

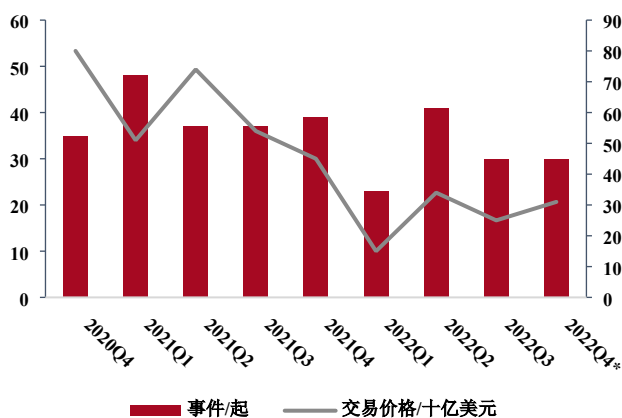
全球医药并购热潮兴起，关注国内药企并购机遇

2023 年 3 月中旬，国际医药巨头辉瑞发布消息以每股 229 美元的现金收购 ADC 行业领军企业 Seagen。该交易总价值 430 亿美元，大幅溢价 33%，也是生物医药行业自 2019 年后规模最大的交易。值得注意的是，2022 年国际龙头默沙东曾考虑收购 Seagen，但因价格过高而放弃。今年辉瑞溢价收购并最终高价成交，对全球并购情绪起到了一定的提振作用。考虑到今年处在美联储加息尾声，且全球权益资产价格大幅降低，2023 年或成为全球医药行业并购大年。随着国内药企估值下降与海外并购可行性增加，国内医药行业并购市场或迎来新的机遇。

一、大药企现金流充足，2023 年或成为全球并购大年

2022 年，受制于疫情反复和美联储持续加息带来的美股调整，生物医药市场相较于 2021 年明显降温。据安永分析的数据，截至 2022 年 11 月 30 日，2022 年并购投资金额同比下降 53%，并购数量同比下降 7%。相对来看，2022 年大部分交易都是小规模附加交易。但是在 2022 年第四季度，并购交易价格和事件数均出现环比增长，也使得市场对于 2023 年的生物医药并购市场更加看好。举例来说，2022 年 12 月中旬，全球龙头药企 Amgen 表示将以 264 亿美元收购罕见病药企 Horizon，这也是 Amgen 迄今为止最大的一笔交易。今年 3 月，辉瑞也以 430 亿美金收购 Seagen，均表明了 2023 年全球医药市场的高活跃度。

图 1：全球生物医药行业并购趋势

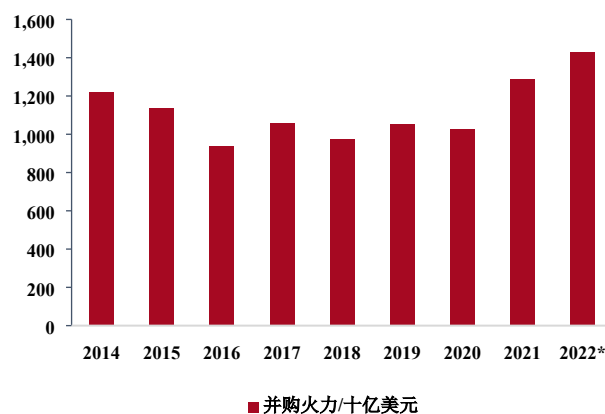


资料来源：安永分析、招商银行研究院

备注：只统计 1 亿美元以上的交易金额。

*数据截至 2022 年 11 月

图 2：全球生物医药行业并购火力（可用资产）



资料来源：安永、招商银行研究院

备注：*数据截至 2022 年 11 月

我们判断 2023 年全球医药市场有望成为并购大年，主要原因在于以下三方面：一是美联储加息尾声，小型 Biotech 企业在 2022 年调整期下，估值都有了大范围的下降，趋近合理水平；二是疫情期间，辉瑞等抗疫相关药企利润可观，在手现金流充足。加上 2022 年并购市场相对较弱，可用并购资产充足。据安永数据显示，截至 2022 年 11 月底，生物医药行业拥有超过 1.4 万亿美金的“火力”资产（Firepower），同比增长 11%，也创下安永《并购火力报告》开始追踪生物医药可部署资产以来的最高水平；三是随着产品的专利逐渐到期，大型药企面临增长乏力的隐忧，需要布局更多新的产品和技术以提升企业的竞争力。

二、2022 国内并未如愿迎来并购潮，2023 随着估值下降与海外并购可行性增加，并购热情增长

2022 年，随着年初石药收购铭康生物，年中中国生物制药收购 F-star（本月初才走完监管流程），且生物医药一二级投融资及权益市场情绪较弱，市场对于国内并购抱有较大期待。但并购潮并未如愿到来，尤其是创新药方面的重磅并购。从全年来看，市场并购案例数量不及预

期，单笔并购交易额偏小。

表 1：2022 年国内部分并购交易情况

日期	收购方	出让方	交易标的	交易金额
01.10	康龙化成	Recipharm	收购 Recipharm 旗下的 Aesica 药业	/
02.08	石药集团	珠海至凡	收购珠海至凡持有的铭康生物 51% 股权	1.54 亿元
03.09	博腾股份	睿智化学	100% 收购睿智化学旗下凯慧药业	2.66 亿元
05.08	华润三九	华立医药	28% 昆药集团股份	29 亿元
05.11	昂利康	中南大学	技术收购，新型药业递送系统及制备方法	3 亿元
06.11	京新药业	元金健康	收购旗下胡庆余堂	2.15 亿元
06.23	中国生物制药	F-star	全资收购，2023 年 3 月获得监管批准	1.61 亿美元
08.01	华润双鹤	神舟生物	50.11% 股权	5 亿元
08.02	启迪药业	先通药业	100% 股权	2.2 亿元
08.05	赛诺菲	信达生物	3 亿欧元参与增发，保留未来 3 亿欧元配股权	6 亿欧元
08.08	远大医药	八峰药化	100% 股权	2.7 亿元
09.07	华东医药	Heidelberg	35% 股权	1.06 亿欧元
09.19	药明生物	科望生物	收购科望的苏州工艺开发和中试生产设施	/
10.14	济民可信	美诺华	100% 收购旗下燎原药业	5.13 亿
11.15	药明生物	和铂医药	收购生物大分子研发创新中心的生产厂房	1.46 亿元
11.30	辐联医药科技	Focus-X	100% 收购	2.45 亿美元
12.10	东诚药业	Xing Imaging	100% 收购	0.3 亿美元
12.12	波士顿科学	先瑞达	不超过 65% 股权	5.23 亿美元

资料来源：公开信息收集，招商银行研究院

从收购类型来看，2022 年国内生物医药市场的收购类型较为多样化，大致可以分为四种类型：一是 CXO 企业收购一些海内外生产工厂；二是基于中药方面的收购；三是大型药企并购创新资产，如石药集团和中国生物制药；四是由于港股 18A 的生物医药企业股价大幅下跌，海外大型药企也逐步对 18A 上市企业进行股权投资。

从往年情况来看，相较于海外，国内并购热情并不高涨。一方面，一些现金流相对充足的企业更喜欢通过自研的方式进入一个新的治疗领域或者平台技术，而不是并购整合。另一方面，国内药企资本积累时

间相对较短，药企股权大多数集中在创始家族手中，并购整合本身风险较大，企业决策者需要冒的风险较大。此外，国内近年来医药创新转型潮渐起，在疫情的推动下，生物医药标的估值增长迅速，但是国内同质化研究较为激烈，估值虚高。

2023 年，随着估值下降与海外并购可行性增加，国内并购情绪将得到较快修复。虽然当前国内生物医药产业一二级市场情绪逐步得到修复，但是由于同质化研究和疫情后资本泡沫相对较多，行业仍处在底部调整期，**biotech** 企业在手资金消耗较大的情况下，现金流压力较大，可能会使得估值持续降低，从而促进并购成交。与此同时，中国生物制药收购 **F-star** 案例也为国内企业海外并购提供了新的思路。3 月初，纳斯达克上市 **biotech** 公司 **F-star** 发布公告称，中国生物制药子公司 **invoX** 对其的收购案，交易已获得全部所需监管批准，包括获得负责执行英国国家安全与投资法（**NSIA**）的监管机构及美国外国投资委员会（**CFIUS**）的许可，交易双方预计收购将迅速完成。这表明中国生物制药对于 **F-star** 的收购案正式尘埃落定。此次收购为现金流充足，寻求企业创新发展和国际化的国内药企提供了新的并购选择——收购欧美 **biotech**。迫于企业转型发展的压力，在手现金流充足的国内上市企业并购需求上升，在线下调研时也更多表达了对于今年并购资产的兴趣。

三、海外两家 **TCR-T** 企业合并，为国内企业提供整合新思路

国内药企并购过往常以“大并小”的模式，即现金流充足的大型药企并购小型药企。海外并购模式则有所不同，除了“大并小”之外，还有“蛇吞象”，而且规模相同且现金流缺乏的上市药企也会自主进行融合。举例来说，2023 年 3 月 6 日，纳斯达克两家从事 **TCR-T** 细胞疗法研究的上市 **biotech** 企业 **Adaptimmune Therapeutics** 和 **TCR² Therapeutics** 达成协议，两家公司将在全股票交易中合并，创建一家新的细胞治疗公司，并保留 **Adaptimmune** 的名称，继续研发针对实体瘤的 T 细胞疗法，将两家公司的产品、人员和现金进行重新整合，预计合并后的公司的可



用现金将延长到 2026 年，以使得公司更好集中资源，达到产品研发上市终点。

美股 TCR-T 企业合并为港股 18A 企业提供整合新思路。近年来，随着 A 股科创板和港股 18A 允许非盈利生物医药企业上市融资，biotech 企业迎来上市潮。但是在 2021 年 7 月 CDE 颁布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》（征求意见稿）后，二级市场生物医药指数持续下跌引发行业情绪低落。不同于科创板的融资属性，港股流通性相对较差，2022 年港股 18A 的 IPO 数量和融资规模都大幅度降低，已经上市的企业股权增发也较难发出。而对于这些 18A 企业，产品较为单一，无论是生产还是销售成本占比都很高。大部分 18A 上市企业 3-5 年内都难以盈利。短期来看，企业更多是通过砍项目和卖厂房等方式回笼资金，延长现金流可用时间，等待产品海外权益的卖出。在两家美股 TCR-T 上市企业合并后，这些 18A 企业也可能仿照此类方式，对于产品互补，技术相似、销售渠道类似的企业进行股权整合以提升抗风险能力，加强企业竞争力，加快盈利。

（评论员：吴凡、李文璐）