

## 收购 Vernalis, 打造全球前列的综合型新药发现

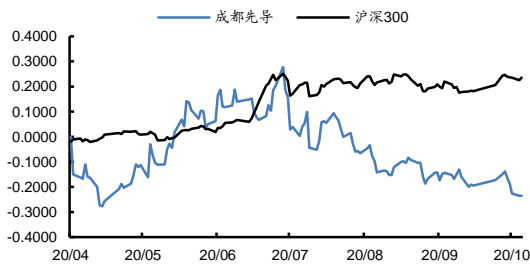
### 技术平台

#### ——成都先导（688222）事件点评

研究所

证券分析师：周超泽 S0350519100004  
021-60338177 zhoucz@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
成都先导	-10.8	-23.8	-23.6
沪深 300	2.2	2.2	23.5

#### 市场数据 2020-10-21

当前价格（元）	35.89
52 周价格区间（元）	33.06 - 61.99
总市值（百万）	14380.41
流通市值（百万）	1319.13
总股本（万股）	40068.00
流通股（万股）	3675.47
日均成交额（百万）	149.47
近一月换手（%）	49.15

#### 相关报告

《成都先导（688222）深度报告：DEL 技术引领原创新药加速发展》——2020-08-30

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

近日，公司发布公告拟以 2500 万美元（约 1.69 亿元）收购英国创新药公司 Vernalis 的全部已发行股份，交易预计在 2020 年底之前完成。

#### 投资要点：

- **收购 Vernalis 获取 FDBB、SDBB 技术平台，先导打造全球前列的综合型新药发现技术平台。** Vernalis 是世界领先的致力于分子片段（FBDD）和结构技术（SBDD）的英国创新药公司。基于 2018 年数据，全年将近 50% 的临床药物的研发都依托于基于结构的药物发现（SBDD）。Vernalis 基于 SBDD 核心技术已经实现多个新药发现项目的对外授权转让并推进到临床阶段，技术平台得已验证，2015 年，Vernalis 将 CPI-444 项目全球开发权益转让给 Corvus Pharmaceuticals，合同价值高达 2.2 亿美元，目前该项目处于临床 2 期阶段，CPI-444 是下一代腺苷 A<sub>2A</sub> 拮抗剂，正在开发的适应症包括肾癌、前列腺癌和骨髓瘤等其他多个癌种，应用前景广阔。成都先导则拥有超 5000 亿种小分子的 DEL 库资源、近百人的自主新药项目研发团队，双方技术与经验的整合有助于针对难成药靶点的新药研发，优质团队和领先技术的紧密结合将加快更多创新药项目的产生和转化。另外，先导也可借此次收购不再依赖单一的 DNA 编码化合物（DEL）技术，拓展出 DEL、SBDD、FBDD 结合的综合型新药发现技术平台，赋能药企开发出高质量的原创新药。
- **欧洲设点拓展服务范围，借助新市场开拓实现跨越式发展。** 成都先导目前 81% 的收入来自于美国市场，而欧洲作为全球第二大新药研发市场，其市场空间和潜力是不可估量的，未来先导借助 Vernalis 在英国的名声可打开欧洲新市场，实现跨越式发展。同时，Vernalis 作为一家专注于新药发现技术的公司，其对外交流能力尚有提升空间，先导可利用自身较为全面的商业拓展能力，助力 Vernalis 获得更多的合作项目。
- **DEL 技术龙头企业引领创新药 3.0 时代的加速发展。** 公司核心 DEL 技术在高难度靶点的突破、原创小分子化合物的早期开发方面具有传统高通量筛选无法比拟的效率和成本优势，3-6 个月可以完成靶点筛选，得到活性化合物成功率高达 69%，可引领原创新药加速发展。

目前，根据成都先导官网整理，2015-2020H1 年，全球公开的基于 DEL 技术的新药研发合作数量为 104 个，成都先导合作数量占比 39%，位居全球首位，体现公司具备较强的获客能力。同时，公司业绩有望在下半年进入加速成长，1) 公司目前在手订单总额 5.7 亿元，国外药企实验室受疫情影响上半年处于停工状态，业绩兑现有望在下半年开启加速期。2) 2020 年上半年完成 IP 权属转让项目 7 个，而 2019 年全年仅 10 个，说明客户对筛选结果的满意度大幅提升，看好 IP 权属转让后不同节点的高额里程碑费带来业绩高增量。3) 新药研发项目顺利推进，HG146 和 HG030 进入临床阶段，早期项目 20 余项，看好公司比肩创新药企业的研发潜力，新药转让项目有望带来高业绩弹性。

- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司核心 DEL 技术是创新药 3.0 时代不可或缺的一环，考虑到今年全年公司业绩受疫情影响波动明显，我们下调全年盈利预测。长期来看，我们依然看好公司着力打造的全球领先的综合型药物发现技术平台实现跨越式发展，基于审慎性考虑，在收购没有最终完成前，暂不考虑其对公司业绩影响，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.13、0.21 和 0.36 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 276.31 倍、171.21 倍和 100.49 倍，**维持增持评级。**
- **风险提示：**DEL 技术商业化时间较短的风险；药物筛选领域技术替代性风险；新药研发失败的风险；收购进展不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	264	208	309	419
增长率(%)	74.7%	-21.2%	48.5%	35.3%
净利润（百万元）	120	47	75	129
增长率(%)	167%	-61%	61%	70%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.13	0.21	0.36
ROE(%)	23.50%	8.59%	12.80%	19.28%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 事件:

近日，成都先导发布公告拟以 2500 万美元（约 1.69 亿元）收购英国创新药公司 Vernalis 的全部已发行股份，交易预计在 2020 年底之前完成。

## 评论:

# 1、收购 Vernalis，先导打造全球领先的综合型药物发现技术平台

Vernalis 是一家拥有 20 余年 FBDD 和 SBDD 药物筛选技术的创新药企业。基于 2018 年数据，全年将近 50% 的临床药物的研发都依托于基于结构的药物发现（SBDD），而分子片段筛选技术（FBDD）是由 SBDD 技术快速发展衍生出的新一代结构指导的药物筛选策略，FBDD 是当前小分子药物发现领域的重要技术之一，目前由该技术发现的药物已有多成功上市及进入不同临床阶段。Vernalis 公司的技术平台，能够应用于化合物发现后的优化、化合物成药性的评价，与成都先导自身的新药开发平台相结合，有助于加速化合物向临床前研究、临床试验、商业成果的转化。

图 1: Vernalis 公司每年大事记



资料来源: Vernalis 官网, 国海证券研究所

Vernalis 科学家团队成员稳定，先导逐步完善多元化的药物发现技术平台。Vernalis 公司拥有一支超过 70 人的研发团队，且团队人员稳定，核心研发成员

基本在成立之初就加入公司，拥有丰富的新药发现经验，通过本次交易，成都先导能够获取 Vernalis 公司的核心技术团队和知识产权。另外，FBDD 技术与 DNA 编码化合物库（DEL）技术存在很强的技术互补性，尤其在分子片段活性提升和先导化合物优化方面。FBDD 技术能够快速对靶点进行成药性评价，并且有可能快速得到具有亲和力的分子片段。DEL 技术能够快速扩展分子片段库，并且可以快速探索分子片段所代表的成药化学空间，对分子片段进行优化。两种技术所需硬件设备也有高度重叠，即已建立的 FBDD 技术平台的硬件设备也是 DEL 技术优化化合物所需。

图 2: Vernalis 部分科学家团队成员



Mike Wood PhD  
Managing Director

Mike Wood 已经在 Vernalis 工作了 16 年，负责不断提升公司基于分子片段和结构技术的药物发现能力。



James Murray PhD  
Research Director

James Murray 已经在 Vernalis 工作了 18 年，专注于药物研发中先导化合物的优化阶段，主导与 Servier 合作的 Mcl-1 和 Bcl-2 靶点化合物推进至临床阶段。



Professor Rod Hubbard  
Senior Fellow, Vernalis Research and Emeritus  
Professor, Chemistry, University of York

Rod Hubbard 已经在 Vernalis 工作了 19 年，负责建立和协调外部合作项目，也帮助公司搭建了基于分子片段和结构技术的药物发现平台。

资料来源：Vernalis 官网，国海证券研究所

**Vernalis 已经实现多个新药发现项目的对外授权转让并推进到临床阶段，技术平台得已验证。**基于核心技术平台，Vernalis 主要通过转让内部项目或合作开发形式进行新药研发，公司已经成功开发和转让多项针对肿瘤、神经退行性疾病、抗感染和炎症等生物学目标的细胞活性先导化合物和临床阶段候选物。

图 3: Vernalis 合作与内部自主研发新药项目进展

		Partnered	Unpartnered			
		CNS	Immuno-oncology	Oncology	Inflammation	ALL
Therapeutic area	Candidate	Development stage			Rights	
CNS	V158866	Phase II			Neuritek Therapeutics	
Immuno-oncology	CPI-444	Phase II			Corvus Pharmaceuticals	
Immuno-oncology	Vipadenant	Pre-clinical			RedoxTherapies (a BMS company)	
Oncology	Luminespib	Phase II			Vernalis	
Oncology	Tosedostat	Phase II			CTI BioPharma	
Oncology	S55746	Phase I			Servier in collaboration with Novartis	
Oncology	S64315	Phase I			Servier in collaboration with Novartis	
Oncology	V158411	Pre-clinical			Vernalis	
Oncology	VER250840	Pre-clinical			Nodus Oncology, a subsidiary of Cumulus Oncology	
Inflammation	RPL554	Phase II			Verona Pharma	

资料来源：Vernalis 官网，国海证券研究所

## 2、欧洲设点拓展服务范围，借助新市场开拓实现跨越式发展

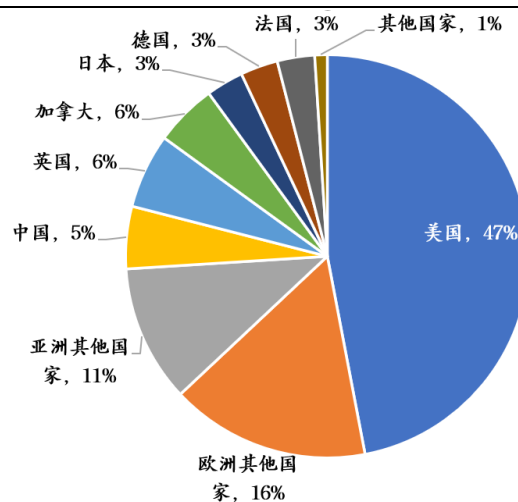
填补欧洲区域空白，公司形成以美国贡献主要稳定收入，其它区域带来弹性收入的业务模式。Vernalis 在剑桥格兰塔产业园拥有配备完善的实验室，格兰塔产业园是位于英国剑桥附近大阿宾顿的格兰塔河河岸的集科学、技术和生物制药于一体的产业园，通过此次收购，先导将加入活跃的英国剑桥生物医药产业集群，获得大量潜在的业务发展、学术研究和其他合作机会。先导目前 81% 的收入来自于美国市场，欧洲作为全球第二大新药研发市场，其市场空间和潜力是不可估量的，未来先导借助 Vernalis 在英国的名声可打开欧洲新市场，带来业绩的高增长，实现跨越式发展。

表 1：成都先导 2019 年各个地区收入分布

地区	收入（百万元）	收入占比
美国	214.23 264.20	81.09%
韩国	13.91	5.2%
日本	16.60	6.3%
中国大陆	3.03	1.1%
其他（地区）	16.43	6.2%

资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2017 年全球医药研发公司区域分布情况（按总部所处国家划分）



资料来源：中国产业发展研究网，国海证券研究所

珠联璧合，先导可为 Vernalis 带来更多的业务合作项目。成都先导拥有超 5,000 亿种小分子的 DEL 库资源、近百人的自主新药项目研发团队，Vernalis 则拥有从项目概念推进到临床开发的丰富经验，双方技术与经验的整合有助于针对难成药靶点的新药研发，优质团队和领先技术的紧密结合将加快更多创新药项目的产生和转化。另外，Vernalis 作为一家专注于提升科研能力的公司，其对外交流能力尚有提升空间，先导可利用自身较为全面的商业拓展能力，助力 Vernalis 获得更多的合作项目。

### 3、盈利预测与评级

我们看好公司核心 DEL 技术是创新药 3.0 时代不可或缺的一环，考虑到今年全年公司业绩受疫情影响波动明显，我们下调全年盈利预测。长期来看，我们依然看好公司着力打造的全球领先的综合型药物发现技术平台实现跨越式发展，基于审慎性考虑，在收购没有最终完成前，暂不考虑其对公司业绩影响，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.13、0.21 和 0.36 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 276.31 倍、171.21 倍和 100.49 倍，**维持增持评级**。

图 5：公司盈利预测表

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	264	208	309	419
增长率(%)	74.7%	-21.2%	48.5%	35.3%
净利润（百万元）	120	47	75	129
增长率(%)	167%	-61%	61%	70%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.13	0.21	0.36
ROE(%)	23.50%	8.59%	12.80%	19.28%

资料来源：wind，国海证券研究所

### 4、风险提示

- 1) DEL 技术商业化时间较短的风险；
- 2) 药物筛选领域技术替代性风险；
- 3) 新药研发失败的风险；
- 4) 收购进展不及预期

附表：成都先导盈利预测表

证券代码:	688222.SH				股价:	35.89	投资评级:	增持		日期:	2020-10-21
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	23%	9%	13%	19%	EPS		0.33	0.13	0.21	0.36	
毛利率	82%	78%	81%	81%	BVPS		1.42	1.51	1.64	1.85	
期间费率	17%	17%	17%	15%	<b>估值</b>						
销售净利率	46%	22%	24%	31%	P/E		107.43	276.31	171.21	100.49	
<b>成长能力</b>					P/B		25.25	23.73	21.91	19.37	
收入增长率	75%	-21%	49%	35%	P/S		48.90	62.06	41.78	30.87	
利润增长率	167%	-61%	61%	70%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
总资产周转率	0.42	0.31	0.39	0.44	营业收入	264	208	309	419		
应收账款周转率	7.98	7.30	7.30	9.13	营业成本	49	45	59	78		
存货周转率	3.72	2.43	2.43	2.43	营业税金及附加	0	0	0	0		
<b>偿债能力</b>					销售费用	13	10	15	21		
资产负债率	19%	19%	25%	30%	管理费用	41	31	46	54		
流动比	6.68	6.47	4.35	3.44	财务费用	(9)	(7)	(8)	(12)		
速动比	6.50	6.24	4.18	3.30	其他费用/(-收入)	0	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>133</b>	<b>55</b>	<b>89</b>	<b>151</b>		
现金及现金等价物	334	370	472	654	营业外净收支	(0)	0	0	0		
应收款项	33	29	42	46	<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>55</b>	<b>89</b>	<b>151</b>		
存货净额	13	19	24	32	所得税费用	13	8	13	23		
其他流动资产	107	104	93	63	<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>47</b>	<b>75</b>	<b>129</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>487</b>	<b>521</b>	<b>631</b>	<b>795</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	64	90	90	90	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>47</b>	<b>75</b>	<b>129</b>		
在建工程	0	1	1	1	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	15	(5)	(6)	(5)	<b>经营活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>62</b>	<b>145</b>	<b>270</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	120	47	75	129		
<b>资产总计</b>	<b>635</b>	<b>676</b>	<b>786</b>	<b>949</b>	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	0	6	13	37		
应付款项	11	25	48	86	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	35	17	42	69	营运资金变动	(120)	9	56	105		
其他流动负债	27	39	54	77	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(32)</b>	<b>(13)</b>	<b>(37)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>145</b>	<b>231</b>	资本支出	(9)	(32)	(13)	(37)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	51	51	51	51	其他	9	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(14)</b>	<b>(30)</b>	<b>(51)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>124</b>	<b>131</b>	<b>196</b>	<b>282</b>	债务融资	0	0	0	0		
股本	360	401	401	401	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	512	545	590	667	其它	0	(14)	(30)	(51)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>635</b>	<b>676</b>	<b>786</b>	<b>949</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>102</b>	<b>182</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

周超泽，医药组组长，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖海内外创新药产业链、CXO、原料药产业链方向。

许睿，分析师，复旦大学药物化学硕士，2020年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、原料药、制剂出口板块。

徐晓欣，助理分析师，南洋理工大学应用经济学硕士，华南理工大学理学学士，2020年加入国海证券医药组，主要覆盖创新医疗器械、IVD（体外诊断）、生物制品板块。

## 【分析师承诺】

周超泽，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己



的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。