）拥有 5 年独占期，仿制药最早可以在新药上市满四年后申报。

图表 29: 药品专利和药品独占期对比

| 药品专利 |                                   | 药品独占期            |
|------|-----------------------------------|------------------|
| 授予方  | 美国专利与商标局（USPTO）                   | 美国食品药品监督管理局（FDA） |
| 保护期限 | 通常为 20 年，但也受其他因素影响                | 不同独占期类型的独占期不同    |
| 申请时间 | 药品研发生命周期的任何阶段均可提交专利申请             | 药品批准后            |
| 保护形式 | 阻止他人在美国制造、使用、邀约销售活销售该发明或将该发明进口到美国 | 阻止 ANDA 的提交或批准   |

资料来源: 公开资料整理，交银国际

图表 30: 美国药品不同独占期类型比较

| 独占类型       | 独占期                          | 适用对象                                                                    | 独占期起始日                                                 |
|------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 孤儿药独占（ODE） | 7 年                          | 治疗疾病或病症的美国患病人数少于 20 万人，或超过 20 万人但不能收回成本的，由 FDA 指定且被批准的药品。               | 自 NDA 或 BLA 批准之日开始                                     |
| 新化学实体（NCE） | 5 年                          | 根据 505（b）提交的药品申请，包含尚未经 FDA 批准的活性基的药品。                                   | 自 NDA 批准开始                                             |
| 儿科独占（PED）  | 专利期和/或独占期结束后可获得额外 6 个月的市场保护。 | 发起人提交关于药品活性基的儿科研究报告                                                     | 开始于药品原有专利期或独占期届满之日，而非药品获得上市许可之日。                       |
| 180 天独占    | 180 天                        | 为“首个”承担专利侵权诉讼风险，提出 PIV 声明挑战专利的仿制药申请人提供 180 天市场独占奖励。                     | 开始于申请人首次商业化销售仿制药之日，或法院作出专利无效、不可执行或仿制药不侵权判决之日，两者中较早的日期。 |
| 其他独占       | 3 年                          | 因“变更”而提交的药品申请：药品申请或补充申请包含由申请人发起或开展新的临床研究（而不是生物利用度研究）报告，且该研究对于药品的批准至关重要。 | 自 NDA 批准开始。                                            |

资料来源: FDA，交银国际

### 中国、美国、欧洲和日本的专利保护制度对比

美国、欧盟和日本均已建立了成熟的药品专利保护体系，包含药品试验数据保护、专利期补偿、专利链接制度，近年来中国也对这些核心制度进行了探索。

**试验数据保护制度：**药品试验数据，指药品上市申请人根据要求所提交的药品上市注册申请文件数据包中与药品有效性相关的非临床和临床试验数据。日本于 1979 年就已经实行该制度，是最早实行该制度的国家。中国国家药监局于 2018 年 4 月就《药品试验数据保护实施办法（暂行）（征求意见稿）》公开征求意见，截至目前关于药品试验数据保护的相关制度尚未落地。

图表 31: 中、美、欧、日试验数据保护制度对比

|                 | 中国                        | 美国                 | 欧盟                        | 日本                                    |
|-----------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|---------------------------------------|
| 生效时间            | 意见征求阶段                    | 1984               | 1987                      | 1979                                  |
| 政策依据            | 《药品试验数据保护实施办法（暂行）（征求意见稿）》 | FDA 第 355 节和 BPCIA | 欧洲理事会第 2024/27/EC 号指令     | 日本《药事法》第 14 条                         |
| 创新药             | 6 年                       | 5 年                | 10 年（8 年试验数据保护期+2 年市场独占期） | 8 年                                   |
| 罕见病用药/孤儿药       | 6 年                       | 7 年                | 无                         | 10 年                                  |
| 生物制品            | 12 年                      | 12 年               | 无                         | 无                                     |
| 儿童用药            | 6 年                       | 额外+0.5 年           | 无                         | ≤10 年                                 |
| 改良型新药（罕见病/儿童用药） | 无                         | 无                  | 无                         | 无                                     |
| 新适应症或用途         | 无                         | 3 年                | 新适应症                      | 新适应症、新剂量药物：4-6 年；新医疗器械配合剂；新给药途径药物：6 年 |

资料来源:《药品试验数据保护实施办法（暂行）（征求意见稿）》，《药品价格竞争和专利期补偿法案》，欧洲理事会，日本《药事法》，交银国际

**专利期补偿制度：**药品专利期补偿是对创新药的进一步保护措施，以补偿其注册审批过程中损耗的时间。对比来看，日本规定专利期补偿批准后剩余专利期限最多达 20 年，是允许剩余专利期最长的国家/地区；且日本允许每个药品（有效成分）获得多个专利期补偿。2023 年 12 月 21 日，中国国务院总理李强日前签署国务院令，公布《国务院关于修改〈中华人民共和国专利法实施细则〉的决定》，自 2024 年 1 月 20 日起施行，专利法修正时引入了专利权期限补偿制度。

图表 32: 中、美、欧、日药品专利期补偿制度对比

|             | 中国                                               | 美国                                    | 欧盟                             | 日本                                                |
|-------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------|
| 生效时间        | 2024                                             | 1984                                  | 1992                           | 1987                                              |
| 基本专利期       | 20 年                                             | 20 年                                  | 20 年                           | 20 年                                              |
| 政策依据        | 《国务院关于修改〈中华人民共和国专利法实施细则〉的决定》                     | Hatch-waxman 法案                       | 欧洲理事会 No1768/92 第 4 条          | 专利法第 67 条                                         |
| 专利类型        | 新药产品专利+制备方法专利+医药用途相关专利（但未对中药进行明确定义）              | 产品专利+方法专利（使用+制备）                      | 有效成分+制备方法+使用方法+剂型              | 人用或者兽用药物、人用或者兽用诊断试剂或材料                            |
| 申请条件        | 自新药上市许可请求获得批准之日起 3 个月内                           | 批准后 60 日内向 USPTO 申请，专利未过期             | 获批后向国家专利局或欧洲专利局申请（个成员国不同）      | 获批后 3 个月内向 JPO 申请，专利未过期                           |
| 可补偿专利期      | ≤5 年                                             | ≤5 年                                  | ≤5 年                           | ≤5 年                                              |
| 批准后剩余专利期限   | ≤14 年                                            | ≤14 年                                 | ≤15 年                          | ≤20 年                                             |
| 计算方式        | 药品专利权期限补偿期限 = 新药在中国获得上市许可之日 - 发明专利之申请日 - 5 年     | 药品专利补偿期限 + 0.5*（IND 到 NDA 时间）+ NDA 时间 | SPCs 保护期 + 专利申请日到上市许可的时长 - 5 年 | 药品专利补偿期 = 药品获得上市批准之日 - 相关专利申请日或临床研究开始之日（以较晚的日期为准） |
| 可获得专利期补偿的个数 | 一个药品只能对其中一项专利给予补偿；一项专利同时涉及多个新药的，只能对一个新药提出专利权期限补偿 | 一个药品（有效成分）仅可以申请一次                     | 一个药品（有效成分）仅可以申请一次              | 每个药品（有效成分）允许获得多个专利期补偿                             |

资料来源:《中华人民共和国专利法实施细则》，Hatch-waxman 法案，欧洲理事会，交银国际

**专利链接制度：**是指将药品注册的审评审批与药品专利权的保护进行衔接的一套制度体系，其最主要的功能是在仿制药获得上市批准前提供解决专利纠纷的途径。美国是第一个也是药品专利链接制度最完善的国家，而欧盟和日本均未引入药品专利链接制度。2021 年中国发布了《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》（2021 第 89 号），正式引入专利链接制度。

图表 33: 中、美、欧、日药品专利链接制度对比

|          | 中国                                  | 美国                      | 欧盟                                                | 日本                                       |
|----------|-------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 生效时间     | 2021                                | 1984                    | 欧盟没有引入药品专利链接制度，审批部门只对药品的安全性和有效性负责，并不审查申请人的专利侵权情况。 | 日本没有引入药品专利链接制度，规定在新药活性成分专利期尚未届满时不批准仿制药上市 |
| 政策依据     | 《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》（2021 第 89 号） | Hatch-waxman 法案         |                                                   |                                          |
| 链接对象     | 化药、中药、生物制品                          | 化药                      |                                                   |                                          |
| 信息公示     | 中国上市药品专利信息登记平台                      | 橙皮书                     |                                                   |                                          |
| 专利申明制度   | 4 类申明                               | 4 类申明                   |                                                   |                                          |
| 链接机构     | 国家药品监督管理局+国家药品审评机构+司法机关             | 美国食品药品监督管理局+美国专利及商标局+法院 |                                                   |                                          |
| 提起诉讼考虑期  | 45 天                                | 45 天                    |                                                   |                                          |
| 批准等待期    | 9 个月                                | 30 个月（称为遏制期）            |                                                   |                                          |
| 首仿药市场独占期 | 12 个月                               | 180 天                   |                                                   |                                          |

资料来源:《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》，Hatch-waxman 法案，交银国际

### 药品专利的种类

在美国，专利登记对象可分为原料药（活性成分）专利、药品（制剂/配方）专利和使用方法专利。在中国，专利登记对象可分为化学药、中药和生物制品，其中化学药可登记药物活性成分化合物专利、含活性成分的药物组合物专利、医药用途专利。仿制药企就专利提出挑战并成功后可以在专利到期前就上市。

从专利保护的强弱来看，药品（制剂/配方）专利和方法/用途专利保护力度较弱。与活性成份专利不同，配方专利或许较易于被发现基于应用一般设计原则的显而易见性，特别是辅料已知具有特殊性质。方法/用途专利指向使用药物的方法且可以涵盖特定适应症或药物滴定时间。仿制药企能指明公司申报的仿制药不会侵犯专利，是因为仿制药将不会按照专利涵盖的用途出售，但仅用于参考上市药物已被批准的另外一个适应症(所谓的第 viii 部分剥离或瘦身标签)。

原料药（活性成分）专利的壁垒最强，在专利保护期内能够限制仿制药企对该专利药品有关的后续技术的使用，因此专利挑战者失败率通常较高。



2024 年 7 月 18 日

医药行业-跨国处方药企

图表 34: 交银国际医药行业覆盖公司

| 股票代码      | 公司名称   | 评级 | 收盘价<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业      |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|----------|
| LEGN US   | 传奇生物   | 买入 | 55.90         | 70.00         | 25.2%  | 2024 年 06 月 18 日 | 生物科技     |
| 6160 HK   | 百济神州   | 买入 | 92.95         | 126.00        | 35.6%  | 2024 年 05 月 17 日 | 生物科技     |
| 1952 HK   | 云顶新耀   | 买入 | 20.30         | 41.00         | 102.0% | 2024 年 05 月 17 日 | 生物科技     |
| 13 HK     | 和黄医药   | 买入 | 30.10         | 40.00         | 32.9%  | 2024 年 05 月 17 日 | 生物科技     |
| 1801 HK   | 信达生物   | 买入 | 41.15         | 48.00         | 16.7%  | 2024 年 05 月 17 日 | 生物科技     |
| 2162 HK   | 康诺亚    | 买入 | 33.20         | 72.00         | 116.9% | 2024 年 05 月 17 日 | 生物科技     |
| 9995 HK   | 荣昌生物   | 买入 | 16.92         | 56.00         | 231.0% | 2024 年 03 月 28 日 | 生物科技     |
| 9926 HK   | 康方生物   | 买入 | 40.05         | 70.00         | 74.8%  | 2024 年 03 月 19 日 | 生物科技     |
| 1548 HK   | 金斯瑞生物  | 买入 | 13.22         | 27.75         | 109.9% | 2024 年 03 月 12 日 | 生物科技     |
| 6996 HK   | 德琪医药   | 买入 | 0.73          | 4.40          | 503.3% | 2023 年 08 月 28 日 | 生物科技     |
| 9966 HK   | 康宁杰瑞制药 | 中性 | 2.31          | 7.40          | 220.2% | 2023 年 11 月 16 日 | 生物科技     |
| 2268 HK   | 药明合联   | 买入 | 15.04         | 42.00         | 179.2% | 2024 年 02 月 02 日 | 医药研发服务外包 |
| 2269 HK   | 药明生物   | 中性 | 11.28         | 16.20         | 43.6%  | 2024 年 03 月 27 日 | 医药研发服务外包 |
| 6078 HK   | 海吉亚医疗  | 买入 | 26.55         | 49.00         | 84.6%  | 2024 年 03 月 28 日 | 医疗服务     |
| AZN US    | 阿斯利康   | 买入 | 79.76         | 93.30         | 17.0%  | 2024 年 07 月 16 日 | 跨国处方药企   |
| BMJ US    | 百时美施贵宝 | 沽出 | 43.15         | 33.10         | -23.3% | 2024 年 06 月 21 日 | 跨国处方药企   |
| 1177 HK   | 中国生物制药 | 买入 | 2.95          | 4.80          | 62.8%  | 2024 年 07 月 11 日 | 制药       |
| 1093 HK   | 石药集团   | 买入 | 6.03          | 11.00         | 82.4%  | 2024 年 05 月 27 日 | 制药       |
| 002422 CH | 科伦药业   | 买入 | 31.70         | 40.00         | 26.2%  | 2024 年 04 月 29 日 | 制药       |
| 600867 CH | 通化东宝   | 买入 | 7.75          | 14.00         | 80.7%  | 2024 年 04 月 01 日 | 制药       |
| 2096 HK   | 先声药业   | 买入 | 5.67          | 11.50         | 102.7% | 2024 年 02 月 19 日 | 制药       |
| 600276 CH | 恒瑞医药   | 中性 | 41.74         | 45.50         | 9.0%   | 2024 年 04 月 18 日 | 制药       |
| 3692 HK   | 翰森制药   | 中性 | 17.24         | 16.00         | -7.2%  | 2024 年 03 月 27 日 | 制药       |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 07 月 17 日

2024 年 7 月 18 日

医药行业-跨国处方药企

## 公司分析

---

| 医药 | 收盘价      | 目标价      | 潜在涨幅   |
|----|----------|----------|--------|
|    | 美元 79.76 | 美元 93.30 | +17.0% |

2024 年 7 月 18 日

## 阿斯利康 (AZN US)

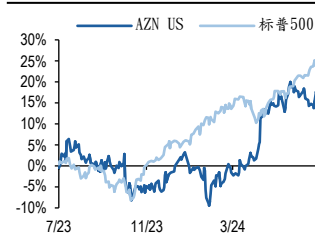
### 成熟品种+创新研发共同驱动高成长新篇章，首予买入评级

- ④ **肿瘤管线价值仍明显被低估**：我们认为，市场对于关键品种的销售放量节奏和管线的长期价值仍有明显低估，主要体现在：1) 公司在乳腺癌和肺癌等大瘤种上已形成相当完整的产品矩阵，各治疗线数和疾病亚型均有覆盖，在临床治疗和商业化上，不仅能精准把握巨大的未满足临床需求，也能在产品间产生联用机会和协同效应；2) IO 双抗、新靶点 ADC、细胞治疗等新技术路径上的布局渐入佳境，部分资产已进入中后期临床，当前市场对于这些资产的长期潜力仍有明显低估；3) 我们认为，市场对于 **Tagrisso**、**Calquence**、**Farxiga**、**Imfinzi** 等核心成熟品种的销售预测仍过于保守，短期内业绩超预期可能性较大。
- ④ **短期催化剂丰富**：在 MNC 大药企中，公司的研发进展较为亮眼，且在各疾病领域中的分布相对均衡。2H24-2025 年，我们建议重点关注：1) **肿瘤**：**Enhertu** HER2+/HER2 低表达胃癌中国审批决定 (2H24) 及医保谈判结果，以及 DB05、DB09、DB11 等大 III 期数据 (2025)；**Tagrisso** 治疗可切除 II/III 期 EGFR+ NSCLC 的 NeoADAURA 研究数据读出 (2H24)，以及联合赛沃替尼的 SAFFRON 研究数据读出 (2025)；**Imfinzi** 两项新适应症获批—新辅助 NSCLC (2H24) 和联合 Lynparza 治疗 1L 子宫内膜癌 (2H24)；**Dato-Dxd** 美国获批 (肺癌 4Q24、乳腺癌 1Q25)。2) **呼吸/免疫**：**Fasenra** 获批 EGPA (美、欧、日，2H24) 和哮喘 (中国，2H24)，读出 HES (2H24) 和 CRwNP (2H24) 的 III 期数据；**Tezspire** 读出 CRwNP 和重度哮喘的 III 期数据。2025 年 **Enhertu**、**Imfinzi** 等将迎来更多重磅 III 期读出。
- ④ **首予买入评级**：我们用 DCF 估值法对公司进行估值，得到目标价为 93.3 美元/14,700 英镑 (AZN LN)，对应 2025 年市盈率 20.3 倍。首予买入评级，考虑到：1) 公司在核心疾病领域中的布局全面，产品有序迭代，形成多线治疗/多亚型覆盖的综合产品矩阵；2) 后续大品种专利悬崖风险整体可控，核心大品种+新上市品种共同推动公司业绩快速增长，我们预计 2024-30 年，公司产品销售收入/核心稀释 EPS CAGR 分别达到 5.2%/11.3%；3) 当前股价对应 2025 年市盈率 17 倍和 PEG 1.2 倍 (基于核心稀释 EPS 预测)，相比大单品中长期成长路径清晰的可比公司 (礼来、艾伯维等) 仍有一定修复空间 (图表 21)。随着业绩快速增长新阶段的到来，估值中枢有望逐步上移，当前投资性价比高。

#### 个股评级

#### 买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 52周高位 (美元)   | 80.83      |
| 52周低位 (美元)   | 61.03      |
| 市值 (百万美元)    | 484,419.00 |
| 日均成交量 (百万)   | 2.53       |
| 年初至今变化 (%)   | 15.99      |
| 200天平均价 (美元) | 71.35      |

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 财务数据一览

| 年结12月31日   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万美元)  | 44,351 | 45,811 | 51,704 | 56,687 | 60,708 |
| 同比增长 (%)   |        | 3.3    | 12.9   | 9.6    | 7.1    |
| 净利润 (百万美元) | 3,288  | 5,955  | 7,053  | 8,742  | 11,960 |
| 每股盈利 (美元)  | 3.30   | 3.60   | 3.97   | 4.61   | 5.21   |
| 同比增长 (%)   |        | 8.9    | 10.3   | 16.1   | 13.1   |
| 市盈率 (倍)    | 24.1   | 22.2   | 20.1   | 17.3   | 15.3   |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 \*本表之每股盈利基于美国存托凭证(EPADR)。报告内文之“每股盈利”则基于核心稀释 EPS

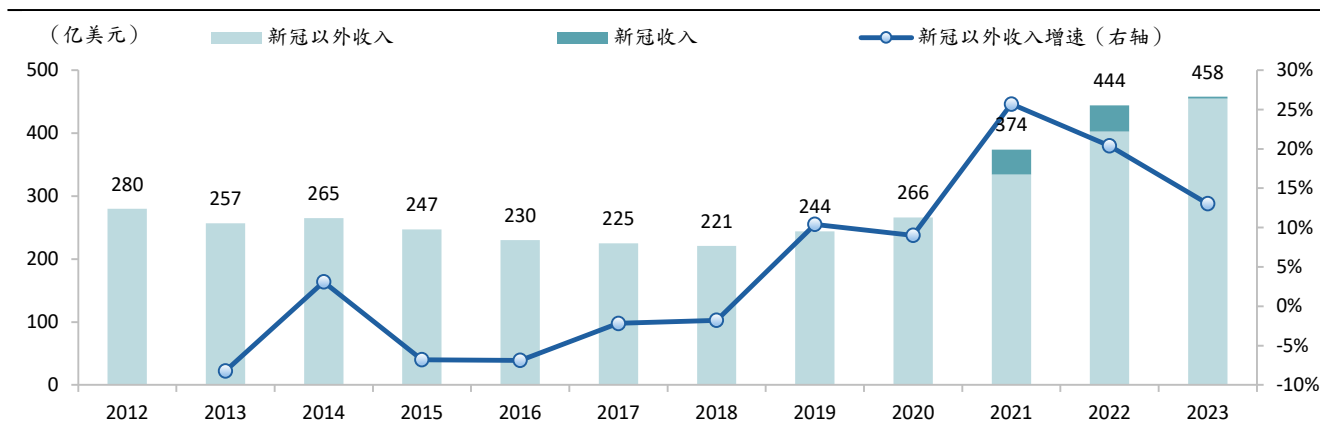
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 庞大产品线快速迭代更新，无死角布局大适应症

在经历 2014-18 年由 Nexium、Crestor 等大单品专利悬崖引发的收入下滑期后，从 2019 年起，Tagrisso、Imfinzi、Farxiga 等重磅品种的放量驱动收入重新加速增长。展望未来，我们认为肿瘤将是驱动公司长期稳健增长的核心业务板块。根据 Frost & Sullivan 统计，乳腺癌和肺癌是全球发病率最高的两大癌症，2022 年全球新发病例数量分别达到 235 万和 233 万，占癌症总新发病例数的 23%；到 2035 年将进一步增长至 296 万和 325 万。在这两个大适应症上，阿斯利康均有十分全面的产品线布局，涵盖各个主要疾病亚型和治疗线数，并形成了以 Enhertu、Tagrisso、Imfinzi 等重磅大品种为基石、新品种补足细分临床缺口的综合治疗矩阵。我们认为，这一布局的临床和商业价值有望逐步释放，是长期内业绩成长和股价上涨的最重要驱动力。

图表 35: 阿斯利康历史收入变化



资料来源: 公司资料, 交银国际

## 世界级乳腺癌产品组合，助力实现从治疗到治愈的雄心

乳腺癌是全球发病率第一的癌症，且发病人数持续增长，目前正处于治疗方案迭代更新的关键时间点：随着 Herceptin、Perjeta、Ibrance 等传统大品种专利相继到期、疗效局限性愈发清晰，阿斯利康凭借在乳腺癌中极为全面的产品布局，有机会建立起新的标准治疗体系。其中，Enhertu 作为该领域重要的基石资产，优异的疗效数据已助其在后线治疗中获得临床医学界的广泛认可，同时也开始渗透二线治疗场景，包括 HER2 极低表达患者。长期来看，公司也在积极进入更广阔的一线 and 围手术治疗场景，目前这些场景的 SoC 主要以 Herceptin 为基础，而 Enhertu 更优异的疗效已获临床认证。因此我们认为，Enhertu 在这些前线治疗中的治疗潜力仍未完全反映在当前股价中，后续可重点关注 2024 年底至 2025 年初 DB11 和 DB09 试验的相关数据读出。

在市场更大的 HER2 阴性患者上，公司的产品组合更为多元化：**1) HR+乳腺癌：**公司聚焦存在巨大未满足临床需求的高风险人群（图表 3）。借助传统品种组合（全球首个获批上市的 SERD 药物氟维司群、阿那曲唑、戈舍瑞林等），公司已积累起一定的品牌效应，同时正开发新一代 SERD camizestrant 和全球首创 AKT 抑制剂 capivasertib 等新产品，未来有望形成丰富的产品矩阵和内部联用机

会（如已获批的 capivasetib + 氟维司群组合），向现有芳香化酶抑制剂、等 SoC 发起冲击。**2) TNBC：**和第一三共合作开发 TROP2 ADC Dato-Dxd，有 Enhertu 的合作成功在前，我们同样看好 Dato-Dxd 的成功概率、尤其是在前线治疗中的机会。

图表 36: 阿斯利康乳腺癌领域布局概览图

| established SoC                                  | Early                                  |                                                                                                                                                                   |            | 1st line                                                                                                                                       | Metastatic 2nd line                                                                                                     | 3rd line | 4th line +                                                                             |
|--------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| Est. epi (G7)                                    | Neoadjuvant                            | Adjuvant                                                                                                                                                          |            | 125k                                                                                                                                           | 90k                                                                                                                     | 65k      | 55k                                                                                    |
| HER2-positive 15-20%                             | Enhertu ± THP<br>DESTINY-Breast11      | NST → residual disease →<br>Enhertu<br>DESTINY-Breast05                                                                                                           |            | Enhertu ± pertuzumab<br>DESTINY-Breast09                                                                                                       | Enhertu<br>DESTINY-Breast03                                                                                             |          | Enhertu<br>DESTINY-Breast02                                                            |
| HR-positive 65-75%<br>---<br>HER2-low 1+, 2+ 60% |                                        | Low risk<br>Good outcomes with current SoC<br><br>CTx → camizestrant (+/- CDK4/6i)<br>CAMBRIA-2<br><br>CTx → AI (+/- CDK4/6i) 2-5 yrs → camizestrant<br>CAMBRIA-1 | RECURRENCE | camizestrant + CDK4/6i<br>SERENA-4<br><br>AI + CDK4/6i → camizestrant + CDK4/6i<br>SERENA-6<br><br>Truqap + Faslodex + CDK4/6i<br>CAPitello292 | PI3CA/AKT/PTENalt.<br>Truqap + Faslodex<br>CAPitello291<br><br>Enhertu<br>DESTINY-Breast06<br>HER2-low IHC 0-1+, 1+, 2+ |          | Dato-DXd<br>TROPION-Breast01<br><br>Enhertu<br>DESTINY-Breast04<br>HER2-low IHC 1+, 2+ |
| TNBC 10-15%<br>---<br>HER2-low 1+, 2+ 35%        | Dato-DXd + Imfinzi<br>TROPION-Breast04 | NST → residual disease → Dato-DXd ± Imfinzi<br>TROPION-Breast03                                                                                                   |            | Truqap + paclitaxel<br>CAPitello290<br><br>PD-L1+ 40% Dato-DXd + Imfinzi<br>TROPION-Breast05<br><br>PD-L1- 60% Dato-DXd<br>TROPION-Breast02    | HER2-Low                                                                                                                |          |                                                                                        |
| gBRCAm 5% of HR-positive 15% of TNBC             |                                        | CTx → Lynparza<br>OlympiA                                                                                                                                         |            |                                                                                                                                                | Lynparza<br>OlympiAD                                                                                                    |          |                                                                                        |

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 37: 阿斯利康 HR+乳腺癌布局计划

|                                      | Early                               |                                                                                                                                               |                                            | 1st line                                                                                                                                                                                                       | Metastatic 2nd line                                                                               | 3rd line                                                                                       | 4th line + |
|--------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Est. epi (G7)                        | Neoadjuvant                         | Adjuvant                                                                                                                                      |                                            | 80k                                                                                                                                                                                                            | 65k                                                                                               | 55k                                                                                            | 50k        |
| Low risk HR-positive                 |                                     | Current SoC drives good outcomes for patients with low risk HR-positive eBC<br><br>Low unmet need and limited opportunity to add benefit      |                                            | Camizestrant to replace ET<br>camizestrant + CDK4/6i<br>SERENA-4<br><br>AI + CDK4/6i → camizestrant + CDK4/6i<br>SERENA-6<br><br>Improve upon CDK4/6i + ET<br>capivasetib + Faslodex + CDK4/6i<br>CAPitello292 | PI3CA/AKT/PTENalterations<br>Address ET + CDK4/6i resistance<br>Truqap + Faslodex<br>CAPitello291 | Loss of clinical benefit to current ET<br>Replace chemotherapy<br>Dato-DXd<br>TROPION-Breast01 |            |
| Intermediate / high risk HR-positive | Potential for ADCs to replace chemo | Camizestrant to replace ET<br>CTx → camizestrant (+/- CDK4/6i)<br>CAMBRIA-2<br><br>CTx → AI (+/- CDK4/6i) 2-5 yrs → camizestrant<br>CAMBRIA-1 | RECURRENCE<br>Less benefit from ET HR+ mBC | Loss of clinical benefit to current ET                                                                                                                                                                         | Replace chemotherapy<br>Enhertu<br>DESTINY-Breast06<br>HER2-low 0-1+, 1+, 2+                      | Replace chemotherapy<br>Enhertu<br>DESTINY-Breast04<br>HER2-low 1+, 2+                         |            |

资料来源: 公司资料, 交银国际



围绕Targisso和Imfinzi展开肺癌全阶段、多靶点布局

阿斯利康在肺癌治疗上的基石资产为 Targisso 和 Imfinzi，分别针对 EGFR 突变患者（G7 成员国人群中占比 15-20%，东亚人群中占比 40-50%）和 IO 治疗敏感患者（约占总人群的 70%）。这两个药物已足以覆盖起肺癌的大部分治疗线数和亚型（包括小细胞肺癌），并在关键适应症上被核心指南选为标准疗法之一。除此之外，公司还持续在新技术路径（单靶/双靶 ADC、双抗等）和新靶点（MET、HER2、TROP2、新 IO 靶点等）上拓展管线布局，对后/末线治疗和罕见突变亚型也形成了更全面的覆盖。

图表 38: 阿斯利康肺癌领域布局概览图

|                               | resectable                      | unresectable                    |                                                                          | metastatic                                             |                                              |
|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
|                               | Stg. I-III                      | Stg. I-II                       | Stg. III                                                                 | 1L                                                     | 2L+                                          |
| Est. epi (G7)                 | ~200K                           | ~30K                            | ~70K                                                                     | ~350K                                                  | ~290K                                        |
| IO sensitive<br>c.70%         | Imfinzi<br>AEGEAN               | Imfinzi<br>w/ SBRT<br>PACIFIC-4 | CRT → Imfinzi<br>PACIFIC                                                 | Imfinzi + Imjudo + CTx<br>POSEIDON                     | Imfinzi + ceralasertib<br>LATIFY             |
|                               |                                 |                                 | CRT + Imfinzi<br>PACIFIC-2                                               | Dato-DXd + IO<br>TROPION-Lung08/TROPION-Lung07/AVANZAR | Dato-DXd<br>TROPION-Lung01                   |
|                               |                                 |                                 | Imfinzi combos<br>PACIFIC-8, -9<br>improvements across<br>PD-L1 spectrum | Enhertu + IO + CTx<br>DESTINY-Lung03                   |                                              |
|                               | volrustomig + CTx<br>NEOCOAST-2 |                                 |                                                                          | volrustomig + CTx<br>eVOLVE-Lung02                     | AZD9592 (EGFR/cMET ADC)<br>EGRET             |
| EGFRm<br>c.16%                |                                 |                                 |                                                                          | rilvegostomig (PD1/TIGIT)<br>ARTEMIDE-1                | sabestomig<br>(PD1/TIM3)                     |
|                               | Targisso<br>ADAURA              |                                 | CRT → Targisso<br>LAURA                                                  | Targisso<br>FLAURA                                     | savolitinib + Targisso<br>SAFFRON/SAVANNAH   |
| Other tumour<br>drivers c.12% | Targisso<br>neoADAURA           |                                 |                                                                          | Targisso + CTx<br>FLAURA2                              | AZD9592 (EGFR/cMET ADC)<br>EGRET             |
|                               |                                 |                                 | CRT → Imfinzi<br>PACIFIC                                                 |                                                        | Dato-DXd<br>TROPION-Lung01<br>TROPION-Lung05 |
| HER2m<br>c.2%                 |                                 |                                 |                                                                          | Enhertu<br>DESTINY-Lung04                              | Enhertu<br>DESTINY-Lung02                    |

 established SoC

资料来源: 公司资料, 交银国际

产品迭代加速，下一代多平台、多技术路线研发矩阵快速成型中

近年来，阿斯利康通过多点开花的布局，又开启新一波产品线迭代：首先借助多家合作伙伴的力量，公司在同行中先发制人地切入 ADC 赛道，在公司核心聚焦的乳腺癌和肺癌领域布局了 Enhertu 和 Dato-Dxd 两款重磅产品，后续还有 Claudin 18.2、B7-H4、FR $\alpha$ 、GPCR5D、CD123 等潜力靶点值得期待。其次，在细胞治疗、IO 双抗/TCE、基因治疗和基因编辑、核药等行业颠覆性技术路线，公司也有丰富的前瞻性布局，开发进度上领先/不输于同业，有望在中长期内较好抵御公司整体层面的专利悬崖风险、驱动业绩高增长。

图表 39: 公司积极投资颠覆性技术路线，长期业绩高增长

| Weight management and risk factors                           | ADCs and Radioconjugates                         | Next-gen IO bispecifics                                 | Cell therapy and T-cell engagers                                         | Gene therapy and gene editing                        |
|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| Establish and lead in new weight management paradigm         | Replace systemic chemotherapy and radiotherapy   | Replace existing PD-1/ PD-L1 inhibitors                 | Develop scalable cell therapies and T-cell engagers across therapy areas | Make cure possible for a range of rare diseases      |
| oGLP-1 mono and FDCs<br>Long-acting amylin<br>GLP-1/glucagon | Six clinical-stage ADCs<br>FPI-2265 <sup>1</sup> | volrustomig (PD-1/CTLA-4)<br>rilvegostomig (PD-1/TIGIT) | AZD0120 (BCMA/CD19)<br>Solid tumour cells<br>AZD0486 (CD19/CD3 TCE)      | sAAV <sub>y</sub> and AAV capsid<br>TALEN technology |

资料来源: 公司资料，交银国际

图表 40: 内生+外延创新共同驱动新技术、新分子机制管线扩张

|                 |                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                    |                                       |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------|
| NOVEL ADCS      |  Foundation in ADCs<br>Daiichi-Sankyo | Six clinical-stage internal ADCs                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Combo opportunities<br>+ IO, + CTx                 | Oncology                              |
| NOVEL RCs       |  Internal technologies               |  Fusion                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Combo opportunities<br>+ DDR, + IO, + cell therapy | Oncology                              |
| CELL THERAPY    |  Internal technologies               |  neo gene<br> Quell<br> cellectis<br> GRACELL |                                                    | Oncology<br>BioPharma<br>Rare Disease |
| T-CELL ENGAGERS |  Internal technologies               |  Ancora Biotech<br> HARBOUR BIOMED                                                                                                                                                                                   |                                                    | Oncology<br>BioPharma<br>Rare Disease |
| GENE THERAPY    |  Internal technologies               |  Pfizer<br>gene therapy portfolio<br> cellectis                                                                                                                                                                      |                                                    | Rare Disease                          |

资料来源: 公司资料，交银国际

## 盈利预测与估值

### 未来三年收入CAGR达到7%、利润率持续扩大，长期盈利预测高于市场一致预期

我们预计公司 2024-26 年收入分别为 517 亿/567 亿/607 亿美元，其中产品销售收入 488 亿/531 亿/559 亿美元，对应 2024-26 年 CAGR 7.1%，相比 Visible Alpha (VA) 一致预测分别低 0.4%/高 1.0%/高 1.8%，主要反映：1) 我们对 Truqap、Saphnelo 等新上市品种有更高的销售预测，基于目前的新适应症获批和逐季销售放量节奏；2) 成熟产品中，Farxiga 的适应症扩大和授权仿制药的上市有望推动短期内销售继续放量、并超越市场预期。我们预测 2024-26 年公司核心稀释 EPS 分别为 7.94/9.21/10.42 美元，对应 14.6% 2024-26 年 CAGR，与 VA 一致预测相比分别低 2.3%/低 1.1%/高 1.4%。我们预计，到 2030 年，公司产品销售收入/核心稀释 EPS 将达到 660 亿美元/15.10 美元，对应 5.2%/11.3% 2024-30 年 CAGR，高于 VA 一致预期 14%/7%，主要反映我们对 ADC、细胞治疗等管线候选药物的预测。我们对核心品种的销售预测如下：

- ⊕ **Tagrisso**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 63 亿/67 亿/71 亿美元，对应 2024-26 年 6% CAGR，主要由新适应症驱动：1) 基于 FLAURA2 研究的 Tagrisso+化疗组合于 2024 年 2 月在美获批，在单药基础上进一步提升 Tagrisso 一线治疗 EGFR+ NSCLC 的疗效；2) 基于 LAURA 研究的 2L III 期不可切除 EGFR+ NSCLC 适应症补充申请目前处于 FDA 优先审评，有望于 4Q24 获批，患者人群约占 NSCLC 总数的 10% 左右。峰值销售预测为 81 亿美元，于 2031 年（专利到期前一年）达到。
- ⊕ **Imfinzi**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 46 亿/54 亿/60 亿美元，对应 14% CAGR，受益于产品在 NSCLC、SCLC 等关键适应症的目标市场渗透率持续提升，以及 Imjudo 联用方案的市场推广。峰值销售预测为 68 亿美元，于 2029 年达到。
- ⊕ **Enhertu**：我们预计 2024-26 年公司权益区域的产品销售分别达到 5 亿/8 亿/10 亿美元，峰值销售预测为 17 亿美元，于 2034 年达到。出于对产品安全性及大适应症中渗透率的更为保守的估计，我们的峰值销售预测低于卖方一致预测。
- ⊕ **Calquence**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 31 亿/36 亿/40 亿美元，对应 14% CAGR。峰值销售预测为 53 亿美元，高于 VA 一致预测 17%。我们认为市场对 Calquence 在 BTK 市场中的竞争力有较大低估，考虑到在 1L CLL 等关键市场中的渗透率持续提升、以及相较 Imbruvica 的更优治疗潜力。
- ⊕ **Lynparza**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 31 亿/35 亿/40 亿美元，对应 13% CAGR，主要得益于 CRPC、乳腺癌辅助治疗等重点新获批适应症。峰值销售预测为 42 亿美元，高于 VA 一致预测 6%，主因 PARP 抑制剂整体品类的市场渗透率仍有较大提升空间，而我们认为同靶点竞争或将弱于市场预期，Lynparza 作为龙头产品有望持续获得较高市场份额。

- ⊖ **Farxiga**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 74 亿/82 亿/68 亿美元，高于卖方一致预测 1%/6%/3%。虽然产品即将面临专利悬崖，但我们对 CKD、青少年 T2DM 等新适应症的贡献有更乐观的预期。
- ⊖ **Truqap**：我们预计 2024-26 年产品销售分别达到 2.8 亿/4.9 亿/7.9 亿美元，峰值销售预测为 20 亿美元，均略高于 VA 一致预测。Truqap 在公司乳腺癌产品矩阵中有重要地位，潜在治疗场景覆盖 65-75% 以上的乳腺癌患者（HR+/HER2-），有望和 SERD、CDK4/6 等现有标准疗法行程较好协同。
- ⊖ **2030 年收入预测**：我们预计，公司管线候选药物将在 2030 年合计产生 119 亿美元销售（经 POS 调整），重点品种包括 Dato-Dxd 等 ADC 产品系列、PD-1/CTLA-4 等双抗系列、口服 SERD、ASI 等。

图表 41: 阿斯利康关键产品收入预测（交银国际 vs.VA 一致预测）

| (百万美元)             | 交银国际预测        |               |               |               |           | VA 一致预测       |               |               |               |           |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
|                    | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2030E         | 峰值        | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2030E         | 峰值        |
| <b>肿瘤 - 合计</b>     | <b>19,728</b> | <b>22,433</b> | <b>24,943</b> | <b>25,628</b> | <b>NA</b> | <b>19,734</b> | <b>22,102</b> | <b>24,079</b> | <b>26,776</b> | <b>NA</b> |
| Tagrisso           | 6,305         | 6,736         | 7,101         | 7,961         | 8,095     | 6,384         | 6,890         | 7,253         | 8,119         | 8,119     |
| Imfinzi            | 4,622         | 5,447         | 6,008         | 5,604         | 6,829     | 4,887         | 5,501         | 5,969         | 6,268         | 6,579     |
| Calquence          | 3,096         | 3,566         | 3,992         | 5,053         | 5,330     | 3,043         | 3,430         | 3,759         | 4,250         | 4,549     |
| Lynparza           | 3,112         | 3,513         | 3,977         | 1,353         | 4,242     | 3,103         | 3,472         | 3,786         | 1,838         | 3,989     |
| Enhertu            | 544           | 800           | 1,015         | 1,592         | 1,663     | 524           | 816           | 1,124         | 2,191         | 2,191     |
| Truqap             | 280           | 492           | 794           | 1,747         | 2,039     | 240           | 481           | 746           | 1,705         | 1,903     |
| 其他                 | 1,744         | 1,893         | 2,003         | 2,307         | NA        | 1,553         | 1,513         | 1,442         | 2,406         | NA        |
| <b>CVRM - 合计</b>   | <b>11,970</b> | <b>12,502</b> | <b>11,270</b> | <b>8,975</b>  | <b>NA</b> | <b>11,802</b> | <b>11,840</b> | <b>10,805</b> | <b>8,539</b>  | <b>NA</b> |
| Farxiga            | 7,384         | 8,188         | 6,794         | 3,367         | 8,188     | 7,306         | 7,716         | 6,595         | 2,900         | 7,716     |
| Crestor            | 1,151         | 1,186         | 1,175         | 1,139         | NA        | 1,087         | 1,065         | 1,040         | 1,012         | NA        |
| Brilinta           | 1,188         | 623           | 479           | 376           | NA        | 1,212         | 689           | 492           | 297           | NA        |
| Wainua             | 80            | 200           | 352           | 1,131         | 1,567     | 109           | 238           | 478           | 1,644         | 2,340     |
| 其他                 | 2,167         | 2,305         | 2,470         | 2,962         | NA        | 2,088         | 2,131         | 2,200         | 2,687         | NA        |
| <b>其他领域 - 合计</b>   | <b>17,019</b> | <b>17,857</b> | <b>18,621</b> | <b>19,569</b> | <b>NA</b> | <b>17,425</b> | <b>18,205</b> | <b>19,039</b> | <b>20,712</b> | <b>NA</b> |
| Soliris            | 2,661         | 2,205         | 1,697         | 556           | NA        | 2,663         | 2,076         | 1,596         | 678           | NA        |
| Ultomiris          | 3,878         | 4,458         | 5,008         | 6,297         | 6,307     | 3,778         | 4,384         | 4,865         | 5,400         | 5,400     |
| Strensiq           | 1,296         | 1,362         | 1,427         | 1,115         | 1,522     | 1,294         | 1,358         | 1,420         | 1,313         | 1,469     |
| Symbicort          | 2,051         | 1,994         | 1,945         | 1,839         | NA        | 2,301         | 2,101         | 1,919         | 1,340         | NA        |
| Fasenra            | 1,688         | 1,792         | 1,886         | 1,559         | 2,091     | 1,662         | 1,770         | 1,855         | 1,831         | 1,972     |
| Breztri            | 874           | 1,042         | 1,165         | 1,389         | 1,436     | 911           | 1,084         | 1,235         | 1,596         | 1,596     |
| Saphnelo           | 560           | 816           | 1,060         | 1,581         | 1,908     | 447           | 605           | 759           | 1,236         | 1,336     |
| 其他                 | 4,011         | 4,187         | 4,433         | 5,233         | NA        | 4,368         | 4,827         | 5,389         | 7,317         | NA        |
| 管线候选药物 - 合计        | 58            | 268           | 1,132         | 11,870        | NA        | 0             | 417           | 1,005         | 1,982         | NA        |
| <b>产品销售收入 - 合计</b> | <b>48,775</b> | <b>53,060</b> | <b>55,966</b> | <b>66,042</b> | <b>NA</b> | <b>48,960</b> | <b>52,564</b> | <b>54,928</b> | <b>58,009</b> | <b>NA</b> |

资料来源: Visible Alpha，交银国际预测

目标价93.0 美元/14,700 英镑，首予买入评级

我们基于目标 DCF 估值法对阿斯利康进行估值，考虑到随着后续多款新产品上市，公司的利润和自由现金流有望在较长时间内保持较快增长，因而仅用比率估值，无法反映公司的长期成长潜力。相比之下，DCF 模型和较长的预测期则能更好地反映这些新产品对估值的长期贡献。在 DCF 模型中，我们给予 7.4% 的 WACC（基于当前平均无风险利率 4.2%、美股市场风险溢价 5.6%和公司过去三年平均 beta 0.65）和 1%的永续增长率（综合考虑新品上市和成熟品种专利到期节奏）假设，最终得到目标价 93.3 美元/14,700 英镑（AZN LN），对应未来 12 个月 17%的潜在涨幅，以及 20.3x 2025 年市盈率，高于历史均值 2.5 个标准差；我们认为，公司已基本摆脱此前大品种专利悬崖的影响，随着大品种稳定渗透目标市场、新品种上市后快速放量，未来长期内业绩高增长能见度将远高于过往，因此给予高于历史均值的估值倍数是合理的。**首次覆盖，给予买入评级。**

**投资风险：**1）核心大单品过早遭遇竞品专利挑战，导致专利到期时间早于预期；2）EGFR、PD-(L)1、BTK、PARP 等细分赛道中同靶点竞争加剧、新品快速迭代上市，Tagrisso、Imfinzi、Calquence、Lynparza 等重要品种市场份额下降快于预期；3）Enhertu、Dato-Dxd、camizestrant（口服 SERD）、Fasenra 等关键新品种销售或后续临床数据不及预期；4）美国等核心市场保险政策发生重大不利变化，或 Medicare 谈判大幅降价/扩面。

图表 42: 阿斯利康 DCF 估值模型

| 人民币，百万              | 2023A          | 2024E    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   | 2031E   | 2032E   | 2033E   | 2034E   |
|---------------------|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT                | 8,193          | 11,655   | 13,703  | 17,362  | 21,192  | 23,604  | 24,751  | 26,606  | 28,258  | 27,031  | 25,671  | 24,765  |
| 减：所得税               | (1,386)        | (2,214)  | (2,604) | (3,299) | (4,026) | (4,485) | (4,703) | (5,055) | (5,369) | (5,136) | (4,878) | (4,705) |
| 加：折旧摊销              | 5,387          | 4,776    | 5,174   | 5,101   | 5,085   | 5,064   | 4,974   | 4,862   | 4,756   | 4,500   | 4,252   | 4,029   |
| 减：资本性支出             | 309            | (103)    | (238)   | (396)   | (395)   | (529)   | (611)   | (625)   | (663)   | (631)   | (562)   | (518)   |
| 减：运营资本变动            | (4,047)        | (10,065) | (2,990) | (3,106) | (3,903) | (3,522) | (2,536) | (2,882) | (2,598) | (2,437) | (2,278) | (2,142) |
| 自由现金流               | 8,456          | 4,049    | 13,045  | 15,663  | 17,953  | 20,132  | 21,874  | 22,906  | 24,384  | 23,328  | 22,206  | 21,428  |
| 自由现金流现值             | 140,075        |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 终值现值                | 179,393        |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 企业价值                | 319,467        |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 减：养老金和准备金           | (3,675)        |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 加：净现金               | (26,724)       |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 减：少数股东权益            | (23)           |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>股权价值（百万美元）</b>   | <b>289,045</b> |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| ADR 转化比例            | 0.5            |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 股份数量（百万）            | 1,549          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>每 ADR 价值（美元）</b> | <b>93.30</b>   |          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| WACC   |       |
|--------|-------|
| 无风险利率  | 4.2%  |
| 市场风险溢价 | 5.6%  |
| 贝塔     | 0.65  |
| 股权成本   | 7.84% |
| 税后债务成本 | 3.0%  |
| 预期债权比例 | 10.0% |
| WACC   | 7.4%  |

资料来源: 公司资料，交银国际预测



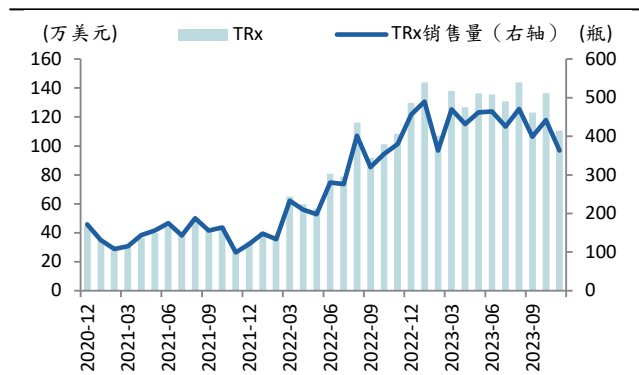
图表 43: 阿斯利康过往前瞻 2 年市盈率



资料来源: Bloomberg, 交银国际

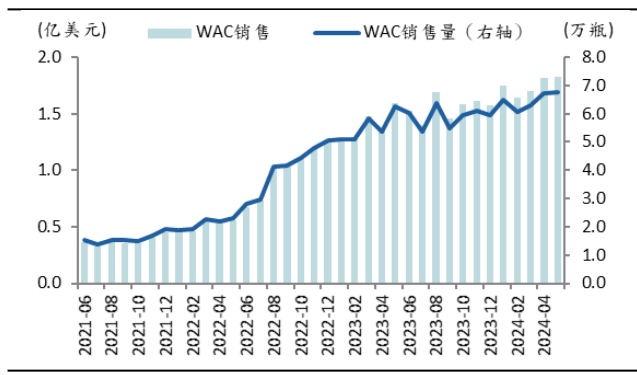
## 公司药品销售表现

图表 44: Enhertu 零售端销售情况



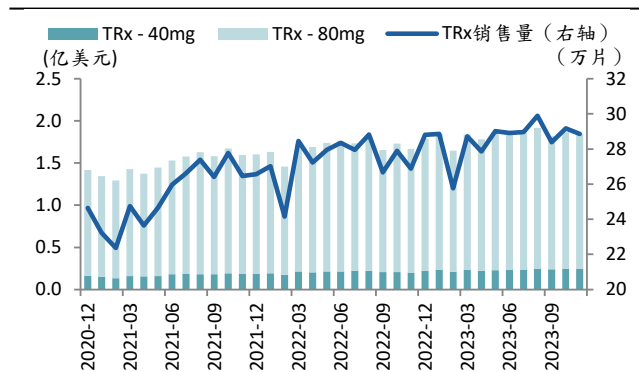
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 45: Enhertu 机构端销售情况



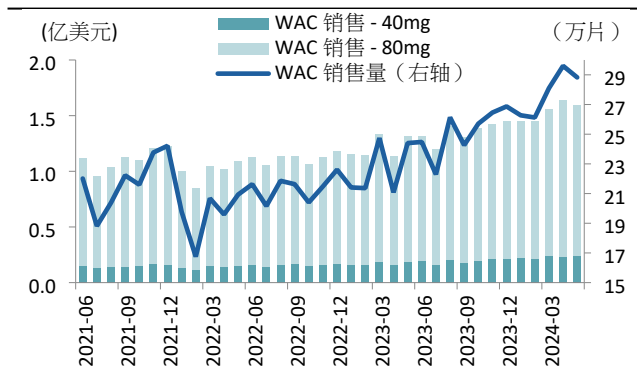
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 46: Tagrisso 零售端销售情况



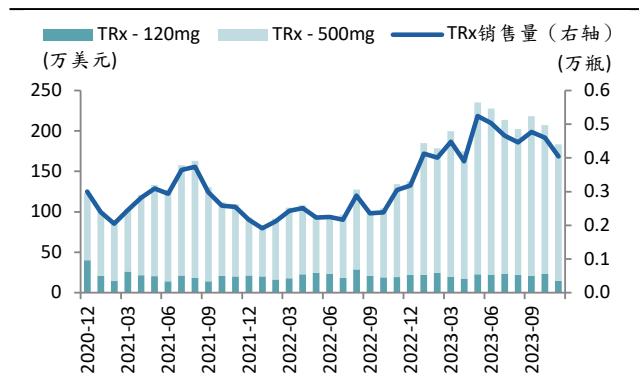
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 47: Tagrisso 机构端销售情况



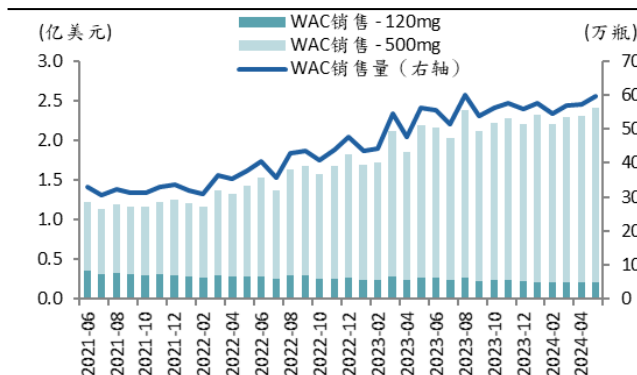
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 48: Imfinzi 零售端销售情况



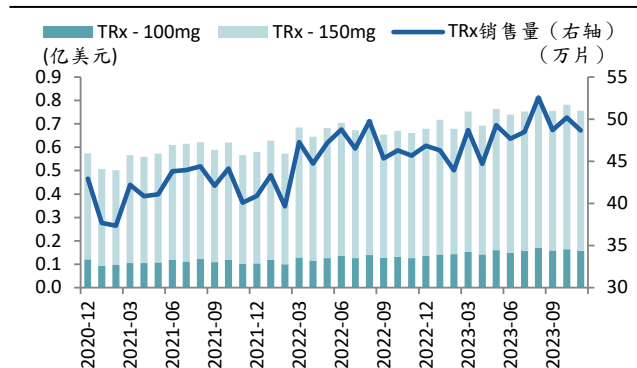
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 49: Imfinzi 机构端销售情况



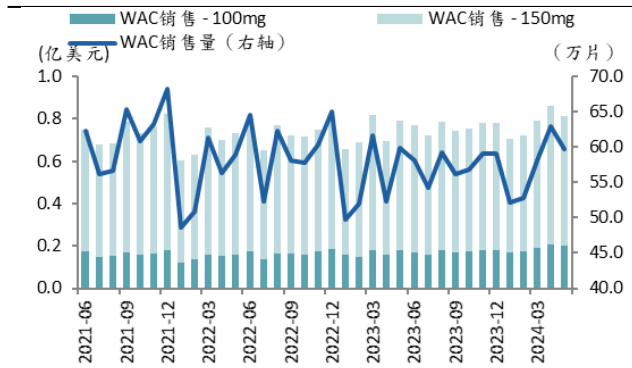
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 50: Lynparza 零售端销售情况



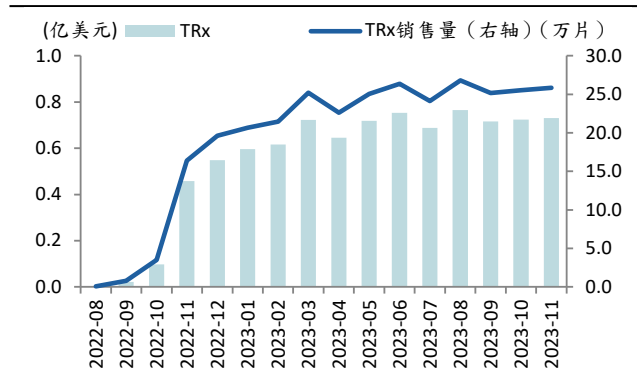
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 51: Lynparza 机构端销售情况



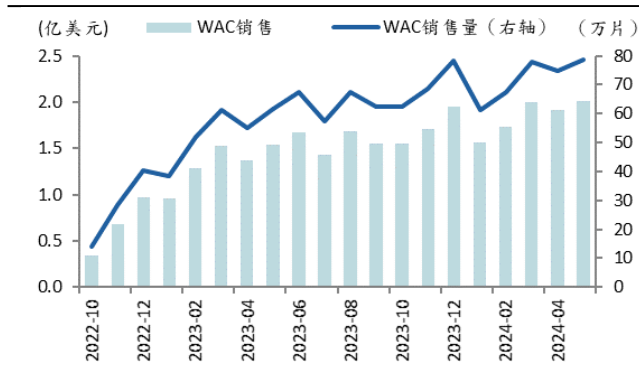
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 52: Calquence 零售端销售情况



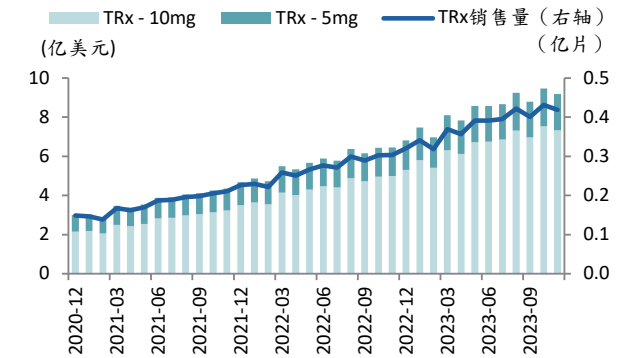
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 53: Calquence 机构端销售情况



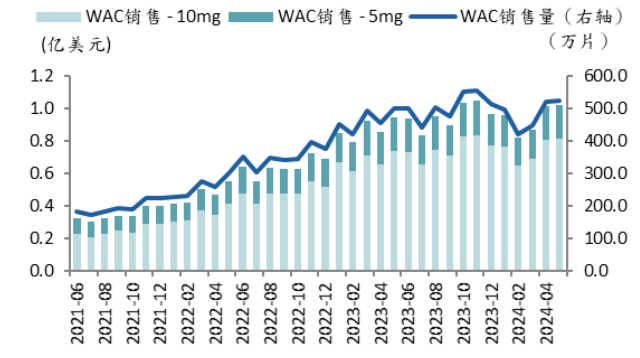
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 54: Farxiga 零售端销售情况



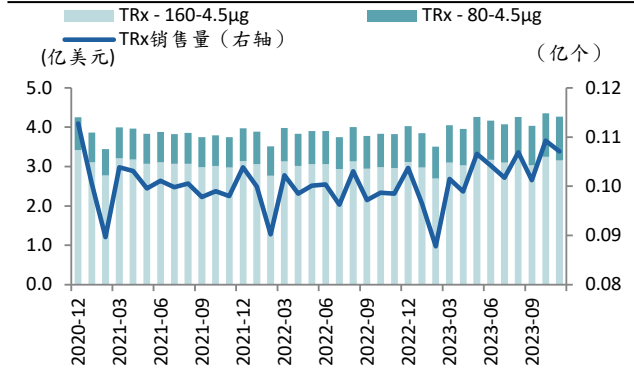
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 55: Farxiga 机构端销售情况



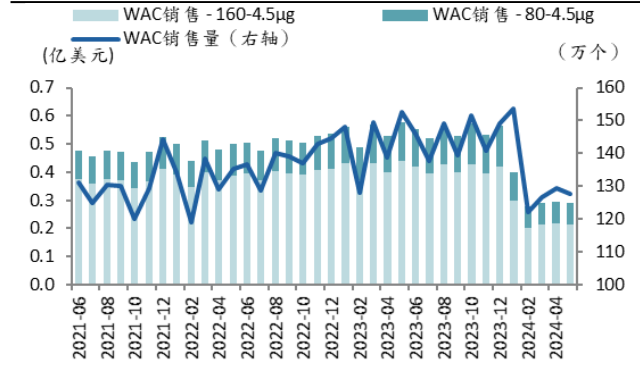
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 56: Symbicort 零售端销售情况



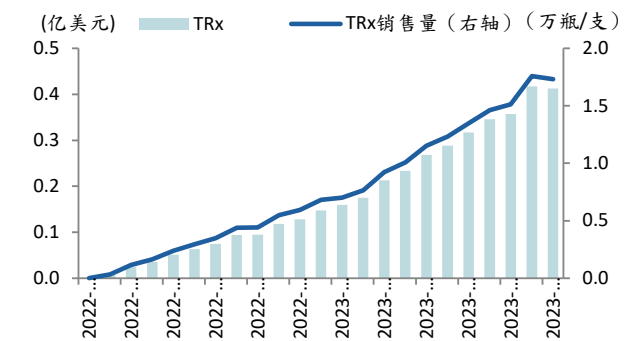
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 57: Symbicort 机构端销售情况



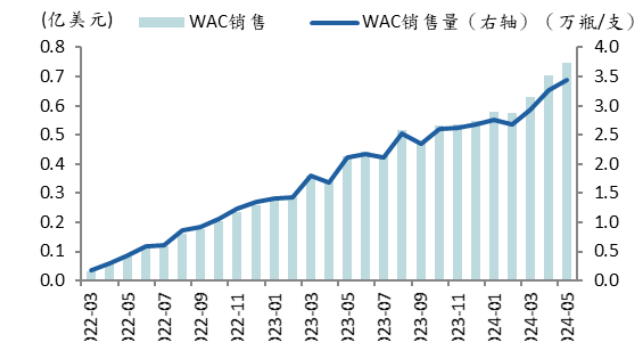
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 58: Tezspire 零售端销售情况



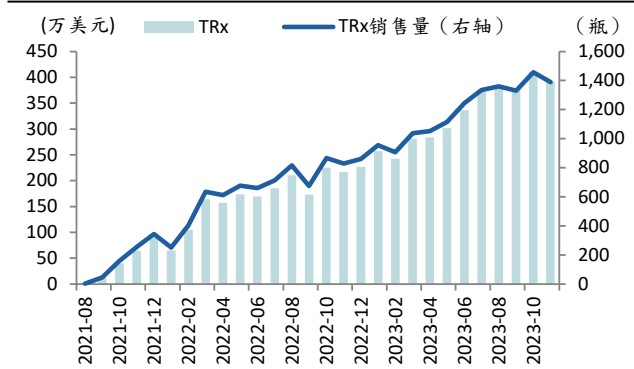
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 59: Tezspire 机构端销售情况



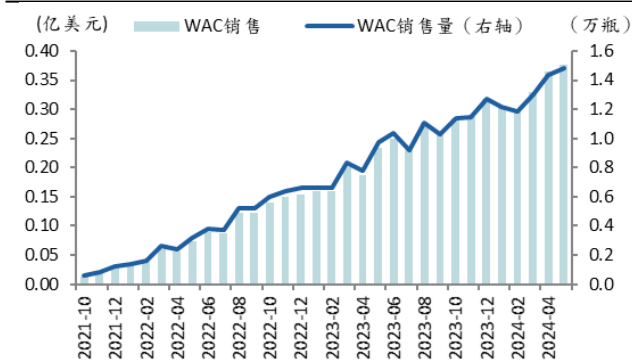
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 60: Saphnelo 零售端销售情况



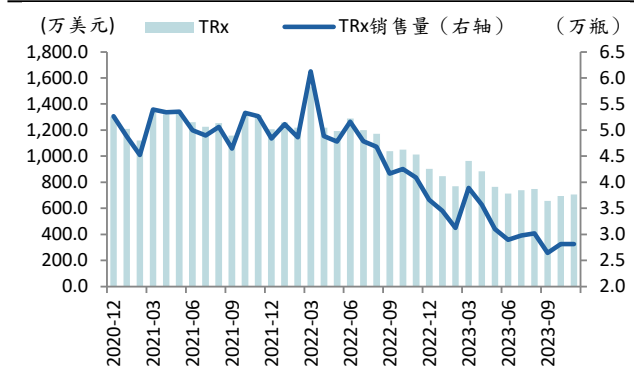
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 61: Saphnelo 机构端销售情况



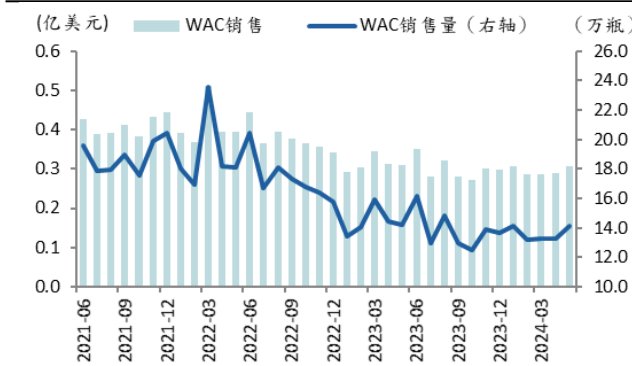
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 62: Soliris 零售端销售情况



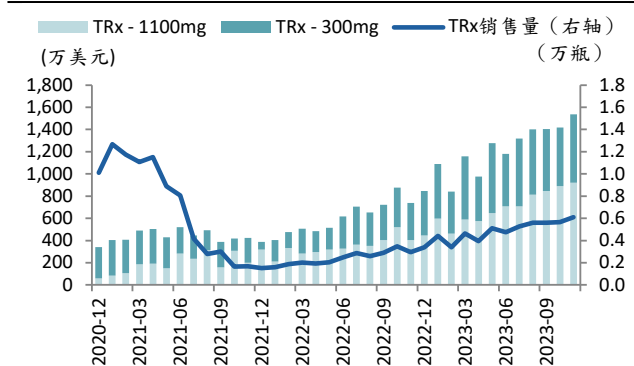
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 63: Soliris 机构端销售情况



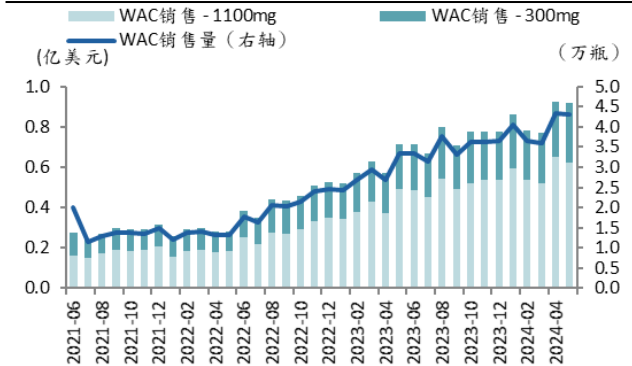
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 64: Ultomiris 零售端销售情况



资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

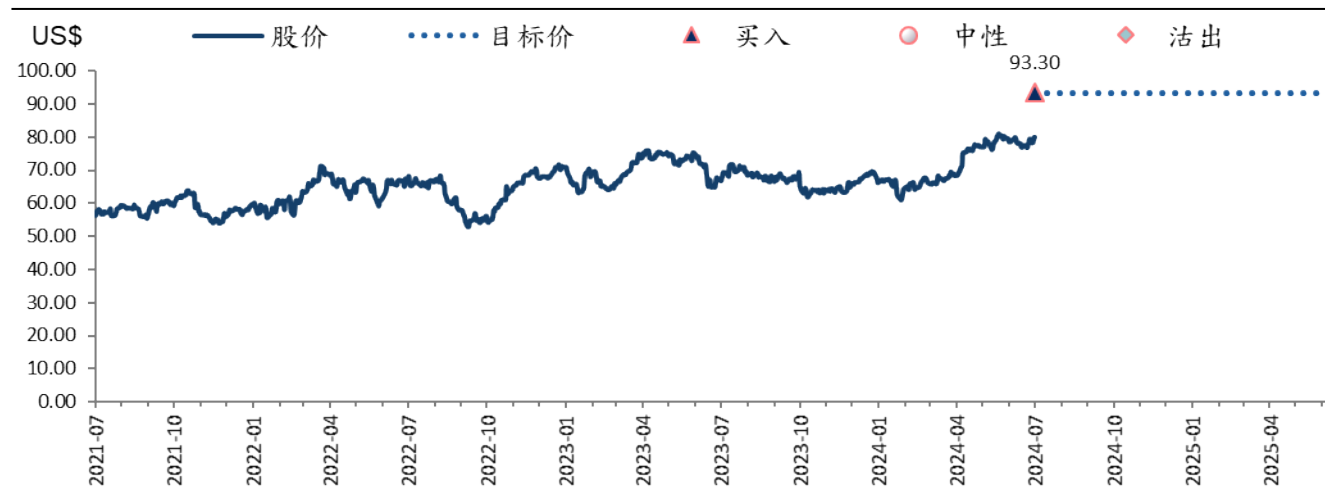
图表 65: Ultomiris 机构端销售情况



资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际



图表 66: 阿斯利康 (AZN US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

## 财务数据

| 损益表 (百万元美元) |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年结12月31日    | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 收入          | 44,351        | 45,811        | 51,704        | 56,687        | 60,708        |
| 主营业务成本      | (12,391)      | (8,268)       | (9,101)       | (9,845)       | (10,307)      |
| <b>毛利</b>   | <b>31,960</b> | <b>37,543</b> | <b>42,603</b> | <b>46,841</b> | <b>50,400</b> |
| 销售及管理费用     | (18,419)      | (19,216)      | (19,056)      | (20,328)      | (19,558)      |
| 研发费用        | (9,762)       | (10,935)      | (11,601)      | (12,512)      | (13,164)      |
| 其他经营净收入/费用  | (22)          | 801           | (291)         | (298)         | (316)         |
| <b>经营利润</b> | <b>3,757</b>  | <b>8,193</b>  | <b>11,655</b> | <b>13,703</b> | <b>17,362</b> |
| 财务成本净额      | (1,251)       | (1,282)       | (1,682)       | (1,574)       | (1,574)       |
| 其他非经营净收入/费用 | (5)           | (12)          | (12)          | (12)          | (12)          |
| <b>税前利润</b> | <b>2,501</b>  | <b>6,899</b>  | <b>9,960</b>  | <b>12,117</b> | <b>15,776</b> |
| 税费          | 792           | (938)         | (2,908)       | (3,375)       | (3,817)       |
| 非控股权益       | (5)           | (6)           | 1             | 1             | 1             |
| <b>净利润</b>  | <b>3,288</b>  | <b>5,955</b>  | <b>7,053</b>  | <b>8,742</b>  | <b>11,960</b> |
| 作每股收益计算的净利润 | 3,288         | 5,955         | 7,053         | 8,742         | 11,960        |

| 资产负债表 (百万元美元) |               |                |                |                |                |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 截至12月31日      | 2022          | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 现金及现金等价物      | 6,166         | 5,840          | 1,216          | 4,061          | 10,162         |
| 有价证券          | 326           | 238            | 238            | 238            | 238            |
| 应收账款及票据       | 11,252        | 13,552         | 15,087         | 16,426         | 17,304         |
| 存货            | 4,699         | 5,424          | 6,039          | 6,574          | 6,926          |
| 其他流动资产        | 150           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>总流动资产</b>  | <b>22,593</b> | <b>25,054</b>  | <b>22,579</b>  | <b>27,299</b>  | <b>34,629</b>  |
| 物业、厂房及设备      | 9,449         | 10,502         | 11,087         | 11,671         | 12,258         |
| 无形资产          | 59,127        | 58,137         | 62,841         | 60,073         | 57,490         |
| 其他长期资产        | 5,314         | 7,426          | 7,426          | 7,426          | 7,426          |
| <b>总长期资产</b>  | <b>73,890</b> | <b>76,065</b>  | <b>81,354</b>  | <b>79,169</b>  | <b>77,174</b>  |
| <b>总资产</b>    | <b>96,483</b> | <b>101,119</b> | <b>103,933</b> | <b>106,468</b> | <b>111,803</b> |
| 短期贷款          | 5,542         | 5,400          | 2,492          | 2,941          | 3,307          |
| 应付账款          | 19,040        | 22,374         | 24,421         | 26,057         | 26,891         |
| 其他短期负债        | 1,711         | 2,768          | 2,768          | 2,768          | 2,768          |
| <b>总流动负债</b>  | <b>26,293</b> | <b>30,542</b>  | <b>29,681</b>  | <b>31,766</b>  | <b>32,966</b>  |
| 长期贷款          | 23,690        | 23,222         | 25,570         | 23,129         | 20,322         |
| 其他长期负债        | 9,442         | 8,189          | 7,046          | 5,870          | 5,620          |
| <b>总长期负债</b>  | <b>33,132</b> | <b>31,411</b>  | <b>32,616</b>  | <b>28,998</b>  | <b>25,942</b>  |
| <b>总负债</b>    | <b>59,425</b> | <b>61,953</b>  | <b>62,297</b>  | <b>60,764</b>  | <b>58,907</b>  |
| 股本            | 35,542        | 35,576         | 35,576         | 35,576         | 35,576         |
| 储备及其他资本项目     | 1,495         | 3,567          | 6,037          | 10,105         | 17,297         |
| <b>股东权益</b>   | <b>37,037</b> | <b>39,143</b>  | <b>41,613</b>  | <b>45,681</b>  | <b>52,873</b>  |
| 非控股权益         | 21            | 23             | 23             | 23             | 23             |
| <b>总权益</b>    | <b>37,058</b> | <b>39,166</b>  | <b>41,636</b>  | <b>45,704</b>  | <b>52,896</b>  |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元美元)  |                |                |                 |                |                |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日       | 2022           | 2023           | 2024E           | 2025E          | 2026E          |
| 税前利润           | 2,501          | 6,899          | 9,960           | 12,117         | 15,776         |
| 折旧及摊销          | 5,480          | 5,387          | 4,776           | 5,174          | 5,101          |
| 营运资本变动         | 3,757          | 300            | (103)           | (238)          | (396)          |
| 利息调整           | (849)          | (1,081)        | (1,981)         | (1,873)        | (1,873)        |
| 税费             | (1,623)        | (2,366)        | (2,908)         | (3,375)        | (3,817)        |
| 其他经营活动现金流      | 542            | 1,206          | 1,499           | 1,391          | 1,391          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>9,808</b>   | <b>10,345</b>  | <b>11,244</b>   | <b>13,195</b>  | <b>16,183</b>  |
| 资本开支           | (1,842)        | (3,355)        | (7,037)         | (2,795)        | (2,911)        |
| 投资活动           | (3)            | (104)          | 0               | 0              | 0              |
| 其他投资活动现金流      | (1,115)        | (605)          | (3,689)         | (889)          | 37             |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,960)</b> | <b>(4,064)</b> | <b>(10,726)</b> | <b>(3,684)</b> | <b>(2,874)</b> |
| 负债净变动          | (1,324)        | (965)          | (560)           | (1,992)        | (2,441)        |
| 权益净变动          | 29             | 33             | 0               | 0              | 0              |
| 股息             | (4,364)        | (4,481)        | (4,582)         | (4,674)        | (4,767)        |
| 其他融资活动现金流      | (1,164)        | (1,154)        | 0               | 0              | 0              |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(6,823)</b> | <b>(6,567)</b> | <b>(5,142)</b>  | <b>(6,666)</b> | <b>(7,208)</b> |
| 汇率收益/损失        | (80)           | (60)           | 0               | 0              | 0              |
| <b>年初现金</b>    | <b>6,221</b>   | <b>6,186</b>   | <b>5,840</b>    | <b>1,216</b>   | <b>4,061</b>   |
| <b>年末现金</b>    | <b>6,166</b>   | <b>5,840</b>   | <b>1,216</b>    | <b>4,061</b>   | <b>10,162</b>  |

| 财务比率            |        |        |         |         |        |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 年结12月31日        | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E  |
| <b>每股指标(美元)</b> |        |        |         |         |        |
| 核心每股收益          | 3.304  | 3.598  | 3.969   | 4.606   | 5.209  |
| 全面摊薄每股收益        | 2.108  | 3.812  | 4.515   | 5.597   | 7.657  |
| 每股账面值           | 23.898 | 25.251 | 26.844  | 29.468  | 34.108 |
| <b>利润率分析(%)</b> |        |        |         |         |        |
| 毛利率             | 72.1   | 82.0   | 82.4    | 82.6    | 83.0   |
| EBITDA利润率       | 20.8   | 29.6   | 31.8    | 33.3    | 37.0   |
| EBIT利润率         | 8.5    | 17.9   | 22.5    | 24.2    | 28.6   |
| 净利率             | 7.4    | 13.0   | 13.6    | 15.4    | 19.7   |
| <b>盈利能力(%)</b>  |        |        |         |         |        |
| ROA             | 3.3    | 6.0    | 6.9     | 8.3     | 11.0   |
| ROE             | 8.6    | 15.6   | 17.5    | 20.0    | 24.3   |
| ROIC            | 4.8    | 8.9    | 10.3    | 12.4    | 16.1   |
| <b>其他</b>       |        |        |         |         |        |
| 净负债权益比(%)       | 62.2   | 58.2   | 64.5    | 48.2    | 25.5   |
| 流动比率            | 0.9    | 0.8    | 0.8     | 0.9     | 1.1    |
| 存货周转天数          | 138.2  | 191.7  | 253.8   | 253.3   | 250.9  |
| 应收账款周转天数        | 100.5  | 109.7  | 112.9   | 110.6   | 107.6  |
| 应付账款周转天数        | 559.8  | 790.6  | 1,026.4 | 1,004.0 | 974.1  |

医药

收盘价  
美元 43.15

目标价  
美元 33.10

潜在涨幅  
-23.3%

2024 年 7 月 18 日

## 百时美施贵宝 (BMJ US)

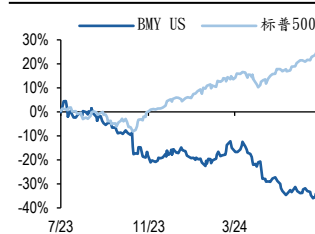
### 大品种相继面临专利悬崖，不确定性陡增；首予沽出评级

- 部分新品放量受市场准入影响较大，短期内或将继续承压：2023 年，Sotyktu、Camzyos 等核心新品种放量节奏不及预期，管理层曾多次表示，较慢市场准入是限制这些品种放量的重要因素。进入 2024 年，公司（BMS）计划通过返利扩面和 PBM 的持续渗透来提升 Sotyktu 的市场准入，但这也会影响净价及净销售额（更大的 gross-to-net sales 调整）；对于 Abecma，同靶点竞争和 KarMMa-3 的获批不确定性仍是短期风险点。因此，我们认为当前市场对上述新品种的销售一致预期仍过于乐观。但同时，我们也看好 Reblozyl 在获批 1L MDS 后的放量节奏，有机会超市场预期。整体来看，我们预计公司的成长性产品组合（growth portfolio）的合计收入在 2024-26 年以 9.7% 的 CAGR 增长，略低于市场一致预测的 10.4%。
- 中长期专利悬崖风险仍未完全反映在股价中：未来 5 年内，产品专利到期带来的收入风险总敞口在 60% 以上（约 300 亿美元）。相较公司的预计（在新品种推动下，收入将从 2028 年前后恢复增长），我们对于公司的中期成长前景预测更为保守，预计整体收入的下滑将持续至 2030 年以后，主要考虑到：1）短期内 Revlimid、Pomalyst、Yervoy、Sprycel 等大单品相继承压，2028 年起 Elicuis、Opdivo 等最核心的品种将面临仿制竞品上市，销售额将显著滑坡；2）在不断加剧的同类竞争中，Camzyos、Sotyktu、Abecma、Zeposia 等新品种的放量速度和最终峰值销售额或不及预期。
- 外延扩张加速，但或难阻颓势：公司近期外延扩张加速，4Q23 以来相继收购 Karuna、Mirati、RayzeBio 等公司，并 BD 引进百利天恒的双靶点 ADC。但我们认为，这些收购对弥补专利悬崖的作用有限；而且，由于在 ADC 等赛道入局较晚，后续竞争格局和投资回报率也存在不确定性。短期来看，这些收购也将拉低公司整体利润率，对 EPS 有持续稀释作用。
- 首予卖出评级：我们给予公司 2025 年 5.5 倍市盈率，目标价 33.1 美元。首予沽出评级，考虑到：1）公司较多核心品种即将迎来专利悬崖，而新品种难以弥补缺口，创新管线亮点相对有限；2）现有品种承压+收并购可能进一步压缩利润率；3）我们认为，业绩持续承压下，未来估值倍数修复的可能性不大，仍有继续下行风险。

#### 个股评级

沽出

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (美元)   | 64.73     |
| 52周低位 (美元)   | 39.66     |
| 市值 (百万美元)    | 81,388.07 |
| 日均成交量 (百万)   | 16.77     |
| 年初至今变化 (%)   | (21.75)   |
| 200天平均价 (美元) | 47.20     |

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com

(852) 3766 1834

#### 财务数据一览

| 年结12月31日    | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E   | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 收入 (百万美元)   | 46,159 | 45,006 | 45,715 | 44,563  | 42,374 |
| 同比增长 (%)    |        | -2.5   | 1.6    | -2.5    | -4.9   |
| 净利润 (百万美元)  | 16,533 | 15,598 | 986    | 12,193  | 11,220 |
| 每股盈利 (美元)   | 7.70   | 7.51   | 0.49   | 6.02    | 5.54   |
| 同比增长 (%)    |        | -2.6   | -93.5  | 1,134.5 | -8.0   |
| 市盈率 (倍)     | 5.6    | 5.7    | 88.6   | 7.2     | 7.8    |
| 每股账面净值 (美元) | 14.80  | 14.55  | 13.82  | 15.69   | 17.52  |
| 市账率 (倍)     | 2.92   | 2.96   | 3.12   | 2.75    | 2.46   |

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

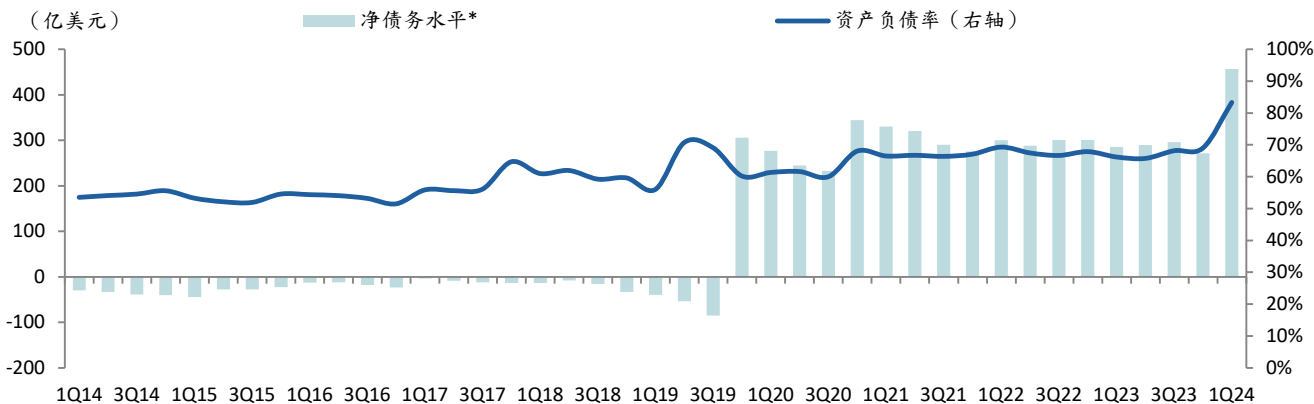
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 外延式扩张加速中，但远水难解近渴

公司在 2023 年的一系列收并购/BD 引进在 1Q24 给公司带来 129 亿美元的收购 IPRD 相关一次性支出，同时一定程度上影响了公司的偿债能力。截至 1Q24 末，公司净债务水平（短期 + 长期付息债务 - 现金及有价证券）达到 456 亿美元，资产负债率达到 83%，均为过去十年最高水平。

图表 67: BMS 净债务及资产负债率水平



资料来源: 万得，公司资料，交银国际。\* 负值表示净现金

2023 年，公司在收并购/BD 引进上逐步加速，全年交易总金额超过 300 亿美元。但是我们认为，公司在外延扩张上的步伐略显急促，对引入资产的估值也较为激进：1）公司以 50% 以上溢价收购 Karuna 和 Mirati，对于其核心资产 KarXT 和 Krazati，我们分别给予 41 亿和 15 亿美元的峰值销售预测，较高收购对价蕴含的投资回报率可能有限；2）RayzeBio 核心品种 RYZ101 的 III 期临床（ACTION-1）受到铜 225 同位素短缺的影响，不得不暂停新患入组，后续开发进展成疑。整体来看，我们对公司最近收购的未来投资回报率持谨慎观点。

图表 68: BMS 2023 年至今的收购及 BD 授权引进交易

| 被收购方     | 对价(亿美元)     | 溢价率      | 被收购方管线布局方向    | 疾病领域 | 管线所处阶段  |
|----------|-------------|----------|---------------|------|---------|
| Karuna   | 140         | 53%      | 小分子           | CNS  | NDA/BLA |
| Mirati   | 58          | 52%      | 小分子           | 肿瘤   | 商业化     |
| RayzeBio | 41          | 101%     | RDC           | 肿瘤   | III 期   |
| 合作方      | 最高交易金额(亿美元) | 合作产品     | 分子种类/技术路径     | 疾病领域 | 管线所处阶段  |
| 百利天恒     | 84          | BL-B01D1 | HER3/EGFR ADC | 肿瘤   | III 期   |
| Tubulis  | 10          | ADC 平台技术 | ADC           | 肿瘤   | NA      |
| Orum     | 1.8         | ORM-6151 | CD33 ADC      | 肿瘤   | I 期     |

资料来源: 公司资料，交银国际

## 盈利预测及估值

### 产品收入及利润率预测低于市场预测

我们预计公司 2024-26 年收入分别为 457 亿/446 亿/424 亿美元，低于 Visible Alpha (VA) 一致预测 1%/4%/5%，主要反映：1) 成长产品组合整体收入规模和市场预测基本一致，2024-26 年间将以 10%左右的 CAGR 增长，其中 Reblozyl 和 Orencia 略高于一致预测，Abecma、Yervoy 以及 Opdivo (2026 年起) 则更低；2) 综合考虑传统产品的专利悬崖和竞争格局以及新品种上市初期的放量节奏，我们对传统产品组合和其他产品的销售预测更为保守。

图表 69: BMS 关键产品收入预测 (交银国际 vs.VA 一致预测)

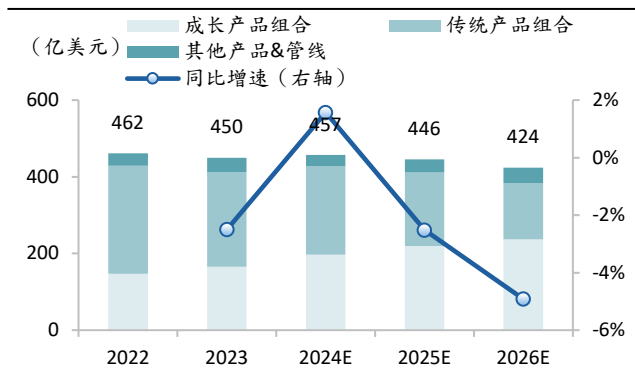
| (百万美元)           | 交银国际预测        |               |               |               |               | VA 一致预测       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2030E         | 峰值            | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2030E         | 峰值            |
| <b>主要成长产品组合</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Opdivo           | 9,534         | 10,091        | 10,479        | 6,308         | 10,883        | 9,284         | 9,966         | 10,530        | 6,747         | 10,995        |
| Orencia          | 3,717         | 3,702         | 3,562         | 2,944         | 3,717         | 3,667         | 3,515         | 3,313         | 2,713         | 3,667         |
| Yervoy           | 2,391         | 2,335         | 2,076         | 903           | 2,391         | 2,407         | 2,421         | 2,160         | 1,061         | 2,421         |
| Reblozyl         | 1,540         | 1,870         | 2,150         | 2,977         | 3,128         | 1,490         | 1,826         | 2,119         | 2,973         | 2,973         |
| Abecma           | 412           | 560           | 680           | 990           | 990           | 448           | 591           | 712           | 1,068         | 1,428         |
| Zeposia          | 588           | 790           | 970           | 1,402         | 1,458         | 593           | 818           | 977           | 1,220         | 1,250         |
| Breyanzi         | 550           | 790           | 1,070         | 1,800         | 1,891         | 571           | 827           | 1,123         | 1,849         | 2,120         |
| Camzyos          | 476           | 800           | 1,180         | 2,240         | 2,600         | 499           | 815           | 1,180         | 2,256         | 2,664         |
| Sotyktu          | 315           | 630           | 945           | 1,958         | 2,097         | 328           | 637           | 973           | 1,958         | 2,131         |
| Augtyro          | 55            | 123           | 192           | 505           | 614           | 55            | 136           | 215           | 528           | 674           |
| Krazati          | 138           | 280           | 420           | 1,090         | 1,498         | 147           | 283           | 437           | 1,012         | 1,460         |
| <b>合计</b>        | <b>19,716</b> | <b>21,970</b> | <b>23,723</b> | <b>23,117</b> | <b>31,268</b> | <b>19,488</b> | <b>21,835</b> | <b>23,738</b> | <b>23,384</b> | <b>31,783</b> |
| <b>主要传统产品组合</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Eliquis          | 12,607        | 12,999        | 11,516        | 1,420         | -             | 12,899        | 13,298        | 11,670        | 1,434         | -             |
| Revlimid         | 4,917         | 2,128         | 894           | 246           | -             | 4,610         | 2,358         | 941           | 217           | -             |
| Pomalyst/Imnovid | 3,318         | 2,863         | 1,334         | 108           | -             | 3,363         | 2,852         | 1,503         | 276           | -             |
| Sprycel          | 1,495         | 718           | 495           | 137           | -             | 1,515         | 829           | 548           | 229           | -             |
| Abraxane         | 737           | 475           | 375           | -             | -             | 807           | 587           | 434           | 260           | -             |
| <b>合计</b>        | <b>23,073</b> | <b>19,183</b> | <b>14,614</b> | <b>1,912</b>  | <b>-</b>      | <b>23,194</b> | <b>19,924</b> | <b>15,096</b> | <b>2,415</b>  | <b>-</b>      |
| 其他产品             | 2,926         | 3,410         | 4,036         | 8,073         | -             | 3,460         | 4,492         | 5,605         | 11,940        | -             |
| <b>总计</b>        | <b>45,715</b> | <b>44,563</b> | <b>42,374</b> | <b>33,101</b> | <b>-</b>      | <b>46,143</b> | <b>46,250</b> | <b>44,439</b> | <b>37,739</b> | <b>-</b>      |

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

我们对于利润率的预测同样低于 VA 一致预测，考虑到竞争和专利悬崖对定价的不利影响、新产品所需的营销开支以及并购/BD 相关费用提速。我们预测 2024-26 年 non-GAAP EPS 分别为 0.49/6.02/5.54 美元，低于 VA 一致预测 14%/13%/13%。

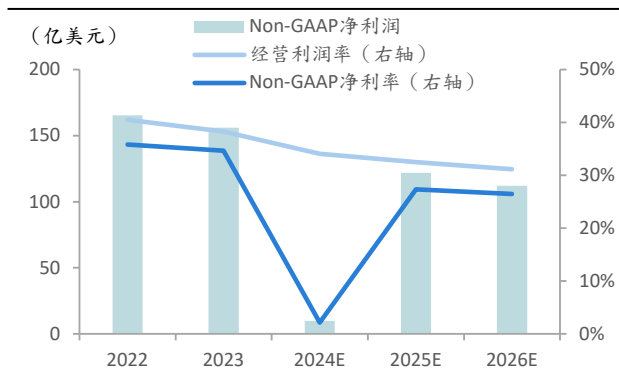


图表 70: BMS 2022-26 年收入及预测



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 71: BMS 2022-26 年利润率及预测

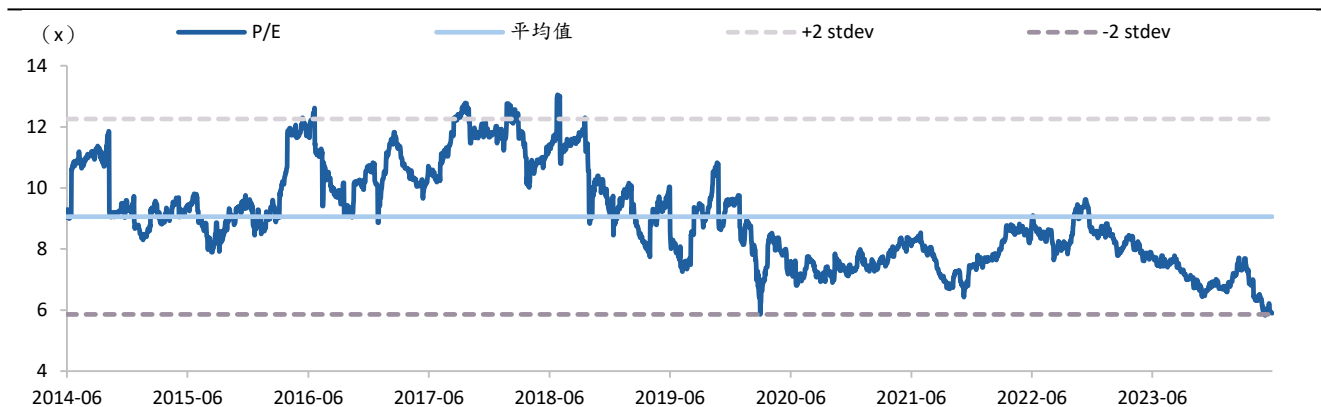


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

### 目标价33.1美元，首予沽出评级

我们基于目标市盈率估值法对 BMS 进行估值，并给予 2025 年 5.5 倍目标市盈率，低于过去十年均值约 2 个标准差，考虑到：1) 我们预测公司收入和 EPS 将在中短期内稳中有降，长期业绩成长性含较大不确定性，因此我们认为，公司适用于基于短期前瞻 EPS 的目标市盈率估值方法；2) 受核心品种高基数、竞争和专利悬崖等影响，我们预计公司中长期增速中枢将明显下滑，且将持续低于市场预期，估值中枢也将相应下滑。基于以上目标市盈率，我们得到公司目标价 33.1 美元，对应未来 12 个月 23% 潜在跌幅。首次覆盖，给予沽出评级。

图表 72: BMS 过往前瞻 2 年 PE 估值变化



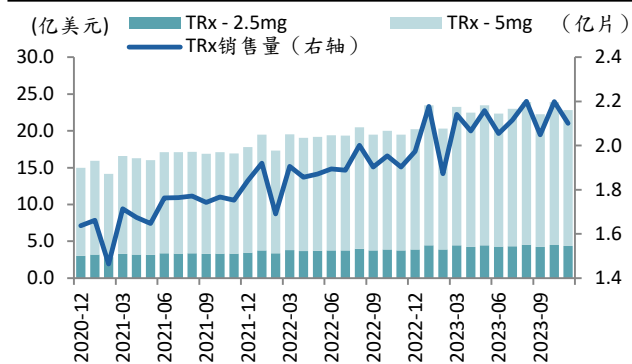
资料来源: Bloomberg, 交银国际

## 公司药品销售表现及预期

### 成熟品种销售相继进入平台期/衰落期

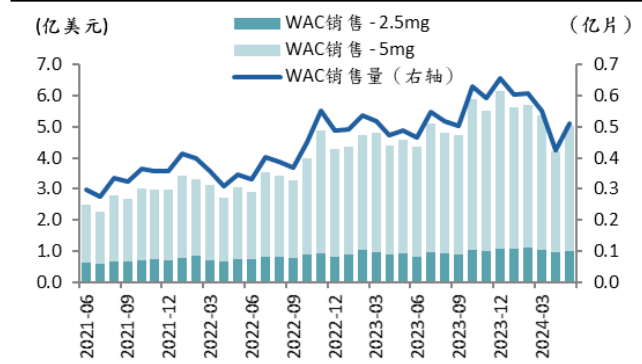
在公司最大的成熟品种中，Revlimid 专利到期、仿制药上市后，2023 年销售额 61 亿美元，相比峰值跌去一半以上，我们预计未来三年每年销售仍将减少约 40 亿美元。Eliquis 和 Opdivo 的增速来到单位数区间，未来对公司收入的增量贡献将较为有限，并逐渐由涨转跌。

图表 73: Eliquis 零售端销售情况



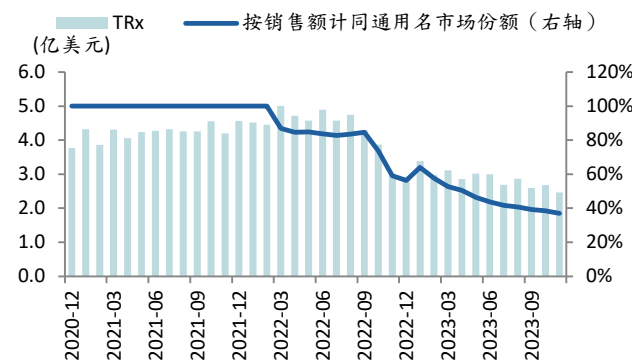
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 74: Eliquis 机构端销售情况



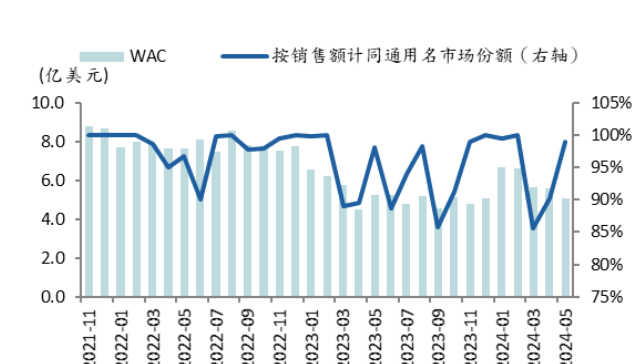
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 75: Revlimid 零售端销售额及市场份额



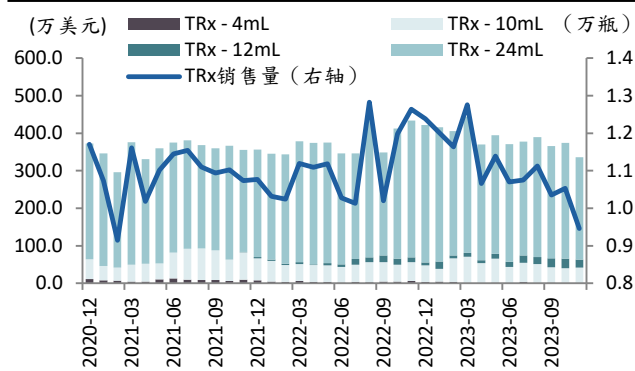
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 76: Revlimid 机构端销售额及市场份额



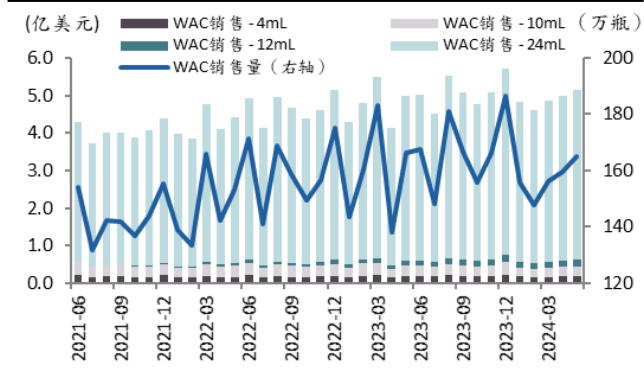
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 77: Opdivo 零售端销售情况



资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 78: Opdivo 机构端销售情况

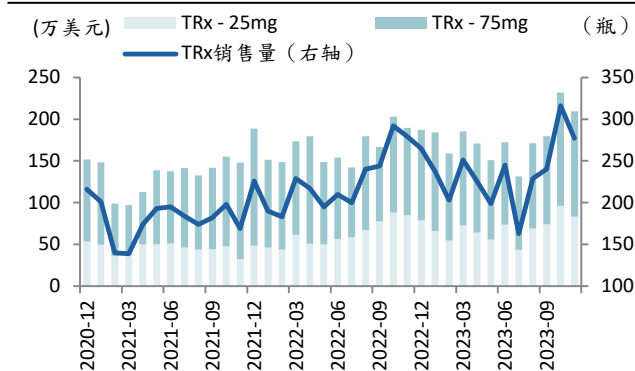


资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

### 新品种销售持续放量，但略慢于此前预期

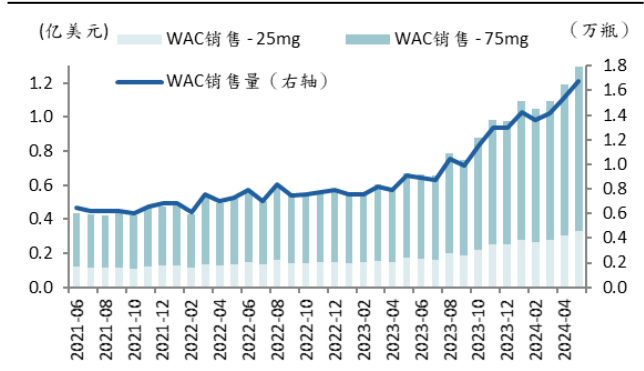
受市场准入节奏的影响，2023 年 Sotyktu、Camzyos 等新品的销售爬坡低于公司和市场的预期。2024 年，我们建议重点观察 Camzyos、Sotyktu、Zeposia（UC 适应症）在准入扩面过程中，以及 Breyanzi 在产能扩大后的销售放量节奏。我们对于 Reblozyl 和 Opdualag 的预期相对乐观，看好其在各自新获批的一线适应症中（1L MDS 和 1L 黑色素瘤）的持续渗透，替代现有疗法份额。对于 Abecma，我们认为竞争加剧下 KarMMa-3 的审批结果/实际销售贡献将是最大的不确定性。考虑到初始销售爬坡不及预期以及长期竞争格局的变化，我们对这些新品种的合计销售峰值预测低于公司指引和卖方一致预测。

图表 79: Reblozyl 零售端销售情况



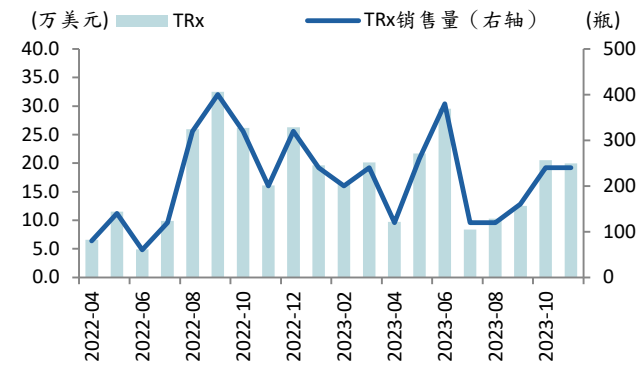
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 80: Reblozyl 机构端销售情况



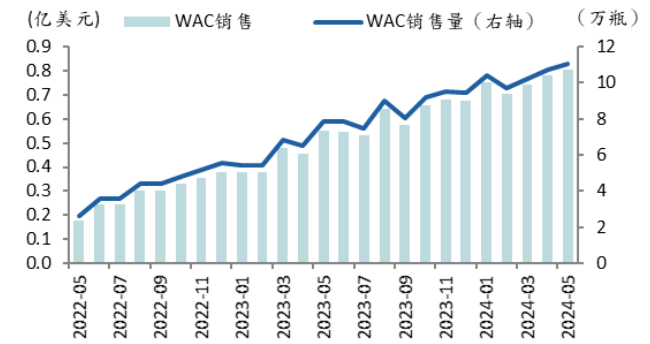
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 81: Opdualag 零售端销售情况



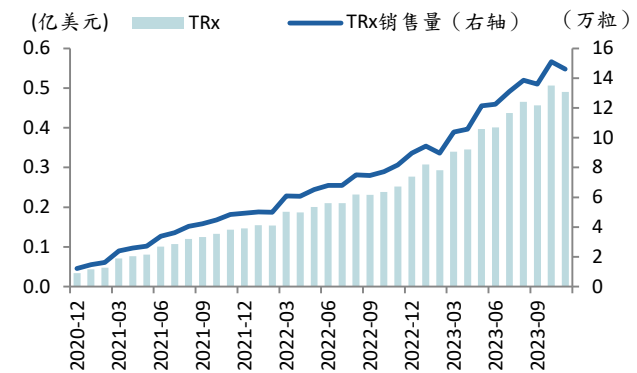
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 82: Opdualag 机构端销售情况



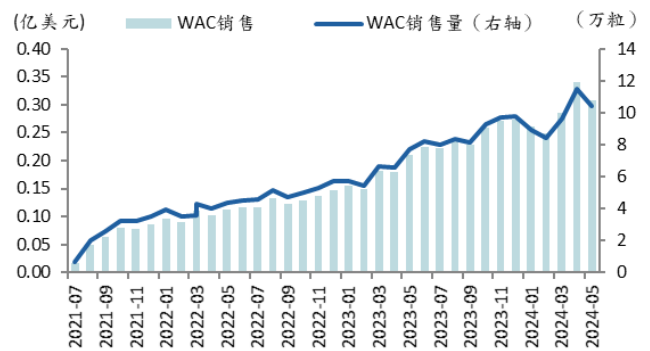
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 83: Zeposia 零售端销售情况



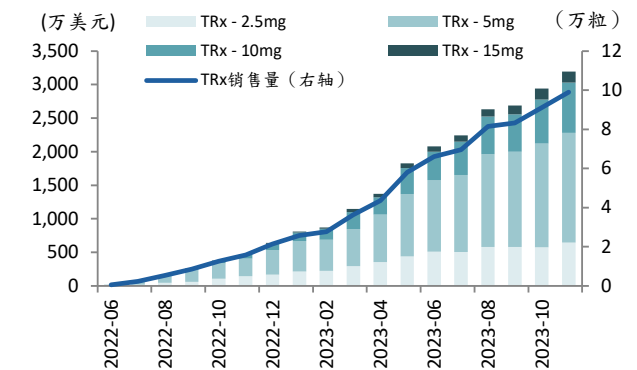
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 84: Zeposia 机构端销售情况



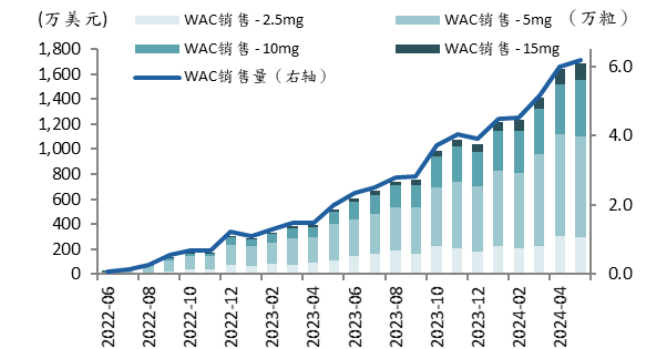
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 85: Camzyos 零售端销售情况



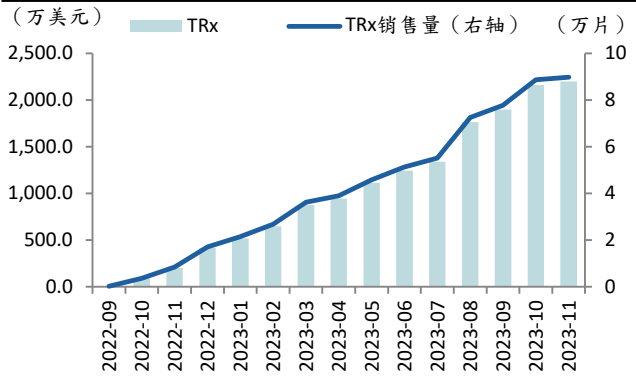
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 86: Camzyos 机构端销售情况



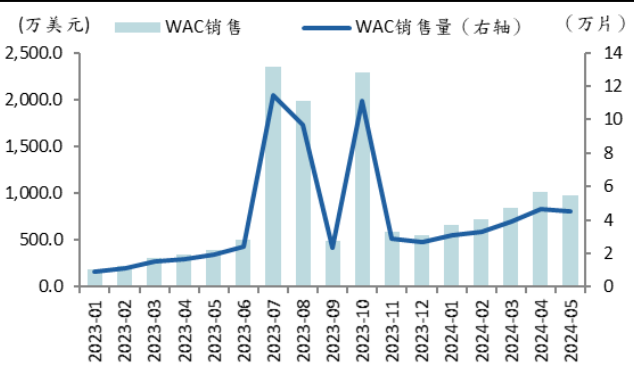
资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 87: Sotyktu 零售端销售情况



资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际

图表 88: Sotyktu 机构端销售情况



资料来源: 彭博, Symphony Health, 交银国际



## 公司2024年预期里程碑事件

图表 89: BMS 2024 年预期里程碑事件

| (候选) 药物         | 时间                     | 预期里程碑事件                                                   |
|-----------------|------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <b>Abecma</b>   | <b>2024</b>            | <b>3-5L RRMM (KarMMa-3) FDA 审批结果</b>                      |
| BL-B01D1        | 2024                   | NSCLC I 期数据                                               |
| Breyanzi        | 2024 年 5 月 23 日        | R/R FL FDA 审批结果                                           |
| Breyanzi        | 2024 年 5 月 31 日        | R/R MCL FDA 审批结果                                          |
| Camzyos         | 1H24                   | HFpEF II 期 (EMBARK) 数据                                    |
| CD19 NEX T      | 2024                   | 严重难治型 SLE 剂量爬坡 I 期数据                                      |
| Cendakimab      | 1H24                   | EoE III 期 (CC-93538-EE-001) 数据                            |
| Cendakimab      | 1H24                   | EGE 日本 III 期 (CC-93538-EG-001) 数据                         |
| <b>KarXT</b>    | <b>2024 年 9 月 26 日</b> | <b>精神分裂症 FDA 审批结果</b>                                     |
| Krazati         | 1H24                   | 2L CRC III 期 (KRYSTAL-10) 数据                              |
| Krazati         | 2024                   | 1L TPS<50% NSCLC II 期数据                                   |
| Krazati         | 2024                   | 2L NSCLC 确证性 III 期数据                                      |
| Opdivo+Yervoy   | 1H24                   | 1L 顺铂适用 MIUC III 期 (CheckMate-901) 数据                     |
| <b>Opdualag</b> | <b>1H24</b>            | <b>1L NSCLC II 期 (CA224-104) 数据</b>                       |
| Opdualag        | 2024                   | 1L HCC I/II 期 (RELATIVITY-106) 数据                         |
| PRMT5/MTA 抑制剂   | 2024                   | MTAP 删除肿瘤 I 期试验数据                                         |
| RYZ101          | 1H24                   | ES-SCLC I 期数据                                             |
| <b>Sotyktu</b>  | <b>1H24</b>            | <b>未经 TNF 治疗/经 TNF 治疗的 PsA III 期 (POETYK-PsA-2) 52 数据</b> |
| <b>Sotyktu</b>  | <b>2H24</b>            | <b>未经 TNF 治疗 PsA III 期 (POETYK-PsA-1) 52 数据</b>           |
| Sotyktu         | 2H24                   | 斑秃 II 期 (IM011-134) 数据                                    |
| Zeposia         | 1H24                   | CD 诱导期给药 III 期 (RPC01-3202) 数据                            |
| Zeposia         | 2H24                   | CD 诱导期给药 III 期 (RPC01-3201) 数据                            |

资料来源: 公司资料, Clinical Trials.gov, 交银国际  
注: 加粗部分为重点关注事件

2024 年 7 月 18 日

百时美施贵宝 (BMJ US)

图表 90: 百时美施贵宝 (BMJ US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

## 财务数据

| 损益表 (百万元美元)    |               |               |                |               |               |
|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 年结12月31日       | 2022          | 2023          | 2024E          | 2025E         | 2026E         |
| 收入             | 46,159        | 45,006        | 45,715         | 44,563        | 42,374        |
| 主营业务成本         | (10,137)      | (10,693)      | (11,867)       | (11,925)      | (11,593)      |
| <b>毛利</b>      | <b>36,022</b> | <b>34,313</b> | <b>33,848</b>  | <b>32,639</b> | <b>30,781</b> |
| 销售及管理费用        | (7,814)       | (7,772)       | (8,571)        | (8,578)       | (8,369)       |
| 研发费用           | (9,509)       | (9,299)       | (9,698)        | (9,587)       | (9,201)       |
| <b>经营利润</b>    | <b>18,699</b> | <b>17,242</b> | <b>15,579</b>  | <b>14,473</b> | <b>13,211</b> |
| 其他非经营净收入/费用    | (10,986)      | (8,802)       | (20,214)       | (5,825)       | (4,695)       |
| <b>税前利润</b>    | <b>7,713</b>  | <b>8,440</b>  | <b>(4,635)</b> | <b>8,648</b>  | <b>8,516</b>  |
| 税费             | (1,368)       | (400)         | (371)          | (432)         | (426)         |
| 非控股权益          | (18)          | (15)          | (10)           | (16)          | (16)          |
| <b>净利润</b>     | <b>6,327</b>  | <b>8,025</b>  | <b>(5,016)</b> | <b>8,199</b>  | <b>8,074</b>  |
| 作每股收益计算的净利润    | 6,327         | 8,025         | (5,016)        | 8,199         | 8,074         |
| Non-GAAP标准的净利润 | 16,533        | 15,598        | 986            | 12,193        | 11,220        |

| 资产负债表 (百万元美元) |               |               |                |                |                |
|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 截至12月31日      | 2022          | 2023          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 现金及现金等价物      | 9,123         | 11,464        | 17,376         | 25,687         | 33,069         |
| 有价证券          | 130           | 816           | 1,816          | 2,816          | 3,816          |
| 应收账款及票据       | 9,886         | 10,921        | 10,039         | 10,048         | 9,714          |
| 存货            | 2,339         | 2,662         | 2,731          | 2,822          | 2,766          |
| 其他流动资产        | 5,795         | 5,907         | 5,907          | 5,907          | 5,907          |
| <b>总流动资产</b>  | <b>27,273</b> | <b>31,770</b> | <b>37,869</b>  | <b>47,280</b>  | <b>55,272</b>  |
| 物业、厂房及设备      | 6,255         | 6,646         | 7,124          | 7,526          | 7,833          |
| 无形资产          | 57,008        | 48,241        | 41,473         | 36,397         | 32,590         |
| 其他长期资产        | 6,284         | 8,502         | 22,128         | 22,628         | 23,128         |
| <b>总长期资产</b>  | <b>69,547</b> | <b>63,389</b> | <b>70,725</b>  | <b>66,551</b>  | <b>63,551</b>  |
| <b>总资产</b>    | <b>96,820</b> | <b>95,159</b> | <b>108,594</b> | <b>113,831</b> | <b>118,822</b> |
| 短期贷款          | 4,264         | 3,119         | 3,119          | 3,119          | 3,119          |
| 应付账款          | 3,040         | 3,259         | 3,565          | 3,598          | 3,505          |
| 其他短期负债        | 14,586        | 15,884        | 30,428         | 31,823         | 33,174         |
| <b>总流动负债</b>  | <b>21,890</b> | <b>22,262</b> | <b>37,113</b>  | <b>38,540</b>  | <b>39,798</b>  |
| 长期贷款          | 35,056        | 36,653        | 36,653         | 36,653         | 36,653         |
| 其他长期负债        | 8,756         | 6,759         | 6,759          | 6,759          | 6,759          |
| <b>总长期负债</b>  | <b>43,812</b> | <b>43,412</b> | <b>43,412</b>  | <b>43,412</b>  | <b>43,412</b>  |
| <b>总负债</b>    | <b>65,702</b> | <b>65,674</b> | <b>80,525</b>  | <b>81,952</b>  | <b>83,210</b>  |
| 股本            | 292           | 292           | 292            | 292            | 292            |
| 储备及其他资本项目     | 30,769        | 29,138        | 27,713         | 31,505         | 35,223         |
| <b>股东权益</b>   | <b>31,061</b> | <b>29,430</b> | <b>28,005</b>  | <b>31,797</b>  | <b>35,515</b>  |
| 非控股权益         | 57            | 55            | 65             | 81             | 98             |
| <b>总权益</b>    | <b>31,118</b> | <b>29,485</b> | <b>28,070</b>  | <b>31,879</b>  | <b>35,612</b>  |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元美元)  |                 |                |                 |                |                |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日       | 2022            | 2023           | 2024E           | 2025E          | 2026E          |
| 税前利润           | 7,713           | 8,440          | (4,635)         | 8,648          | 8,516          |
| 折旧及摊销          | 10,276          | 9,760          | 7,433           | 5,788          | 4,560          |
| 营运资本变动         | (1,619)         | (1,247)        | 2,037           | 828            | 1,148          |
| 税费             | (1,368)         | (400)          | (371)           | (432)          | (426)          |
| 其他经营活动现金流      | (1,936)         | (2,693)        | 14,152          | 1,013          | 988            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>13,066</b>   | <b>13,860</b>  | <b>18,616</b>   | <b>15,845</b>  | <b>14,786</b>  |
| 资本开支           | (1,118)         | (1,209)        | (1,143)         | (1,114)        | (1,059)        |
| 其他投资活动现金流      | 56              | (1,086)        | (14,626)        | (1,500)        | (1,500)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,062)</b>  | <b>(2,295)</b> | <b>(15,769)</b> | <b>(2,614)</b> | <b>(2,559)</b> |
| 负债净变动          | (5,311)         | 456            | 0               | 0              | 0              |
| 权益净变动          | (8,001)         | (5,155)        | 0               | 0              | 0              |
| 股息             | (4,634)         | (4,744)        | 3,010           | (4,919)        | (4,845)        |
| 其他融资活动现金流      | 984             | 27             | 0               | 0              | 0              |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(16,962)</b> | <b>(9,416)</b> | <b>3,010</b>    | <b>(4,919)</b> | <b>(4,845)</b> |
| 汇率收益/损失        | (33)            | 45             | 0               | 0              | 0              |
| <b>年初现金</b>    | <b>13,979</b>   | <b>9,123</b>   | <b>11,464</b>   | <b>17,376</b>  | <b>25,687</b>  |
| <b>年末现金</b>    | <b>9,123</b>    | <b>11,464</b>  | <b>17,376</b>   | <b>25,687</b>  | <b>33,069</b>  |

| 财务比率             |        |        |         |        |        |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 年结12月31日         | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
| <b>每股指标(美元)</b>  |        |        |         |        |        |
| 核心每股收益           | 2.970  | 3.879  | (2.480) | 4.045  | 3.983  |
| 全面摊薄每股收益         | 2.948  | 3.862  | (2.480) | 4.045  | 3.983  |
| Non-GAAP标准下的每股收益 | 7.704  | 7.506  | 0.487   | 6.015  | 5.535  |
| 每股账面值            | 14.800 | 14.554 | 13.815  | 15.686 | 17.520 |
| <b>利润率分析(%)</b>  |        |        |         |        |        |
| 毛利率              | 78.0   | 76.2   | 74.0    | 73.2   | 72.6   |
| EBITDA利润率        | 0.0    | 0.0    | (0.0)   | 0.0    | 0.0    |
| EBIT利润率          | 0.0    | 0.0    | (0.0)   | 0.0    | 0.0    |
| 净利率              | 13.7   | 17.8   | (11.0)  | 18.4   | 19.1   |
| <b>盈利能力(%)</b>   |        |        |         |        |        |
| ROA              | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| ROE              | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| ROIC             | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 550.0  | 0.0    |
| <b>其他</b>        |        |        |         |        |        |
| 净负债权益比(%)        | 97.0   | 96.0   | 79.8    | 44.2   | 18.8   |
| 流动比率             | 1.2    | 1.4    | 1.0     | 1.2    | 1.4    |
| 存货周转天数           | 84.2   | 90.9   | 84.0    | 86.4   | 87.1   |
| 应收账款周转天数         | 78.2   | 88.6   | 80.2    | 82.3   | 83.7   |
| 应付账款周转天数         | 109.5  | 111.2  | 109.7   | 110.1  | 110.3  |

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月18日

## 医药行业-跨国处方药企

### 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

### 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

### 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。





### 机构销售团队



@bocomgroup.com

|     |                 |              |
|-----|-----------------|--------------|
| 熊璇  | (852) 3768 2850 | xuan.xiong   |
| 邓志恒 | (852) 3768 2795 | alvin.tang   |
| 刘静  | (852) 3768 2969 | judy.liu     |
| 邵将星 | (852) 3768 2962 | jensens.shaw |
| 罗圆  | (852) 3768 2783 | Jackie.Luo   |
| 周玛利 | (852) 3768 2809 | Mary.Zhou    |
| 刘方舟 | (852) 3768 2782 | Noah.Liu     |

[www.bocomgroup.com](http://www.bocomgroup.com)