

2024 易凯资本中国健康产业白皮书

健康产业并购篇

2024.04

核心观点

- 1、 IPO 确定性的降低、境内与香港二级市场的低迷表现使得 IPO 退出回报率逐步走低，并购退出的价值逐渐得到认可。**上市已不再是一级市场公司的最优选择，越来越多的健康产业公司和股东开始积极探索以并购退出替代 IPO 退出的可能性，短期并购市场供给端出现井喷。但考虑到估值仍在向下调整、并购交易不确定性因素诸多、交易撮合难度大且周期长等因素，并购交易的成交额和成交量的爆发尚需要时间去孕育。
- 2、 财务投资人迫切的退出需求是推动近年中国并购市场的供给端出现快速增长的重要动力。**财务投资人的率先求变为中国并购市场带来了诸多交易的机会，也让中国并购市场的流动性开始有了提升迹象。但是类似于欧美的，成熟的并购市场的形成并不能只靠资本的力量进行推动，成熟的产业并购逻辑、配套的各类鼓励政策和完善的产业整合规则才是并购市场真正的内核。
- 3、 并购市场的需求端出现巨大变化，具备资金实力和丰富交易经验的美元投资者逐步撤退，产业资本将在未来的整合中扮演最为关键的角色。**短期内，曾经出手频繁的美元基金买方活跃度大幅度降低。各类产业“大腿”级的玩家开始成为主力买方，他们能解决的问题不只是研发、管理、成本控制、销售渠道等多方面对创新企业的赋能与协同，还包括财务投资人的退出问题。同时，参考欧美成熟市场，每次并购热潮都会伴随着新的行业格局与龙头公司的出现。
- 4、 估值问题是影响并购交易达成最为核心的因素，市场议价权正一步一步向买方转移，估值在逐步下调的进程中，买方的出手愈发谨慎。**尤其是行业低估期的核心并购主力、最大的买方池——上市公司，受到自身二级市场股价疲软的影响，出手非常谨慎。买方追求极低的估值水平和极高的资产质量，评估时标的公司利润水平、技术水平、双方协同效应与团队默契度缺一不可。
- 5、 在市场低谷期，上市公司不仅是并购交易的买方主力，也会是并购交易的重要标的。**二级市场的低迷使得境内上市公司及境外中概股处于股价的阶段底部，投资价值显现；再融资难度增加使得上市公司逐步失去融资能力；过往 IPO 热潮期挂牌的上市公司大股东锁定期陆续期满，投资人的退出需求使得上市公司整体控股权转让逐渐有了实操性。但考虑到上市公司的体量更大、业务更加成熟、合规性更高、股东利益诉求更加明确和统一、估值体系更加成熟等因素，上市公司的控股权交易机会或许会更被大型并购买方青睐。
- 6、 跨国公司对于中国市场的态度两极分化明显，跨国公司的资产出售或者跨国公司的中国并购未来都会持续发生。**在中国有重要战略布局规划的跨国公司寻求更多与国内优质企业合作的机会，并逐步适应中国市场的交易规则和习惯，坚定进行中国资产的购买，并持续落地中国研发与产能。然而，另一部分跨国公司在评估和规划地缘政治风险后，对旗下中国业务的退出也更加明确，尤其是受政策严格约束的业务。
- 7、 中国的并购市场将会逐步成熟、交易量和交易金额也会伴随着市场的成熟而逐步增长，但并购对于资产的消化能力毕竟有限，优质资产将有更多元的交易方式。**曾经资本非理性涌

入的赛道，可能不只是存在价格泡沫的问题，也开始出现商业模式证伪、产能明显过剩、技术被快速迭代、恶性竞争频发的现象，并购并不能解决市场低谷期的所有问题，股东和公司需要做好不能并购退出的准备，并探索例如资产出售、清算等更加多元退出的方式。

一、2023 年健康产业并购领域回顾

(一) 交易数据总结

1、国内医疗行业并购交易规模和数量自 2021 年连续两连降，且仍未恢复至 2019 年水平。其中，大额交易数量和规模较 2022 年均有所下降

近年医疗行业并购交易的高点出现在 2021 年。当年出现了华润医药 50 亿收购博雅生物、海吉亚医疗超 17 亿收购苏州永鼎医院、迈瑞医疗 5.3 亿欧元收购海肽生物等标志性案例。2022 年，因受疫情反复、经济承压、国际环境复杂等多重因素影响，当年并购交易的数量和金额均出现了一定程度的回落。而随着 2022 年底疫情政策放开，2023 年的经济复苏并未达到市场预期。宏观方面，国际环境复杂程度进一步加剧，外资撤离压力持续增高，内需支撑不达预期；具体行业方面，医保监管深化、医疗反腐持续推进等合规化举措使得医疗行业发展暂时性承压。此外，疫情过后，体外诊断、疫苗等细分行业也面临着产能出清的压力。

具体来看，2023 年国内医疗行业整体并购交易规模约 412 亿，较 2022 年 709 亿下降约 41.9%；2023 年并购交易数量 126 笔，较 2022 年 219 笔下降约 42.5%。**2023 年医疗并购交易数量和金额均为近 5 年最低，尚未恢复至 2019 年水平。**

中国2019-2023年医疗健康领域并购交易数目及金额

单位：亿元人民币



我们以5亿人民币规模作为标准，具体分析近两年大型并购交易趋势。首先从全年数据分析，2023年5亿以上医疗并购交易合计交易数量为22笔，较2022年的36笔下降约38.9%；2023年5亿以上医疗并购交易合计交易金额为323亿，较2022年的561亿下降约42.4%。从季度数据分析，2023年1季度医疗并购交易的金额和数量与2022年同期相比基本持平；而2季度出现较大规模回撤，2023年2季度并购交易额和交易数量分别较2022年同比下降61.2%和72.7%；2023年3季度并购交易额和交易数量分别较2022年同比下降48.3%和14.3%；2023年4季度并购交易额和交易数量分别较2022年同比下降44.5%和57.1%。

中国2022Q1-2023Q4医疗健康领域超5亿并购交易数目及金额

单位：亿元人民币

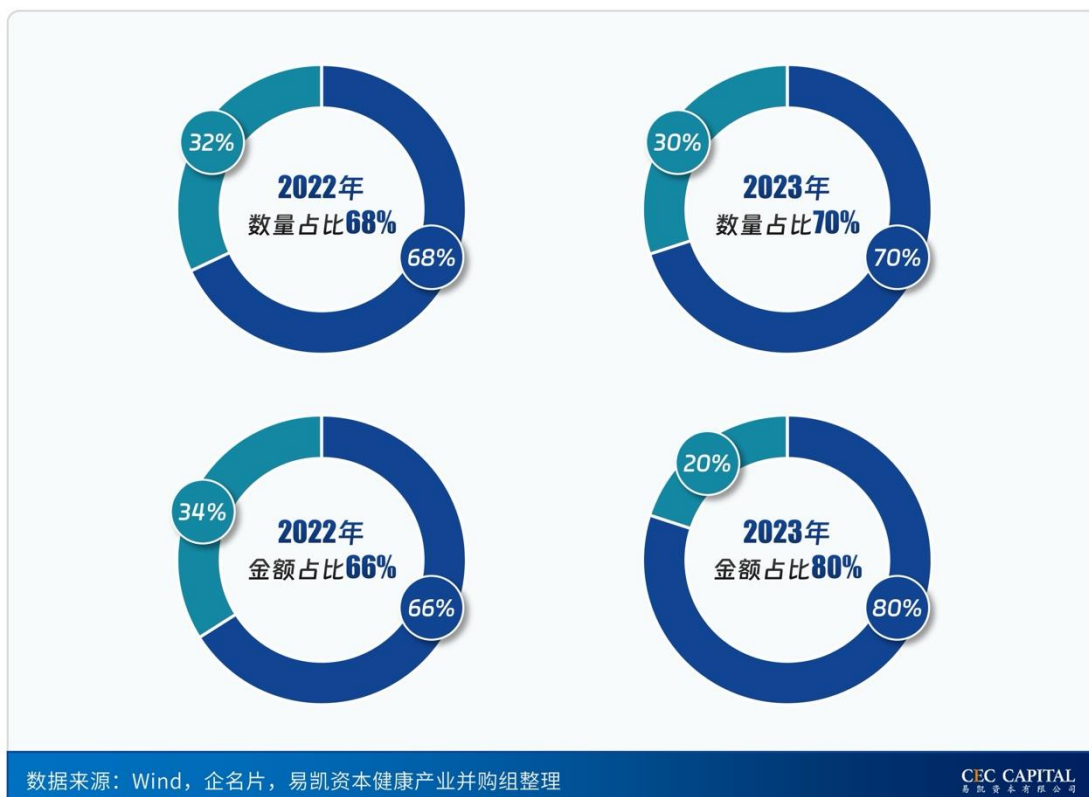


2、上市公司参与的并购交易规模延续上升趋势，金额占比达到80%，是并购市场的绝对主力

2023年上市公司参与的医疗并购交易规模延续上升趋势。投资人越来越多的从产业链整合、业务拓展延伸等产业战略角度出发进行并购交易，产业资本的重要性越发凸显。从具体数据来看，2023年上市公司参与的医疗并购交易数量为88笔，占总交易数量比例为70%，较2022年的68%增加2%；2023年上市公司参与的医疗并购交易金额为330亿，占总交易金额比例为80%，较2022年的66%增加14%。

2022年-2023年上市公司参与数量与金额占比

单位：%

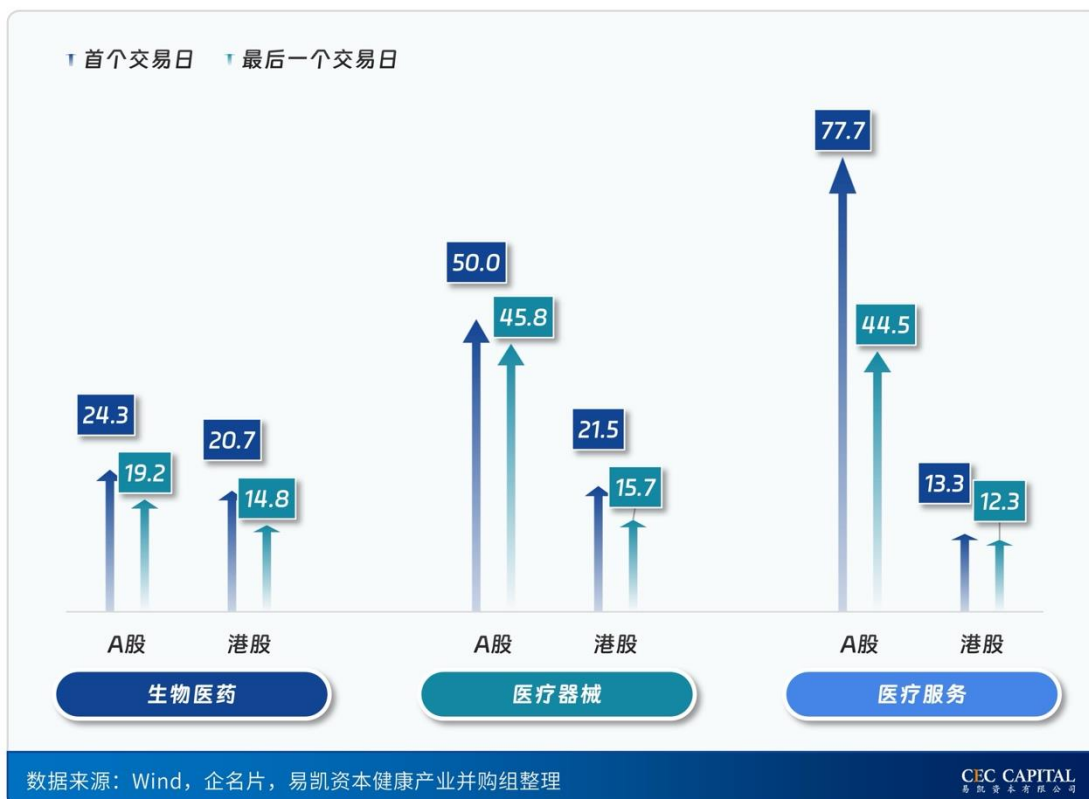


3、二级市场整体估值中枢下降明显，估值压力进一步传导到一级市场

2023年，受到外部国际环境复杂程度加剧和内部需求不足等因素的影响，疫情后整体经济复苏不达预期，二级市场遭遇了多重挑战，健康产业公司整体估值呈现下降趋势。我们在A股和港股两个市场，选取生物医药、医疗器械、医疗服务三个细分板块中市值在前10名的公司为代表公司，剔除其中异常值，对比其PE中位数在2023年首个交易日和最后一个交易日的变动情况。具体数据如下：

生物医药、医疗器械、医疗服务板块 A股和港股代表性公司PE中位数变动情况

单位：倍

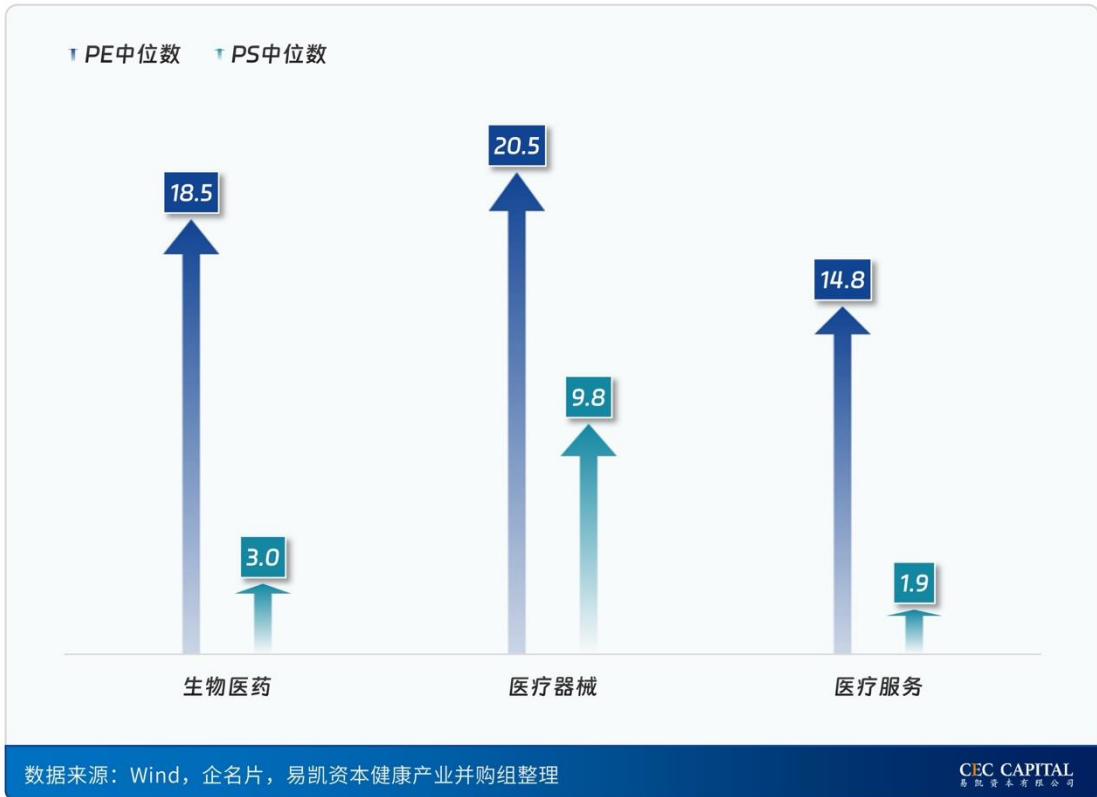


从以上数据可以看出，三个细分板块的代表性公司在A股和港股两个市场的PE中位数均呈下降态势。A股方面，生物医药领域PE中位数下降21%，医疗器械下降8%，医疗服务下降43%；港股方面，生物医药领域PE中位数下降28%，医疗器械下降27%，医疗服务下降8%。

一级市场并购交易端，我们以交易规模大于5亿人民币的交易为例，具体分析2023年医疗并购交易的估值情况。从以下数据可知，2023年医疗并购交易各细分赛道的PE中位数为：生物医药18.5、医疗器械20.5、医疗服务14.8；医疗并购交易各细分赛道的PS中位数为：生物医药3.0、医疗器械9.8、医疗服务1.9。对比二级市场估值情况不难发现，一级市场医疗并购交易估值逼近二级市场估值，港股市场尤甚。

国内2023年医疗并购交易各细分赛道PE、PS中位数

单位：倍



(二) 细分领域总结

1、生物医药

第一，市场加速出清，针对创新药企业的并购开始出现；第二，原料药与制剂企业开始进行上下游整合；第三，中药行业政策利好促进并购整合。

(1) 市场加速出清，针对创新药企业并购开始出现，其中不乏此前备受追捧的明星企业

Biomedtracker 曾经统计 2011 至 2020 年共 1,779 家公司、9,704 个产品中的 12,728 项临床进展，分别得出从临床一期至 NDA（新药申请）不同阶段的成功率，是 52.0%、28.9%、57.8%、90.6%。这就意味着，一款创新药从立项到上市，不考虑其它外部环境因素，一路走向成功的概率只有 7.9%。作为一家创新药企，要做的是尽可能在每个阶段去提高成功的概率，买最好的设备，雇最优秀的人，而这些在企业成长阶段需要大量资金。常见情况是，如果账上没有超过 18 个月的研发费用，公司就将岌岌可危。

从海外 Biotech 发展历程来看，不少企业最终都会被并购。过去 20 年纳斯达克 IPO 上市的该类企业，超过 1/3 公司最终被收购或合并。对于中国市场而言，热钱汹涌时，行业一片

繁荣，Biotech 公司尚可以凭借自身管线的预期去吸引投资人，从而不断融资，梦想着未来有一天能高价上市为投资人进行退出。但当资本寒冬降临时，公司想要继续存活下去，资产出售或公司整体并购交易一定程度上取代了融资，成了延续企业生命的关键方式，也渐渐成为了 Biotech 股东的一种退出方式。

另外值得肯定的是，2024 开年，阿斯利康收购中国 CAR-T 企业亘喜生物，诺华收购中国肾病治疗公司信瑞诺医药，中国 Biotech 公司的价值受到跨国药企认可。未来，一家 Biotech 投资人股东在公司 B 轮、C 轮融资及 IPO 前半路退出的情况，或许会越来越多。

(2) 原料药与制剂企业开始进行上下游整合

在集采对供应量的考核要求下，上游原料药在行业内的重要性不言而喻，原料断供或涨价，对于集采内的产品利润影响都是致命的。相反，如果能积极布局、提前锁定成本，药企能对冲带量采购带来药品降价的影响。

为了应对原料药价格、产量等多维度波动，下游制剂企业纷纷开始了原料药布局之路。有的选择自建原料药基地，但环保成本高，技术门槛高，好的质量管理体系难在短时间内建立，这对于公司的人才结构、管理体系以及组织能力都是一种很大的挑战。面对自建的种种壁垒，有的药企选择直接收购上游原料药企，市场上具备量产实力的原料药或中间体企业成为争相哄抢的对象。2022 年，华润双鹤就曾斥资 8 亿元完成两笔原料药企业天东制药、神舟生物的收购。

与此同时，原料药企也在谋划往下游延伸，打开制剂市场大门。2023 年，甾体药物原料龙头供应商赛托生物现金收购银谷制药 60% 股份，银谷制药是一家创新型医药公司，拥有覆盖全国的销售团队、销售渠道，和成熟的制剂产能。收购后，赛托生物与银谷制药可实现优势互补和产业协同，完善全产业链生产能力。

(3) 政策利好和现金流优势叠加，中药行业也有并购整合机会出现

国务院发布的《“十四五”中医药发展规划》曾提到，要“培育一批知名品牌和企业”。国有资本在政策、资金等方面对所注入的中药企业也在产生积极促进作用；同时，已具市场规模的中药企业也能在国资加持下，通过并购等方式进行行业整合，进一步促进中医药产业发展。例如，《甘肃省“十四五”中医药发展规划》提出要打造 20 个年销售额 1 亿元以上的陇药大品种、15 个年销售额 5,000 万元以上的陇药特色品种，2023 年，甘肃国投便控股佛慈制药，在政策、资金以及机制等方面对公司的发展有积极的促进作用，进一步打造区域中医药龙头企业。未来，在多项政策支持以及市场需求下，中药行业有望继续保持增长。

在产业政策支持下，通过对同领域企业的并购，在中医药领域已有布局的企业可以进一步扩大经营规模和市场占有率，形成更强的规模效益；未布局的企业也能快速进入市场，开拓新业务。其实，不止药材、成药企业在进行整合，部分医药流通、零售企业也在针对中医药上

下游产业展开布局。例如，主营医药分销零售的达嘉维康收购中成药研发生产企业天济草堂，加快向上游中成药产品进行布局，同时利用达嘉维康全国销售渠道和零售网点对天济草堂的产品等进行快速推广，扩大销售规模。

2、医疗服务、医药零售和流通

头部产业方持续且稳健地进行横向整合，通过并购扩大收入规模、扩大市场占有率、优化成本与费用水平。

(1) 医疗服务领域的并购整合

在人口基数由升转降、老龄化不断加深、医保资金不断收紧的背景下，外延并购是医疗服务集团扩张的最佳方式。中国的医疗服务行业，核心依然以线下业务为主，地域属性强，辐射周边范围有限，受限于地区的经济和人口数量。同时，**对于医疗服务机构而言，单体机构的增长天花板明显，持续性的业绩增长往往离不开连锁扩张。**

由于异地扩张难、快速增长难和回报周期长等特点，医疗服务企业通常会选择并购的方式来帮助企业在短期内实现迅速扩张，并将行业特征中的不利影响降到最低。以爱尔眼科为例，仅 2023 年，爱尔眼科就先后公告了两次收购，收购了总计超 30 家机构，快速实现在异地布局。2009 年公司上市时，爱尔眼科仅有 21 家分、子公司，其中眼科医院 19 家。相比上市时，2023 年爱尔眼科分支机构和医院数量已有了十几倍增长，除了少部分自建，大部分都是并购而来。如果没有持续进行外延式扩张，仅凭原有医院的增速，显然难以支撑爱尔眼科的业绩增长。

并购的资金门槛较高，因而并购必然主要集中于少数拥有充足现金流的大企业，而医疗服务领域的头部公司恰好符合这一要求。医疗服务领域头部公司账上有充足资金，有些公司也会选择在体外成立专门的产业基金来收购优质标的并进行标的孵化。例如爱尔眼科能极速崛起，与其并购基金扩张模式关系密切，“上市公司+并购基金”双轮驱动是爱尔眼科高增长的秘诀。在“上市公司+并购基金”的双轮驱动模式下，先由产业并购基金收购或新建投资医院，爱尔眼科再选择成熟时机将这些公司并入上市公司。

此外，单体医疗服务医院或小型医疗服务企业的经营压力较大，被并购是一个双赢的选择。从年报可以看到，上市医疗服务龙头赚得盆满钵满，但是大多数单体医院或小型医疗服务企业却挣扎在亏损的边缘。基于此，单体医疗服务医院或小型医疗服务企业也愿意与资金雄厚的大集团合作，不仅能获得品牌、人才、供应链等方面优势，创业者还能套现一部分资金。

(2) 医药流通与零售领域的并购整合

另一并购的热门领域是零售药店，在近一年也发生了多笔交易。商务部发布的《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提到，到 2025 年培育 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上，药品零售连锁率接近 70%。在政策的推动下，我国药品零售连锁化率已保持逐年提升的

态势，零售药店正进入新一轮的外延并购周期。全国性药品流通企业将通过兼并重组，进一步拓展国内流通网络覆盖面。同时，区域性药品流通企业也在加快跨区域并购，提升区域覆盖率和市场影响力。随着行业的不断发展，规模较小、渠道单一、资金实力不足的药品流通企业可能面临市场淘汰。

除了零售药店间的整合收购外，财务投资人这几年也纷纷布局零售药店赛道：KKR 收购全亿药房、CVC 全面收购西安怡康、高瓴资本控股高济医疗、今日资本投资益丰药房等，零售药店的投资并购在资本市场已经屡见不鲜。

3、医疗器械与体外诊断

该领域的交易类型最为丰富、市场热度不减，已有较大利润规模、市占率优异或拥有大规模海外销售的企业更受投资人青睐。

近年来，随着医疗健康行业的带量采购从药品蔓延到医疗器械领域，心血管和骨科等领域多家跨国医疗器械巨头的中标产品价格也开始出现大幅下调，挤压国内厂商的盈利空间。在此背景下，医疗器械产业的集中化、规模化、产线丰富化已是大势所趋。

不同于其他高科技行业，医疗器械这一领域的特点是行业集中度高和强者恒强，国外医疗器械企业通常通过收购使自己变得越来越强大，全球大的器械企业集中度都非常高。而国内在规模和集中度可与之媲美的并不多，与生物医药相比，该领域更为分散。但是，国内企业正在迎头赶上，行业并购正在越来越活跃。

中国器械产业的产业整合尚处于起步阶段，企业百家争鸣，并购交易类型最为丰富，背后的交易逻辑更是多样化，美元并购基金也频频出手，有本土市场整合、海外市场扩张、产品技术补强，产品组合扩张等。例如：博裕资本 6 亿美金收购医疗器械龙头生产商秋时公司；全球医疗器械巨头波士顿科学收购港股上市公司先瑞达医疗。国产医疗器械巨头迈瑞医疗收购电生理领域国产龙头惠泰医疗，快速布局心血管领域细分赛道，这也是 2024 年首单“A 收 A”交易（收购方和被收购方均为 A 股上市公司）。

体外诊断领域，后新冠时代中，大量握有现金的头部上市企业也在以多种形式扩充产品线和收入规模，以抵消新冠结束带来的收入利润下降预期。针对海外上市公司的多元化交易也在悄然发生，如纳斯达克上市的精准医疗头部企业泛生子与中金、建信为代表的买方团签署私有化合并协议。

4、生命科学上游

借鉴海外巨头先进经验，中国国内已有企业开始平台化整合，并购曙光初现。

生命科学行业是大健康产业的最上游。涉及药品、医疗器械研发、生产、工艺等各阶段所用到的核心装备、耗材、试剂以及相关服务等，也存在很多“卡脖子”技术。新冠疫情下的生

命科学上游供应链重要性凸显，过去3年，数百亿资金涌入生命科学工具行业。2023年，生命科学上游赛道也因价格调整和产业寒冬促成了不少大交易，生命科学上游的产业巨头积极“捡漏”。

从海外来看，并购一直是海外生命科学巨头的主旋律，企业的发展史也是一部并购史。以丹纳赫为例，丹纳赫是全球最成功的实业型并购整合公司，也是“赋能式”并购之王。上市至今共完成600多家公司并购，年均并购数量约17家。2023年，丹纳赫以57亿美元收购了知名抗体公司Abcam，补齐了抗体和蛋白质耗材的产品线。同样，海外巨头赛默飞也一直没有停止收购的步伐。为了增强在高增长的蛋白质组学市场的竞争力，补充现有生命科学和质谱产品线，2023年赛默飞以31亿美元收购了蛋白组学龙头Olink，其产品包括上游试剂和自动化设备，主要应用场景是蛋白质标志物发现和临床药物疗效研究。

视线回到国内，新冠疫情催化消退后，国产替代浪潮强劲，上游供应链成长势如破竹。上游公司不满足于单赛道优势，普遍进行多元化努力。各大厂商基于主流技术平台进行业务延展，横向扩增新品类，纵向整合产业链，拓展CDMO服务，切入mRNA、CGT（基因与细胞治疗）应用，旨在打造一站式平台化公司。例如，多宁生物以细胞培养基为起点，自2019年以来收购及整合齐志生物工程、亮黑科技、金科过滤、熙迈检测、安拓思、乐枫生物、楚博生物技术、Salus Bioscience、楚怡生物科技及普瑞流体等。目前多宁生物已成为国内唯一一家产品组合覆盖生物工艺所有主要步骤的生物工艺解决方案提供商，同时也是大多数细分领域的龙头。另一家上游耗材公司乐纯生物先后收购格式流体、康晟生物，2023年更是完成了对生物洁净领域龙头斯坦利思的绝对控股，不断补齐补强业务板块。

5、数字医疗

AI等技术进步令头部企业开展相关技术导向的整合，数字化趋势势不可挡。

与其他领域一样，整个大健康产业都正在经历数字化的转型，尤其在数据管理、患者护理、医疗服务和药品研发等领域，软件技术正在起到关键作用。近年来，数字医疗行业快速发展，上下游产业链相关企业纷纷围绕医疗数字化转型升级，运用人工智能、物联网、云计算等技术在数字医疗领域布局。但其技术壁垒高，涉及科学面广，学科相互交叉较为复杂，想要真正成立一家数字医疗公司就得耗上四到五年的时间。

多家医疗企业对数字医疗开发商的收购，无疑是对这一趋势的强有力的应答。2023年，GE医疗宣布收购AI超声技术开发商Caption Health，以拓展超声业务产线。2022年，骨科巨头史赛克收购数字护理平台Vocera。数字化医疗也是史赛克押注的新方向。

同时，科技巨头也在跨界布局医疗行业。2022年，甲骨文中国宣布全现金收购Cerner，Cerner是一家为医院和卫生系统提供数字信息系统的供应商。此次收购是甲骨文公司进军医疗保健领域的一次重大举措。2023年，ChatGPT掀起的人工智能浪潮备受关注，百度也上线中国版ChatGPT“文心一言”。2023年，百度宣布完成对医疗信息化数据提供商GBI的并购，

以此开启“AI+医疗大数据智能化全链条洞察”的新纪元。拥有海量药械数据的 GBI 有望与百度健康、灵医智惠等核心业务及百度核心 AI 技术深度融合，打造出一个面向医疗行业的人工智能应用模型。

(三) 典型交易概述

1、已上市的未盈利 Biotech/Medtech 企业面对低迷的股价和缺乏流动性的市场，积极通过 license-out、剥离资产和私有化等形式引入资金盘活资产

以联拓生物为例，该公司成立于 2020 年，是一家 License-in 模式的公司，由美国老牌生物医药投资机构 Perceptive Advisors 孵化和创立。受益于当时生物医药的热潮及资本市场对于 License-in 模式的追捧，公司成立两个月后，就获得 3.1 亿美元（约 20 亿元人民币）的巨额融资，快速拓展 License-in 项目，并在成立 1 年后的 2021 年于纳斯达克上市。然而，联拓生物上市后的三年期间，一直未有产品上市，且成本始终居高不下，公司的股价也从最高点 16.4 美元/股下降至不足 1.5 美元/股，日换手率不足 0.2%，面临业绩及股价压力。

基于此，公司在 2022 年、2023 年积极通过多起 license-out 回笼现金，分别与辉瑞、BMS 达成总金额为 1.6 亿美元及 3.5 亿美元的合作。虽然最终，公司基于股东利益的考量，还是决定关停，但也给相似模式下的企业带来深刻的积极启示。

相关的案例还包括：另一家纳斯达克上市公司泛生子在面临持续的股价下跌及现金流压力下，宣布私有化退市；维亚生物虽一度面临债务问题，但仍通过分拆 CRO 业务并在集团层面完成大额融资，成功解决危机并化解市场顾虑等。

2、医药与器械企业中，跻身大赛道、占据市场领先地位、拥有规模化收入的上市公司或其体内资产，更易获得资本青睐

在本报告中反复提及的迈瑞医疗收购惠泰医疗案就是其中典型。2024 年 1 月，迈瑞医疗（300760.SZ）宣布以 66.5 亿元收购惠泰医疗（688617.SH）21% 股份，备受市场瞩目。从买方角度看，迈瑞计划 2025 年成为全球前 20 名的器械公司，单纯靠内生增长难以实现，需要借助外延并购培育新的增长点，同时多元化业务构成，进而降低集采风险。从标的角度看，惠泰医疗拥有资本偏好的画像：聚焦心血管介入及电生理领域，市场容量大且持续增长；惠泰自身历史业绩表现稳健、盈利能力强、增长潜力大，是细分赛道头部企业。

另外，部分上市公司通过盘活体内拥有规模化收入和海外高市占率的优质资产，来进行持续资本运作，蓝帆柏盛就是其中典型案例。2024 年 1 月，蓝帆医疗（002382.SZ）发布公告，公司心脑血管业务主体、全资子公司蓝帆柏盛拟引入战略投资者首都大健康、河北临空以及临朐高新进行增资扩股，合计人民币 9 亿元，易凯资本在本次交易中担任了蓝帆柏盛的独家财务顾问。蓝帆柏盛作为根植于中国，高值耗材领域极其稀缺的、具备高度全球化体系的平台型医疗器械企业，具备业绩高成长性与品牌强影响力。本次交易是近两年中国医疗器械领域单笔最大金额的私募股权融资交易，侧面反映了目前投资人对传统的大赛道、占据市场领先地位、

拥有规模化收入的上市公司或其体内资产的青睐。

相关的案例还包括，海尔集团拟以 125 亿元拿下上海莱士（002252.SZ）控制权等。

3、医疗服务、医药零售等领域，并购可以带来规模快速提升，头部产业方也不断地通过横向并购巩固自身优势、挤占市场份额

提及该类并购，我们无法绕开医疗服务龙头企业海吉亚医疗。2023 年 7 月，海吉亚医疗（6078.HK）宣布以总计 16.6 亿元的对价收购长安医院 100% 股权。除此之外，2023 年海吉亚分别以 2.7 亿元、4,600 万元收购宜兴海吉亚医院和曲阜肿瘤医院 100% 股权。海吉亚作为港股专科医疗连锁龙头企业，近几年通过持续并购快速扩展集团的医院网络、提高收入、扩大市场份额。

相关的案例还包括：通用环球（2666.HK）收购凯思轩达，提升设备全周期管理业务核心竞争力，并将加速推进公司的行业整合战略，助力业务快速发展；华人健康（301408.SZ）收购马鞍山曼迪新下属 170 家药品零售门店，加大了对安徽省核心市场的渗透力度，巩固了现有市场竞争地位。

4、MNC 针对中国企业的投资、并购以及资产处置持续升温

MNC 在中国市场无论是对外投资还是资产处置，均持续活跃。

2024 年 2 月，阿斯利康完成对细胞与基因治疗企业亘喜生物的收购，亘喜生物从纳斯达克退市，成为阿斯利康的全资子公司，这也是第一家被跨国药企完整收购的中国生物科技公司。阿斯利康通过此次收购补充了其在血液肿瘤细胞治疗领域的布局。

另一方面，MNC 也作为卖方积极参与市场交易，2023 年 12 月，因日本田边三菱发展战略调整，向远大医药出售天津田边制药。天津田边是田边三菱在中国的核心企业之一，主要从事心脑血管、内分泌代谢、胃肠道等慢性疾病领域高质量原研药品的生产与销售。远大医药通过此次收购，实现了资源的全面整合与升级，在惠及更多慢性疾病患者的同时提升盈利能力。

二、2024 年健康产业并购领域最重要的投资主题

（一）针对无法短期内 IPO 的企业所进行的并购

随着 A 股 IPO 审核持续收紧，加之整体经济环境变化、行业政策波动对拟上市企业造成不同程度的影响，2024 年前 2 个月，IPO 终止家数已达 54 家，总数较去年同期增长近 15%，其中撤回材料的有 52 家，审核不通过及终止注册的分别有 1 家。从上市板块来看，主板 13 家，创业板 15 家，科创板 8 家，北交所 18 家；从行业来看，大健康企业 IPO 终止数量达 10 家，分布于制药、原料药、CXO、医疗器械、IVD 领域。

与此同时，近年来在港股上市的医疗企业数量也逐年递减，从 2021 年的 32 家减至 2023 年的 13 家；2024 年前 2 个月，仅有 1 家医疗企业上市。且港股市场本身就有流动性较差的问题，尤其是上市后市值比较低的企业，老股东在二级市场的退出也会有一定难度。

当 IPO 的路径不再畅通，并购将会成为重要的资本工具。从卖方角度看，不论是基金投资人由于退出压力希望出售老股、还是创始股东层面迫于回购压力或自身股权变现需求，并购都将是一种交易结构灵活性更高、更快速的退出路径。从买方角度看，处于拟 IPO 阶段的企业，大部分都已初具规模、拥有成熟的营运管理机制，且经历过三方机构的辅导，合规性高，是优质的被并购标的；另一层面，迫切的退出诉求、短期内无法 IPO 的困境叠加市场持续低迷的信心，不排除卖方会有一定的估值折让，这也使目前节点成为买方以合理价格收购优质资产的黄金时期。

（二）传统赛道“现金牛”资产的价值再度挖掘

市场狂热期的投资人或许会被新兴赛道的“好故事”吸引，但随着这类公司商业化不及预期，融资时的高估值无法被消化，叠加 IPO 收紧等因素，市场开始回归理性，“现金为王”的价值愈发凸显，盈利能力强、能够为股东带来稳定持续回报的公司将受到更多的关注。以中药为例，受到中华传统观念的影响以及国家政策的大力支持，是行业基本面最稳健的细分行业之一，是当之无愧的“现金牛”赛道。

2023 年 8 月，立方制药（003020.SZ）宣布以 2.2 亿元收购九方制药 51% 股权。九方制药是一家集药材种植、药品研发、生产、销售为一体的中药企业，在售产品包括葛酮通络胶囊、虎地肠溶胶囊、六味地黄胶囊等。根据公告信息，九方制药 2022 年收入和净利润分别为 2.8 亿元和 3,089 万元，经营性现金流净额超 4,600 万元。通过收购九方制药，不仅有利于上市公司将医药工业产品线延伸至中药领域，也有利于公司实现业绩的快速增长。

不仅仅是制药企业，下游流通企业也正积极布局中药赛道。2022 年末，上市连锁药店达嘉维康宣布以 3.4 亿元收购天济草堂 87.7% 股权。天济草堂主要从事中成药研发、制造与销售，2022 年 1-9 月收入 and 净利润分别为 2.4 亿元和 2,170 万元。达嘉维康表示，本次交易为其后续在医药工业领域的进一步发展奠定基础，以扩大医药产业链，形成生产、分销和终端

全覆盖的医药布局。上述针对“现金牛”赛道的整合，我们预估 2024 年也会继续发生。

（三）针对上市公司的相关交易，例如控股权转让、资产拆分/剥离、私有化、再融资等

在监管政策力度持续提高、二级市场流动性收紧、股价长期低迷的大背景下，围绕上市公司的交易机会明显增加。一方面，2019 年以来医疗创业公司加速上市，科创板、创业板及港交所涌现了一批优质的中小市值上市公司，并陆续迎来解禁期，“大鱼吃小鱼”式的产业并购已开始在上市公司之间更多的出现，典型的交易如迈瑞医疗收购惠泰医疗、波士顿科学收购先瑞达、通策医疗收购和仁科技等。另一方面，针对因股价被显著低估或因板块市场流动性问题而业务发展掣肘的上市公司，为业务重构或补充现金流所进行的资产拆分/剥离交易，以及上市公司私有化或再融资交易也将增多，典型的交易如维亚生物重组分拆 CRO 业务、天境生物剥离全部中国资产并计划将其在 A 股上市、先声药业旗下肿瘤板块先声再明完成外部大额融资、泛生子美股私有化、朗生医药和中国中药港股私有化。

具体来看，A 股市场方面，减持新规的颁布进一步延长了实控人和机构股东的减持周期。2023 年 8 月，证监会发布了被称为“史上最严减持规定”的《进一步规范股份减持行为》，设定了破发、破净、分红的“三道门槛”，对关键少数的减持行为设立了严格的要求，其核心理念是将控股股东和实际控制人的减持行为与公司分红以及股价挂钩。相关股东为实现财富变现，可能会考虑通过协议转让甚至出让控股权的方式交易上市公司股份。

港美股市场方面，因资金面压力较大并叠加流动性问题，不少公司在 6 个月解禁期满后遭遇价格短期内大幅下跌，导致其后期轮次投资人出现账面浮亏。为避免价格过快下跌，一些投资人在股票解禁之后仍长期持有较难变现。低流动性增加了股票增发的难度，上市后的再融资能力大打折扣，该等情况也促使了上述交易的发生。此外，地缘政治因素也促使有海外业务且上市地在海外的公司调整组织架构，剥离中国资产独立运营。

（四）部分跨国公司和美元基金战略性退出中国市场的交易机会

2023 年，在国际环境复杂程度加深，医保支付改革和集中带量采购等医疗行业改革不断深化，以及国产化浪潮兴起、行业竞争加剧的大背景下，部分跨国公司和美元基金等外资开始逐步战略性调整在华业务，该趋势在医疗行业尤为显著。这一趋势将在 2024 年延续，并成为国内医疗领域并购交易的重要主题之一。

2023 年，在该交易主题下已发生多起标志性案例。跨国公司方面，基立福拟以 125 亿对价出售所持有上海莱士 20% 股份予海尔集团，爱施健以 7.2 亿收购山德士中国区业务，远大医药拟以 4 亿港币收购日本田边三菱制药子公司天津田边制药 75.4% 的股权，哥伦比亚中国

出售诊所业务等。美元基金方面，方源资本将其控股的西安长安医院和成都爱迪眼科分别转让给上市公司海吉亚和华夏眼科。

在国内经济新常态的大背景下，部分跨国公司和美元基金所持有的国内医疗项目出售将会带来巨大的并购交易机会。一方面，随着国内老龄化程度不断加深以及政府对医疗行业的监管政策不断完善，巨大的行业需求将被逐步释放，医疗行业依然是国内最具发展前景的行业之一。众多资本和产业方依然在积极寻求优质医疗行业标的进行布局。另一方面，跨国公司和美元基金专业的尽调和投后管理能力，为所持项目的业务竞争力和管理合规性提供了背书，使项目在目前买方主导的医疗并购市场中占据了先天优势。

（五）传统大型企业借助市场低谷进行横向、纵向的持续扩张，以及业务转型和国际化

在资本寒冬的大环境下，投资人偏好有收入、有利润、相对更安全的资产，不少产品仍处于研发早期阶段的公司面临融资困难，管线持续烧钱，甚至面临公司无法继续运营的困境。由于资金匮乏，这些公司有出售资产、管线，甚至直接出让控股权的需求。此外，2023年IPO政策收紧和减持新规的出台导致投资机构退出难，老股转让和并购重组成为主流的退出方式。如今医疗行业泡沫出清，医药板块的估值水平目前也处于历史底部位置。可以看到，企业间大型收购、合作正在频频发生。

一些销售基因强，但研发能力弱的传统医药企业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竞争力。在前几年Biotech估值较高，直接收购不划算时，大药企没有必要购买企业剩余的其他管线，更倾向于针对某单一产品达成联盟或合作。如今行业估值回调，收购方和被收购方的诉求开始慢慢凸显：有收入、有利润的传统企业迫于转型压力，需要技术、产品和人才，他们掌握一定资金，有意愿，也有能力对管线以及技术平台进行收购；而目前创新药企为补充资金需求，和大型企业谈合作并购的意愿更强，并且投资人也有退出诉求，行业并购的氛围已经慢慢出现。2023年6月，科创板上市疫苗公司百克生物公告分三次收购mRNA公司传信生物，这也是2023年A股上市公司收购Biotech的第一单。百克生物是一家由长春高新分拆上市的传统疫苗企业，此次对传信生物的收购将完善其mRNA技术平台，进一步丰富mRNA疫苗管线。

医疗器械领域技术积累时间长，马太效应显著，弯道超车的难度也更高。同时，企业的研发方向比较有限，不像创新药那样可以通过不同靶点和治疗方案切入，所以研发资本集中。因此，从产业规律来说，同品类或跨品类的并购是主流。而对于医疗器械企业来说，并购的好处有很多。其一，是可以利用中小企业的专精优势，快速追赶领域内产品先进的技术，减少内部研发风险；其二，是可以打破细分领域的天花板，不停拓展新的市场增长点；其三，是不同医械产品之间组合丰富，容易产生协同效应。

（六）拥有全球权益的中国医药资产的并购或架构重组

受新冠疫情、中美关系复杂多变等因素的影响，中概股在美国股市遭遇“冷落”，低迷的流动性、不佳的融资环境及监管环境让不少中概股选择拆分重组，甚至退出美国二级市场。

以天境生物为例，公司在中国创新药繁荣时期创建，2020 年在美国纳斯达克上市。短短几年，这家市值一度超 70 亿美元的上市公司，如今已缩水至 1.5 亿美元，期间公司经历了多地谋求上市、管理层重大变动、被列入“预摘牌名单”、核心产品被退货等一系列波折。

2024 年 2 月 7 日，天境生物发布公告，宣布剥离其在中国的业务和资产，专注于美国业务。根据公告公司将以最高高达 8,000 万美元的价格将其中国子公司天境生物（上海）公司出售给天境生物（杭州）。通过交易，天境生物（杭州）将获得天境生物在中国的临床管线，包括儿科生长激素缺乏症药物伊坦长效生长激素以及其他四款癌症治疗药物的大中华区权利。同时，天境生物将继续在美国纳斯达克上市，并保留所有正在人体临床试验阶段管线在中国境外的权利。

与此同时，天境生物（杭州）还宣布了完成超 5 亿元人民币 C1 轮融资，由泰珑投资、浙江省“4+1”生物医药与高端器械产业基金、I-Mab 等多家机构投资。

这是中概股公司为应对当下资本环境做出的一次战略调整：天境杭州按中国 Biotech 成长路线成长，依据国内产业环境布局；I-Mab 按照美国 Biotech 成长路线成长，排除各国环境的掣肘，双方价值最大化不桎梏彼此，并各自寻找感兴趣的投资人，以便实现估值回归。