



THE BOSTON CONSULTING GROUP

# 把握中国医疗技术行业并购投资浪潮

中国医疗技术行业并购及投资趋势分析

罗英、谢靖思

---

2016年9月

# 目 录

<b>1. 中国医疗技术行业并购及投资趋势综述</b>	<b>1</b>
<b>2. 中国医疗技术行业并购及投资的特点</b>	<b>2</b>
<b>3. 不同类型的并购及投资面临不同的挑战及致胜要素</b>	<b>6</b>
3.1 入境并购	6
3.2 海外并购	7
3.3 本土并购	9
3.4 PE/VC投资	10

# 把握中国医疗技术行业并购投资浪潮

## 中国医疗技术行业并购及投资趋势分析

全球医疗技术行业大型并购接连不断，2014年美敦力499亿美元收购柯惠的交易尚有余热，2016年4月底雅培250亿美元收购圣犹达医疗公司的消息又一次惊动整个医疗技术行业。在全球市场不停并购整合、强强联手的浪潮下，中国医疗技术行业又面临什么样的发展趋势？与全球市场有何不同呢？

### 1. 中国医疗技术行业并购及投资趋势综述

近几年，中国国内医疗技术行业<sup>1</sup>的并购势头保持强健，并购案例此起彼伏，2014年和2015年在医疗技术行业，数量和规模都较之五年前有大幅度的提高。2015年全年医疗科技并购交易数量<sup>2</sup>达到四十余起，是2011年并购案例数的两倍以上。而交易规模中值也从2013年的1800万美元左右<sup>3</sup>增长到2015年的5800万美元。单笔交易规模的增加也推动了整体交易市场的水涨船高：中国医疗技术行业并购市场体量由2013年的15亿美元增长到了2015年的40亿美元<sup>4</sup>。

医疗技术投资火热是由几大驱动因素带来：第一、中国医疗行业整体快速发展，加之政府近年发布了一系列促进健康领域发展的各项政策，市场未来发展前景乐观，由此带来了整个医疗行业的投资热潮。其中医疗技术行业相比制药行业虽然规模相对较小，但发展稳定，利润较高。第二、医疗技术行业细分市场众多，一些中等规模的医疗技术企业在一些细分领域做到市场领先者地位，通过并购进入到其他医疗器械细分领域以进一步扩大业务。例如上海微创等中型公司通过并购进入到其他医疗技术细分领域。第三、中国企业海外并购越来越热，中国医疗技术企业也越来越多地到海外寻求并购对象。例如迈瑞、微创和三诺等企业在过去几年都在海外并购方面有较大动作。

当然我们也应该看到，虽然中国医疗技术行业并购发生的数量及规模都呈稳步上升趋势，但与全球医疗技术并购市场仍然存在不小的差距。经BCG分析，全球医疗技术行业并购及投资市场自2010年起，一直保持在每年130~140<sup>2</sup>起交易数量左右；且大约有10%以上为5亿美元以上的交易，规模远大于中国医疗技术行业。这与国际医疗技术行业市场以及金融市场发展的成熟程度相关。

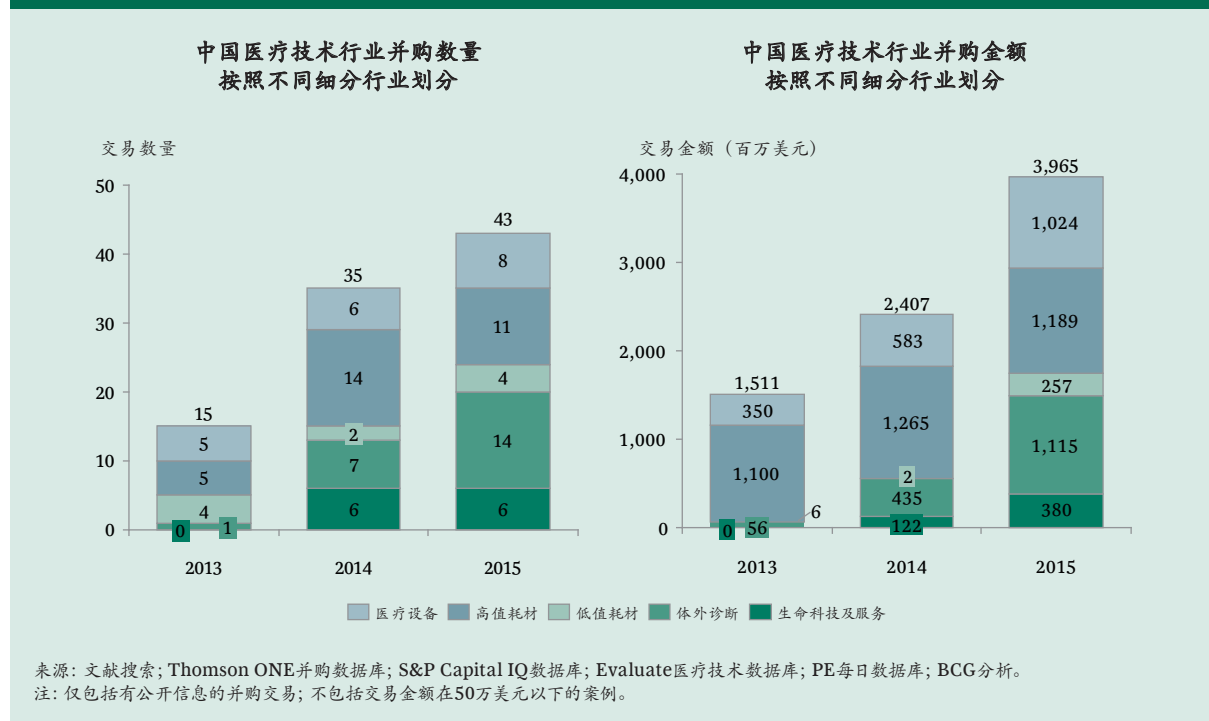
## 2. 中国医疗技术行业并购及投资的特点

观察近几年中国医疗技术行业发生的并购案例，我们发现三大特点：

### 特点一：高值耗材与体外诊断子行业为国内并购投资焦点

从标的所处细分行业来看，近几年中国医疗技术行业并购整合的焦点在高值耗材（包括骨科、心血管等细分领域）、医疗设备以及IVD（体外诊断）这三个细分行业。（参阅图1）2013-2015这3年高值耗材并购交易数量占整个医疗技术行业的30-40%左右，在医疗技术行业中属于“热度”第一的子行业。高值耗材在医疗技术行业里属于体量较大，增长迅速，且利润较高的细分行业，因此备受投资者青睐。而且，由于该子行业内不乏规模较大的本土及外资企业，并购案例的交易金额也都较大。2013年和2014年，高值耗材交易金额占整个行业交易金额的比例高达50-70%左右。在2013年至2015年最近3年的并购投资交易中，以披露交易金额衡量，前五大交易中有一个均属于高值耗材子行业。第一位为中信产业基金分两次总共以11亿美元收购柏盛国际（柏盛的主要产品为冠脉支架），第二位为2013年骨科领域美国史赛克公司以7.64亿美元收购中国骨科企业创生，第四位为心血管领域本土领先企业乐普医疗以3.15亿美元引入以中银基金管理有限公司为首的投资者。若梳理各个细分行业的交易金额规模，我们可以发现高值耗材相较其他子行业来说，交易规模更大，交易金额中位数为6000万美元，是除去医疗设备以外其他子行业的1.5倍左右。

图1：高值耗材和IVD（体外诊断）较受追捧



IVD（体外诊断）子行业热度也持续增加，在最近两年内占据并购数量第二的地位。2015年约30%的并购交易来自于IVD子行业。IVD子行业的收购很多来自于私募投资，尤其聚焦于几个高增长IVD领域，例如化学发光、即时诊断等。例如方源资本投资2.64亿美元于国内领先IVD企业科华生物；英联等投资管理基金以5,600万美元投资国内领先的化学发光诊断仪器试剂厂家科美生物；云峰基金投资国内心肌标志物即时诊断领先企业瑞莱生物。这些案例都标志着投资者对体外诊断这一细分领域的青睐。

除去高值耗材和IVD外，医疗设备也是一个投资热度较高的行业。由于医疗设备都是大型仪器，例如呼吸机、放射治疗设备、超声等大型影像设备，产品单价较高，企业规模较大，因此并购交易金额都较大。以2015年为例，虽然医疗设备并购数量仅占行业的20%左右，但占据并购金额的约30%。这主要来自于几个大型交易的贡献：例如中珠控股以近3亿美元收购深圳一体医疗（肿瘤诊疗设备领域）；星河生物收购玛西普医学（伽马刀治疗设备领域）等。

## 特点二：医疗技术领域的投资者：PE/VC和跨界收购增多

除医疗技术本行业企业外，PE/VC也是医疗技术行业的重要投资者（参阅图2）：PE/VC占据了医疗技术行业并购投资交易数量的30%~40%，甚至在14年占到总交易金额的约60%。除医疗技术行业高增长、高利润的吸引力以外，2013年左右外资企业美敦力和史赛

图2：PE/VC投资增多，跨界进入医疗技术案例增多

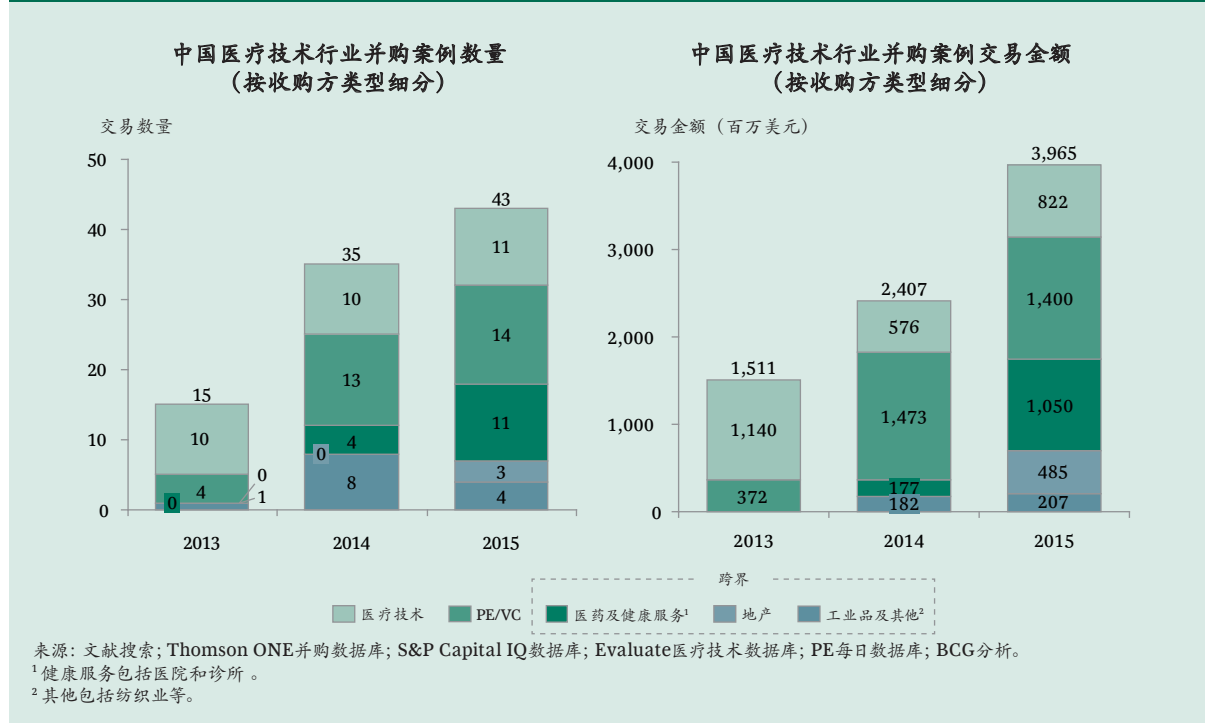


图3：2013-2015年中国前十大医疗技术行业投资并购案例

#	收购方	被收购方	交易金额 (百万美元)	年份	并购类型	被收购方 主要业务领域
1	中信产业基金等	柏盛国际集团有限公司	787 <sup>1</sup>	2015	PE/VC	心血管高值耗材
2	史赛克	创生医疗器械	764	2013	入境并购	骨科高值耗材
3	弘毅投资等	东软医疗	442	2014	PE/VC	影像设备
4	中银基金、兴业基金等	乐普医疗	315	2014	PE/VC	心血管高值耗材
5	中珠控股	一体医疗	298	2015	本土并购	放疗、影像设备
6	微创医疗	美国怀特医疗关节重建业务	290	2014	海外并购	骨科高值耗材
7	信邦制药	中肽生化	288	2015	本土并购	体外诊断
8	三诺生物	尼普洛诊断	273	2015	海外并购	体外诊断
9	方源资本	科华生物	264	2014	PE/VC	体外诊断
10	复星国际	飞顿激光	240	2013	海外并购	激光美容
11	鱼跃医疗	华润万东	186	2015	本土并购	影像设备
12	星河生物	玛西普	181	2015	本土并购	放疗、影像设备
13	红日药业	北京超思	156	2015	本土并购	病患监护仪
14	达实智能	久信医疗	140	2015	本土并购	医疗设备
15	中源协和	执诚生物	139	2014	本土并购	体外诊断
15	红杉资本	鱼跃医疗	139	2014	PE/VC	医疗设备

来源：文献搜索；Thomson ONE并购数据库；S&P Capital IQ数据库；Evaluate医疗技术数据库；PE每日数据库；BCG分析。

注：仅包括有公开信息的并购交易；不包括交易金额在50万美元以下的案例。

<sup>1</sup> 未包括中信产业基金收购Biosensors的另一笔交易（2013年3.12亿美元）。

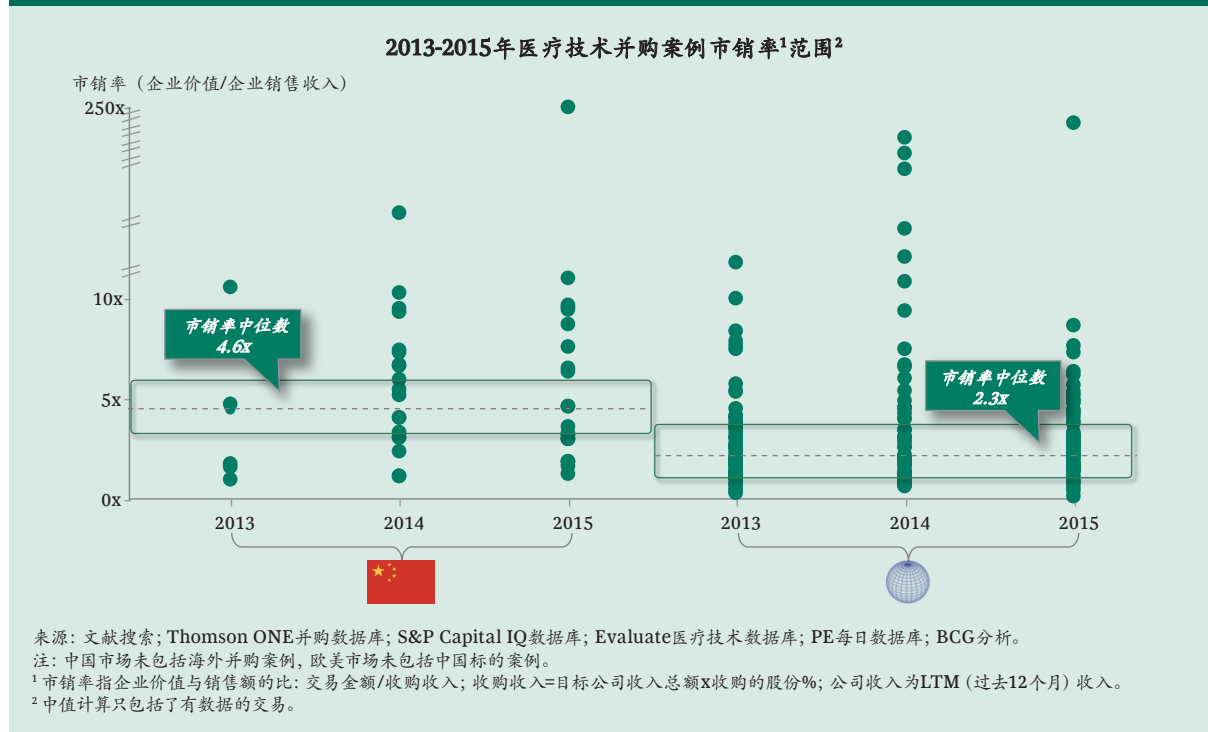
克分别以较高估值收购国内企业康辉和创生，也带动了PE/VC对医疗技术行业的进一步热捧。

近年来医疗技术收购的一个显著特点就是：跨界收购逐渐升温。根据BCG分析，在过去3年医疗技术行业发生的交易中，交易金额排名前15大之中有5个交易来自于制药企业或其他行业的跨界收购，交易目标都是为了实现公司战略转型，进入增长更好的医疗技术行业。例如，作为房地产起家的中珠控股斥资近3亿美元收购深圳市一体医疗科技有限公司100%的股权，借此进入肿瘤诊疗设备整体解决方案领域；信邦制药通过收购中肽生化获得其诊断试剂产品，进一步实现全产业链协同发展的战略；星河生物收购玛西普医学，由传统的食用菌行业过渡至技术附加值更高的医疗器械行业；红日药业通过收购超思由现代中药领域切入家用医疗健康电子产品、移动医疗等领域；作为国内领先的智慧城市建设及建筑节能服务商，达实智能通过收购久信医疗，快速切入医疗专业净化系统建设及数字化手术室领域。（参阅图3）

### 特点三：中国医疗技术标的估值较高<sup>5</sup>

虽然相比于国际市场，中国医疗技术行业的交易数量、交易金额并不高。但是中国企业的估值倍数相对欧美企业都更高一些，这在很大程度上是由于中国企业未来增长潜力以及较强的盈利能力。

图4：中国医疗技术并购案例平均市销率高于欧美市场



由图4可以看到，过去3年中国医疗技术行业的市销率在4.6倍左右，而欧美市场市销率则仅为一半（约2.3倍），且90%的交易市销率在2~4倍之间。

另外虽然各个细分市场在中国并购投资浪潮中火爆程度不一，但是除低值耗材估值较低外（市销率中值3倍左右），其他各细分领域估值指标相差不大（市销率中值约在4到6倍之间）。国际市场上各细分市场估值差异也不大。

同样，如果我们研究过去几年中国医疗技术并购市场中的市盈率指标，可以发现相同的结论：从2013年到2015年间，中国医疗技术市场的市盈率中值在20倍左右，而欧美市场仅在13.6倍左右。

造成中国医疗技术投资并购市场高估值的原因主要有三个。一是医疗技术市场热度持续上升，PE/VC投资及跨界并购不断增多；二是中国医疗技术行业的很多细分行业仍主要以外资企业占据主导地位，本土企业大多历史不长，实力有限，好的标的非常少；三是由于中国医疗技术市场的高速发展，中国企业的增长和盈利前景更好，相比之下欧美市场大多医疗技术市场已经饱和，企业增长缓慢，盈利下降。



### 3. 不同类型的并购及投资面临不同的挑战及致胜要素

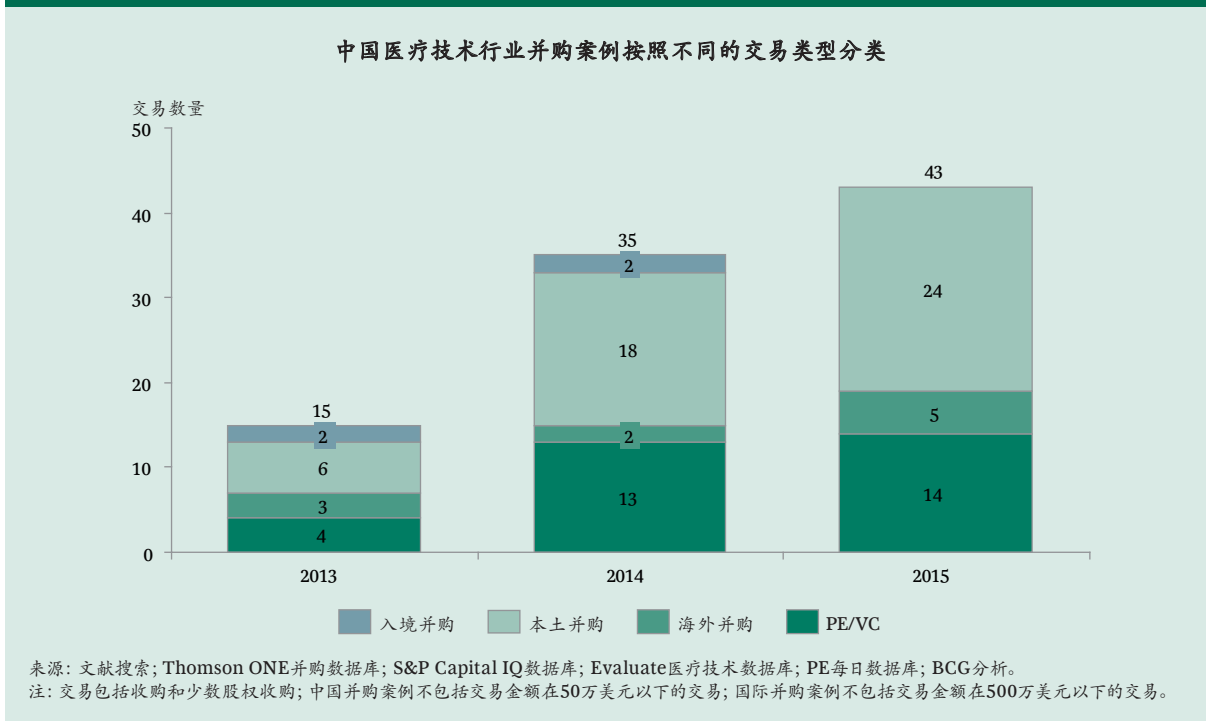
如果将最近3年发生的并购案例按照收购方与标的的国籍来划分，除去PE/VC投资，其他交易可以分为三大类。本土并购：中国企业收购投资中国企业；海外并购：中国企业收购海外企业；入境并购：外国企业收购国内企业。整体来看，可以发现入境并购相对较少，海外并购逐渐增多，本土并购仍为重点（参阅图5）。下面我们总结了出了几类并购的目的、挑战及应对策略。

#### 3.1 入境并购

入境并购（不包括PE/VC投资）数量近年来相对较少。主要由于大多数大型外资企业已经逐渐成功通过自建或并购扎根于中国市场，对于更多的中国企业并购动力减弱。另外中国医疗科技企业大多规模较小但估值较高，也令很多外资企业望而却步。虽然入境并购案例并不十分活跃，但是还是有不少外资企业仍然努力地在中国寻找标的。毕竟，入境投资并购能够给外资企业带来不少好处。包括：

- **扩张到中低端产品细分领域：**不少外资企业通过并购投资本土企业获取中低端产品，与自身的高端产品形成互补；并且利用本土企业的销售渠道，覆盖更广泛的市场。例

图5：本土并购最活跃，海外并购逐渐升温





如2013年美国史赛克公司通过收购本土骨科企业创生，进入中低端创伤骨科植入物市场。

- **享受政府针对本土企业的鼓励政策：**由于政府对于本土企业包括外商在华企业有一些鼓励性政策，例如产品注册、招标、报销等，收购中国公司相比外资企业在中国自建工厂更快。一些外资企业为享受相应的鼓励性政策，选择通过并购的方式以迅速占领市场。近年来几个国外骨科企业收购本土的骨科企业很多都有这方面的考虑。
- **税收优势：**一些外企注册地对企业征收较重的企业所得税，例如美国。与其将在国际市场赚得的利润带回本国缴纳庞大的税负，还不如将利润在国外通过投资并购促进当地业务发展。

外资企业在入境并购过程中会面临一系列的挑战，包括：

- **并购前挑战：**市场信息相对不透明以及不准确，缺少规模足够又符合外资企业战略需求的标的。
- **并购中挑战：**欧美大型跨国企业通常在营销合规性和生产质量标准等方面有非常高的要求。很多本土企业不能满足外企这方面严苛的要求。
- **并购后挑战：**外资企业在并购后遇到的最大挑战是如何整合国内企业。很多大型外资企业习惯于将中国企业按照职能（如营销、生产、研发等）完全整合到外资企业里，但很多时候完全整合会使被并购的中国企业失去在生产成本和渠道上的优势，及研发上的灵活性。

BCG针对外资医疗技术企业入境并购面临的挑战提出三点建议。

- **尽可能利用更多的渠道以获取信息：**尽量利用所有可能的信息来源提高对标的的了解，例如通过第三方报告，企业访谈、市场调查等；有效排列并购考量标准的优先级，企业的成长潜力与战略适合度比企业规模更为重要。
- **有效衡量并购风险：**在并购中全面的尽职调查，并切实了解收购目标的实际运营问题并预先设计风险解决方案至关重要。
- **耐心面对整合挑战：**整合后在推行国际质量标准上要面对现实，并且需要有耐心。很多时候外资企业与被收购企业分开运营可能比强制整合效果更好。

## 3.2 海外并购

近十年来，中国企业整体海外并购持续升温。得益于相对宽松的海外并购政策、充裕

的现金储备以及中国企业的崛起。虽然从中国整体看，医疗技术行业的海外并购数量仍然不多，但我们看到有越来越多的医疗技术企业在探索海外并购的可能性。BCG观察到几个典型医疗技术行业海外并购案例及其推动原因：

- **通过海外并购弥补技术差距：**迈瑞于2013年收购美国Zonare公司，目的是获取其高端的超声技术来弥补现有产品的技术缺口。
- **通过海外并购扩张全球市场：**三诺生物于2016年初完成对尼普洛诊断的并购，通过该并购获得标的的全球销售网络，尤其是美国的销售渠道，这有助于三诺将其产品打入全球市场。
- **海外标的拥有更好的性价比：**微创于2013年以1.1倍市销率收购美国怀特医疗的关节重建业务，远远低于当时众多国内骨科公司的要价。虽然怀特的业务处于增长放缓和亏损状态，相较于国内骨科企业怀特拥有更先进的产品技术。

中国企业海外并购刚刚起步，还面临着许多艰难险阻，主要体现在并购战略制定、尽职调查和并购后整合等三个阶段：

- **并购战略不清：**不少企业缺乏清晰的并购战略路线图，并购目的不清，或对协同效应规划不足。一些企业推行海外并购并非出自战略考量，而是因为政府的鼓励，或中介机构的推荐。
- **尽职调查专业能力不足：**缺乏国际化经验、对海外商业法律环境和盈利模式理解不深，组织和协调商务、法律、财务、人力资源等内外部资源的能力缺失，对尽职调查风险点评估和决策能力不足。
- **并购后整合困难重重：**并购后整合，根据BCG的研究分析显示，很多中国买家在实施收购后是否进行整合的问题上犹豫不决，而不少决定实施整合的企业，其整合效果难以达到预期。

BCG针对中国医疗技术企业海外并购面临的挑战提出三点建议：

- **厘清战略：**根据公司愿景和战略，结合行业发展趋势分析，梳理企业海外并购的目标和领域。
- **有效执行：**企业应有效管理尽职调查、谈判和批准流程，识别交易风险和进行决策。在交易完成前就对整合进行规划，交易完成后有效执行前期规划，争取实现协同效应和公司成长。
- **能力建设：**中国企业如果把并购视为发展的重要路径，需要培养企业内部国际并购的

能力，包括交易寻找和交易执行等方面的人才并建立专业管理流程和考核机制。中国企业还需要吸引和保留国际化高端管理人才，为并购后对标的公司的管理做好充分准备。

### 3.3 本土并购

本土并购依旧是中国医疗技术行业的活跃重点。在2014年和2015年，有50%-60%的并购交易属于本土并购。本土并购的几大诱因是：

- **扩充产品线：**通过并购，进入到新的产品或业务领域。2014年迈瑞通过收购上海长岛生物技术有限公司，增强了血栓止血检测试剂的研发、生产和销售能力，拓展了自身体外诊断的产品组合，增强了迈瑞在心血管疾病检测市场的市场地位。
- **扩张产业链上下游：**通过并购进入上下游产业，形成整个产业生态圈。2014年，乐普医疗收购北京金卫捷科技发展有限公司。通过该次并购，乐普医疗成功布局移动医疗这一产业链下端，为乐普医疗建立包括医疗器械、医药、医疗服务和移动医疗四位一体的心血管全产业链平台型企业的战略目标再进一步。
- **实现公司战略目标的转型：**非医疗技术企业通过并购进入到该行业，实现战略转型。2015年，红日药业以1.56亿美元收购100%超思股份，由现代中药业务转型进入家用医疗健康电子产品领域。现阶段产品重点包括远程多参数监护仪、远程心电检测仪、脉搏血氧仪、血压计等新型医疗健康电子产品，未来红日药业还计划向可穿戴设备和移动医疗平台领域布局。

与其他收购方式类似，本土并购同样也面临一些关键挑战：

- **具有吸引力的并购对象少：**大中型的或者优秀的本土企业有较高意愿上市，被收购的意愿较低；小型企业的业务吸引力可能不高，或者仍处于早期发展阶段，较难衡量潜力。并购标的不多。
- **本土企业标的估值较高：**由于医疗技术行业是投资热点，投资者数量众多，但并购目标有限，导致合适的标的估值较高。另一方面，中国企业的产品大多属于中低端，技术壁垒较低，整体性价比相对海外标的较低。
- **并购后实现价值速度较慢：**由于本地标的大多数规模较小或者处于早期发展阶段，被收购业务实现业务增长，实现盈利和价值变现的时间通常比较长，需要多年积累。

BCG针对中国医疗技术企业本土并购面临的挑战提出三点建议。

- **明确交易目的：**明确收购交易可以带来的战略影响和协同效应，不为收购而收购。

- **考虑海外并购：**实力强的本土企业可以考虑到海外去搜寻目标企业，标的数量更多，估值较低。但要对并购后管理的挑战做好准备。
- **提升交易专业度：**建立专业化的并购管理流程，持续寻找标的，实行专业尽职调查，提前规划整合，有效实行并购后整合，力争从早日开始实现协同效应。

### 3.4 PE/VC投资

PE/VC投资已经成为医疗技术行业中的重要投资者，过去3年里每年都有大约30%左右的交易由PE/VC投资机构完成。此类投资案例面临的挑战与本土并购案例相近，BCG针对PE/VC投资面临的挑战提出几点建议：

- **建立医疗相关能力：**在医疗技术市场建立知识和能力。许多时候，公司所有者决定是否出售标的，并不单纯看投资者的估值，还看投资者能给标的带来多少价值，如果投资者能在产品审批、招投标、报销和投后管理等方面提供更多的帮助，公司所有者将更愿意出售。
- **标的搜索：**开放心态，考虑小型细分市场，因为大型细分市场中的顶级标的很多已经被投，但小型细分市场中可能还有一些优质标的。另外，可以考虑一些以中国为主要市场的海外医疗技术公司，这类公司相对国内企业来说资产较为优质但估值相对较低。
- **投后管理：**建立强有力的投后管理团队，大多数标的是中小型企业，管理能力有限。投资者需要投入大量精力，帮助标的公司提升管理水平，甚至可能需要投入专业管理团队。另外可以考虑通过组合多家医疗技术公司，或沿价值链拓展，例如从医疗技术产品拓展到相关医疗服务，迅速将企业做大做强，创造更大的价值。

总结来说，中国医疗技术行业市场在 market 需求的带动下，及相关政策的鼓励下，将继续稳定增长，医疗技术市场的并购投资热也将长期持续。在这个风起云涌的市场中，各类企业需要设计适合的并购战略，有效把握并购投资的浪潮，加速企业的发展。

**注：**

1. 本篇文章医疗技术行业包括高值耗材（例如骨科、心血管产品等），医疗设备（例如影像设备、呼吸机、血透、监护仪等），低值耗材（例如创伤护理、输液设施等），体外诊断，生命科技及服务（例如基因测序、医疗IT服务等）等细分行业。未包括药品（如化药、生物药、中药）、医疗服务（如医院）等细分行业。
2. 本篇文章交易数据来源于Thomson One M&A、S&P Capital IQ、Evaluate医疗技术、PE每日等数据库；国内并购市场分析未包括交易金额小于50万美元的交易，国外并购市场分析未包括交易金额小于500万美元的交易。
3. 交易金额以当时汇率换算成美元。
4. 只包括了公开交易数据的并购投资案例。
5. 计算各项估值倍数时，中国市场未包括海外企业为标的的并购，国际市场未包括中国企业为标的的并购；市销率及市盈率采用LTM（过去12个月）收入及盈利数据。

### 关于作者：

**罗英**是波士顿咨询公司（BCG）合伙人兼董事总经理，以及BCG医疗科技领域的大中华区负责人，常驻北京办公室。她在医疗保健行业拥有20年的丰富经验。如需联络，请致信luo.ying@bcg.com。

**谢婧思**是波士顿咨询公司（BCG）前项目经理。

### 致谢：

作者特别感谢参与本报告研究并提供支持的Andre Kronimus和关晓宇，以及报告的编辑和制作团队成员：顾璨、安健、梁瑜、詹慧和连淼。



### 关于波士顿咨询公司：

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球48个国家设有85家办公室。欢迎访问我们的网站：[www.bcg.com](http://www.bcg.com)了解更多资讯。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：[bcgperspectives.com](http://bcgperspectives.com)，或登陆我们的大中华网站：[www.bcg.com.cn](http://www.bcg.com.cn)，或发送邮件至：[greaterchina.mkt@bcg.com](mailto:greaterchina.mkt@bcg.com)。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号：BCG波士顿咨询；ID：BCG\_Greater\_China；二维码：



© 波士顿咨询公司2016年版权所有

09/16



BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP