

# 2025 易凯资本中国健康产业白皮书

## 健康产业并购篇

2025.05

## 一、2024 年发生了什么？——2024 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 年连续两连降之后，2024 年出现明显反弹。从交易金额规模维度已恢复至近年较高水平

近年来医疗健康领域并购交易的高点出现在 2021 年，当年出现了迈瑞医疗 5.3 亿欧元收购海肽生物、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等标志性案例。随后的 2022 年与 2023 年，因受疫情反复、经济波动、国际环境等多重因素影响，医疗健康领域并购交易的数量和金额均出现了连续下降。2024 年，国内医疗领域并购交易热度出现明显回升。一方面，“并购六条”等一系列支持性政策为并购市场带来了新的动能，上市公司参与热情明显提高。同时 IPO 路径的收窄也让并购成为了投资人退出的首要选择；另一方面，医疗行业估值窗口期的显现，国资积极参与产业整合，跨国资本通过并购、NewCo 等模式应对地缘政治风险等，也为行业的并购交易带来了新机遇。

具体来看，2024 年国内医疗行业整体并购交易规模约 750 亿，较 2023 年 412 亿增长约 82%；2024 年并购交易数量为 148 笔，较 2023 年 126 笔增加约 17%。从并购交易金额角度，2024 年已恢复至近年较高水平。



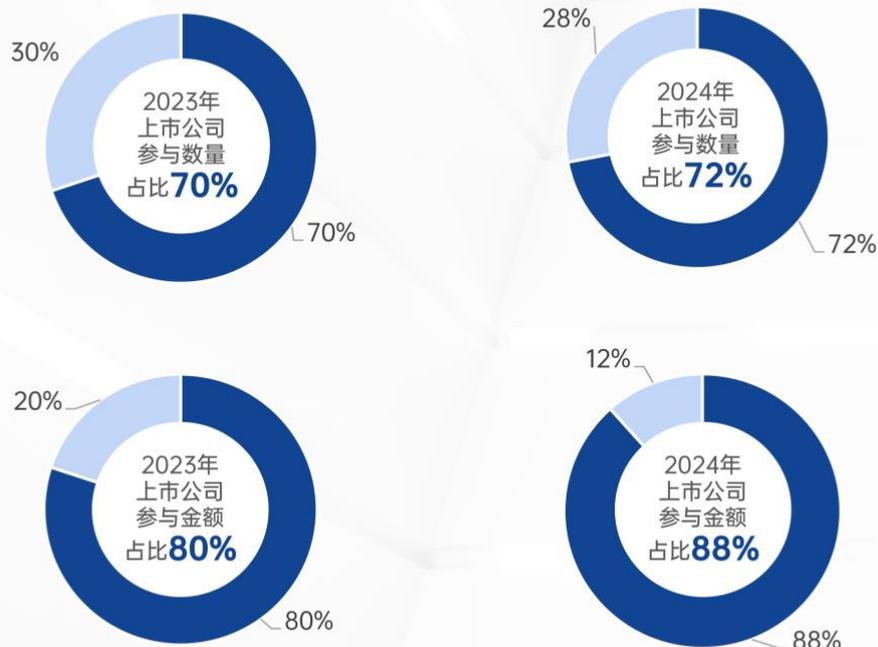
我们以5亿人民币规模作为标准，具体分析近两年大型并购案例趋势。首先从全年数据分析，2024年5亿以上医疗并购交易合计数量为25笔，较2023年的22笔上升约14%；2024年5亿以上医疗并购交易合计交易金额约为701亿，较2023年的323亿上升约117%。从季度数据分析，2024年1季度医疗并购交易的金额和数量与2023年同期相比差异较小；而2季度出现较大规模上升，主要是2024年2季度两笔较大规模交易所致，即海尔集团收购上海莱士（125亿）和Genmab收购普方生物（18亿美金）；2024年3季度较去年同期出现短暂小幅回撤；2024年4季度并购交易额和交易数量较2023年又出现明显上涨。



## 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 88%，是并购市场的绝对主力

2024 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。从具体数据来看，2024 年上市公司参与的医疗并购交易数量为 106 笔，占总交易数量比例为 72%，较 2023 年的 70%增加 2%；2024 年上市公司参与的医疗并购交易金额为 663 亿，占总交易金额比例为 88%，较 2023 年的 80%增加 8%。

### 国内2023-2024年医疗并购交易中上市公司参与比例



数据来源：Wind，企名片，易凯资本健康产业并购组整理

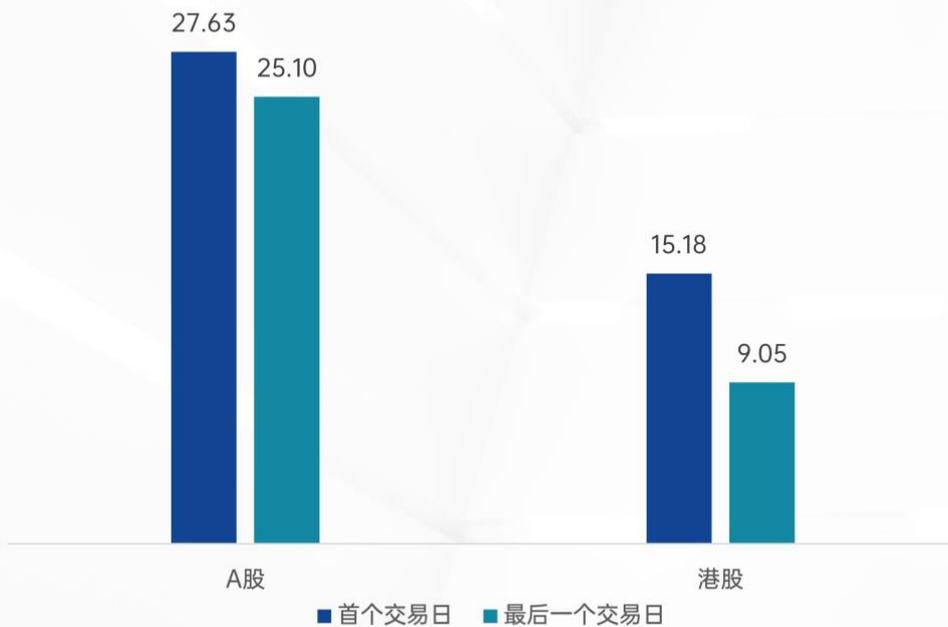
CEC CAPITAL  
易凯资本有限公司

### 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

2024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，经济复苏进程缓慢，二级市场也遭遇了多重挑战，医疗行业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估值在前10名的公司为代表公司，对比其P/E中位数在2024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：

### 生物医药板块A股和港股代表性公司P/E中位数变动情况

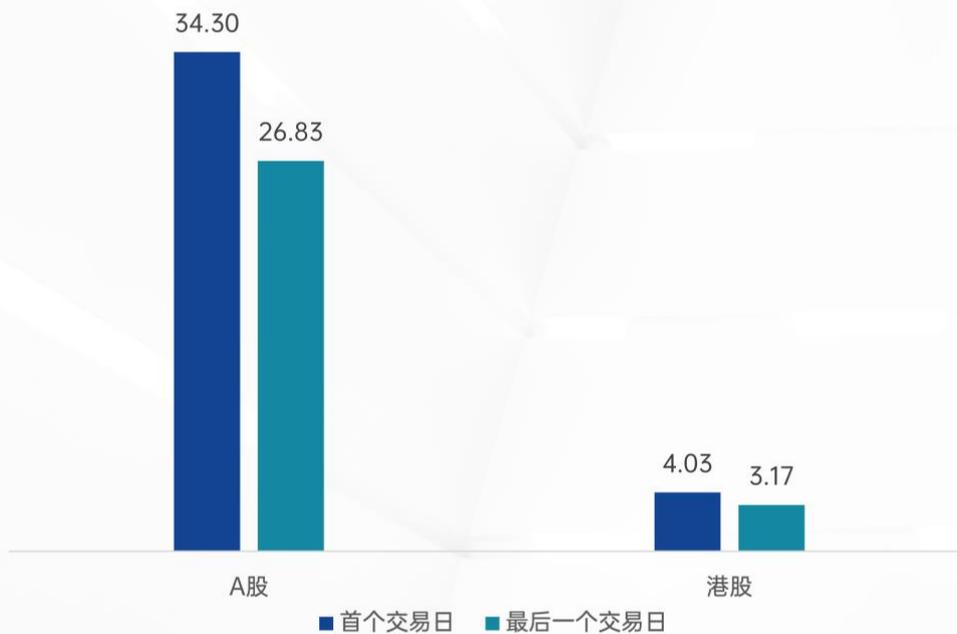
单位：倍



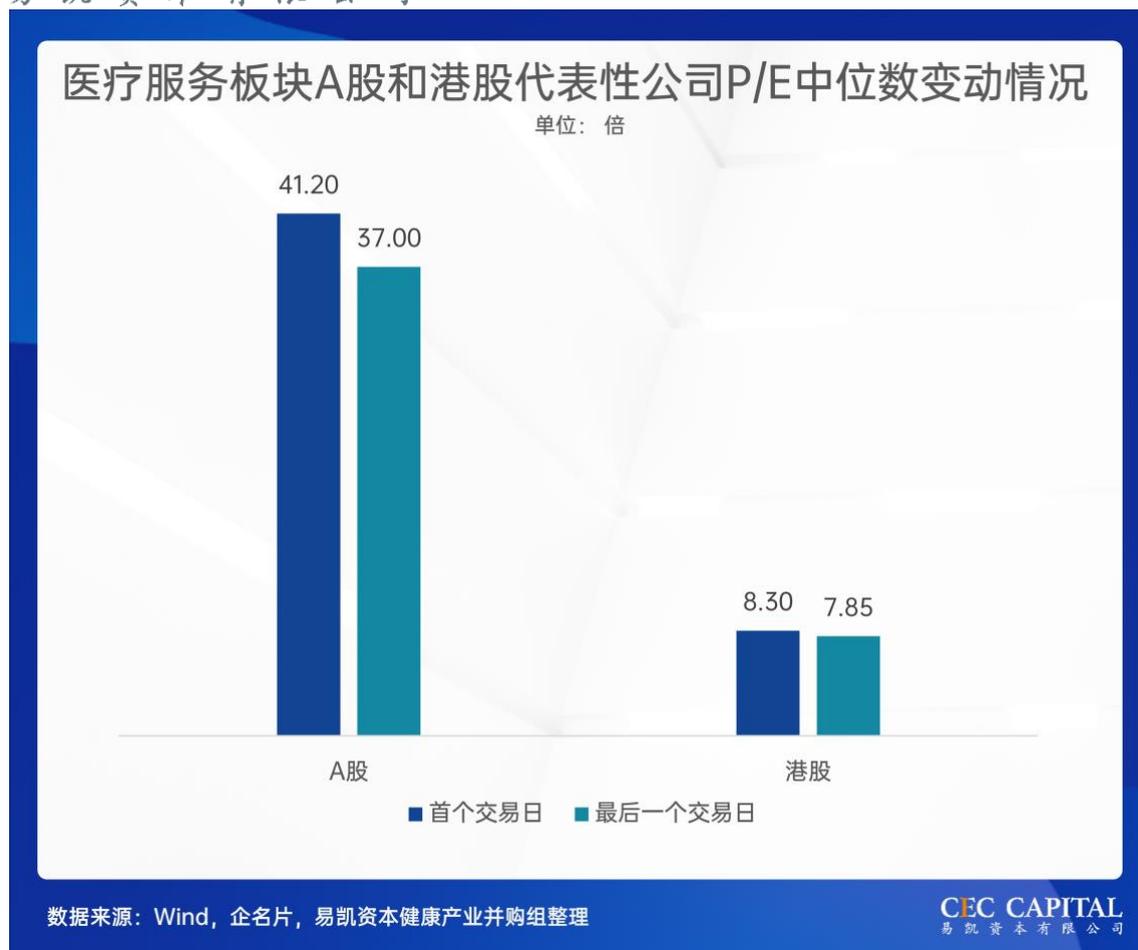
数据来源：Wind，企名片，易凯资本健康产业并购组整理

### 医疗器械板块A股和港股代表性公司P/E中位数变动情况

单位：倍



数据来源：Wind，企名片，易凯资本健康产业并购组整理

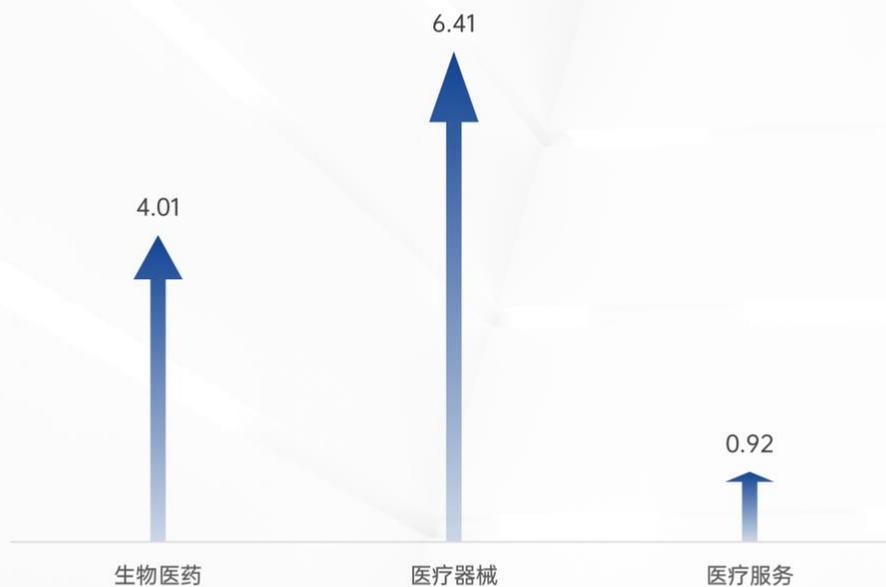


从以上数据可以看出，三个细分板块的代表性公司在 A 股和港股两个市场的 P/E 中位数均呈下降态势。A 股方面，生物医药领域 P/E 中位数下降 9%，医疗器械下降 22%，医疗服务下降 10%；港股方面，生物医药领域 P/E 中位数下降 40%，医疗器械下降 21%，医疗服务下降 5%。

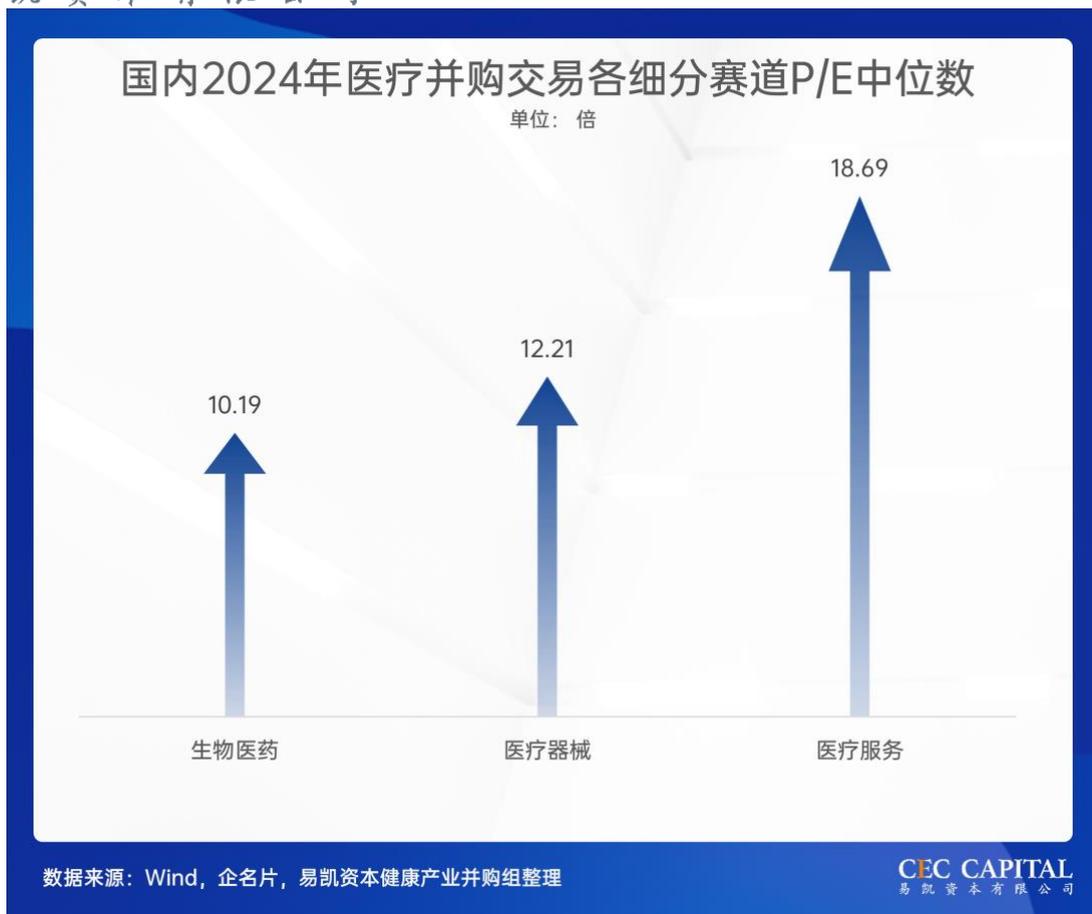
一级市场并购交易端，我们以交易规模大于 5 亿人民币的交易为例，具体分析 2024 年医疗并购交易的估值情况。从以下数据可知，2024 年医疗并购交易各细分赛道的 P/S 中位数为：生物医药 4.01、医疗器械 6.41、医疗服务 0.92；医疗并购交易各细分赛道的 P/E 中位数为：生物医药 10.19、医疗器械 12.21、医疗服务 18.69。对比二级市场情况不难发现，估值下降的趋势已经传递到一级市场，一级市场医疗并购交易估值承压明显。

### 国内2024年医疗并购交易各细分赛道P/S中位数

单位：倍



数据来源：Wind，企名片，易凯资本健康产业并购组整理



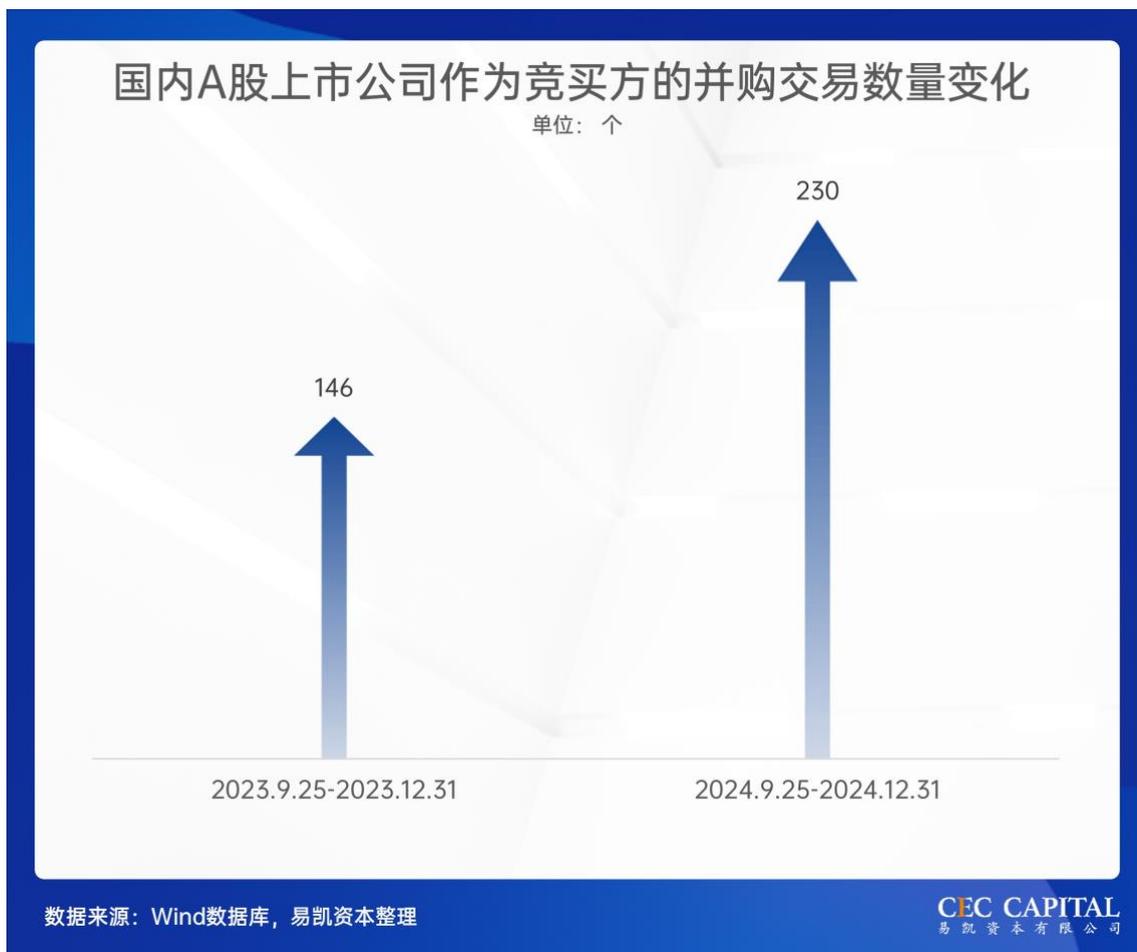
## （二）政策红利释放：监管层近期出台“并购六条”等系列支持政策，为并购市场注入强劲动能

自2016年前次A股并购高峰以来，监管机构对于上市公司并购重组已经连续多年未发布实质性的鼓励政策，A股过会的上市公司并购重组家数也逐年下滑。A股并购市场在2023年降至冰点，全年仅25个项目过会，不到2015-2016年高峰期的十分之一。

自2023年开始，监管机构一系列支持上市公司并购重组的政策陆续出台，展示了高层及监管部门希望通过并购重组提高上市公司质量的明显意图和坚决态度。2024年9月24日，证监会发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”），为并购市场注入了强劲动能。

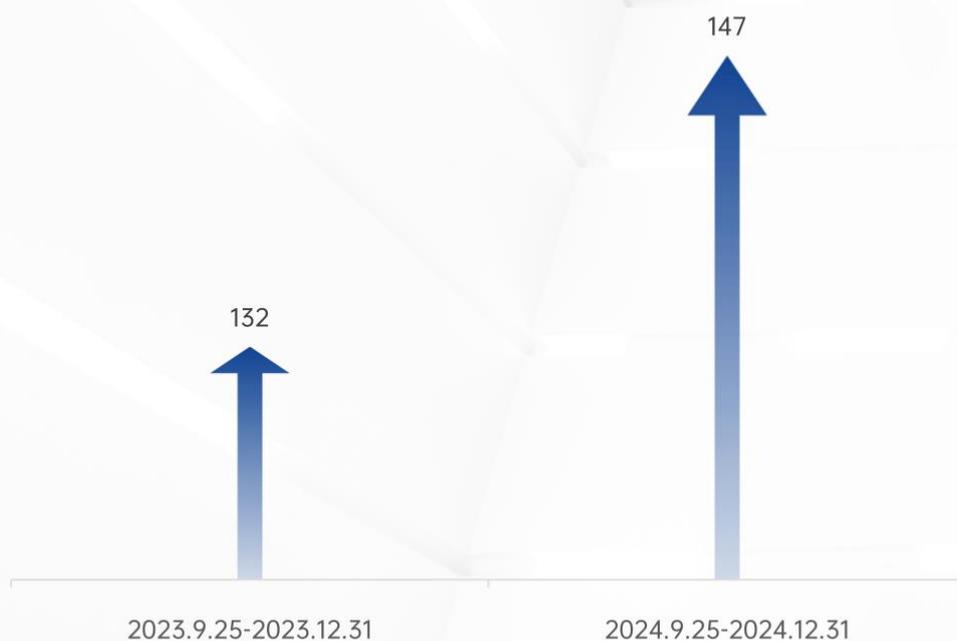
本文以2024年9月25日-2024年12月31日的A股上市公司参与并购交易数量（以首次披露日为准），与2023年同期进行对比。以下数据分别从上市公司作为竞买方、出让方以及标

的方三个维度进行对比。

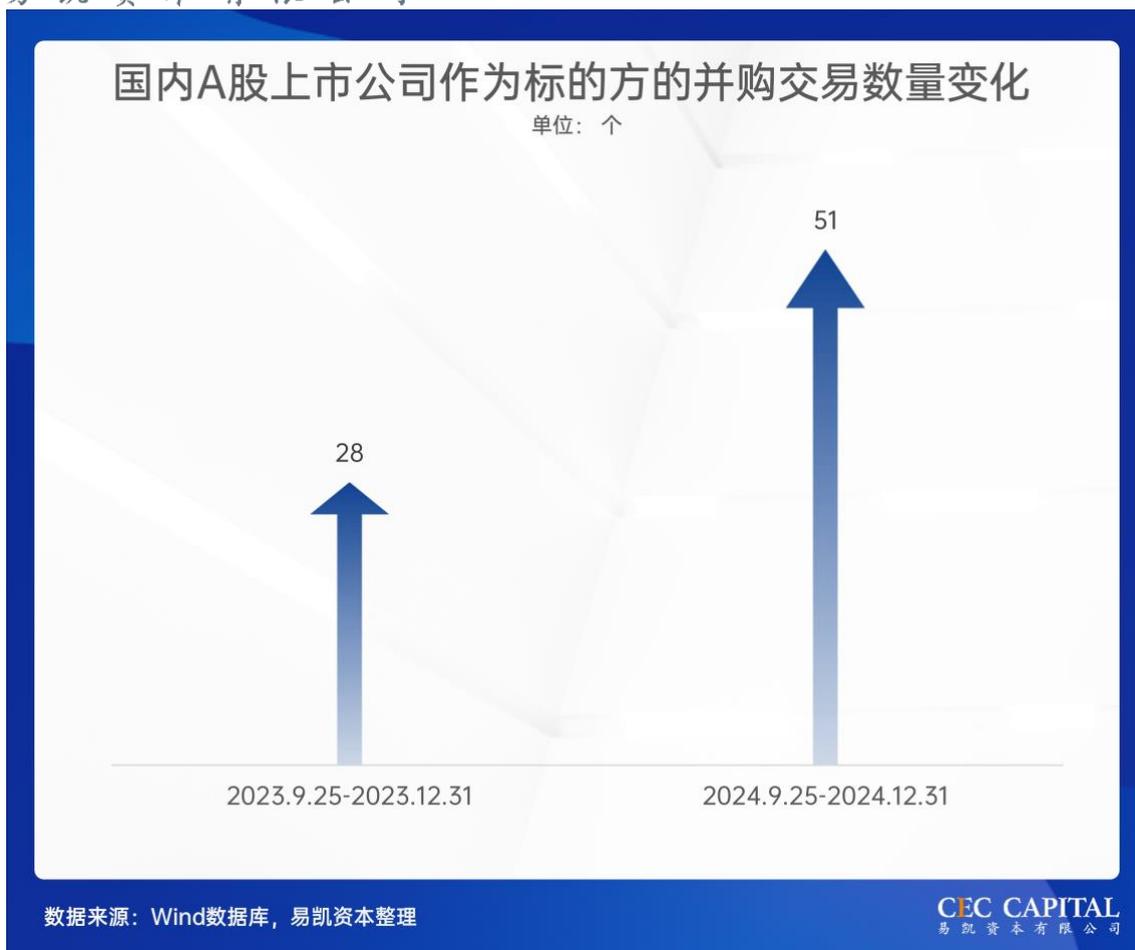


### 国内A股上市公司作为出让方的并购交易数量变化

单位：个



数据来源：Wind数据库，易凯资本整理



从以上数据可以看到，在 2024 年 9 月 24 日证监会颁布“并购六条”后，上市公司参与并购交易的数量较去年同期明显上涨。特别是 A 股上市公司作为竞买方和标的方的交易，2024 年 9 月 25 日至年底，分别较去年同期上升 58%和 82%。

### （三）退出路径重构：一级市场存量项目持续累积，在 IPO 通道收窄背景下，并购正成为投资人退出的首要选择

近年 A 股 IPO 审核持续收紧，加之整体经济环境变化、行业政策波动等均对拟上市企业造成不同程度的影响。根据 Wind 数据显示，2024 年 A 股 IPO 终止/撤回企业 403 家，较 2023 年 246 家增长约 64%，IPO 难度持续上升。在 2024 年的 IPO 终止/撤回企业中，上证主板 68 家，深证主板 49 家，科创板 70 家，创业板 143 家，北交所 73 家。其中属于大健康行业的企业 47 家，分布于制药、原料药、CXO、医疗器械、IVD 等领域。

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 年进一步下降到仅有 12 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，并购正成为投资人退出的首要选择。**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。

#### **（四）估值窗口显现：行业估值深度回调，优质资产性价比显著提升，为战略并购创造绝佳时机**

近年随着减持新规、退市标准多元化等政策的颁布，监管力度日趋加大，资本市场泡沫逐步出清。医疗行业估值已完成深度回调。有收入、有利润、有产品的优质资产性价比显著提升。

以 Biotech 行业为例。前几年该行业普遍估值偏高，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、有利润的大型企业出于管线扩张的目的，需要技术、产品和人才，他们掌握一定资金，有意愿，也有能力对新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。例如，2024 年 4 月丹麦 Genmab 公司以 18 亿美元收购苏州普方生物。后者专注于下一代 ADC 药物开发，核心产品包括临床阶段的 Rina-S（靶向 FR $\alpha$ /HER2 双抗 ADC）。Genmab 借此补强双抗 ADC 技术管线，加速全球化布局。

而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。因此，从产业规律来说，同品类或跨品类的并购是该行业大型企业进行业务拓展的主要手段。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技术的更新迭代，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。2024 年的典型交易是迈瑞医疗以 66.52 亿元收购惠泰医疗 21.12% 股权，实现控股。这是科创板首例“A 控 A”现金并购，迈瑞医疗通过整合惠泰医疗的电生理产品线（如导管、射频消融设备），补强心血管介入领域能力，形成“设备+耗材”协同生态。

## **（五）上市公司交易活跃：市场调整期下，上市公司既是最重要的并购主体，同时也成为优质被并购标的**

正如上文所述，上市公司近年在国内医疗领域并购中参与程度逐步提升。2024 年，所参与的医疗并购交易在总数量中占比达到 72%，总金额中占比达到 88%。是医疗领域并购的绝对主力。除上文所述案例外，其他典型交易还包括博雅生物（300294.SZ）收购绿十字香港、四川双马（000935.SZ）收购深圳健元、海利生物（603718.SH）收购瑞盛生物等。

除作为买方外，上市公司因自身业务规模成熟、合规性高等特点，也是潜在的优质标的。2024 年的典型交易案例除了上文所提及的迈瑞医疗收购惠泰医疗外，还有中国生物医药收购浩欧博（688613.SH）、华润三九收购天士力（600535.SH）（于 2025 年 3 月完成过户）、德福资本私有化赛生药业（6600.HK）等。

## **（六）国资牵头整合：央国企积极履行产业整合使命，重点推动大型战略并购交易**

2024 年国务院国资委明确提出“深化战略性重组和专业化整合”。2024 年初国务院国资委印发《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》，旨在推动中央企业布局优化和结构调整。在之后召开的国新办新闻发布会上也提到，2024 年国资国企的重点工作方向之一是着力深化国资国企改革，其中提及稳步实施战略性重组和专业化整合。配合近年医疗、医药行业资本市场估值回调的背景，央国企在大型战略并购交易中出手频繁。国资正在医疗行业并购交易中扮演着越来越重要的角色。

除上文提及的博雅生物收购绿十字香港、华润三九收购天士力外，2024 年国资的典型收购案例还包括华润双鹤收购华润紫竹、天坛生物收购武汉中原瑞德、青岛国信收购正大青岛、华润医药收购圣火药业等案例。

## **(七) 外资持续布局：尽管地缘政治复杂，跨国资本对中国生物医药资产仍保持高度关注，NewCo 等创新交易模式蓬勃发展**

近年来，全球地缘政治格局的波动为跨国资本布局中国生物医药领域增添了不确定性。美国《生物安全法案》的潜在威胁、技术转移审查的收紧以及关税政策的摇摆，一度引发行业对跨境合作的担忧。然而，中国生物医药产业的创新实力、成本优势及市场规模，正推动跨国资本以更灵活的方式深度参与，以 NewCo 模式为代表的创新交易模式正在蓬勃发展。

2024 年已发生多起 NewCo 模式交易案例。2024 年 5 月 Kailera (Hercules) 以总金额 60.35 亿美元收购恒瑞制药大中华区以外的四项代谢性疾病资产组合的全球开发和商业化独家权利。2024 年 10 月 Kailera 宣布获得 Atlas Venture, Bain Capital Life Sciences, RTW Investments, Lyra Capital 共计 4 亿美元 A 轮融资。2024 年 9 月 4 日，岸迈生物与 Vignette Bio 共同宣布，岸迈生物将授予 Vignette 在除大中华区以外开发和商业化靶向 BCMA/CD3 双抗 EMB-06 的独家权利。岸迈生物将以现金和 Vignette 股权的形式收取资产对价，合计最多可收取 6.35 亿美元。

除 NewCo 模式外，2024 年也发生了多起外资直接并购中国生物医药资产的案例。例如诺华集团收购信瑞诺医药、Nuvation Bio 收购葆元医药、丹麦 Genmab 收购普方生物、阿斯利康收购亘喜生物等。

## **二、当前最重要的并购主题**

### **(一) 行业整合加速：传统龙头企业借势市场调整期，通过并购进入新战场**

市场竞争进一步加速，在已布局赛道形成较大优势的龙头企业也在自身赛道内面临压力，通过切入其他赛道或同赛道内整合，提升业绩天花板。赛道头部企业，凭借充沛的现金流、成熟的渠道、良好的品牌溢价等核心优势，撬动外部资金，一同通过“横向扩赛道、纵向延链条、跨境补短板”三重策略打破增长瓶颈，重构全球化竞争力。

政策层面，集采持续提速扩面，导致 2024 年医药行业净利润同比进一步下降，中小药企与器械商估值较 2021 年高点平均回落 50%以上，为龙头企业“低价收编”创造历史性窗口；产业层面，化学药与常规器械龙头面临专利到期与仿制药降价双重压力，亟需通过并购切入高值耗材、创新器械等高速增长赛道；国际化层面，2024 年中国医疗器械出口额同比增长 7%，海外市场对国产医疗产品接受度显著提升，龙头企业通过收购海外成熟渠道或技术平台，将跨境准入认证周期缩短，有效突破国际注册壁垒。

2024 年 1 月，迈瑞医疗以 66.5 亿元收购惠泰医疗 21%股权，一举切入电生理与心血管介入领域。惠泰医疗核心产品覆盖电生理、冠脉通路、外周介入、OEM 及非血管介入五大类。截至 2024 年，惠泰医疗已取得 91 项国内医疗器械注册证（其中 III 类 60 项），15 项产品获欧盟 CE 认证，并在 90 多个国家和地区完成注册及市场准入。从业务上看，迈瑞的核心优势在于生命信息支持、体外诊断和医学影像等设备领域，而惠泰是国内电生理及血管介入耗材的细分龙头，产品覆盖心脏电生理、冠脉通路等耗材市场。两者的结合可形成“设备销售带动耗材使用、耗材需求反哺设备升级”的闭环模式，可为医院提供更完整的解决方案，增强客户黏性。从销售渠道上看，迈瑞的海外销售网络覆盖 190 多个国家，而惠泰已有 15 个产品获得欧盟 CE 认证，并在 90 多个国家完成市场准入，借助迈瑞的渠道，惠泰的耗材可快速进入国际市场。从国产替代来看，电生理领域外资品牌占据 85%的市场份额，国产替代空间显著。惠泰作为国内龙头，通过迈瑞的品牌背书和资源整合，有望进一步抢占外资市场。

2024 年 6 月，海尔集团以 125 亿元的对价收购上海莱士 20%股权，后者作为国内血液制品龙头，拥有上海、郑州、合肥、温州、南宁 5 个血液制品生产基地，产品覆盖白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类，是国内同行业中凝血因子类产品种类最为齐全的生产企业之一，血制品共 12 个品种，位列行业第二；2023 年通过获批新建及收购等方式新增单采血浆站 3 家，浆站数量达 44 个，采浆量达 1500 吨，同样位列行业第二。目前，海尔集团在大健康板块已拥有海尔生物、盈康生命和上海莱士三个上市公司。在其部署的规划中，伴随着血制品头部企业上海莱士被海尔收入麾下，三家上市公司将织成涵盖血制品从上游到下游产业链的一张“血液创新网”。

## （二）估值套利机会：二级市场估值优势催生上市公司关键股权交易及业务分拆

当前资本市场中，A股与港股医药板块因多重因素叠加，形成显著估值洼地，整体估值水平已触及历史分位底部区域。由此形成的估值错配，使得二级市场标的资产相较于传统一级市场项目价格优势凸显，在同等资金投入下可获取更高权益比例与资产规模，使得上市公司及产业资本更倾向于通过二级市场股权收购、要约并购等方式实现资源整合与业务拓展。

2024年11月，招商局资本以15亿元受让凯赛生物10%股权，成为捕捉二级市场估值错配的典型案例。作为全球生物法长链二元酸领域的隐形冠军，凯赛生物受行业周期及原材料价格波动影响，2021年以来净利润连续下滑，市值较历史高点回落60%，但其生物基聚酰胺技术壁垒及绿色制造属性形成显著稀缺价值。招商局资本入股后，通过旗下港口物流网络将其原材料运输成本降低，并依托央企供应链资源推动生物基聚酰胺在高端制造领域的规模化应用，实现“物流降本+产业赋能”的双重战略协同，为标的企业估值修复及核心技术商业化构建长期支撑。

2025年1月，启明创投以4.52亿元完成对深交所上市公司天迈科技26.1%股权的收购，这一动作或开启创投圈“买壳”上市潮。对天迈科技而言，若其经营情况不能得到改善，很可能会因为扣非前/后净利润孰低者为负且营收低于1亿元而出现退市风险；对启明创投而言，投资的退出预期已经发生巨大变化，并购将成为未来私募投资基金投资退出的主战场，启明创投的投资领域主要集中在科技、消费及医疗领域，产业资源丰富，若通过市场化的方式实现投资退出，会面临较大的交易成本，自主打造上市公司产业平台进行产业整合无疑是最佳的选择。作为国内头部创投机构，启明创投此次“买壳”具有强示范效应，若能通过产业资源注入改善天迈科技经营并实现投资退出与产业整合目标，其在医疗领域储备的优质资产有望复制“控股上市公司+产业链协同”模式，推动医疗及硬科技领域掀起新一轮战略控股型收购热潮。

### （三）创新出海模式：全球权益资产通过 NewCo 架构实现价值重估与国际化突破

NewCo 架构可通俗理解为药企分拆核心管线成立海外合资公司，引入海外资本共同投资并保留股权，以分享管线在国际市场成功后的长期价值。面对 A 股创新药械企业估值不及美股同类公司一半的显著分化，越来越多企业选择通过这一架构重构全球化价值。将海外开发权益注入 NewCo，一方面能有效规避中美双报时的数据主权冲突，使 FDA 或 EMA 的审批周期平均缩短

12-18 个月；另一方面，NewCo 作为独立主体对接海外资本，可直接适用全球创新药估值体系，形成可观的估值溢价。同时，依托中外团队的分工优势，国内团队能以仅为美国三分之一的研发成本完成临床前研究及早期试验，海外团队则专注于当地市场的准入与商业化布局，实现“中国研发、全球变现”的效率最大化。

2024 年 5 月，恒瑞医药将 GLP-1 产品组合（包括口服小分子 GLP-1R 激动剂 HRS-7535、双靶点激动剂 HRS9531 及下一代肠促胰岛素 HRS-4729）的海外权益注入新设立的 Hercules 公司。这家由贝恩资本、Atlas Ventures 等机构出资 4 亿美元成立的独立实体，不仅为恒瑞带来 1.1 亿美元首付款及最高 60 亿美元的里程碑收入，更通过 19.9% 的股权绑定实现子公司价值单独定价。Hercules 依托恒瑞中国团队完成临床前研究及早期试验，同步由海外团队推进全球多中心 III 期临床，其口服小分子 GLP-1R 激动剂 HRS-7535 作为全球首款同类药物，已在国内减重 II 期试验中实现 22.8% 的平均体重降幅，未来通过独立估值体系有望突破母公司 PS 倍数限制。

2025 年 1 月，和铂医药与科伦博泰联合宣布向 Windward Bio 授权 TSLP 单抗 HBM9378 全球权益。根据协议，Windward Bio 获得 TSLP 单抗 HBM9378 在全球范围内（不包括大中华区及部分东南亚及西亚国家）进行研究、开发、生产和商业化的独家授权。和铂医药和科伦博泰有权获得总计高达 9.7 亿美元的首付款和里程碑付款，以及基于净销售额的个位数至双位数百分比的分级特许权使用费。其中，首付款和近期里程碑付款共计 4500 万美元，包括现金付款及 Windward Bio 母公司股权。同时，Windward Bio 还宣布完成 2 亿美元 A 轮融资，该轮融资由 OrbiMed、Novo Holdings 和 Blue Owl Healthcare Opportunities 联合领投，SROne、Omega Funds、RTW Investments、Qiming Venture Partners、Quan Capital 和 Pivotal bioVenture Partner 等多家投资机构共同参与。此次交易完成后，和铂医药不仅可以借助资本力量加速推进 HBM9378 的全球研发进度，对其而言更是一次核心战略的全面升维。伴随其盈利能力的持续进化，和铂医药已然通过 NewCo 找到了一条属于中国 Biotech 的破局之路。

#### **（四）战略退出窗口：跨国企业加速中国资产剥离，创造特殊交易机会**

跨国企业在华业务正经历深度调整，集采政策推动的药价体系重构、本土创新药崛起带来的国产替代压力，以及全球研发管线的战略收缩，促使其加速剥离非核心资产。国内资本承接

逻辑清晰：标的生产线多符合国际 GMP 标准，改造后承接海外订单可显著提升利润率；部分资产附带未开发专利，可二次开发适应症；跨国企业覆盖全国 Top 医院达 90% 的渠道网络，能帮助本土企业快速渗透高端市场。基于国际形势和对中国大陆市场的不同视角，尤以日资、美资企业为典型代表。

2024 年 8 月，康桥资本以 8 亿美元完成对 UCB 中国成熟业务的全面收购，此次收购涵盖了 UCB 在中国大陆的神经学产品组合，包括“Keppra”、“Vimpat”和“Neupro”，以及过敏产品组合“Zyrtec”和“Xyzal”，还有位于珠海的生产设施，2023 年，这些药物在中国的总销售额达到了 1.31 亿欧元。在后续运营中，康桥资本计划围绕收购资产，通过新成立公司“神基制药”（NeuroGen）进一步打造中国领先的中枢神经系统平台，同时持续注入创新资产，推动医疗健康产业的发展。

2025 年 3 月，康桥资本延续“挖掘成熟资产价值”战略，其控制的北京顶峰生物医药有限公司从日本卫材制药获得质子泵抑制剂 Pariet® 在中国的全部权利。作为卫材自主研发的经典质子泵抑制剂（PPI）药物，Pariet® 已在全球超 100 个国家和地区获批，主要用于治疗胃酸相关疾病。康桥资本计划依托全国分销网络与本地化运营经验，在保障 Pariet® 稳定供应的同时，探索其与顶峰生物的业务协同路径。

同期，行业剥离潮呈现多元化特征，2024 年 8 月，香港维健医药与日本协和麒麟达成 7.2 亿元交易，交割之后，维健医药将持有协和麒麟中国 100% 股权，并获得协和麒麟在中国上市商业化的五个原研品牌药品的永久商业化及生产权益以及未来在肾科和血液科管线的优先商业化权益。此外，维健医药还与协和麒麟签订了全球重磅产品麟平® 和惠尔金® 的商业化许可协议，获得其在中国的长期商业化权益。此次交易后，维健医药将构建起更为专业、完善和高效的全链路商业化体系，夯实公司的竞争优势。

### **（五）政策避险选择：集采压力下，非医保依赖的消费医疗领域并购活跃度显著提升**

2024 年以来，随着医保集采政策持续深化，药品及高值医用耗材价格体系经历深度调整，传统医保支付驱动的医药领域面临利润压缩与增长挑战。在此背景下，资本加速从政策敏感型赛道撤离，转向“非医保支付主导、消费属性突出、政策免疫性强”的消费医疗领域。医美、

眼科、口腔等赛道因直接对接居民健康消费升级需求，且诊疗服务以自费为主，成为资本避险与价值重构的核心方向。这些领域不仅受益于“健康中国 2030”规划下医疗消费升级趋势，更因连锁化运营的规模效应、技术迭代的创新溢价及抗周期的刚需属性，展现出显著的并购吸引力。

2024 年 4 月，美丽田园以 3.5 亿元战略投资国内第二大美容品牌奈瑞儿核心资产，取得 70% 股权并将其 88 家优质门店纳入体系。随着奈瑞儿门店全面融入，美丽田园业务版图快速覆盖大湾区核心城市及周边重要区域，市场占有率与大健康领域竞争力显著增强，集团门店数量跃升至 554 家。此外，对奈瑞儿的收购推动企业商业模式升级，从过往的“三美模式”全面进化为“双美+双保健”的立体商业格局。

同样是医美行业，2025 年 3 月，爱美客以 13.86 亿元完成对韩国 REGEN Biotech 85% 股权的收购，创下国内医美行业最大单笔并购纪录。作为全球聚乳酸类 (PDLLA) 再生材料龙头，爱美客是韩国首家、全球第三家取得聚乳酸类 (PDLLA) 皮肤填充剂注册证的企业。其核心产品 Aesthe Fill (面部填充) 和 Power Fill (身体填充) 已获 34 国和 24 国准入，凭借多孔微球结构专利技术，可刺激胶原蛋白再生，且安全性获国际认可。这一交易不仅通过 REGEN 的 PDLLA 微球技术补足爱美客在凝胶类再生产品的短板，构建“冻干+凝胶”全矩阵，更借其 34 国分销网络打开欧美市场，同时协同韩国工厂产能降低成本，实现技术卡位、渠道破局、产能协同的三重战略升级。

在眼科方面，爱尔眼科作为行业龙头，2024 年通过多笔并购强化在消费医疗领域的布局，全年发生超 50 起并购交易，成为眼科行业并购活跃度的典型缩影。2024 年 5 月，公司宣布拟以 13.44 亿元收购重庆眼视光、周口爱尔等 52 家医疗机构部分股权；仅两个月后，又公告拟以 8.98 亿元收购虎门爱尔、运城爱尔等 35 家医院部分股权，两次交易涉及 87 家医疗机构，加速渗透地市县域市场。此外，2024 年 6 月，其欧洲子公司收购英国 Optimax 集团 100% 股权，将业务版图拓展至英国市场，该集团在英国拥有 19 家医疗机构。其在 2024 年的密集并购，不仅是企业自身扩张的战略选择，更折射出资本对消费医疗赛道抗政策风险能力及增长潜力的持续看好，凸显了集采压力下非医保依赖型消费医疗领域的并购热度与发展韧性。

### (六) 整合的主题：以股份置换逐步取代现金支付，获得更高效的整合

针对现金收购暴露的商誉减值高企及核心团队流失痛点，股份置换模式正通过利益绑定机制重塑医药行业整合范式。这一模式突破传统现金交易的“零和博弈”局限，核心优势在于：标的股东以股权形式参与收购方价值分配，避免短期业绩压力下的估值泡沫；业绩对赌与股份补偿挂钩，将标的盈利目标与收购方股价表现绑定，降低商誉减值风险；期权计划叠加股权绑定，使核心人员从“被收购对象”转化为“共同创业者”，显著提升团队留存率与整合协同性。

2025年2月，奥浦迈收购澎立生物预案显示，其“股份置换为主+现金支付”的交易结构，为澎立生物股东在标的业绩波动期提供了新选择——通过共享奥浦迈培养基及CDMO业务的技术溢价替代即时现金退出，有效规避潜在的估值分歧与现金流压力。若此次交易达成，奥浦迈CDMO海外订单网络与澎立生物临床前CRO国内客户资源互补整合，未来可构建从早期药物评价到商业化生产的全链条协同体系，有望实现“境内外客户覆盖+技术服务闭环”的双重增效。

### 三、健康产业各细分市场的并购特征及趋势

#### （一）并购-生物医药科技

##### 1、跨国资本深度参与中国创新药资产全球化进程

2024年，跨国制药企业和医疗投资基金持续加大对中国创新药企的投资与并购，谋求获取具有全球竞争力的研发管线与技术平台。默沙东以7亿美元首付款+6亿美元里程碑付款收购同润生物双抗管线CN201全球权益，BioNTech以8亿美元预付款收购普米斯生物100%已发行股本，同时获取普米斯候选药物管线及其双特异性抗体药物开发平台的全部权利，并整合其研发团队与生产基地，标志着中国创新药技术平台已具备全球输出能力。这些交易规模与战略层级的显著提升，进一步验证了中国生物医药创新的全球竞争力。

##### 2、原料药-制剂一体化整合加速产业升级

全球市场对药品质量及供应链稳定性提出更高要求，推动原料药与制剂一体化的产业整合趋势。越来越多药企通过并购实现从原料药生产到制剂制造的全产业链布局。例如，东北制

药收购鼎成肽源 70%股权，获得其自主研发的 DCTY1102 注射液相关权益，该产品有望成为全球第二款、国内第一款进入 I 期临床研究的靶向 KRAS G12D 的 TCR-T 细胞药物，助力东北制药切入细胞治疗赛道。

### 3、AI 驱动药物研发革命催生并购新逻辑

在生物医药领域，人工智能技术正重塑药物研发与行业并购逻辑。凭借强大的数据处理与分析能力，AI 已深度渗透药物研发全流程，显著提升药物发现效率与成功率，成为全球药企的核心竞争焦点。2024 年 3 月，艾伯维宣布以总价 2.125 亿美元收购 AI 制药公司 Landos Biopharma，获取其通过 AI 药物研发平台开发的口服 NLRX1 激动剂 NX-13。大型跨国药企针对 AI 制药公司的并购主要以获取管线资产为核心，补充特定领域的产品能力。随着 AI 技术的进一步落地，AI 在药物研发中的实际应用从概念走向落地，为解决未满足临床需求提供创新路径。

### 4、政策利好和现金流优势叠加，中药行业迎来整合期

中医药产业在政策与资本双重驱动下，加速整合升级。2023 年国务院发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，支持企业跨区域、跨所有制并购重组，叠加医保对中药报销比例提升，为行业发展注入动能。龙头中药企业如云南白药、片仔癀等，通过并购整合产业资源，不断强化自身研发能力和市场占有率，推进中药产业现代化、标准化、国际化的发展进程。

## （二）并购-器械

### 1、进口替代加速：国产龙头企业并购细分技术企业

国家政策大力推进高端医疗器械国产化进程，国产龙头企业加快对细分技术型企业的并购，以迅速获得核心技术与关键产品。2024 年 7 月，心脉医疗宣布拟使用自有资金 6500 万美元（约合人民币 4.63 亿元），收购欧洲医疗器械公司 Optimum Medical。后者拥有市场稀缺且具有差异化竞争的自研产品管线，以及成熟的销售网络和渠道资源，深入的业务合作将显著推

动心脉医疗在欧洲的业务发展。2025年2月，远大医药从南京基金及上海洪昇手中收购南京凯尼特医疗科技有限公司的剩余股本权益。通过此次控股，远大医药将强化其在心血管及神经赛道的产品协同，快速导入目标公司的成熟研发管线，缩短自研周期。

这些并购案例表明，通过整合细分领域的技术与资源，国产龙头企业正加速突破技术壁垒，提升产品竞争力，高端医疗器械领域的进口替代趋势将持续深化，有望重塑行业竞争格局，推动中国医疗器械产业迈向全球价值链中高端。

## 2、智能化整合：AI+医疗器械成为新热点

在技术迭代与政策红利的双重驱动下，AI与医疗器械的深度融合成为中国医疗器械行业发展的新引擎。《“十四五”医疗装备产业发展规划》明确支持AI在医学影像、临床诊断等领域的创新应用，为行业智能化转型提供政策支持。国内企业纷纷通过并购整合，加速AI技术落地。

2024年12月以来，联影医疗三个月内连续两次对联影智能增资。增资行为背后，是联影医疗对于深化AI医疗布局以及加速AI市场化进程的考量。通过进一步整合双方技术资源，实现AI技术与医疗设备的深度融合。

2024年12月，讯飞医疗在港交所挂牌交易，成为24年唯一一家获得中国证监会备案的A股分拆至香港上市企业。标志着“AI+医疗器械”融合模式进入规模化落地新阶段。依托科大讯飞核心技术，其星火医疗大模型已形成覆盖辅助诊断、病历生成、影像分析的全场景解决方案。

AI技术正重塑医疗器械产业格局。通过整合AI资源，企业不仅实现产品智能化升级，提升诊断效率与精准度，更逐步打破国际技术壁垒。随着AI+医疗器械的持续发展，中国医疗器械行业有望在全球智能化竞争中抢占先机，推动产业向高端化、国际化迈进。

## 3、平台化布局：头部企业完善多元化产品矩阵

在医疗行业竞争加剧与需求多元化趋势下，头部医疗器械企业依托并购实现平台化布局，

加速构建多元产品矩阵。国家鼓励企业做大做强、推进产业链协同发展的政策，为并购整合提供有力支撑。

2024年4月，迈瑞医疗完成对惠泰医疗的控股收购。作为国产心血管介入器械龙头，惠泰医疗在电生理、冠脉通路及外周血管介入器械领域拥有完整产品线。此次并购是迈瑞医疗以生命信息支持、体外诊断、医学影像三大业务为基石，通过战略性资本运作快速切入高值耗材新赛道的关键布局。2024年10月，中国生物制药完成对浩欧博55%控股权收购。浩欧博的体外诊断业务与中国生物制药的制药板块形成协同互补——前者凭借过敏及自身免疫诊断技术优势夯实细分领域领先地位，后者依托创新研发平台与全球化市场网络赋能标的企业，通过技术共振与资源整合释放协同效应，推动双方在精准医疗领域的深度布局。

### （三）并购-健康医疗服务

#### 1、专科连锁扩张：消费医疗领域并购频繁

在消费升级与健康意识提升驱动下，眼科、口腔等消费医疗领域需求激增，专科连锁机构通过并购加速规模扩张与品牌塑造，2023-2024年间并购活跃度较高，但是以小型并购为主。

爱尔眼科依托“并购基金孵化+上市公司收购”模式巩固龙头地位。2024年5月，公司斥资13.44亿元收购重庆眼视光等52家医疗机构，地市级医院占比超80%，推动县域市场渗透率提升至35%；同年6月，其欧洲分部收购英国Optimax集团19家眼科诊所，填补欧洲市场空白，境外营收同比增长15%，加速全球战略布局。固生堂则聚焦中医诊疗海外拓展，于2024年3月全资收购新加坡宝中堂。借助当地成熟运营体系，固生堂将国内中医资源与本地化服务结合，海外业务收入占比迅速增长，既满足国际市场需求，也推动中医文化国际化。

专科连锁机构的密集并购，正推动消费医疗行业集中度提升与资源整合。未来，头部企业的持续扩张将优化服务体系，加速行业标准化进程，释放更大市场潜力。

#### 2、数字化升级整合：线上线下医疗融合并购

在“互联网+医疗健康”政策推动下，互联网医疗平台加速并购线下医疗机构，构建线上

线下一体化服务生态。国家出台多项政策鼓励医疗资源融合，为行业数字化升级提供有力支持。

字节跳动通过旗下子公司小荷健康全资收购美中宜和，成为行业典型范例。美中宜和在妇儿医疗领域拥有 15 家医疗及服务机构，尤其在辅助生殖方面经验丰富。字节跳动将其与“小荷健康”APP 整合，推出“线上咨询-线下诊疗”的辅助生殖全流程服务。患者可通过 APP 在线问诊获取诊疗建议，再到线下医院进行精准治疗，该模式突破服务时空限制。京东健康也积极布局融合赛道，战略投资线下连锁诊所，整合线上医药电商、问诊资源与线下服务，打造“线上购药+线下送药+就近问诊”的一站式服务闭环，显著提升用户粘性。

互联网医疗平台与线下机构的融合并购，正推动医疗服务模式革新与资源优化配置。未来，随着数字化技术的深入发展，这种融合将向纵深推进，重塑医疗行业格局，为患者带来更优质便捷的医疗服务。

### 3、困境资产重组：PE 与上市公司重组医院

在医疗行业竞争加剧与部分医疗机构运营承压的背景下，困境医院资产重组成为盘活医疗资源、推动行业良性发展的重要路径。近年来，政策鼓励社会资本参与医疗行业资源整合，为 PE 与上市公司重组医院创造了有利条件。在此环境下，新里程健康对恒康医疗的资产重组，成为行业困境反转的典型案列。

2018 年，恒康医疗因激进扩张陷入债务危机，新里程集团以超 8 亿元收购恒康医疗两支并购基金的全部优先级份额，通过停止基金清算、免除罚息及注入优质资产，成功化解公司退市风险。恒康医疗改选董事会后，新管理层采取系列举措稳定经营，推动 2021 年前三季度营业收入同比增长 10.78%。2022 年 6 月，由新里程健康主导的破产重整计划执行完毕，并联合财务投资人注入 17.9 亿元资金，用于债务清偿、流动资金补充及中药产业升级。2024 年，新里程完成收购控股股东旗下重庆新里程医疗管理有限公司 100% 股权，同年签署框架协议拟收购东营新里程老年医院有限公司 60% 的股权。控股股东通过优质资产的注入，进一步提升公司运营能力和财务表现，2024 年新里程实现归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 296.13%。

新里程健康与恒康医疗的资产重组，不仅为困境中的医疗机构探索出一条重生之路，也为社会资本参与医疗行业资源整合提供了可借鉴的经验，推动医疗行业资源优化配置与可持续

#### **(四) 并购-生物制造**

##### **1、CDMO 行业整合：智能化与规模化并行发展**

随着全球生物药市场持续扩容，CDMO 行业竞争愈发激烈，头部企业在扩大产能规模的基础上，开始聚焦智能化转型与并购整合。2025 年 1 月，昭衍生物对龙沙集团广州知识城大分子 CDMO 工厂的收购，不仅是产能的扩充，更是智能化生产体系的升级。该工厂配备的自动化生产线、智能监控系统以及数据化管理平台，可实现生产流程的精准调控与优化。同时，行业内还出现 CDMO 企业对智能化技术公司的并购案例，如药明生物投资 AI 制药企业，借助 AI 技术优化药物研发与生产流程，缩短研发周期，提高产品质量与一致性。这种智能化与规模化并行的并购趋势，将推动 CDMO 行业向高端化、数字化方向发展，提升企业全球竞争力。

##### **2、技术并购升温：基因编辑与合成生物学深度融合**

基因编辑与合成生物学技术的快速发展，使相关企业成为并购市场的热点，且呈现技术深度融合的趋势。招商局集团战略投资凯赛生物，不仅推动合成生物学技术产业化，还促使基因编辑技术在生物基材料研发中的应用。此外，企业间围绕基因编辑与合成生物学的跨界并购增多，如制药企业收购合成生物学公司，将合成生物学技术应用于创新药物研发；材料企业并购基因编辑技术企业，开发新型生物基材料。这种技术融合型并购，加速了生物制造领域的技术突破与应用拓展，催生更多创新产品与解决方案。

##### **3、生物农业技术并购：赋能医疗原料可持续供应**

在全球对医疗健康和可持续发展关注度不断提升的背景下，生物农业技术领域的并购活动与医疗行业的关联愈发紧密。大型医疗企业通过并购生物育种、生物农药等技术企业，从源头上保障医疗原料的质量与供应稳定性。例如，拜耳集团收购孟山都后，整合双方在生物技术领域的优势，不仅提升了农作物的产量与品质，还将先进的生物育种技术应用于药用植物

培育，成功培育出高活性成分含量的药用作物品种，为天然药物提取提供优质原料。同时，诺华等制药企业参与生物农药企业并购，通过减少农药残留，确保药用植物的安全性，进而提升相关药品的质量标准，推动医疗行业原料供应链的绿色化、可持续化发展。

#### 4、生物基材料产业链整合：革新医疗耗材与器械

随着医疗行业对生物相容性、安全性材料需求的增长，生物基材料产业链整合型并购成为趋势。企业通过并购上下游企业，构建完整产业链，为医疗领域提供创新型材料解决方案。例如，3M 公司通过并购多家生物基材料企业，成功开发出基于生物可降解材料的手术缝线、伤口敷料等产品。这些生物基医疗耗材不仅具有良好的生物相容性，能有效降低感染风险，还可在人体内自然降解，避免二次手术取出。强生公司也积极布局，收购生物基高分子材料企业，将其技术应用于医疗器械生产，推出新型生物基人工关节、心脏支架等产品，显著提升器械的性能与患者的康复效果。此类并购整合推动生物基材料在医疗领域的广泛应用，革新医疗耗材与器械产业格局，为患者带来更优质的医疗产品。

## 四、整合者画像

### （一）产业投资者

#### 1、央国企

以华润、国药、通用技术等为代表的央企/国企医疗集团是并购市场的核心主导力量，央国企资金实力雄厚，其并购逻辑围绕产业链整合与生态闭环构建展开，主要目的为强化市场主体地位、增强供应链安全等，偏好上市公司或者行业龙头，且具有相当规模收入与净利润的并购标的例如：

- 2024 年 8 月，华润三九收购天士力，巩固其行业领先地位，实现中药产业链的补链强链延链，发挥研发协同价值；
- 2024 年 7 月，通用技术集团战略投资东软医疗，完善了前者在医药医疗健康产业的布局

和生态，形成良好的业务协同效应。

## 2、民营龙头企业

民营公司是最重要的市场参与者，以上市公司为代表的民营龙头企业近年在并购市场出手活跃，其并购目的通常是业务拓展或规模扩张，关注协同性和收购价格，并通过并购优化财务表现，最终提升公司价值和股东回报。例如：

- 2024年4月，迈瑞医疗（300760.SZ）收购惠泰医疗，补足耗材短板，形成“设备+耗材”协同；
- 2024年10月，药师帮（09885.HK）宣布收购一块医药，提升上游供应链和商业化服务能力，扩大市场份额。

## 3、跨国公司

以阿斯利康、诺华、强生为代表的跨国巨头，近年频频并购中国本土 Biotech 企业以补充研发管线和技术平台。其并购逻辑从“中国市场准入”转向“技术卡位”，偏好研发型公司，关注技术及产品创新性。例如：

- 2024年4月，Genmab 以 18 亿美元收购普方生物，获得其核心双抗 ADC 产品；
- 2024年2月，阿斯利康以 12 亿美元全资收购亘喜生物，获取核心 CAR-T 细胞治疗技术和领先产品。

## 4、跨界企业（非医疗主业）

2024年9月24日证监会发布“并购六条”，明确支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购。受政策鼓舞和市场需求推动，跨界并购频发，传统行业通过并购切入医疗赛道，寻求新增长。例如：

- 2024年12月，四川双马跨界收购健元医药，布局生物医药中间体研发；

- 2024年9月，蚂蚁集团收购好大夫在线，拓展互联网在线诊疗业务。

## （二）基金

### 1、并购基金

大型美元/双币并购基金是并购市场的重要参与者，通过获得标的公司控制权，对公司进行经营整合和多方面赋能，最终上市或股权出售进行退出。并购基金偏好资产合规、估值合理、业务成熟的大型标的。近年受全球市场波动影响，部分海外并购基金一定程度降低了中国投资比例，同时投资标准进一步提高。出于对资产成熟度和合规性的考虑，尤其关注跨国药企的中国资产出售和上市公司类标的。例如：

- 2024年8月，康桥资本和Mubadala收购优时比在华业务；
- 2023年7月，博裕资本收购秋实公司（Quasar）。

### 2、国资基金及旗下平台

2024年以来，在市场和政策的双重推动下，国资基金在并购市场的身影逐渐活跃。从表现上看，一方面，多地牵头设立并购基金作为抓手，另一方面，并购买方中国资的比例在逐渐增加。国资的参与，一方面有助于地方政府招商引资，推动当地产业发展，另一方面也作为一种“耐心资本”，为标的公司提供了坚实的支持和各类资源赋能。例如：

- 2024年11月，黑龙江省国资委旗下辰能投资以股权受让方式成为ST九芝控股股东

## 五、并购推进的结构性难点与应对机制：五大挑战与策略建议

### （一）历史高估值的锚定效应和遗留问题，交易推进节奏受阻

部分标的企业基于过往高估值融资历史，存在估值锚定效应，对当前市场回调缺乏适应性；同时，部分过往高估值且融资额较大的标的，可能需要通过差异化定价等方式来平衡各方利益，可能大幅度缩减创始团队利益；而买方则更关注盈利基础和资产性价比，双方在价值判断上的

错位拉长了交易周期，降低交易成功率。

**应对策略：**灵活采用结构化支付机制，如“首付款+对赌条款”、“股份置换+分期交割”、差异化定价等方式，平衡风险与回报。此外，可通过收购部分资产或引入股权合作等柔性方式，降低一次性并购压力，提升交易达成的可行性。

## （二）企业家出售意愿不足，非理性预期阻碍交易落地

部分企业家在企业生产经营正常时对出售控制权存在天然抵触，在企业生产经营面临重大困难时又急于出手控制权，且对企业估值缺乏客观认知，存在攀比心理和面子观念。此外，对 IPO 路径的固化认知，也使得部分优质企业错失通过并购实现资源整合和价值释放的机会。

**应对策略：**引导中介机构和潜在买方在交易早期介入，通过财务模拟、行业对标、退出路径设计等方式开展卖方教育与预期管理。对于拥有优秀运营团队的企业，可通过收益分享、管理层激励等方式增加交易意愿与配合度。

## （三）二级市场估值低迷，抑制买方并购意愿

医药板块在资本市场长期估值偏低，使得即便并购具有基本面逻辑，也难以获得资本市场的正向反馈。部分上市公司对市值管理高度敏感，在估值提升预期不足的情况下更趋保守，削弱并购积极性。

**应对策略：**推动并购转向“价值创造导向”，即优先锁定能快速贡献收入和利润的协同型项目。强化并购预案的投资者沟通策略，增强市场对中长期战略价值的理解。同时鼓励长期资金参与交易，缓解短期估值压力。

## （四）政策与融资环境制约并存，交易落地难度上升

医保控费、带量采购等政策持续压缩行业利润空间，收购方在并购后面临整合提效的更高要求；同时，PE 及 Buyout 基金募资困难，并购基金占比偏低，导致资金获取难度加大，进而影响交易落地。

**应对策略：**充分利用现有政策工具，包括“并购六条”中关于税收、审批、融资等方面的支持条款，提升交易效率。探索多元化融资路径，如产业并购基金、REITs、专项母基金、联合体收购等模式，提升资金可获得性与交易结构灵活性。

### **（五）整合与协同风险高，协同价值兑现难度加大**

在跨区域、跨文化、跨领域的并购交易中，组织架构磨合、技术协同路径不清、客户迁移与团队稳定等问题频发，严重制约交易后价值的释放。部分并购项目中，知识产权归属不清、原有技术难以转化、本地团队流失等问题亦常见，降低整合效率，增加经营不确定性。

**应对策略：**推动具备资源统筹能力的产业资本主导并购，特别是具有整合能力的国资平台或上市公司。构建“业务防火墙”机制，在整合初期维持关键业务和人员的稳定，确保核心价值平稳过渡。

### **结语**

随着中国健康产业并购从资本驱动走向战略协同，如何破解当前交易结构中的五大瓶颈，将直接决定产业整合的成败。面对周期波动与外部挑战，亟需通过机制创新、路径优化和资源统筹，构建一套适应新时代的并购解决体系，从而真正实现从“能并购”到“能整合、能创造价值”的跃升。