

赛默飞世尔科技 (TMO.N) : 全球科学服务领域领导者, “创新+并购+多元化” 战略驱动公司持续发展

分析师
YINGUE
SFCCERef:BFN311
magnis@futuhk.com

团队成员
Elisa Deng
elisadeng@futunn.com

实习生
Foy Fang
foyang@futunn.com

2022年06月28日



ThermoFisher
S C I E N T I F I C

核心观点

- **通过“创新+并购+多元化”战略，赛默飞世尔已成为全球科学服务龙头企业。**公司近二十年通过持续“创新+并购+多元化”战略，快速成长为全球科学服务行业龙头。目前公司四大业务协同发展，通过向上下游延伸，逐步形成“科学服务一体化”发展。
- **全球生命科学行业集中度迅速提升，赛默飞世尔领先优势明显。**公司通过外延并购拓宽高壁垒，拓宽业务天花板，不断驱动下游药物研发快速发展。目前生命科学业务是公司营业利润率最高业务，未来仍是公司战略性布局重点业务之一。
- **体外诊断行业市场呈现寡头垄断格局，赛默飞近两年主要受益于新冠试剂业务。**2015-2019年全球体外诊断市场规模从567亿美元提升至688亿美元，复合增长率达4.95%，TOP7七大企业市占率达47%。赛默飞专业诊断业务受益于新冠诊断服务的强劲需求，预计2022年全球新冠诊断试剂竞争会加剧，专业诊断业务将会有所回落。
- **分析仪器市场海外厂商垄断中高端市场，赛默飞产品矩阵完善。**全球分析仪器市场规模稳健增长，海外厂商垄断中高端市场。赛默飞分析仪器产品矩阵完善，在细分领域展现出极强竞争优势。
- **全球CXO行业渗透率持续提升，赛默飞世尔跻身TOP10。**全球CXO市场规模也不断增加，预计至2025年全球CRO市场规模可达1093亿美元，CDMO市场可达856亿美元。赛默飞在2021年通过收购国际CRO巨头PPD，跻身全球top10。
- **公司四大业务协同发展，预计未来几年公司净利率仍可维持在25%左右。**根据我们测算，预计2022-2024年公司净利润分别为106亿美元、110亿美元和125亿美元；考虑到公司仍是处于生命科学业务的龙头公司，且壁垒高；但目前考虑到全球经济不明朗，我们保守给予公司PE 25X，预计2022-2024年对应股价分别为**674美元/股、710美元/股、801美元/股**。

USD in Million	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	25,542	32,218	39,211	42,485	44,629	46,860
yoy		26.14%	21.71%	8.35%	5.05%	5.00%
Gross Profit	11,844	16,511	20,242	21,667	23,207	24,836
Gross Margin	46%	51%	52%	51%	52%	53%
Operating Income	5,973	9,556	12,138	12,519	12,998	14,671
Operating Margin	23.39%	29.66%	30.96%	29.47%	29.12%	31.31%
Net Income	4,903	7,769	9,943	10,658	11,086	12,500
Net Margin (%)	19.20%	24.11%	25.36%	25.09%	24.84%	26.68%

资料来源：Bloomberg，富途证券

- **风险提示：**全球经济危机；新品研发风险；市场竞争加剧。

目录

一、四大业务协同发展，“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

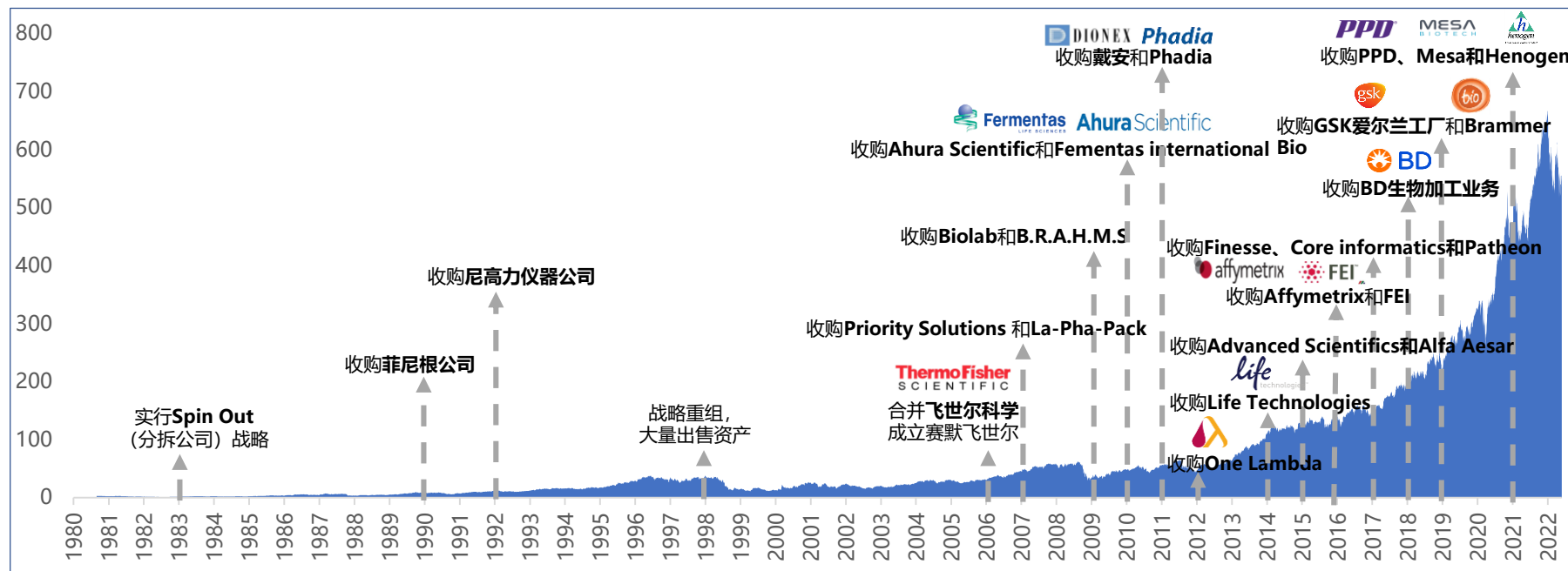
二、公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

“创新+并购+多元化”战略，赛默飞世尔已成为全球科学服务龙头企业

赛默飞世尔科技公司是全球科学服务领域的领导者。近二十年公司通过持续“创新+并购+多元化”战略，快速成长为全球科学服务行业龙头。

表：赛默飞世尔上市至今股价走势与重要收并购事件（截止2022/6/25收盘价）



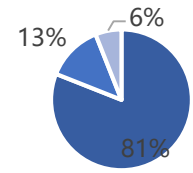
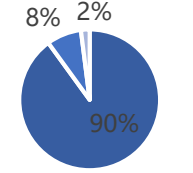
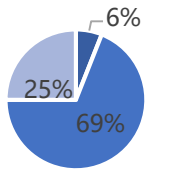
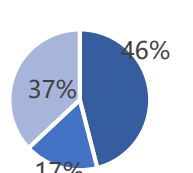
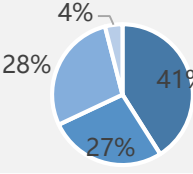
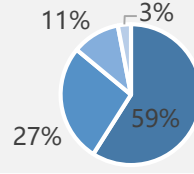
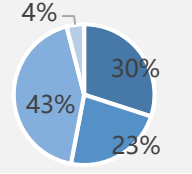
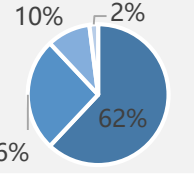
单位：百万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
生命科学解决方案	659	713	4,196	4,774	5,317	5,728	6,269	6,856	12,168	15,631	4,231
分析仪器	3,115	3,154	3,252	3,208	3,668	4,821	5,469	5,522	5,124	6,069	1,518
专业诊断	2,962	3,192	3,344	3,244	3,339	3,486	3,724	3,718	5,343	5,659	1,482
实验室产品和服务	6,103	6,399	6,602	6,372	6,724	7,825	10,035	10,599	12,245	14,862	5,442
总收入	12,510	13,090	16,890	16,965	18,274	20,918	24,358	25,542	32,218	39,211	11,818

赛默飞向“科学服务一体化”延申，成熟管理体系，造就龙头持续高增长

由仪器向“科学服务一体化”延申，形成四大业务板块

- **赛默飞不断向上下游延申，形成了“科学服务一体化”多元化企业。**赛默飞由最初的热电公司通过不断发展成为“科学服务一体化”多元化企业，逐步拓展形成生命科学（Life Sciences Solutions）、专业诊断（Specialty Diagnostics）、分析仪器（Analytical Instruments）、实验室产品与服务（Laboratory Products and Services）四大业务板块，2021年占收入比重分别为37.02%、13.40%、14.37%、35.20%。
- **引入成熟的PPI管理体系，提高交付速度和产品质量，增强客户黏性。**公司于2002年引入PPI业务流程管理系统，对收购回来的公司使用逻辑简单、明确的方法来实现目标，确保指令具有可操作性，以消除运营中的浪费和低效，让公司四大业务板块协同发展。

表：赛默飞世尔分部门业务情况

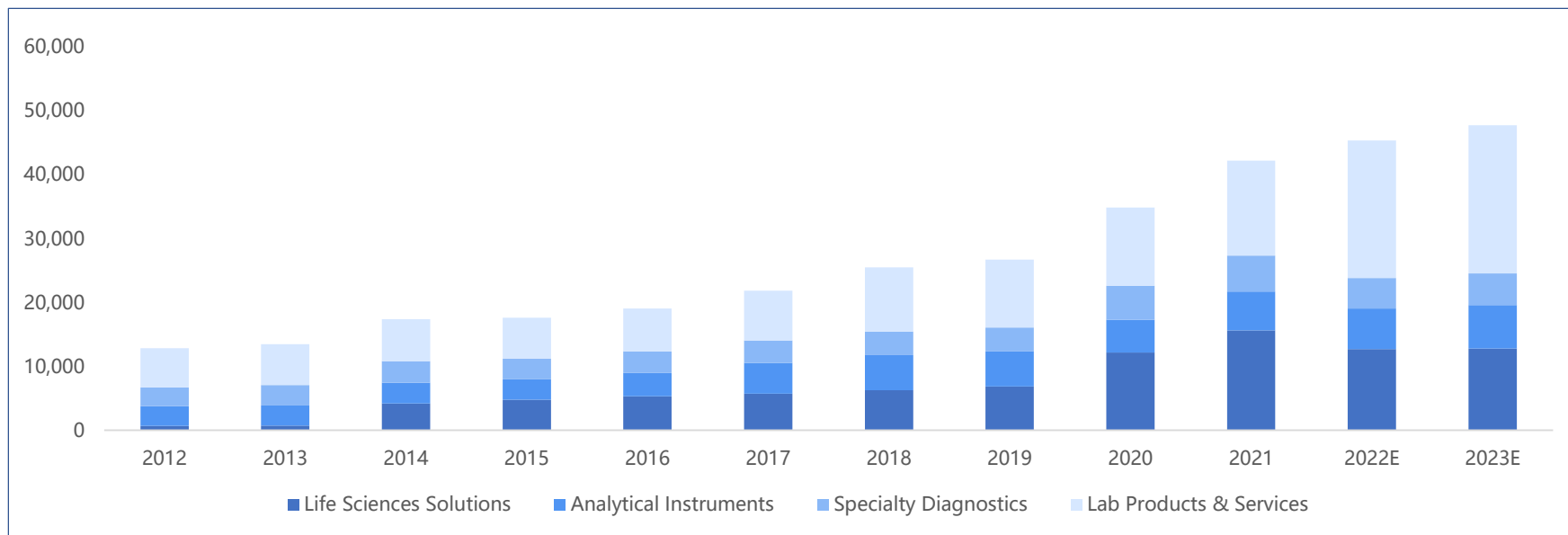
	生命科学	专业诊断	分析仪器	实验室产品与服务
财务状况	37.02% 2021年收入：156亿美元 2015-2021 CAGR：21.86% 2021年营业净利率：50%	13.40% 2021年收入：57亿美元 2015-2021 CAGR：9.72% 2021年营业净利率：22.6%	14.37% 2021年收入：61亿美元 2015-2021 CAGR：11.21% 2021年营业净利率：19.7%	35.20% 2021年收入：149亿美元 2015-2021 CAGR：15.16% 2021年营业净利率：12.4%
细分品类	生物科学 (43%) 基因科学 (34%) 生物工程 (23%)	临床诊断/免疫诊断/ 微生物/移植诊断 (60%) 医疗渠道服务 (31%)	质谱&色谱 (47%) 材料/结构分析 (38%) 化学分析 (15%)	研究&安全渠道服务 (44%) CDMO (34%) 实验室用品 (22%)
产品类别	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 耗材 ■ 仪器 ■ 服务 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 耗材 ■ 仪器 ■ 服务 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 耗材 ■ 仪器 ■ 服务 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 耗材 ■ 仪器 ■ 服务
区域布局	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 其他 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 其他 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 其他 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 其他

赛默飞世尔四大业务协同发展，外延内生并举

四大业务协同，外延内生并举：

- 赛默飞世尔四大业务协同发展，通过向上下游延伸，逐渐形成了“科学服务一体化”多元化企业，同时也成为了生命科学领域领军企业。实验室产品及服务是公司现金牛业务，但2020-2021年被生命科学业务超越，但2022年后有望继续成为公司第一大业务。2013年收购Life Technologies后，生命科学业务便成为公司业绩增长的驱动力，巩固公司在生命科学领域龙头地位。
- 2020-2021年公司营收增速处历史高位，但我们预计2022年新冠业务收入有所回落和中国上海地区收入会受影响，下调公司全年营收增速至8%。2020-2021年全年收入分别为322亿美元 (yoy+26%)、392.1亿美元 (yoy+22%)；其中，2021年有机收入增长17%，收购收入增长3%，货币换算收入增长2%；值得一提的是，2021年COVID-19相对应业务收入为92.3亿美元。随着全球疫情逐步放缓导致新冠业务有所放缓，同时公司在上海业务受疫情影响，我们降低公司在2022年全年增速预期至8%。

表：赛默飞世尔科技各业务营收变化（百万美元）

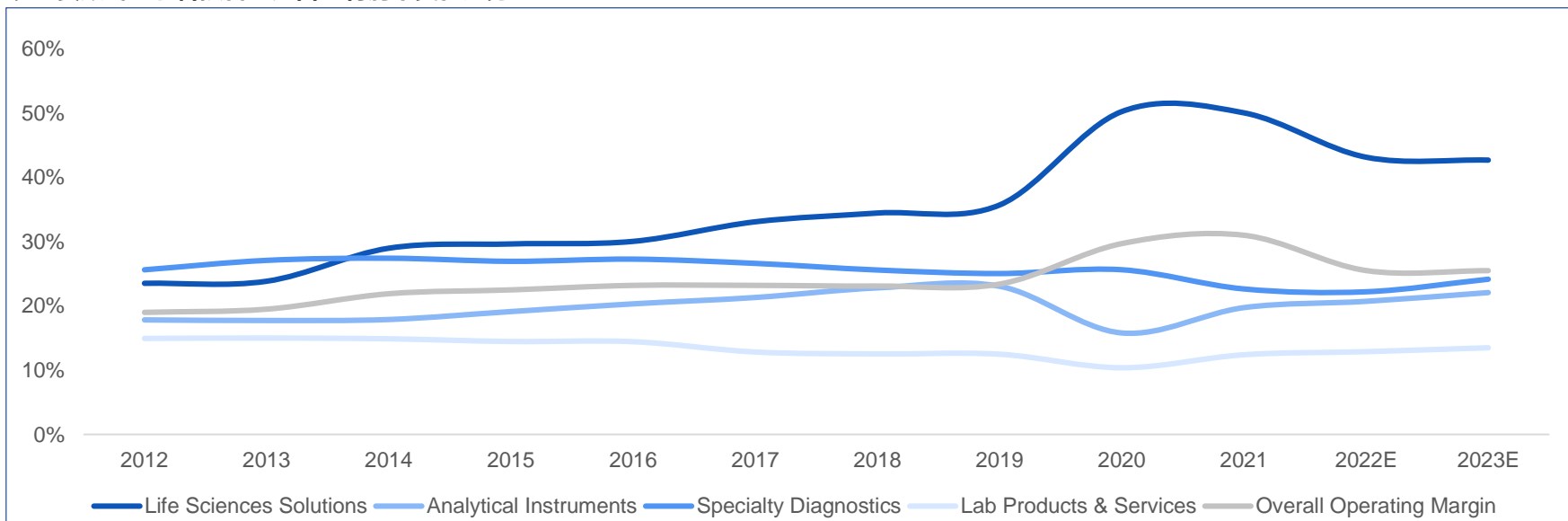


赛默飞整体营业净利润率稳步上升，实验室产品业务和生命科学两大业务表现亮眼

实验室产品业务和生命科学业务营业净利润稳步上升，驱动公司整体营业净利润率持续上升：

- **实验室产品及服务是公司现金牛业务，CXO&CGT布局开启新发展。**实验室业务部门重返公司最大业务收入，虽然其营业利润率最低，但却是公司现金流业务。2017年开始实验室部门追随下游工业客户需求，通过并购CXO加快对细胞与基因疗法布局，有望进一步提升实验室业务营业利润率。
- **生命科学解决方案是公司营业利润率最大的业务，也是公司业绩主要驱动的业务之一。**2013收购Life Technologies后，生命科学业务进入快速发展轨道，2020-2021年收益于新冠业务，营业利润率也由36%跃升至50%。
- **专业诊断领域公司战略性放缓，营业利润率稳定。**2014年后外延暂缓，进入整合调整期，COVID-19带来短期临床诊断产品需求激增。
- **分析仪器业务渐成熟，短期业绩动荡。**2016年收购FEI获得冷冻电镜技术后增长重启，2020年受疫情影响下游工业及学术客户需求下降，导致收入短期承压，2021年业务逐步回正轨。

表：赛默飞世尔科技各业务营业利润率变化趋势



目录

一、四大业务协同发展，“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

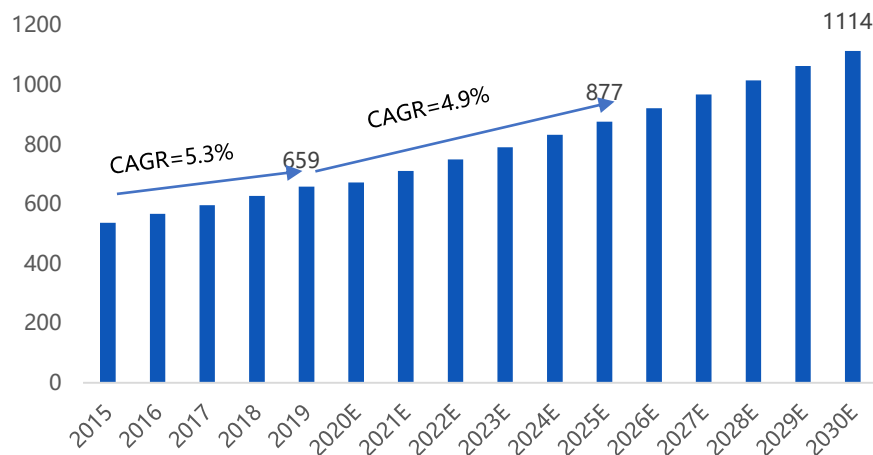
二、公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

全球生命科学需求持续增长，市场规模将进一步扩容

- 生命科学综合解决方案是指提供用于生物医药科学研究、人群健康管理、各类疾病诊断与治疗、药物研发和生产、生物信息安全等相关领域内所有需要的试剂、设备、耗材和软件的系统。
- 2019年生命科学解决方案市场总规模约为659亿美元，据灼识咨询预计，2030年全球生命科学解决方案市场规模将达到1,114亿美元，2019-2025年CAGR为4.9%，生命科学服务需求将持续增长，AI医疗、基因治疗等新兴领域的发展将带来新一轮增长驱动。

表：2020-2023年全球生命科学综合解决方案市场规模预测图（亿美元）



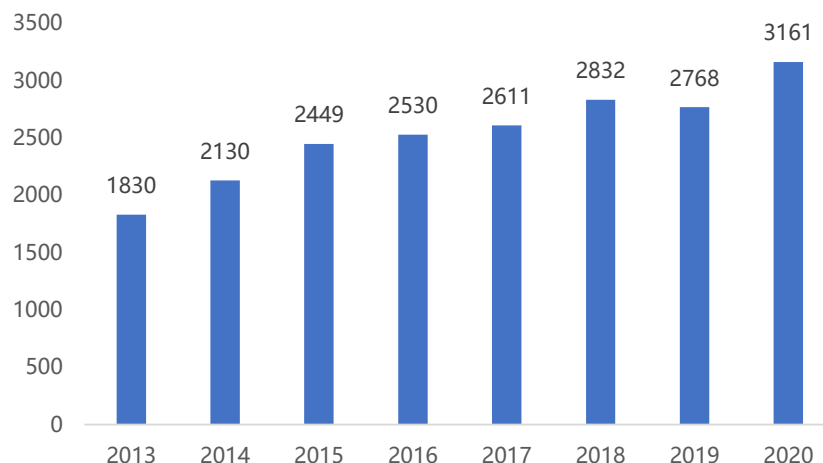
表：生命科学业务分类

	科研试剂	科研耗材	仪器设备	综合服务
特点	品种多、用量小、应用领域广、更新速度快	实验室的日常消耗品，使用频率较高	主要用于物质组成、结构检测和过滤等实验，是生命科学研究的基础设施	是基于客户需求提供的综合解决方案
分类	化学试剂： 通用化学试剂（酸、碱等）与高端化学试剂 生物试剂： 蛋白类试剂、分子类试剂、细胞类试剂等	通用耗材： 塑料、玻璃器皿等 专用耗材： 细胞培养与分离纯化 实验动物： 小鼠、大鼠等	通用仪器： 天平、纯水机、水浴锅 分析仪器： 质谱、色谱等 专用设备： 生物反应器 安全检测： 低温冰箱、无菌隔离器	检测服务、基因测序等
标的公司	赛默飞世尔、默克、安迪生物等	赛默飞世尔、安捷伦、思拓凡等	赛默飞世尔、赛多利斯、徕卡等	赛默飞世尔、安捷伦、默克等

全球生命科学领域发展主要通过兼并收购形成规模化，行业集中度迅速提升

- 2013-2020年，生命科学行业交易并购数量从1830起上升至3161起。生命科学服务行业通过行业内公司的兼并收购，实现规模化发展，例如丹纳赫2020年完成收购GE生物医药；赛默飞世尔完成对Phitonex公司的收购。
- 竞争格局方面，全球龙头企业Danaher，Thermo Fisher，Merk等已经形成了强大的产品体系以及稳定的客户群体，整体营收远超其他生命科学领域企业，行业集中度较高，龙头企业的领先优势尤为明显。

表：生命科学行业交易并购数（件）



表：生命科学领域头部企业营收概况

代码	公司名称	生命科学领域业务	2021年营收 (生命科学)	2021年同比	2022年Q1营收 (生命科学)	2022年Q1同比
TMO.N	Thermo Fisher	仪器、试剂、耗材	156.3亿美元	29%	42.3亿美元	1%
MRK.DF	Merk	科研、试剂、解决方案	89.9亿欧元	20%	24亿欧元	15%
DHR.N	Danaher	试剂、软件、技术、仪器	149.6亿美元	14%	38.8亿美元	10%
A.N	Agilent	仪器、设备、软件服务	28.2亿美元	18%	9.8亿美元	6%
BIO.N	Bio-Rad	试剂、耗材、实验室设备	14亿美元	14%	3.5亿美元	-5%
QGEN.N	QIAGEN	试剂、实验室设备	11.1亿美元	15%	2.7亿美元	-6%
TECH.O	Bio-Techne	试剂、仪器、服务	7.0亿美元	27%	2.1亿美元	15%

赛默飞在生命科学领域通过外延并购拓宽高壁垒， 拓宽业务天花板

2014年生命科学业务正式成立， 外延并购拓宽高壁垒天花板

- 生命科学业务部门于2014年并购生命科学仪器耗材和服务提供商Life Technologies后新增， 业务主要包括抗体、 蛋白表达/纯化、 DNA/RNA 纯化、 细胞分析/培养/转染等。
- 该业务属于高壁垒的上游业务， 主要是为下游客户提供的试剂、 仪器和耗材组合等， 用于生物和医学研究、 新药和疫苗的发现和生产以及相关疾病的诊断。

图： 生命科学业务代表产品及品牌



生命科学业务仍是赛默飞未来战略性布局重点业务，驱动下游药物研发快速发展

生命科学业务仍是公司目前战略性重点布局业务，带动下游细胞与基因疗法领域的药物研发

- 近些年，公司生命科学业务也通过外延式并购和持续推出有影响力产品，加快巩固公司在生命科学领域的全球龙头地位。
- 公司对生命科学领域的基因疗法、细胞治疗等领域的基础研究，也带动了下游基因疗法、细胞疗法的药物研发（近两年全球医疗健康领域融资的热点领域）。

图：赛默飞世尔科技-生命科学业务近几年代表性收购标的公司

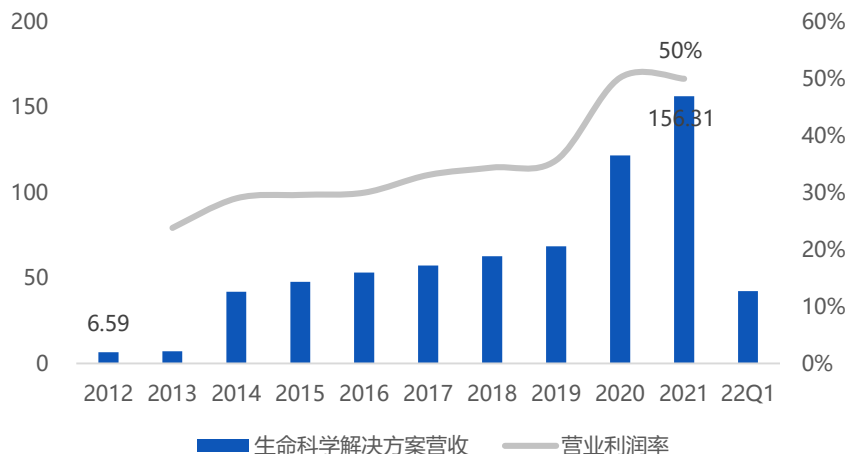
时间	标的公司	标的公司主营业务	协同效应	收购价（百万美元）
2021年12月30日	PeperoTech	为生命科学研究开发重组蛋白及相关产品	有望为制药与生物技术客户提供更丰富的优质产品	1850
2021年1月15日	Henogen S.A., Novasep	为生物技术公司和大型生物制药客户提供疫苗和疗法的合同制造服务	继续扩大其在全球范围内的细胞和基因疫苗和疗法的能力	821
2019年5月16日	GSK (Site in Cork)	满足客户对复杂活性药物成分 (API) 的开发和商业制造的需求	为客户开发和生产复杂的 API	101.9
2019年3月24日	Brammer Bio	为体内基因治疗和离体基因修饰细胞治疗提供载体的临床和商业供应	进一步加强 Thermo Fisher 在为制药和生物技术客户提供服务方面的领导地位	1700
2018年10月25日	Becton Dickinson and Company	帮助客户提高生物药物生产过程中的产量	增加了补充性的细胞培养产品，扩大生物生产产品种类	477
2017年2月14日	Finesse Solutions, Inc	可扩展的控制自动化系统和生物生产软件的开发	扩大了公司的生物生产产品的范围	221
2016年3月31日	Affymetrix, Inc.	细胞和基因分析产品的供应	拓展了公司现有的抗体和流式细胞仪及单细胞生物学应用的检测组合；通过增加微阵列扩大了基因分析组合	1340
2015年2月4日	Advanced Scientifics, Inc	生物工艺生产的一次性使用系统和工艺设备的全球供应	扩大公司的生物处理产品规模	289
2014年2月3日	Life Technologies Corporation	为进行科学研究和基因分析的客户，以及法医和食品安全检测等客户提供创新产品和服务	完善赛默飞的生命科学产业链，新增生命科学解决方案主营业务模块	15300

赛默飞的生命科学业务近10年营收年复合增速42%，未来全球市占率有望持续攀升

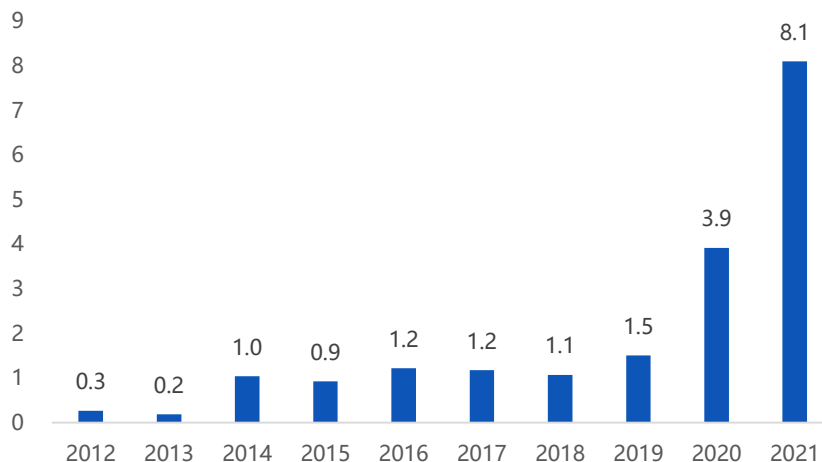
公司生命科学业务近几年营收快速提升，市占率不断提升

- **公司近10年营收年复合增速42%**。2012-2021年赛默飞世尔的生命科学业务的营收从6.59亿美元上升至156.31亿美元，复合增速为42.2%，营业净利率提升至50%。目前该板块主要包括生物科学、基因科学和生物工程三个业务部门。
- **公司全球市占率不断攀升，近年的资本支出将在后续逐步释放利润**。2015-2021年赛默飞世尔生命科学业务的市占率不断提升，叠加近两年资本支出的大幅提升，表明公司该业务仍处于扩张阶段，未来几年资本支出将在后续逐步释放利润，生命科学业务的营收有望持续提升。

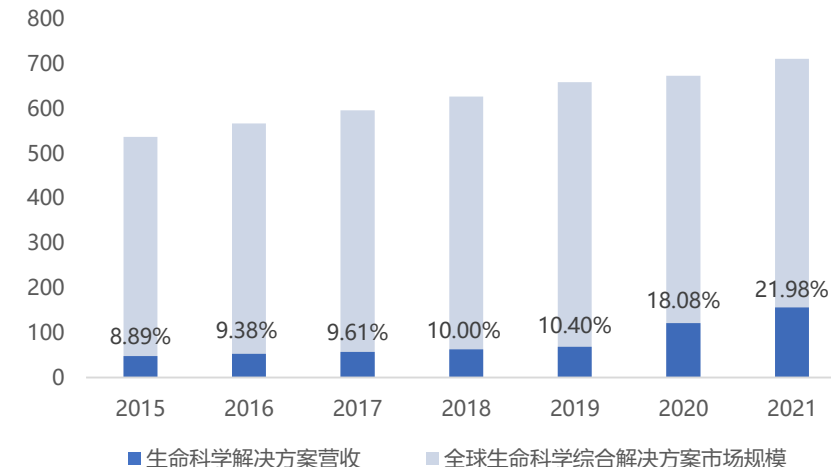
表：TMO生命科学业务的营收与净利率快速增长（亿美元）



表：TMO生命科学业务2021年资本支出大幅增加（亿美元）



表：TMO市占率不断提升（亿美元）



目录

一、四大业务协同发展，“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

二、公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

全球体外诊断行业市场规模持续扩容，竞争格局呈现寡头垄断

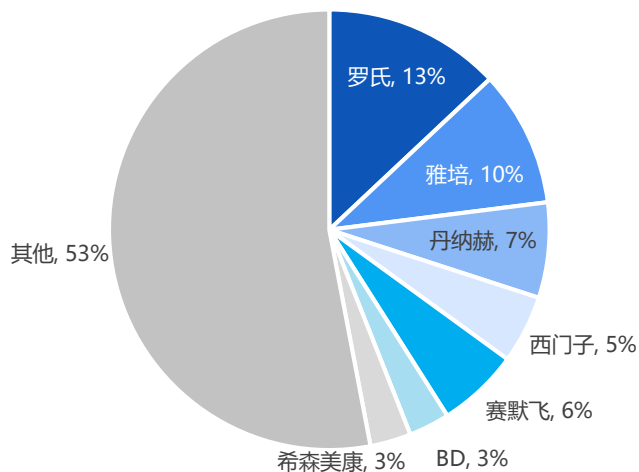
体外诊断 (IVD) 行业概述

- 体外诊断，即IVD (In Vitro Diagnostic)，是指在人体之外，通过对人体样本（各种体液、细胞、组织样本等）进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务。体外诊断按检测原理或检测方法可以分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、微生物诊断、血液诊断、POCT（即时诊断）等。

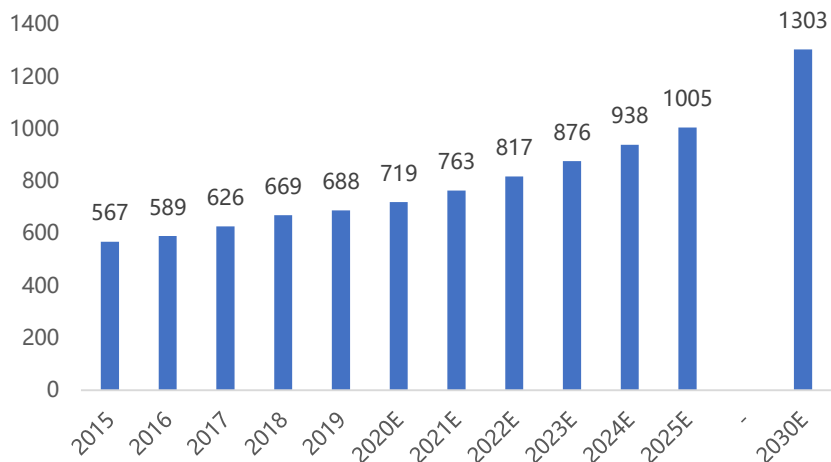
市场规模持续扩容，TOP7七大企业市占率达47%

- 行业规模持续扩容，2015-2019年全球体外诊断市场规模从567亿美元提升至688亿美元，复合增长率达4.95%，预计2030年市场规模将破千亿达1303亿美元。竞争格局方面呈现寡头垄断的市场格局，罗氏、雅培、丹纳赫、西门子、赛默飞、BD、希森美康七大龙头企业市占率高达47%。

表：2020年全球体外诊断行业竞争格局



表：2020-2030年全球体外诊断市场规模预测图（亿美元）



赛默飞受益于新冠业务强劲需求，公司专业诊断业务营收迅速增加

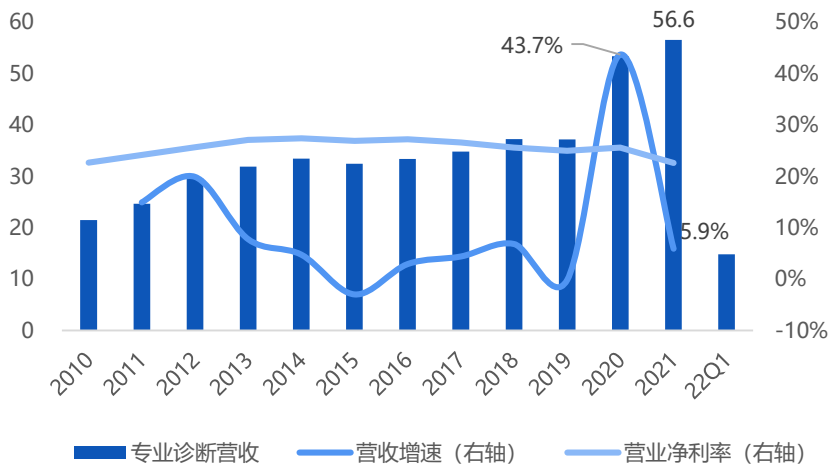
赛默飞世尔2019年成立专业诊断业务部门，目前该业务可细分五大小板块

- 赛默飞于2009年9月收购诊断标志物降钙素原（PCT）的全球龙头B.R.A.H.M.S，此后建立了专业诊断部门，2011年8月，赛默飞进一步以35亿美元收购了过敏与自身免疫相关疾病诊断的全球领导者Phadia。2021年专业诊断板块贡献营收56.6亿美元，占总营收比重15.3%。目前该板块包括五个业务部门，分别为临床诊断、免疫诊断、微生物学、移植诊断以及医疗市场渠道业务。

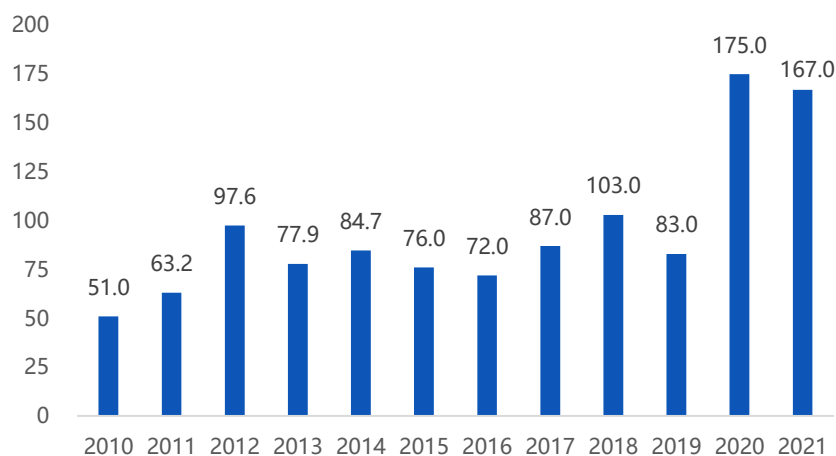
全球市场新冠检测和诊断需求强劲推动诊断业务营收迅速增长

- 2020-2021年诊断业务部门受益于新冠业务，但在2022年新冠疫情或减弱且全球新冠诊断试剂竞争愈演愈烈，预计2022年该业务营收将有所回落。2021年赛默飞专业诊断业务营收56.59亿美元，同比增速5.91%。受益于全球市场对新冠疫情测试相关服务的巨大需求，2020年以来专业诊断业务的营收迅速增加，同比增速高达43.71%。短期来看，随着疫情影响减弱，新冠疫情诊断需求降低将影响到赛默飞的诊断收入。长期来看，赛默飞通过增加开支不断的扩张诊断业务，推出新的诊断产品，完善诊断业务的产品矩阵，将打造赛默飞的技术壁垒，提高核心竞争力。

表：TMO专业诊断营收增速放缓，营业净利润率维持稳定（亿美元）



表：近两年资本开支增长迅速，百万美元



目录

一、四大业务协同发展，“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

二、公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

全球分析仪器市场规模稳健增长，海外厂商垄断中高端市场

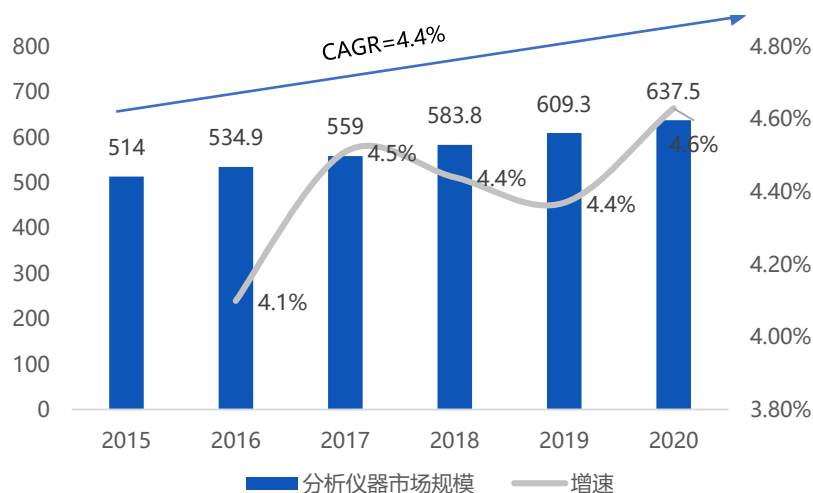
全球分析仪器市场规模逐年增长，增速保持稳定

- 截至2020年，全球分析仪器市场规模为637.5亿美元，增速保持稳定为4.63%，5年复合增速达4.4%，整体市场规模稳步增长。从细分领域来看，生命科学、色谱、表面科学分析仪器合计份额占比达54%，是主要的应用领域。

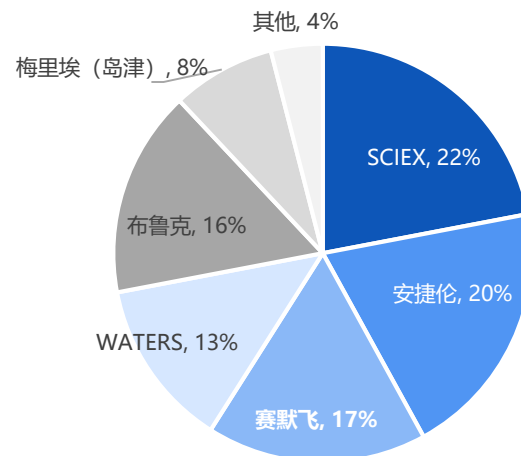
海外厂商垄断分析仪器的中高端市场

- 分析仪器领域目前仍是以海外企业为主导，2021年全球科学仪器企业TOP20均为海外企业。尤其是在分析仪器的中高端市场，行业的集中度高，形成寡头垄断格局，比如质谱仪市场，TOP6企业占了市场份额的96%。

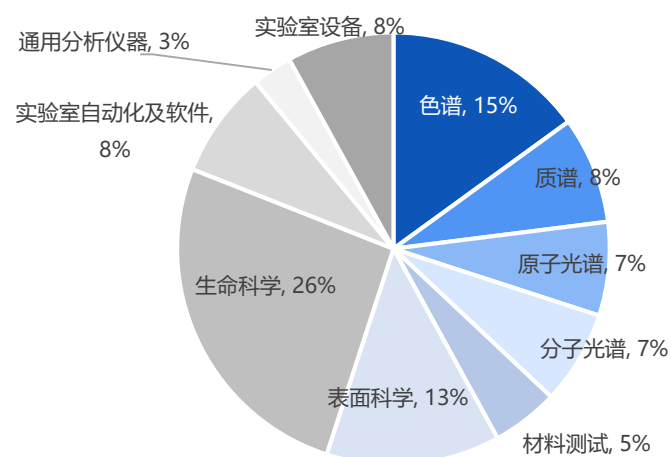
表：全球分析仪器市场规模，亿美元



表：2020年全球质谱仪市场份额



表：2019年分析仪器市场各品类份额占比



赛默飞分析仪器产品矩阵完善，专注细分市场不断渗透

赛默飞世尔分析仪器业务布局多元化，产品矩阵完善

- 赛默飞初期以环境监测和分析仪器起家，后续不断通过外部并购和内部研发，完善分析仪器业务的产品布局。当前分析仪器业务主要包括色谱仪、质谱仪、光谱仪、材料分析、环境监测以及检漏仪器等细分业务。
- 对赛默飞世尔及其可比公司进行产品梳理后发现其在分析仪器业务领域的布局几乎贯穿整条产业链，产品矩阵覆盖面非常广泛，在各细分领域都展现出了极强的竞争优势。

表：分析仪器图示



表：可比公司分析仪器产品矩阵

代码	公司	质谱								色谱			光谱										材料分析					环境监测			检漏仪器							
		CE-MS	GC-MS	LC-MS	ICP-MS	离子淌度	飞行时间	辉光放电	稳定同位素	气相	液相	离子	AAS	XRD	IPC-OES	元素分析	红外成像	直读光谱	拉曼光谱	荧光光谱	FTIR光谱	近红外光谱	分光光度计	传感器	前处理	显微镜	元素分析	微生物分析	同位素分析	力学环境试验	水环境	大气环境	土壤分析	污染源监测	气密性检漏	真空箱检漏	氦质谱检漏	
TMO.N	赛默飞																																					
DHR.N	丹纳赫																																					
A.N	安捷伦																																					
WAT.N	沃特世																																					
BRKR.O	布鲁克																																					
7701.T	岛津																																					

赛默飞分析仪器业务增长趋势不变，短期业绩动荡

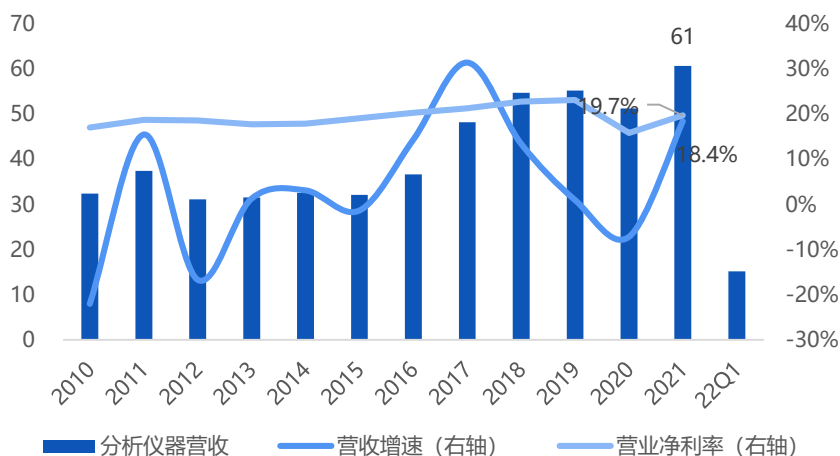
分析仪器业务营收增长趋势不变，增速维持稳定

- 受益于色谱和质谱仪器以及材料和结构分析仪器出色的销售表现，赛默飞世尔分析仪器的营收维持稳定增长。2020年主要受疫情影响，行业需求放缓，营收小幅下滑。2021年需求反弹释放，营收为61亿美元，增速达18.44%。

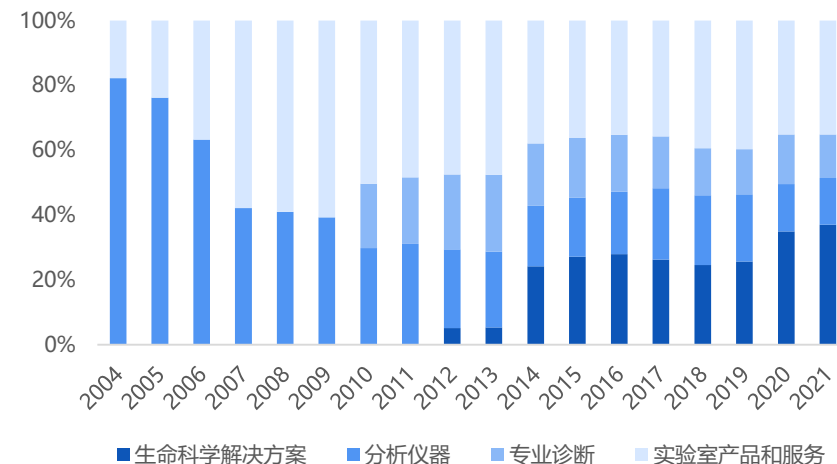
产品矩阵较为完善的背景下并购有所减速，资本支出未大幅增加

- 当前赛默飞战略目标是成为全面的科学服务公司，当前主要以生命科学解决方案和实验室产品和服务为主要布局重点，分析仪器领域。相对于其他分析仪器龙头企业，赛默飞世尔目前的产品矩阵较为完善，该领域并购有所减速，资本支出并未大幅增加。

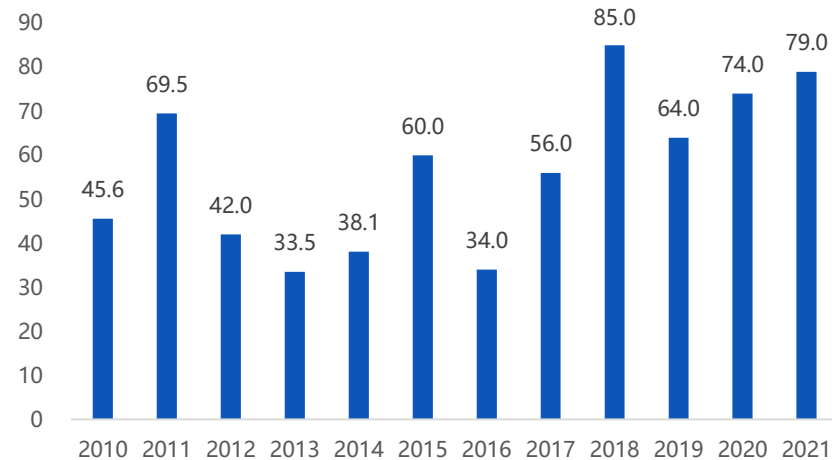
表：赛默飞世尔分析仪器营收规模保持稳定，亿美元



表：赛默飞世尔各业务营收占比



表：赛默飞世尔近几年分析仪器业务资本支出情况有所改善 (百万美元)



目录

一、四大业务协同发展：“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

二、投资亮点：公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

全球CXO行业渗透率持续提升，行业仍有较大的成长空间，赛默飞世尔跻身TOP10

CXO市场渗透率持续提升，市场规模将持续扩容

在医药服务领域对于药品需求不断提升的背景下，CXO市场持续扩容，市场渗透率不断提升。预计至2024年，中国CXO渗透率可达56.9%，美国CXO渗透率可达49.7%。受益于渗透率的提升，全球CXO市场规模也不断增加，预计至2025年全球CRO市场规模可达1093亿美元，CDMO市场可达856亿美元。

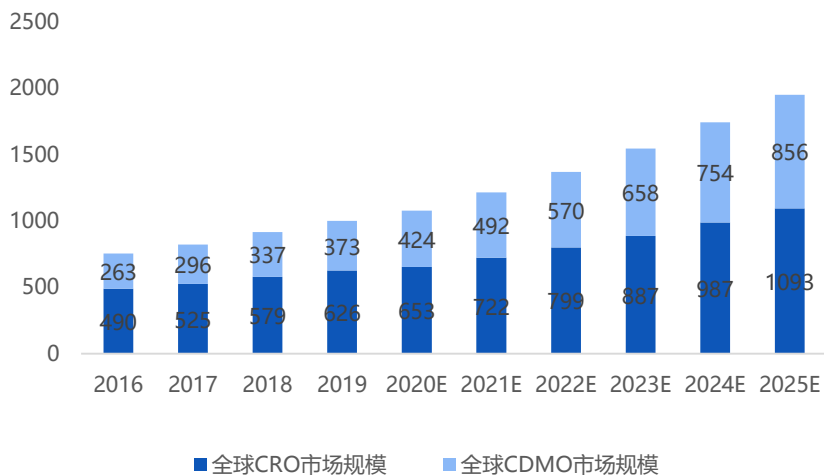
• CXO头部企业通过并购提升市占率，赛默飞跻身TOP10

CXO行业竞争较为激烈，头部企业通过并购提升市占率拉大差距。2016年IMS Health与Quintiles合并诞生IQVIA，2021年ICON与PRA合并，整体规模晋升至全球第三。赛默飞通过并购头部CRO企业PPD成功跻身TOP10。

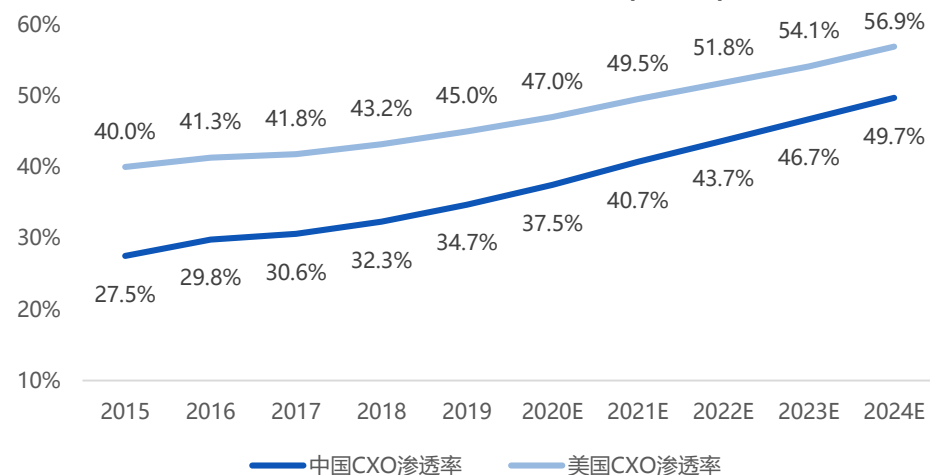
表：全球CRO/CDMO企业Top10 (2020)

排名	代码	公司	2020年营收 (亿美元)	同比增长
1	LH.N	LabCorp	139.8	21.0%
2	IQV.N	IQVIA	113.6	2.4%
3	ICLR.O	ICON+PRA	59.8	1.9%
4	LONN.SIX	Lonza	49.5	12.5%
5	TMO.N	PPD	46.8	16.1%
6	SYNH.O	Syneos	44.2	-5.6%
7	2359.HK	WuXi	32.6	31.4%
8	CTLT.N	Catalent	30.9	22.9%
9	CRL.N	Charles River	29.2	11.5%
10	PRXL.O	Parexel	25.0	/

表：2020-2025年全球CXO市场规模预测图 (亿美元)



表：2020-2024年中美市场CXO市场渗透率预测图 (亿美元)



赛默飞实验室产品业务是公司现金牛业务，产品线丰富

公司实验室产品及服务业务是公司现金牛业务，未来仍是公司重点收购发展布局的业务

- 实验室产品和服务业务是公司目前提供稳定现金流业务，主要提供实验室里所需的各类产品、临床试验物流和商业药物制造的全面外包服务以及制药和生物技术行业用于药物开发业务。
- 2006年与Fisher合并后实验室产品及服务体量倍增，成为公司第一大业务，在2010-2016年该业务以5%左右的内生增速稳定增长。
- 2017年公司以72亿美元的，往后又陆续收购多家与基因细胞疗法CDMO业务公司，可见公司目前重点加强布局细胞与基因疗法CGT CDMO，有望打开实验室产品和服务业务的第二增长曲线。

表：Thermo Fisher 实验室产品及服务代表产品及品牌

实验室产品				
	TSX系列超低温冰箱	Barnstead水纯化系统	Finnpipette数字多通道移液器	Sorvall LYNX 高速离心机
实验室化学品				
	Premion 高纯度金属化合物和纯元素	高纯度无机化合物和金属粉末	高纯度稀土金属、合金化合物	分析标准

赛默飞实验室业务平均有机增长率达10%，未来仍可保持强劲增长

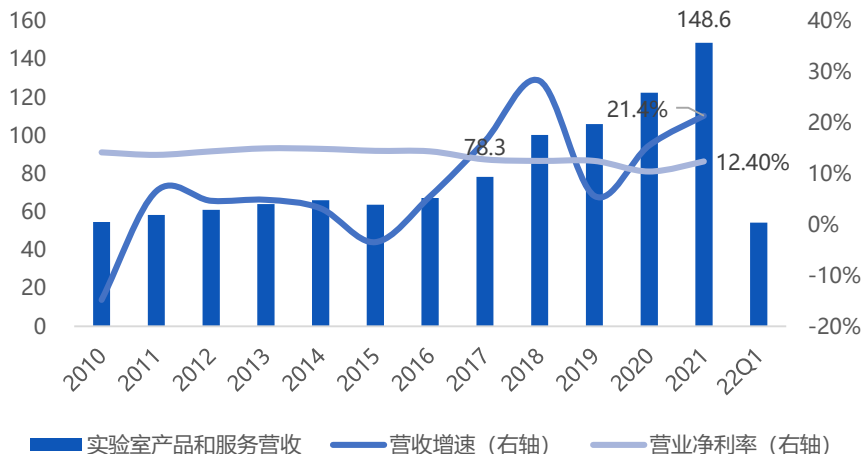
赛默飞收购国际CRO巨头PPD，完整布局CXO领域

- 赛默飞实验室产品与服务业务主要包括研究&安全渠道服务、CRO/CDMO业务和实验室用品。2021年12月，赛默飞完成对国际CRO巨头PPD的收购，以更好地满足制药和生物技术领域需求。此前，赛默飞还收购了CDMO头部企业Patheon和细胞和基因疗法领先的CDMO公司Brammer Bio。。

终端需求强劲，实验室产品与服务业务前景向好

- 制药和生物技术是赛默飞规模最大、增长速度最快的终端市场，从2010至2020年，该领域年平均有机增长率达10%。自2017年收购Patheon以来，赛默飞在实验室产品和服务领域的营收增速也开始快速增加。2017-2021年，赛默飞实验室产品和服务业务的营收由78.25亿美元上升至148.62亿美元，复合增速达17.39%。PPD的收购完善资源整合的同时，也将为赛默飞带来业务的协同效应收益，预计赛默飞实验室产品与服务业务将继续强劲增长。

表：赛默飞世尔实验室产品和服务的营收增速加快，亿美元



表：近几年实验室产品和服务的主要收购

收购标的	收购时间	简介	标的营业收入
PPD	2021年12月	全球知名医药CRO企业	47亿美元
Henogen	2021年02月	病毒载体制造领域	0.8亿欧元
GSK API Facility	2019年10月	活性药物成分制造商	-
Brammer Bio	2019年04月	细胞和基因疗法领先的CDMO公司	1.4亿美元
Patheon	2017年08月	全球领先的CDMO公司	18.7亿美元

目录

一、四大业务协同发展：“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

二、投资亮点：公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

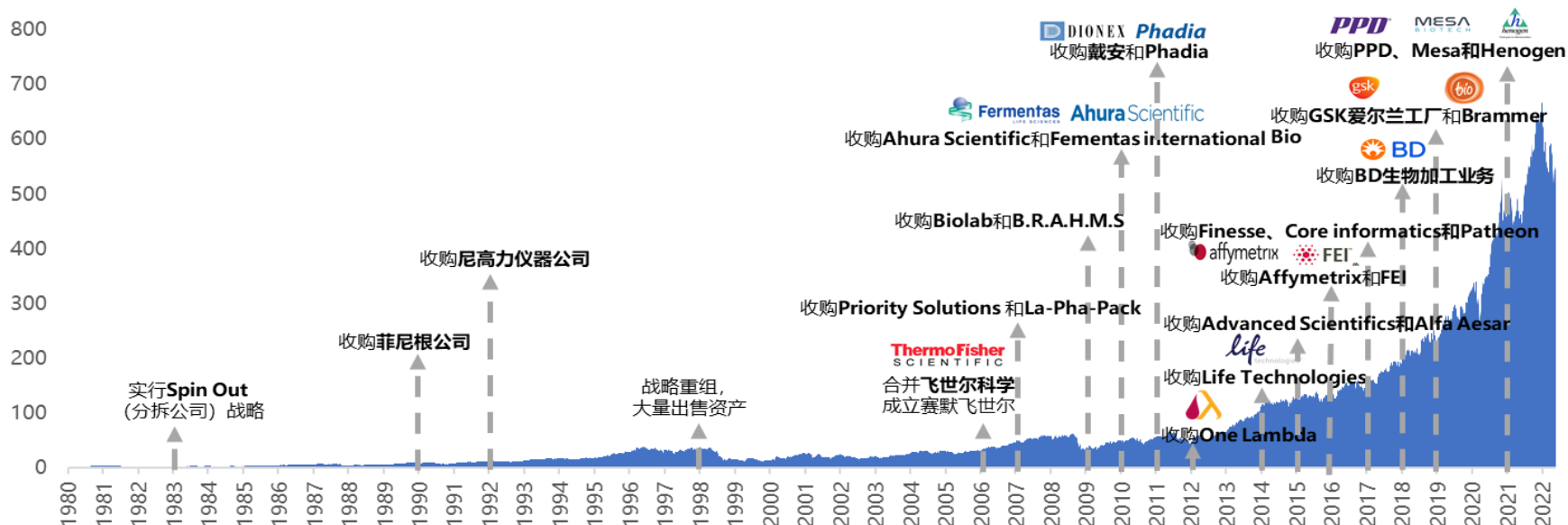
三、盈利预测与风险提示

成熟的并购经验：持续并购+积极赋能，协同效应显著

公司并购经验丰富，协同效应显著

- **持续性并购始终是公司做大做强的重要驱动力。**赛默飞的成长史也是一部并购史，通过并购获取先进技术、延长自身业务线，并推动行业整合的策略贯穿公司成长始终。
- **收购的标的需考虑与业务协同效应和财务回报率。**公司强调收购的标的需与业务和公司战略产生协同效应，如Life technologies的基因、蛋白质技术与生命科学业务形成互补关系；在财务方面，公司也会考虑收购标的现金流问题，通常为10%的资本回报率等。
- **收购后积极引入PPI业务流程管理系统，提高交付速度和产品质量。**如收购Life technologies后公司正式生命科学业务，通过PPI管理系统让该业务高速发展且后续一直成为公司营业利润率最高的部门。

图：赛默飞世尔上市至今股价走势与重要收并购事件（截止2022/6/25收盘价）



以Orbitrap质谱仪为例，公司创新能力有望构筑多维度的高壁垒

Orbitrap无疑是近20年来质谱技术上最重要的发明，不仅使赛默飞在这个质量分析基础上花样翻新，也给无数的质谱用户带来超乎寻常的极致体验。

在产品更新迭代方面，从2005-2021年的10多年来，Orbitrap几乎年年有新产品、新技术推出；在拓展应用领域方面，Orbitrap质谱仪最初只用于科研，后来基于Orbitrap质谱仪推出Q Exactive，用于蛋白质组学、环境、食品安全分析等领域。

	多维度发展	商品名	商品	推出时间	优势
Orbitrap质谱仪		LTQ Orbitrap		2005年	充分利用LTQ线性离子阱实现离子分离、裂解和多级质谱MSn功能，LTQ分离后的离子经过反射曲线多极的C-trap，再到达Orbitrap，可进行高分辨率、高质量准确度的分析
	产品更新迭代	Orbitrap Fusion		2013年	Tribrid三合一组合式：集四极杆、双压线性离子阱、Orbitrap三种质量分析器于一身，协同工作，实现全新实验方法， 提供史无前例的分析深度。
		Orbitrap Eclipse		2019年	轻松应对蛋白质组学，生物制药与蛋白质高级结构分析研究中的各项挑战， 被誉为创新巅峰之作
	拓展新应用场景	Q Exactive		2011年	基于Orbitrap的质谱仪扩展到蛋白质组学、环境、食品安全分析等领域

目录

一、四大业务协同发展：“科学服务一体化”多元化企业

全球生命科学需求持续增长，赛默飞世尔领先优势明显

体外诊断市场规模持续扩容，公司诊断业务高增长得益于新冠疫情

全球分析仪器市场竞争格局稳定，赛默飞产品矩阵丰富

CXO行业渗透率持续提升，赛默飞实验室是公司现金牛业务

二、投资亮点：公司拥有成熟的并购经验，协同效应显著

三、盈利预测与风险提示

预计公司新冠业务或有所回落，营收增速或相应放缓

随着疫情放缓，公司新冠业务将有所回落，预计2022-2024年整体营收增速放缓：

- **按照业务分类，生命科学业务和实验室业务部门仍是公司主要收入来源。**自从2021年底公司收购CXO国际巨头PPD后，实验室业务部门便成为公司核心收入来源，未来3年公司的收入占比可能超50%。随着新冠疫情放缓和检测试剂竞争激烈，预计2022年体外诊断业务同比下降15%；
- **按照地区分类，美国仍是公司主要收入来源占比近50%。**今年上海地区受疫情影响，中国业务在上半年受到较大影响，但公司预计今年下半年将回到正轨，2022年中国地区收入预计近40亿美元。

USD in Million	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	25,542	32,218	39,211	42,485	44,629	46,860
<i>yoy</i>		<i>26.14%</i>	<i>21.71%</i>	<i>8.35%</i>	<i>5.05%</i>	<i>5.00%</i>
Business Breakdown						
Life Sciences Solutions	6,856	12,168	15,631	12,694	12,808	13,448
<i>As % of Revenue</i>	<i>26.84%</i>	<i>37.77%</i>	<i>39.86%</i>	<i>29.88%</i>	<i>28.70%</i>	<i>28.70%</i>
Analytical Instruments	5,522	5,124	6,069	6,358	6,810	7,151
<i>As % of Revenue</i>	<i>21.62%</i>	<i>15.90%</i>	<i>15.48%</i>	<i>14.96%</i>	<i>15.26%</i>	<i>15.26%</i>
Specialty Diagnostics	3,718	5,343	5,659	4,798	4,939	5,087
<i>As % of Revenue</i>	<i>14.56%</i>	<i>16.58%</i>	<i>14.43%</i>	<i>11.29%</i>	<i>11.07%</i>	<i>10.86%</i>
Lab Products & Services	10,599	12,245	14,862	21,528	23,198	25,054
<i>As % of Revenue</i>	<i>41.50%</i>	<i>38.01%</i>	<i>37.90%</i>	<i>50.67%</i>	<i>51.98%</i>	<i>53.47%</i>
Region Revenue						
United States	12,366	16,435	18,907	20,909	22,083	22,948
China	2,752	2,797	3,444	3,999	3,998	4,242
Other	10,424	12,986	16,860	17,577	18,547	19,670

预计2022-2024年公司净利率仍可维持在25%左右空间

公司四大业务协同发展，拓宽行业空间并减弱行业周期：

- 根据我们测算，预计2022-2024年公司净利润分别为106亿美元、110亿美元和125亿美元；考虑到公司仍是全球科学服务领域领导者，壁垒高，以及目前全球经济不明朗，我们保守给予公司PE 25X（近十年PE区间基本稳定在30X~43X波动），预计2022-2024年对应股价分别为**674美元/股、710美元/股、801美元/股**。

USD in Million	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	25,542	32,218	39,211	42,485	44,629	46,860
<i>yoy</i>		26.14%	21.71%	8.35%	5.05%	5.00%
Business Breakdown						
Life Sciences Solutions	6,856	12,168	15,631	12,694	12,808	13,448
Analytical Instruments	5,522	5,124	6,069	6,358	6,810	7,151
Specialty Diagnostics	3,718	5,343	5,659	4,798	4,939	5,087
Lab Products & Services	10,599	12,245	14,862	21,528	23,198	25,054
Eliminations	-1,153	-2,662	-3,010	-2,914	-2,797	-3,880
Cost of Revenue	13,698	15,707	18,969	20,818	21,422	22,024
Gross Profit	11,844	16,511	20,242	21,667	23,207	24,836
<i>Gross Margin</i>	46%	51%	52%	51%	52%	53%
Total Operating Expenses						
Selling, General & Administrative	4,868	5,774	6,698	7,566	8,576	8,451
<i>As % of Revenue</i>	19.06%	17.92%	17.08%	17.81%	19.22%	18.04%
Research & Development	1,003	1,181	1,406	1,583	1,633	1,714
<i>As % of Revenue</i>	3.93%	3.67%	3.59%	3.73%	3.66%	3.66%
Operating Income	5,973	9,556	12,138	12,519	12,998	14,671
<i>Operating Margin</i>	23.39%	29.66%	30.96%	29.47%	29.12%	31.31%
Interest Income	224	65	43	46	67	52
Interest Expense	676	553	536	547	542	542
Pre-Tax Income	5,521	9,068	11,645	12,018	12,523	14,181
Income Tax Expense	618	1,299	1,702	1,360	1,437	1,681
<i>Tax Rate (%)</i>	2.42%	4.03%	4.34%	3.20%	3.22%	3.59%
Net Income	4,903	7,769	9,943	10,658	11,086	12,500
<i>Net Margin (%)</i>	19.20%	24.11%	25.36%	25.09%	24.84%	26.68%
Diluted Shares Outstanding	403	399	397	395	390	390
Diluted EPS	12	19	25	27	28	32

公司近十年股价年均涨幅33%，与营收增速保持较强正相关性

股价复盘：

- 近十年来赛默飞世尔科技始终保持稳定营收增速，股价年均涨幅33.39%，与营收增速保持强正相关性。2012-2013年公司股价快速上涨主要是因为收购多家生命科学公司从而提高该业务在市场上的竞争力；2020-2021年股价再次快速上涨可能得益于新冠业务。

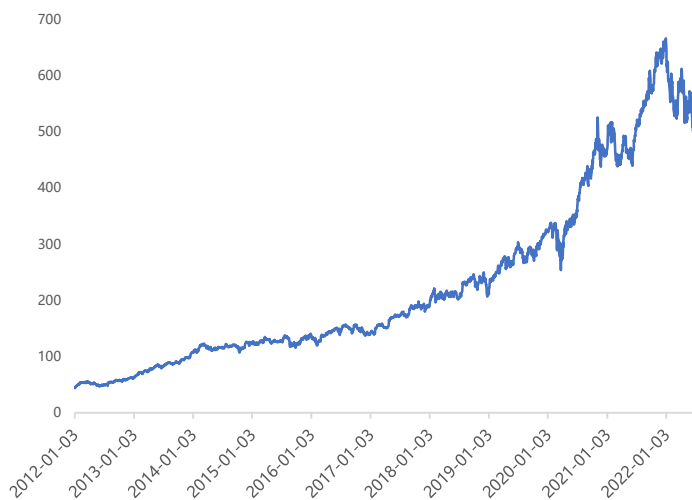
估值复盘：

- 公司近十年的PE区间基本在30X~43X波动。近期全球局势不稳和美国加息等因素影响，公司最新PE为 25.5X，估值处于合理偏低位置。

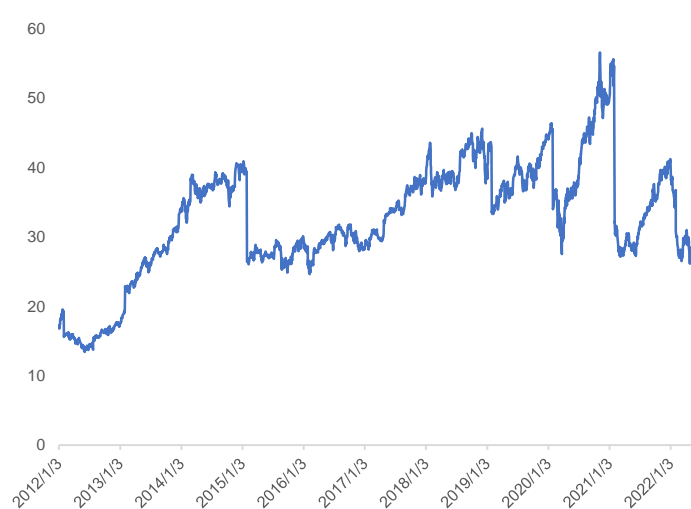
图：赛默飞世尔科技多年涨跌幅统计

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
年度涨跌幅	43.17%	75.78%	13.06%	13.75%	-0.12%	37.23%	18.21%	45.55%	43.72%	43.54%

图：赛默飞世尔科技近十年股价走势（截止2022/6/24）



图：赛默飞世尔科技近十年PE (TTM) 走势情况（截止2022/6/24）



风险提示

公司收购兼并风险:

- 持续性并购始终是公司做大做强的重要驱动力，公司在并购时候存在相关风险。

竞争加剧，毛利率下滑风险:

- 随着越来越多竞争者进入生命科学领域，竞争加剧，可能导致公司毛利率下滑。

新品研发风险:

- 公司研发的新品不及市场预期；

经济萧条，需求不振的风险:

- 公司的客户主要是科研机构、BioTech企业和大药企，下游客户可能受全球经济影响，进而影响公司业绩。

政治风险:

- 美国“长臂管辖”禁止公司的上游原材料对相关国家出口。

研究报告免责声明

• 一般声明

- 本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),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违反有关法律。
- 未经富途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。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。
- 本报告内的资料来自富途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,并可能受递延、阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)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。
- 本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。
- 本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般阅览之用,而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富途集团的任何成员作出提议,建议或征购或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。
- 本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

研究报告免责声明

• 分析员保证

- 主要负责撰写本报告的分析员确认 (i) 本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点; 及 (ii) 他/她过往, 现在或将来, 直接或间接, 所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。
- 分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30 日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

• 利益披露声明

- 报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。
- 本报告中, 富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益, 在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

• 可用性

- 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。
- 此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券 (或其附属公司或员工) 可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失, 概不承担任何法律责任。
- 有关不同产品风险的详细信息, 请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。