



领袖视角

药企如何利用并购交易优化产品组合

执行摘要

- 2010年以来，生物制药行业的并购交易数量激增，总计195起，涉及500多个资产，总投资额高达约1万亿美元。
- 一半交易都是已经进入商业化阶段的资产，鉴于生物制药企业急需收入来源，以应对即将到来的专利悬崖以及《通货膨胀削减法案》（IRA）带来的定价挑战，这一交易趋势可能会持续。
- 肿瘤仍然是并购交易最为活跃的领域，过去五年中，免疫性疾病、神经系统疾病、精神疾病以及罕见病等领域的并购交易也呈现出强劲的增长势头。
- 由于前期收入预测过于乐观，以及上市计划的实施挑战，超过一半的收购资产在上市后三年的收入要低于预期的40%左右。此外，所收购的临床阶段的资产延期上市也是常事。因此，并购交易之前进行严格的临床和商业尽职调查十分必要。
- 并购交易中，First-in-class创新药物，以及适用于广泛患者群体且在临床上展现出高度差异化的资产，往往在上市后更容易获得商业化成功。相反，针对的患者群体较小、疗效与现有标准疗法相比并没有显著改善的资产，上市后的表现往往会不尽如人意。
- 进入2024年，药企高管需增强快速识别、评估和达成交易以及并购整合的能力，这些能力将有助于企业更好地抓住生物技术行业快速且不断涌现的机遇。

大型跨国药企正在投资以提高研发效率和生物制药开发能力。然而，其中大部分在很大程度上仍需通过资产和技术收购来实现其增长目标。通过获取外部资产来进行创新时，企业有多种方式可选，其中包括授权引入、针对特定产品或产品组合建立合资公司以及收购其他公司。这些不同类型的交易的结构差异可能并不明显，大型跨国药企的交易活动通常会涉及多种类型，而不是单一形式的交易。

由于生物技术行业的表现继续落后于大盘，且大型跨国药企面临多重市场挑战（例如，关键原研药失去市场独占权、《通货膨胀削减法案》（IRA）带来的定价压力），出售资产的需求加剧。制药公司拥有充足的现金和稳健的财务状况，它们更倾向通过收购来扩张业务。默克、礼来、葛兰素史克和诺华等公司最近剥离非创新药

物资产的活动也进一步证明了这一点，而资金的进一步释放使得这些大型跨国药企能够更加频繁地收购生物技术公司。

为了深入了解大型跨国药企如何通过并购获得成功，L.E.K.对2010年以来公开的生物制药并购交易情况进行了分析（这里的并购交易定义为收购处于临床或商业化阶段且专注于创新疗法的生物技术公司）。我们的分析包括全球（美国、欧盟、亚太地区）的并购交易，仅关注临床或商业化阶段的收购，不包括授权交易和战略合作伙伴交易，对仿制药、非处方药、医疗器械、诊断和临床前平台公司的收购也被排除在外。

我们对此类并购交易进行了全面分析，包括被收购的生物技术公司的类型、主要收购方以及成功交易的特征，我们还对2024年以及未来的并购交易进行了展望。

生物制药行业自2010年以来的整合趋势

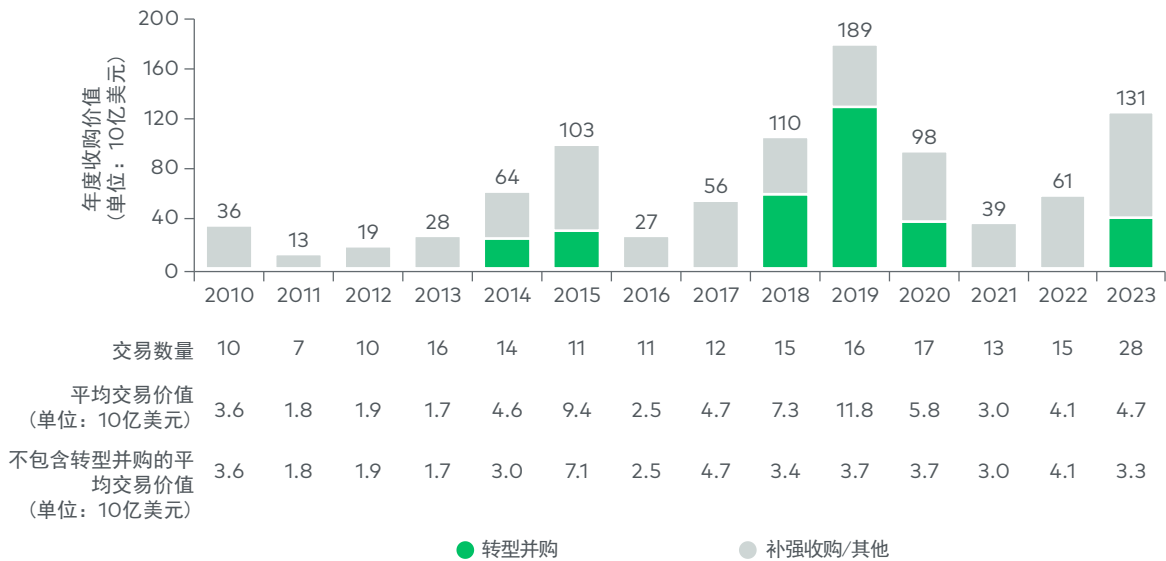
自2010年到2023年，全球共有195起公开的生物制药并购交易，总投资额约为1万亿美元，平均每年投资约为700亿美元。考虑通货膨胀，这相当于如今每年平均830亿美元的投资，总计达到1.2万亿美元。为了更加直观地理解这一数据，2023年全球排名前20的生物制药企业的股本价值总和为3.6万亿美元。

自2010年以来，并购活动一直呈现周期性变化，并于2019年达到顶峰，共发生16笔交易，总金额达1,890亿美元。值得注意的是，由于经济的不确定性和新冠疫情的暴发，2021年和2022年并购交易有所减少。然而，2023年出现了显著反弹，生物技术并购交易达到28笔，交易价值总计1,310亿美元（图1）。

对这些交易（不包括转型并购，即股权价值超过250亿美元且超过收购方市值的20%的交易）的分析显示，2023年是过去十年中并购交易最为活跃的一年。近期并购活动的激增可能归因于宏观经济环境的改善，以及美国医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）医保价格谈判对医疗保险D部分涵盖的药品收入的影响。

图1
生物制药领域自2010年以来的公开并购交易

生物制药领域的并购交易 (2010-2023)



注释：仅包括临床和商业化阶段的公开并购交易

资料来源：L.E.K.对Cortellis的研究与分析；公司投资者材料和向美国证券交易委员会(SEC)提交的材料；S&P Capital IQ

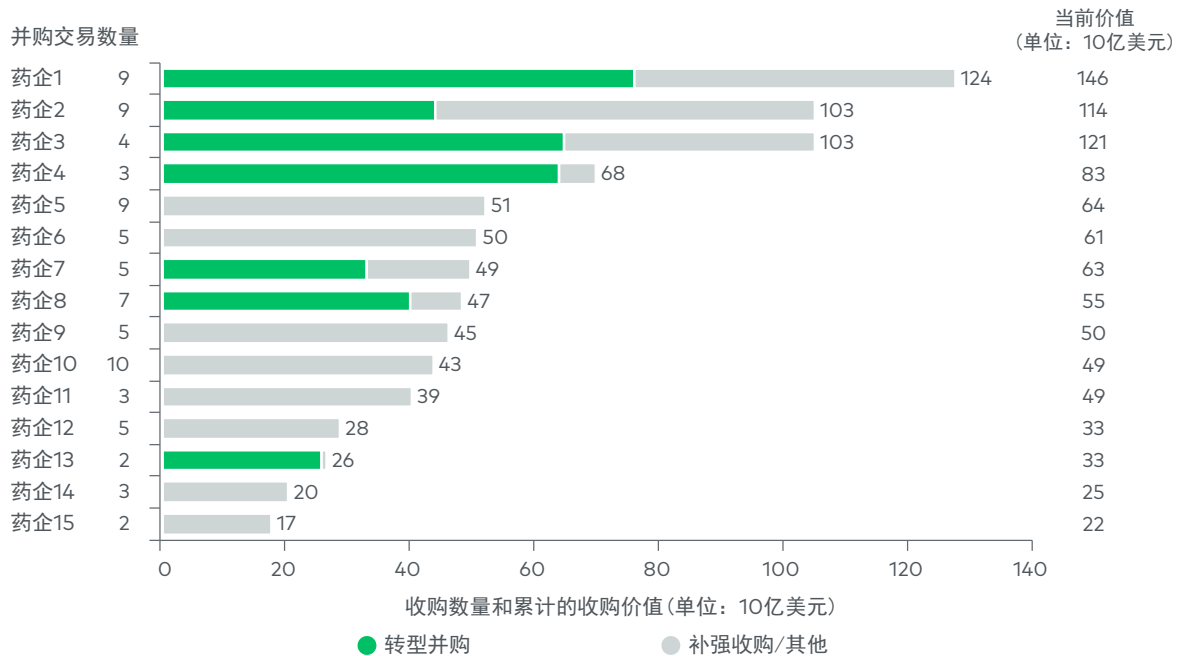
对收购方的进一步分析显示，排名前15的收购方尤其活跃，自2010年以来，其交易额约占总交易额（约1万亿美元）的80%，平均完成了5起收购。此外，它们在过去五年间的并购活动大幅增加，自2019年以来，每年平均并购投资数额高达60亿美元，是之前的两倍。

自2010年以来，四家领先跨国药企的公开并购投资的总金额已经超过600亿美元（考虑通货膨胀，相当于现在的800亿美元左右），占行业内总交易额的40%。在此期间，这些领先公司都曾进行大型的转型并购。比较知名的交易包括：百时美施贵宝与Celgene合并、艾伯维收购艾尔建、武田制药收购Shire以及辉瑞与Seagen合并。

其他比较突出的收购方都是“机会主义”的尝试。自2010年以来，这些公司参与了一系列收购，交易金额从150亿美元到500亿美元不等（考虑通货膨胀的影响，相当于现在的200亿美元到600亿美元不等）。这些公司的收购标的通常拥有更为精简的产品组合，平均拥有1-5个临床资产（图2）。

图2
生物制药并购交易排名前15的收购方

自2010年以来，生物制药并购交易排名前15的收购方的交易流



资料来源: L.E.K.对Cortellis的研究与分析; 公司投资者材料和向美国证券交易委员会(SEC)提交的材料; S&P Capital IQ

并购交易的焦点

自2010年以来,大多数收购交易都战略性地聚焦于商业化阶段的资产,这类收购占到了50% (195起交易中有94起),涉及的交易价值约占总额的75% (考虑通货膨胀的影响,相当于当前总额1.2万亿美元中的8500亿美元)。这一趋势的背后是企业希望确保稳定收入,特别是在其产品组合已经相对成熟并且即将面临专利到期等挑战的情况下,这种选择可以帮助企业对有关风险进行管理。其余交易活动均以临床阶段的资产为主,概念验证前(POC)阶段的资产和POC后阶段的资产数量相当(前者总计52宗交易,考虑通货膨胀的影响,交易价值相当于当前的1050亿美元;后者总计49宗交易,考虑通货膨胀的影响,交易价值相当于当前的2080亿美元)。

收购交易的价值也正如预期的一样,与资产所处的开发阶段高度相关。经过通货膨胀调整后的交易价值范围在12亿至90亿美元不等,如果收购的产品组合中有处于临床一期阶段的资产,平均交易价格约为12亿美元,如果有单个或多个商业化阶段的资产,平均交易价格则高达90亿美元(图3)。

图3
不同阶段的资产的交易数量和价值

生物制药领域的并购交易(按资产所处阶段)

	临床一期	临床二期	临床三期	已获批
并购交易数量	11	41	49	94
平均交易规模(单位: 10亿美元)	1.2	2.2	4.2	9.0

收购数量和通胀调整后的平均收购价值(单位: 10亿美元)

资料来源: L.E.K.对Cortellis的研究与分析; 公司投资者材料和向美国证券交易委员会(SEC)提交的材料; S&P Capital IQ

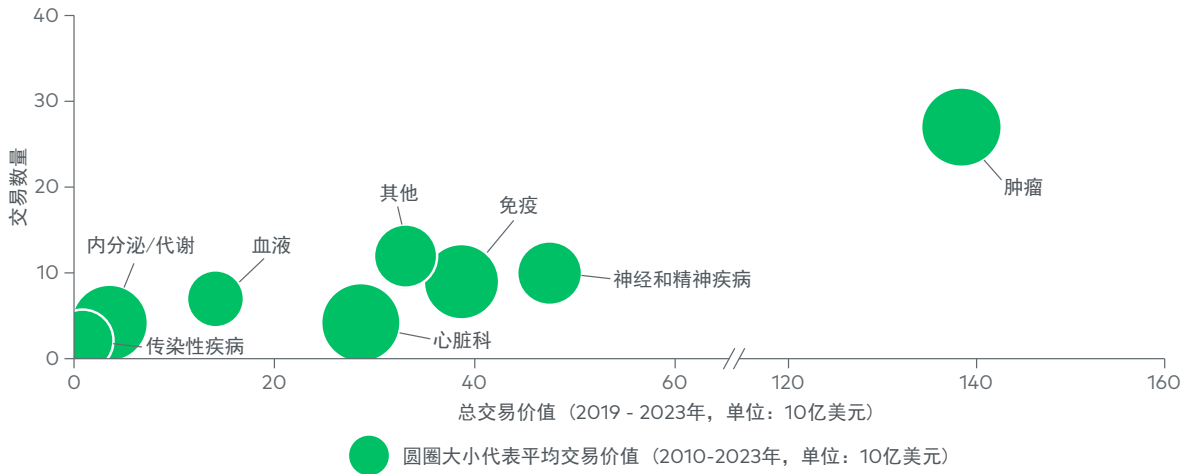
进一步对各个治疗领域中的交易情况进行的分析发现,肿瘤仍然是并购活动最为活跃的领域(图4)。自2010年以来,肿瘤领域的交易额已经超过了排在其后的三个治疗领域的交易额的总和。2019年以来,该趋势进一步凸显,肿瘤领域的并购交易价值约占该行业总交易价值的25%,交易量则占到了30%。

肿瘤领域的主导地位可能会保持稳定,同时神经和精神疾病领域在2023年底也出现了显著增长,最近的交易包括艾伯维收购Cerevel,百时美施贵宝收购Karuna。这些交易使得其成为自2019年以来累计收购价值第二高的领域,仅2023年并购交易金额就高达300亿美元。

图4
上市生物制药公司的累计收购交易（按治疗领域）（2019-2023年）

累计并购交易(按治疗领域)

收购数量和通胀调整后的平均收购价值(单位: 10亿美元)



注释：“其他”包括肾脏、胃肠、眼科、呼吸病、皮肤病、肝病、泌尿生殖/性功能和肌肉骨骼；不包括涉及多个治疗领域的交易，因为这些交易主要由大规模转型并购驱动，在跨治疗领域拥有广泛的商业化和开发组合；不包括罕见病、孤儿病和遗传性疾病，因为这些疾病涉及各种治疗领域，与治疗领域的分类并不排斥
资料来源：L.E.K.对Cortellis的研究与分析；公司投资者材料和向美国证券交易委员会(SEC)提交的材料；S&P Capital IQ

免疫治疗领域的并购活动也越来越活跃。自2010年以来，免疫治疗领域共有12宗交易，其中9宗是在过去五年内发生的。目前，该治疗领域的平均交易价值排名第三。

此外，买方越来越倾向于收购专注于罕见病和遗传疾病治疗领域的公司。自2010年以来，已经有47宗交易涉及到这两个治疗领域，其中28宗发生在最近五年。这些类型的资产吸引了投资者的兴趣和高估值（目前中位数为35亿美元）。

最后，收购的规模也是评估并购交易驱动力的关键因素。过去五年中，战略性的补强收购（即股权价值低于300亿美元，且低于收购方市值的20%的交易）明显更为普遍，占95%以上，相比而言，同期发生的转型并购交易则较少。

与大型的转型并购交易相比，生物制药企业对补强收购的偏好似乎受两个主要因素的影响：

- 首先，转型并购能够创造的价值存在一定的变数。尽管可以帮助收购方显著扩大规模，例如，增加收入、建立更加稳健的产品管线、提高财务方面的灵活性等，但这类交易对股东价值创造的影响并不稳定。我们对7宗转型收购中的5宗进行了具体分析，结果，与Pharmaceutical Index相比，买方的股东总回报(TSR)在交易一年后平均下降了5%，三年后平均下降了10%。¹与之形成鲜明对比的是艾伯维与艾尔建的交易，交易后三年内的股东总回报明显优于指数，分别增长了45%和114%。
- 其次，联邦贸易委员会(FTC)对于并购活动的监管日益加强，这一点在安进收购Horizon、辉瑞收购Seagen等备受瞩目的并购交易中就有所体现。最近，FTC的监管已经扩展到了早期临床阶段的资产的授权交易，例如：FTC此前曾阻止赛诺菲收购Maze Therapeutics的临床一期庞贝病治疗药物。随着监管的加强，市场变得更加谨慎，相关企业对大规模交易的兴趣降低。考虑进行重大并购举措的企

业必须应对更为复杂的监管环境，考虑反垄断挑战的可能性，以及评估是否需要做出重大让步，以获得监管批准。

如何衡量并购表现

在临床阶段和商业化阶段的收购估值中，未来收入预测是最为关键的考量因素。我们对卖方在交易前给出的收入预测及其可靠度进行了分析，以更好地了解此类预测的局限性。

研究分析发现，许多并购交易的主要资产都未能达到交易前的预期，不管是上市时间和销售收入。这种情况通常是由于商业预测过于乐观，例如为了证明收购溢价的合理性而倾向于提供过分精确的预测，以及临床开发过程中遇到不可预见的障碍。

我们对195宗并购交易进行了研究分析，其中能获得可靠的上市后三年收入数据的有81宗。我们从中得出的第一点重要启示是，无论资产处于何种开发阶段，收购方都有能力继续推进并取得进展，在临床和监管方面的成功率也都与行业平均水平一致。然而，与交易前的预测相比，这些资产中约有一半都经历了延期上市，平均延长时间约为两年。

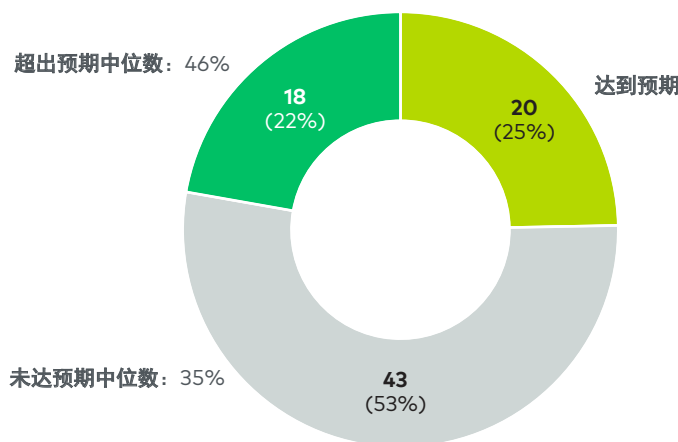
从商业化表现来看，有相当一部分（53%）并购资产未能达到卖方分析师的收入预期，并购后三年的商业化表现要比预期中位数低35%。相反，这些资产中只有22%超出了预期，比预期中位数高46%（图5）。这些预测往往是基于卖方分析师的观点和预期，而不是反映在被收购方股价中的买方共识。如果被收购的资产未能达到预期的商业化表现，这将与收购方最初进行交易的战略规划背道而驰。

图5

生物制药领域的并购交易中，领先资产上市后三年的商业化表现（2010-2023年）

并购完成后三年领先资产的实际收入表现vs.预测共识

资产数量、占总资产的百分比、实际收入中位数与卖方共识的比较



资料来源: L.E.K.对Cortellis的研究与分析; 公司投资者材料和向美国证券交易委员会(SEC)提交的材料; Evaluate Pharma (2023年7月)

基于研究分析,我们总结出两个有助于被收购资产实现商业化成功的关键因素:1)对产品所针对的主要适应症进行战略定位;2)是采用全新作用机制的首创新药。

- 针对早期治疗阶段的患者群体(例如,一线治疗)的资产,上市表现通常超出预期。例如,武田制药的拉那芦人单抗(Takhyro)是一款治疗遗传性血管性水肿的创新药,它颠覆了现有的诊疗标准,上市后成为首选的一线治疗方法;百时美施贵宝的Reblozyl是一款治疗 β 地中海贫血的创新药,它能替代红细胞输注或作为其补充疗法(红细胞输注并非最理想的治疗方法)。
- 创新性是另外一个致胜因素。具有全新、首创性作用机制的资产的上市表现往往能够超出预期。例如,诺华的Zolgensma和罗氏的Esbriet都是从生物技术公司收购的首创新药,这两个产品的上市表现都远超分析师的预测。分析师最初低估了创新药既能迅速获得市场份额,同时实现比预期更高的使用水平,分析师最初低估了这一点。另一方面,me-too药物在进入已经饱和的市场时,会在市场份额的获取和普及方面遭遇瓶颈。

令人惊讶的是,收购时处于临床阶段和已经上市的资产中,表现未达到预期的资产的比例没有显著差异。因此可以推测,监管和产品标签方面的不确定性可能会影响收入预测的准确性。

我们对被收购资产所针对的适应症与收购方现有治疗领域之间的相关性进行了研究,以确定现有临床和商业化能力对收入预测的准确性以及产品被收购后的整体表现可能产生的影响。我们将收购方的“核心治疗领域”定义为在该领域已经建立了相应的商业化能力(例如,已经推出了至少一种产品),并具备丰富的临床知识(例如,至少有一种处于临床中期或后期阶段的资产)。

本文评估了一系列并购交易,发现超过四分之三的被收购资产都与收购方的核心治疗领域相关。那些能够与收购方核心治疗领域的产品组合整合的资产通常表现出更好的商业化结果,其中约50%能够达到或超过交易前的预测共识。相反,针对非核心治疗领域的资产中,大部分(63%)未能达到预期。此外,当资产的商业化表现超出预测共识时,针对收购方核心治疗领域的资产往往比针对非核心治疗领域的资产超出预期的幅度更大。然而,在被收购资产的上市时间方面,不管是针对核心还是非核心治疗领域,它们上市的延期程度并没有显著差异。

充分释放并购交易价值

尽管面临融资挑战,但生物技术企业仍然处于生物医学创新的前沿,并持续贡献着约三分之二的临床阶段产品管线。

生物技术创新环境为药企带来了一系列有吸引力的并购前景。目前,超过130家(市值在10亿美元到300亿美元不等)上市生物技术公司预计将在未来两年成为潜在的收购目标(不包括今年年初对Ambrx、Harpoon和Calypso的三起收购)。这些公司拥有已上市产品,或临床晚期产品(预计将在2025年之前实现重大临床里程碑),这些因素使得这些公司成为战略收购的理想目标。

要想通过并购交易获得成功，生物制药企业的管理层必须关注以下五个战略优先事项：

- 1. 制定明确的并购目标：**为了确保持续增长，药企必须定期更新其研发管线以及现有的产品组合。为此，企业内部必须及时调整产品组合优先级，外部则进行战略收购。企业管理层必须要让其业务拓展团队充分了解并购目标，包括规模、频率以及时机等。设立相关目标时，还应制定选择适应症的标准、评估收购对收入的影响和收购的时机、评估目标资产的创新程度。药企可以在这些指导原则的基础上构建详细的业务拓展路线图，并确定最佳收购顺序，以填补企业内部发展的空白，从而实现增长目标。

业务拓展负责人必须确保行动与企业层面的战略愿景同步，这样做能够有效避免让企业在尽职调查阶段重新审视交易的战略出发点。如果从一开始就制定并遵循明确具体的目标，企业就能够以合理且高效的方式开展并购活动，推动交易达成，同时保证并购交易无缝整合，充分实现交易价值。

- 2. 全面评估潜在标的：**收购方必须对潜在标的进行全面评估，密切关注其收入预测以及上市时间线，收购完成后的前几年尤为重要，因为这段时间内产品实际商业化表现可能会与投资回报预期有所差异。为确保准确性，药企应采用全面的评估方法，充分参考内部的市场洞察，同时进行外部对标。例如，对比类似资产以往的商业化表现，充分考虑定价、准入壁垒、竞争动态以及所需的运营投入等因素。药企还应认识到，将收购的资产充分整合到现有产品组合以及深厚的专业知识网络中时，能够释放更多收入增长潜力。尽管我们的分析显示，许多被收购的资产的商业化表现并未达到预期，但高质量的资产仍然有很大机会在大型药企中获得成功，因为大型药企通常已经建立了完备的商业化基础设施。整体来看，并购交易前进行深入且客观的分析至关重要，这样做能够帮助企业识别前景不佳或风险较大的并购标的，并帮助有潜力的资产提升商业化表现，充分释放并购交易价值。

- 3. 了解产品多元化的潜在风险：**许多药企正在不断扩大和完善其治疗领域，以推动可持续增长。收入来源多元化的确对企业有一定的助益，但在并购交易中，收购方在评估新的或非核心治疗领域的并购标的时往往会面临一系列新的挑战。根据我们的分析，被收购的资产与收购方现有的运营经验、销售队伍以及医院关系网络的关联度越低，其商业化表现往往越差。在这种情况下，企业可以向有相关疾病领域经验的外部咨询顾问寻求帮助，获取有用的行业洞见，进行合理和准确的估值，发现所有潜在的协同效应。

此外，药企还必须考虑并购整合后资产贬值的情况，包括重新调整资产的增长预期，尤其是在被收购方的关键人员已经离开的情况下。面对这一挑战，药企必须进行全面的风险评估，以做出更加明智的决策。风险评估还能够帮助企业权衡产品组合多元化的利弊，并了解扩展到新的治疗领域的风险。

- 4. 保持客观并愿意及时止损：**在对并购交易进行最后评估时，投资人、法律顾问等相关方都会参与其中，并购交易负责人必须确保评估结果的客观性和准确性，避免用误导性的评估结果强行合理化交易。

近年来，收购溢价显著上升（根据研究与分析，2015年之前的平均溢价比例为59%，2018年之后上升至94%），收购方需要进行谨慎客观的评估，以避免支付过高的溢价，同时发现潜在的商业化优势和关键的协同效应。通过这种方法，决策者可以确保他们的投资决策不仅仅是为了应对收购成本过高的挑战，更是基于对收购标的潜在价值的透彻了解。

5. 培养卓越的并购能力：生物制药企业管理层不仅需要发掘和评估交易机会，还需要加大资源投入并进一步完善流程，以成功推进并购整合，这也是并购完成后实现运营卓越的关键。并购整合实施得当能够避免产品上市延期，同时也让企业能更好地处理整合后的运营问题。并购整合包含一系列整合任务，例如：定义并购流程中的管理和决策权、实现有效的跨团队沟通、尽早发现并解决潜在问题以及确保两家公司之间文化和系统的无缝融合。这样做不仅能够提高并购活动的有效性，还可以最大化并购交易的价值及其带来的增长机会。

在竞争日益激烈的并购市场，并购交易频率和规模正在成为衡量潜在买家竞争力的关键因素。成功的交易经历将有助于企业增强并购方面的能力，即使一个企业每两年只进行一次常规并购，但只要不断积累经验，企业仍然有潜力成长为一个能够以熟练、系统且连续的方式进行并购的组织。

此外，在同时面临多个并购机会时，短时间内快速、连续且高效地管理和执行多项交易的能力将至关重要。最近的交易案例就是很好地证明：艾伯维在一周内完成了两起收购，BMS在短短11周内完成了三起收购，这些案例彰显了生物制药企业增强其业务拓展能力以同时处理多项尽职调查和并购整合的迫切需求。

如果成功落地实施，这五个战略优先事项能够帮助企业对潜在的并购交易进行有效识别和评估，并促进并购后整合，以帮助企业获得竞争优势。通过提高并购活动所需的各项能力，收购方不仅可以简化收购流程，还可以确保从交易中获取最大价值。

感谢Jonathan Fischer和L.E.K.信息资源中心对本文的贡献。

如欲了解更多信息，请联系apac.healthcare@lek.com。

尾注

¹ VanEck PPH指数被作为参考。由于数据限制，该分析不包括辉瑞-Seagen第三年和Shire-Baxalta所有年份的数据。

关于作者



Pierre Jacquet

Pierre Jacquet是L.E.K.董事总经理、全球医疗业务副主席，常驻波士顿。他有20多年的企业和业务单元战略咨询经验和并购交易支持经验。他在生物制药、医疗技术以及诊断领域拥有广泛的项目经验，致力于帮助企业客户制定战略并推进落地实施，以最大化股东价值创造。



Ricardo Brau

Ricardo Brau是L.E.K.董事总经理、合伙人，常驻波士顿。Ricardo专注于生命科学和生物制药领域，致力于为大型和新兴生物制药企业提供战略咨询服务，涉及大多数治疗领域和细分行业。他于2008年加入L.E.K.并担任生命科学顾问，致力于在企业 and 业务单元战略制定、创新、研发组合管理以及商业规划等一系列关键战略问题上为客户提供建议。



Anne Dhulesia

Anne Dhulesia是L.E.K.合伙人，常驻伦敦，负责欧洲地区的生命科学业务。Anne致力于在业务拓展机会评估、业务规划、市场潜力评估、长期战略制定等一系列关键战略问题上为客户提供建议。她还专注于为寻求并购、剥离或退出资产的制药、生物技术和私募股权公司提供交易支持。



Bradley Hagan

Bradley Hagan是L.E.K.项目总监，常驻纽约，是生命科学和生物制药业务团队成员。Bradley拥有广泛的项目经验，致力于为大型制药和生物制药企业客户提供商业并购尽职调查帮助客户制定研发战略，并确定研发管线的优先级。

关于L.E.K.咨询

我们是L.E.K.咨询，一家全球性的战略咨询公司，致力于帮助业务领导者把握竞争优势，获取持续增长。我们的深刻洞见能够帮助客户重塑业务发展轨迹，发掘机遇，并为其赋能，以把握每一个关键时刻。自1983年创立以来，我们遍布全球的团队在跨越美洲、亚太和欧洲的区域，与来自各个行业的跨国企业、创业企业以及私募股权投资者展开合作，为其提供战略咨询服务。如欲了解更多信息，请访问 lek.com。

L.E.K. Consulting是L.E.K. Consulting LLC的注册商标。本文中提及的所有其他产品和品牌均为其各自所有者的财产。

© 2024 L.E.K. Consulting