

个人报告（中文）

医疗健康，这风口有多大风？

——中国 VCPE 医疗健康市场一览

Venture Capital & Private Equity (M380035)

Professor: Wu Fei

HUANG Zile

April 2019

医疗健康，这风口有多大风？

——中国 VCPE 医疗健康市场一览

引言：

位居中国 VCPE 市场交易数量和融资规模前三甲的信息技术、可选消费和医疗健康，无疑是目前 VCPE 市场最大的风口。尽管医疗健康行业在 2018 年成交份额次于信息技术和可选消费，但相较于 2017 年，份额提升最为明显。

近两年频发的医疗健康社会事件，如假疫苗、鸿茅药酒和权健“保健帝国”等事件吸引了公众广泛的关注。医疗健康行业同样因为国家政策支持力度的加强、“互联网+”医疗技术的发展和众多大型医疗健康企业 IPO 带来的优渥回报，受到了众多资本的青睐和追逐。

本报告的框架是从中国 2018 年 VCPE 整体市场入手，然后主要分析中国医疗健康行业的市场概况、轮次结构、细分行业、并购市场和 IPO 市场，最后对未来的中国 VCPE 医疗健康市场做一点粗浅的展望。¹

¹ 本文所有数据见附件“HUANG Zile_黄子乐_个人报告数据底稿”

全文结构

一、2018 年中国 VCPE 市场分析

- （一）市场概况：募资较难、市场下行压力大
- （二）轮次结构：Strategy 轮融资规模最大，天使轮增长迅速
- （三）行业分布：2018 年医疗健康行业份额提升显著

二、2018 年中国 VCPE 医疗健康市场分析

- （一）市场概况：获资本高度关注，站在风口上
- （二）轮次结构：A 轮、B 轮和 C 轮融资占主导地位
- （三）行业分布：医疗服务和医药行业占主导
- （四）生物科技：亮眼的增长引擎

三、2018 年医疗健康行业并购分析

- （一）并购市场概况：并购空间大，市场逐渐回暖
- （二）并购市场行业分布：医药行业拔得头筹

四、2018 年医疗健康行业 IPO 分析

- （一）IPO 市场概况：数量锐减，大额交易抬升募资规模
- （二）IPO 市场行业分布：依然由医药行业拔得头筹
- （三）典型案例：药明康德，医疗技术行业龙头
- （四）医疗健康企业去哪 IPO：科创板、香港还是纳斯达克？
 1. 上市条件
 2. 估值水平
 3. 隐形成本
 4. 小结

五、中国 VCPE 医疗健康市场展望

六、全文总结

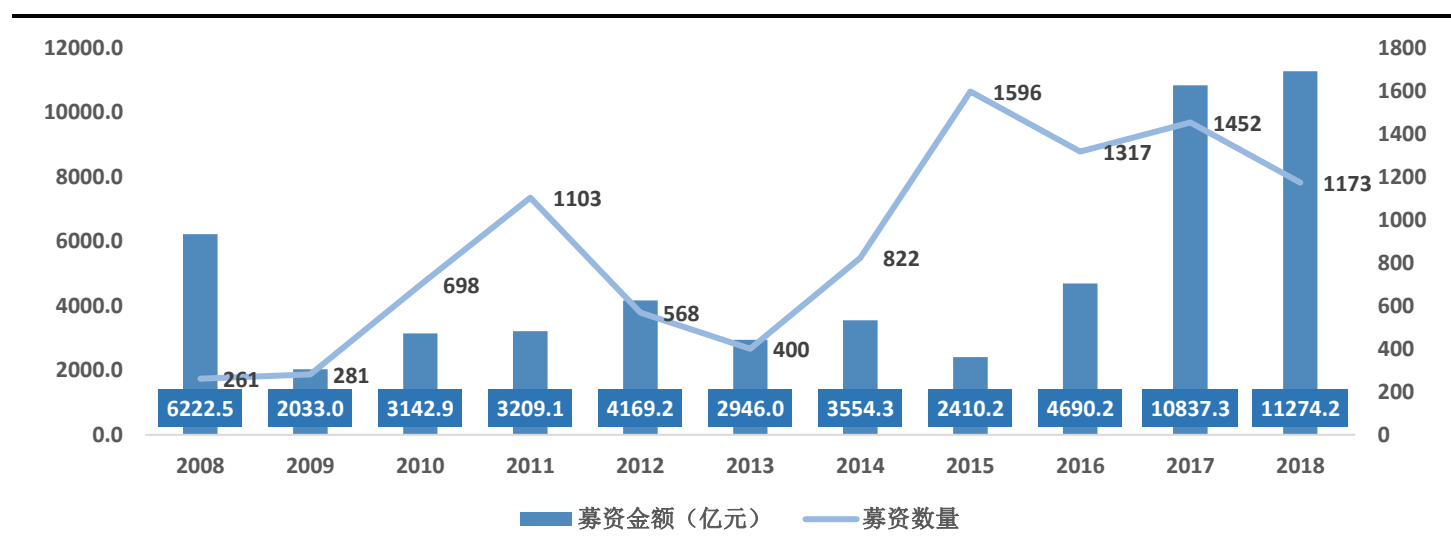
正文

一、2018 年中国 VCPE 市场分析

（一）市场概况：募资较难、市场下行压力大

2008 至 2018 年，中国 VCPE 市场募资情况波动较大。在 2009 至 2015 年间出现了一个低谷期，募资金额增长较慢，甚至出现负增长。自从 2015 年之后，募资规模呈现逐年上升态势，其中尤以 2016 至 2017 年的跨越最大，从 4690 亿元增长至 10837 亿元，增幅达 1.3 倍。

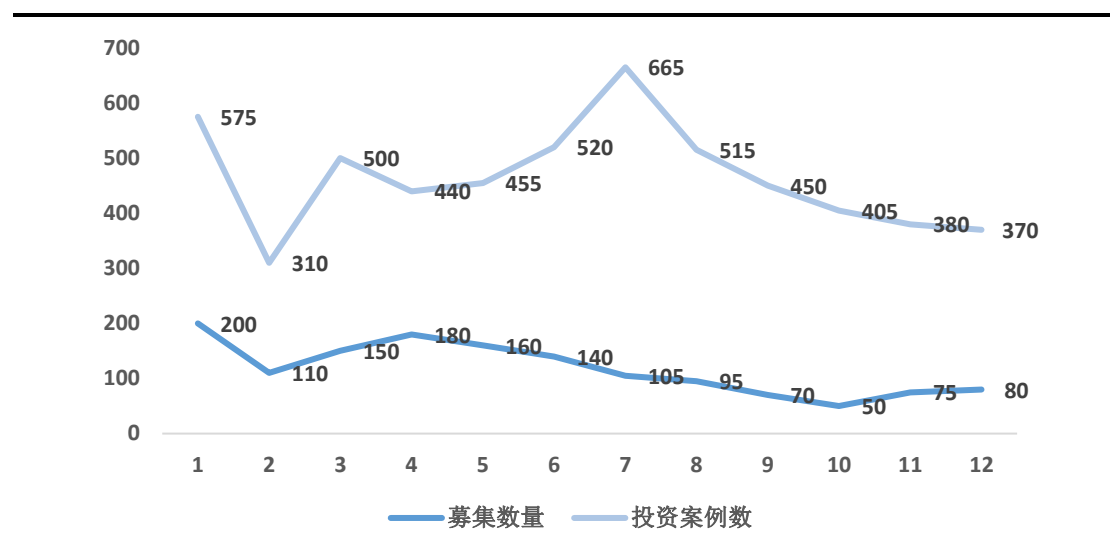
图 1：2008-2018 年中国 VCPE 市场募资规模



资料来源：Wind，西南证券研究所

2018 年募资金额小幅上扬至 11274 亿元，但募资个数下滑至 1173 件。就 2018 年各月份变化而言，总体呈下滑趋势，2018 年 5 月份之后，募集数量呈现回落，而投资案例在 7 月份到达峰值之后，也逐渐下跌。

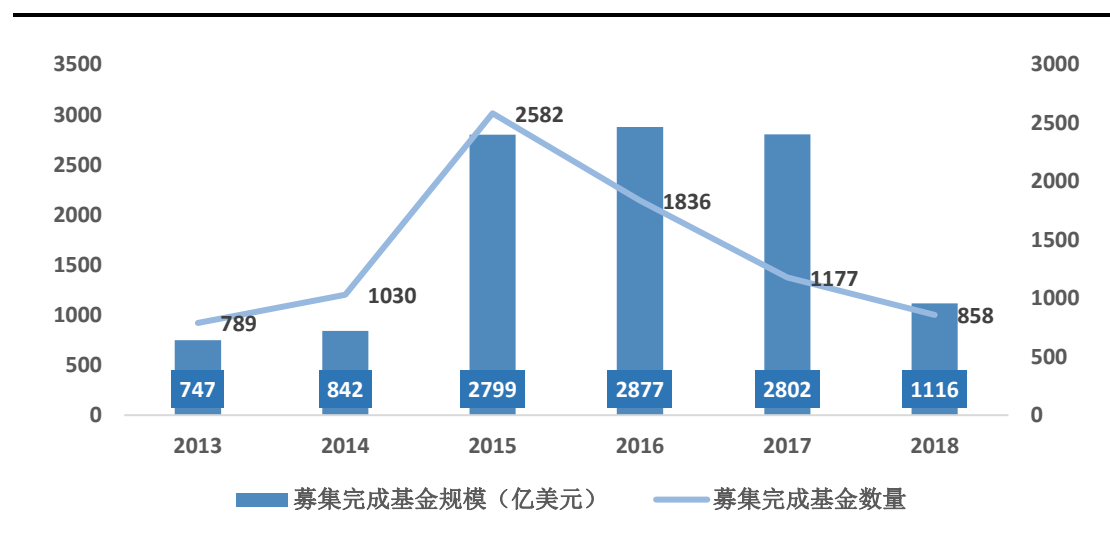
图 2：2018 年各月份募集数量和投资案例数



资料来源：Wind

2018 年 VCPE 募集完成基金数量和规模大幅缩水，募集完成基金共 858 支，同比下降 27.1%；募资总规模 1116.35 亿美元，同比大幅下降 60.16%。原因可能在于：在金融行业去杠杆背景下，各募资通道受阻以及风控要求提高，导致机构募资难度加大。LP 在此背景下，进一步提高甄选标准，倾向于将资金注入头部机构，中小机构募资难度更大，导致募资情况两级分化。

图 3：2013-2018 年中国 VCPE 市场募集完成基金情况



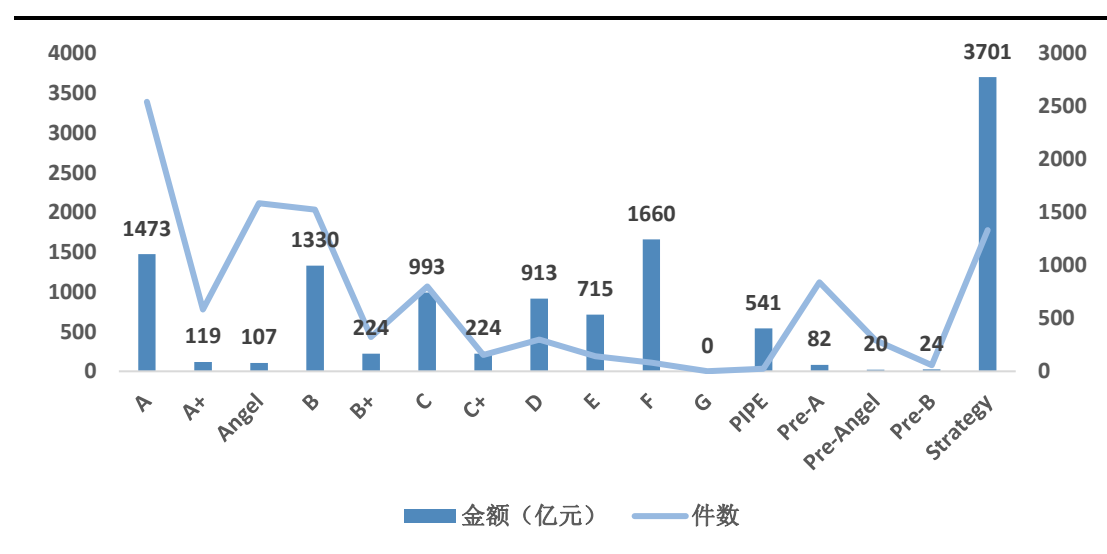
资料来源：CVSource

(二) 轮次结构：Strategy 轮融资规模最大，天使轮增长迅速

2018 年中国 VCPE 投资结构相对集中度不高，从 Pre-Angel 轮至 F 轮均有比较可观的投资金额。2018 年 Strategy 轮融资规模最大，全年共有 1331 件投资案例，总融资规模达 3700.71 亿元，F 轮、A 轮和 B 轮尾随其后。从投资案例看，A 轮、天使轮和 B 轮位居前三甲。投资战线往前端的 Pre-Angel 轮和天使轮延伸，后端延伸至 Strategy 轮。

2005 年之前，天使轮投资还较为少见，但 2009 年之后快速增长，近 5 年一直维持在 1000 个案例左右，天使轮案例的大量出现，可能因为后期投资项目的选择随着投资市场的竞争加剧，变得愈发困难，大量资本往前端延伸以提前挖掘优质企业。与天使投资增加不同的是，PE 投资案例在 2017、2018 年均有明显下降，案例个数和投资额也呈现收缩态势。

图 4：2018 年中国 VCPE 市场融资轮次情况



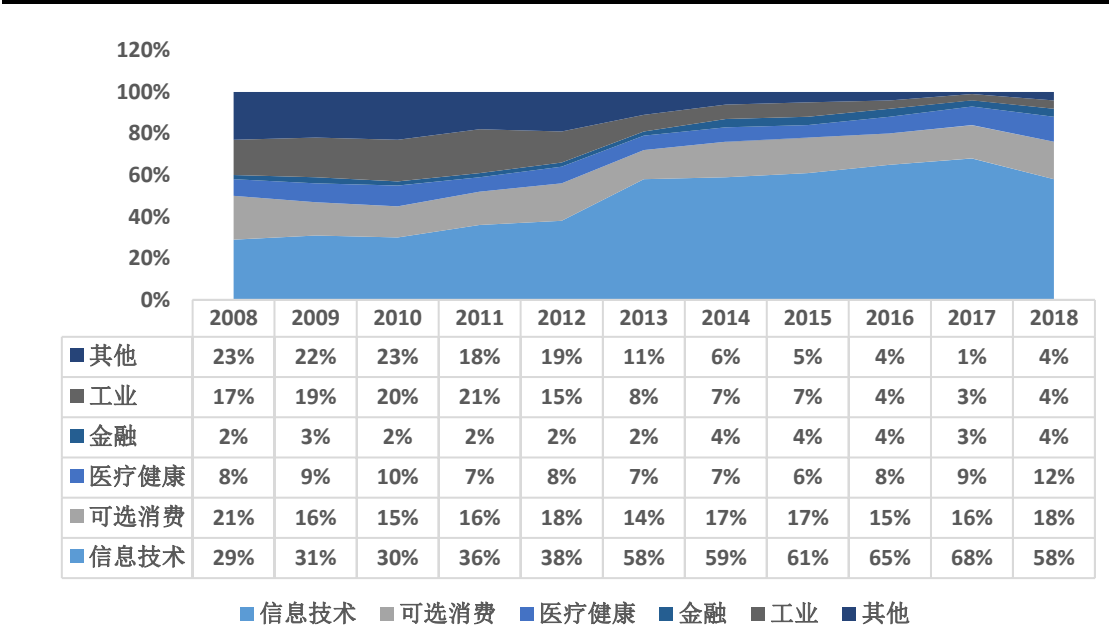
资料来源：Wind、西南证券研究所

（三）行业分布：2018 年医疗健康行业份额提升显著

2018 年从交易数量上看，前三行业分别是信息技术、可选消费和医疗健康，投资数量分别是 2927、925 和 597 件。就市场份额而言，前五大行业分别是信息技术、可选消费、医疗健康、金融和工业。

2008 年至 2018 年这十年间，信息技术份额占比最大，总体呈现上升态势，2018 年虽然有所回落，但与第二名可选消费的差距仍比较明显。医疗健康行业同样呈现增长态势，份额由 2017 年的 9%增长到 2018 年的 12%，是 2018 年份额提升最为明显的行业。

图 5：2018 年中国 VCPE 市场前五大行业成交份额



资料来源：Wind

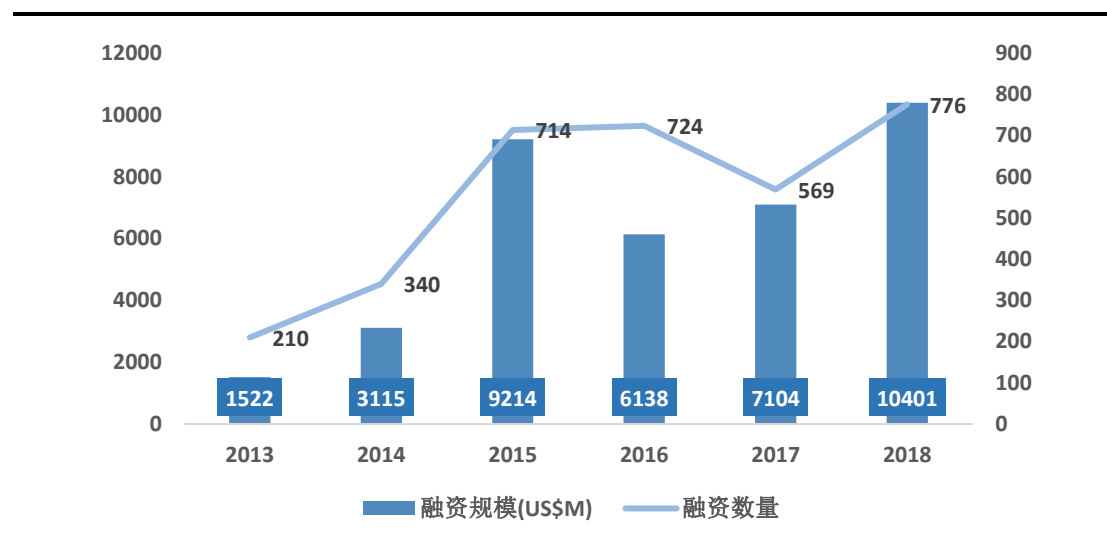
二、2018 年中国 VCPE 医疗健康市场分析

（一）市场概况：获资本高度关注，站在风口上

在 2013-2014 年、2016-2017 年，融资规模增速放缓，在 2015 和 2018 年出现比较明显的反弹。在 2018 年，无论是融资案例和数量均出现大幅增长。776 起融资案例比 2017 年增长 36.38%，104.01 亿美元的融资规模较 2017 年增长 46.41%。就细分行业占比变化而言，医疗保健设备与服务占比下降，从 2017 年的 57.1% 下降到 2018 年的 52.1%，而制药、生物科技与生命科学行业则保持稳定增长态

势。

图 6：2013-2018 年中国医疗健康行业融资情况

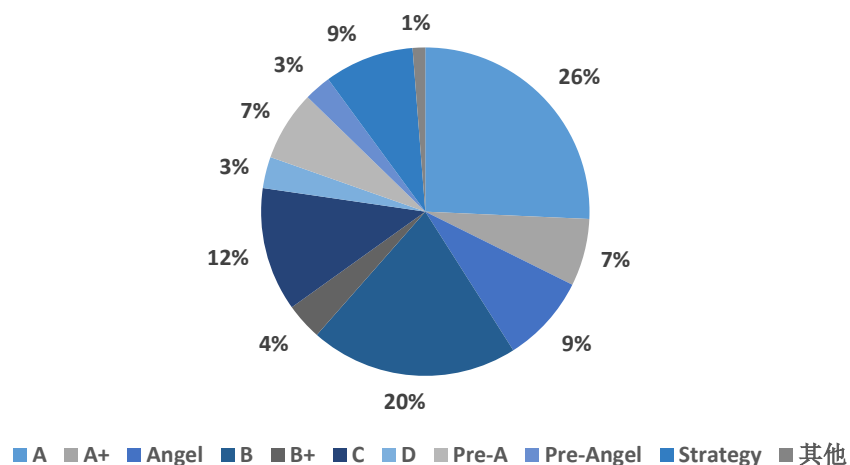


资料来源：CVSource

（二）轮次结构：A 轮、B 轮和 C 轮融资占主导地位

在该行业中，A 轮、B 轮和 C 轮为融资占比前三甲，分别占 27.71%、20.49% 和 12.19%。和信息技术行业相比，医疗健康行业的投资轮次有着较为明显的特点，天使轮占比并不高，而是按照 A、B、C 轮投资次序依次递减。原因可能在于，医疗健康行业准入门槛较高，投资者偏好比较稳健、低风险的投资策略，投资类型偏向风险厌恶性。

图 7：2018 年中国医疗健康行业融资轮次结构



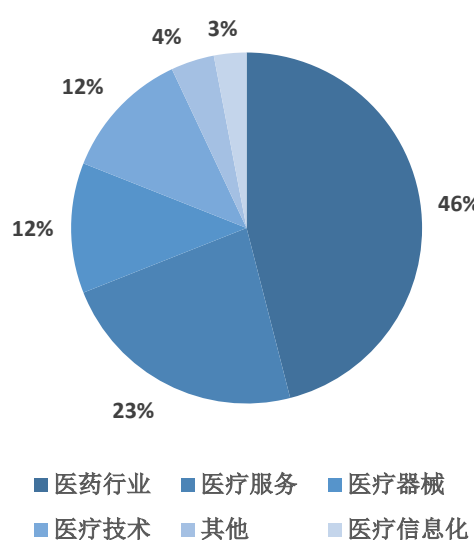
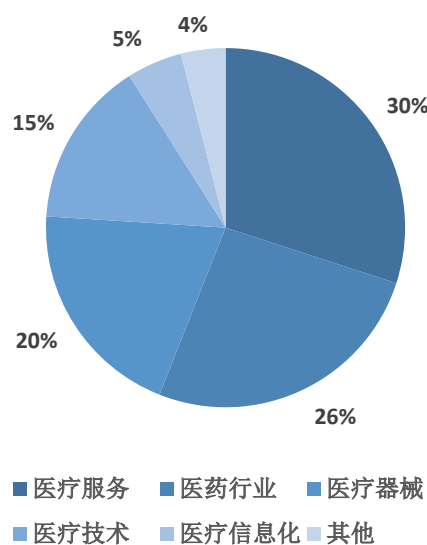
资料来源：Wind、西南证券研究所

（三）行业分布：医疗服务和医药行业占主导

在 2018 年，就交易数量而言，占比最大的细分行业为医疗服务，其次为医药行业，分别占比 30%和 26%，合计为 56%，超过整个行业占比的一半。就交易规模而言，医药行业为当之无愧的支柱，行业占比为 46%，医疗服务位居第二，占 23%份额。

图 8：2018 年细分行业交易数量

图 9：2018 年细分行业交易规模



资料来源：CVSource

（四）生物科技：亮眼的增长引擎

在细分行业中，生物科技表现得尤为显眼，已经成为近几年推动医疗健康行业 VCPE 投资的重要引擎。2018 年生物科技的投资金额和案例均创下历史性新高，346.05 亿元的投资额比 2017 年增长 115%，244 个投资案例比 2017 年新增增加了 137 个。

生物科技领域 2018 年出现了许多金额较大的投资案例，前十五案例合计投资额接近 75.6 亿元，细胞治疗和单克隆抗体成为市场热点。丽珠单抗，作为国内领先的单抗平台，以 10 亿元的 A 轮融资额位居 2018 年中国 VCPE 生物科技投资企业榜首。²

三、2018 年医疗健康行业并购分析

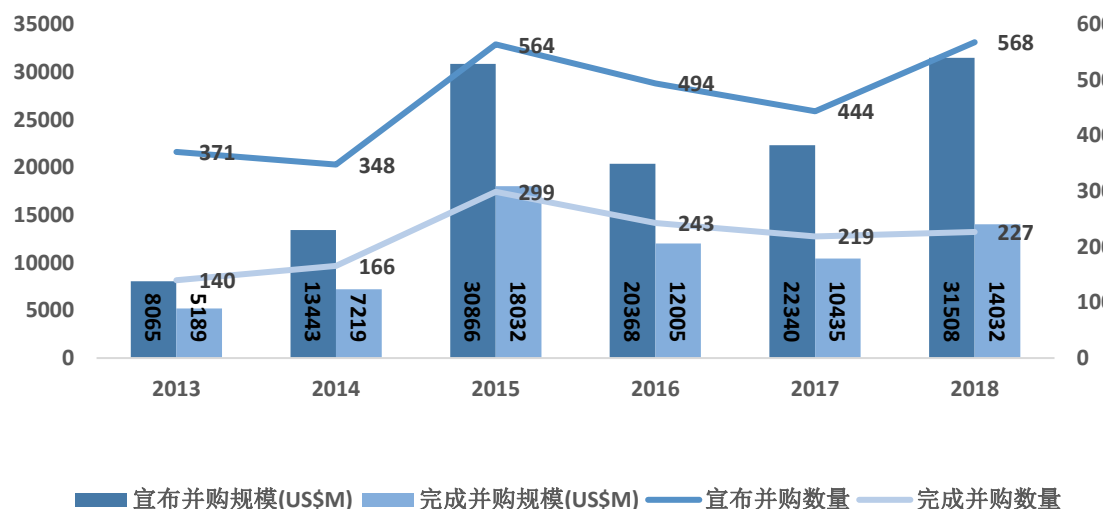
（一）并购市场概况：并购空间大，市场逐渐回暖

目前我国医疗健康领域行业集中化过程仍在进行，产业内并购整合有利于产业链的构建和协同，产生更为可观的效益，提高产业资源配置效率。

2013 至 2018 年，完成并购数量由 140 件上升到 227 件，完成并购规模从 51.89 亿美元上升到 140.32 亿美元，期间 2015 年和 2018 年均出现较为明显的反弹。2018 年的并购数量和规模增速加快，宣布并购数量和规模同比上升 27.93% 和 41.04%，完成并购规模同比上升 34.47%。

图 10：2013-2018 年中国医疗健康市场并购情况

² 资料来源：《证券市场红周刊》



资料来源：CVSource

（二）并购市场行业分布：医药行业拔得头筹

随着药品创新政策的推行和多点执业的放开，2018 年在细分行业中，医药行业在并购数量和规模方面位居榜首，凭借 97 起交易数量和 60.75 亿美元的交易规模位居行业首位。

图 11：2018 细分并购市场交易数量

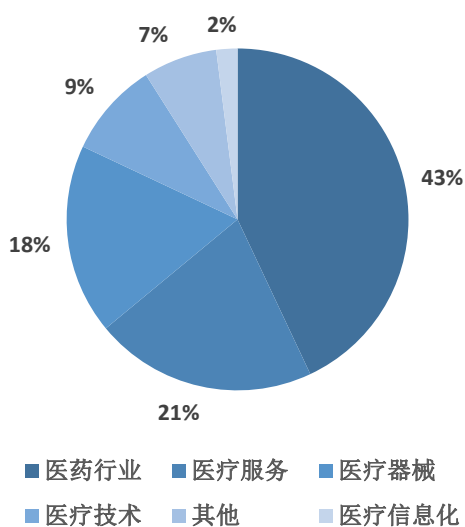
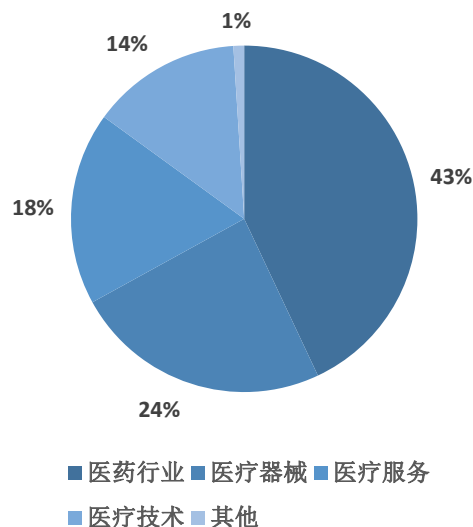


图 12：2018 细分并购市场交易规模



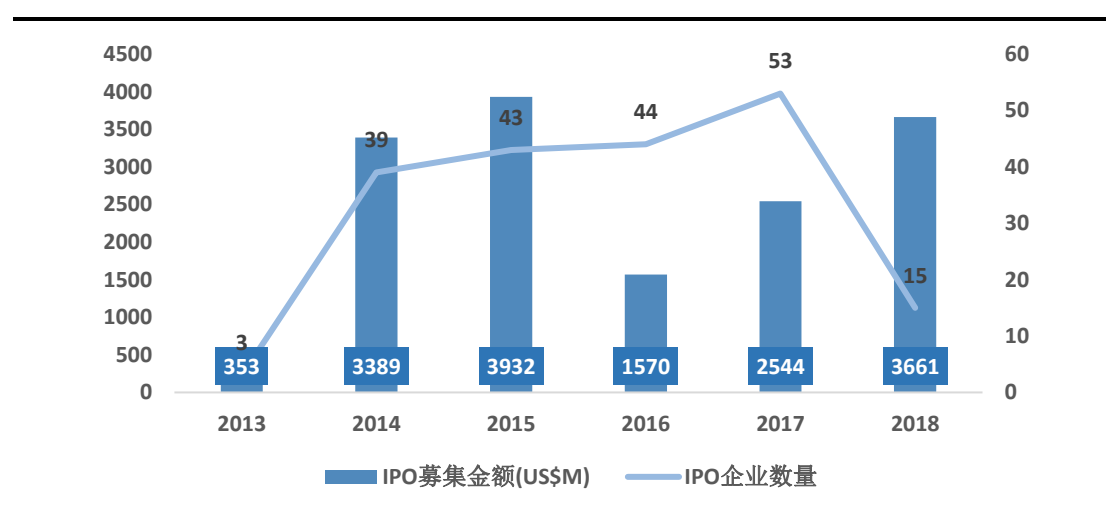
资料来源：CVSource

四、2018 年医疗健康行业 IPO 分析

（一）IPO 市场概况：数量锐减，大额交易抬升募资规模

2013-2018 年中国医疗健康行业 IPO 募集金额在 2014、2015 和 2018 年均出现较高数值，IPO 企业数量总体逐步上升，但在 2018 年出现急剧下跌情况。2018 年医疗健康行业 IPO 数量仅为 15 起，原因可能是港交所新规³吸引了大部分医疗健康企业赴港上市。但受大额交易的带动，2018 年 IPO 募资总额为 36.61 亿美元，同比增长 43.90%。

图 13：2013-2018 中国医疗健康行业 IPO 情况



资料来源：CVSource

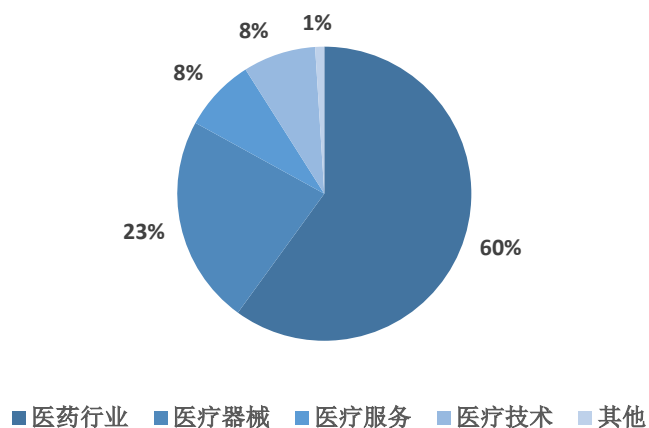
（二）IPO 市场行业分布：依然由医药行业拔得头筹

在 2018 年，就 IPO 数量来看，医药行业凭借 60% 的行业占比位居榜首，医疗器械凭借 23% 占比居其次，医疗服务和技术各占 8%。2018 年 IPO 企业中，规模最大的 5 家医疗健康企业均赴香港上市，其中百济神州、信达生物、歌礼制药

³ 港交所新规于 2018 年 4 月 30 日生效，主要有三大修订：1. 容许未有收入的生物科技公司上市；2. 容许同股不同权的公司上市；3. 为寻求在香港作第二上市的内地及国际公司，设立新的便利渠道。（资料来源：港交所公告）

和君实生物均属医药行业。

图 14：2018 年医疗健康 IPO 市场细分行业交易数量



资料来源：CVSource

（三）典型案例：药明康德，医疗技术行业龙头

药明康德是我国规模最大、全球排名前列的小分子医药研发服务(CRO)企业。公司主营业务为小分子化学药的发现、研发及生产的一体化平台服务，为全球制药企业，提供各类新药的研发、生产及配套服务。

截至 2017 年 9 月 30 日，药明康德为客户在研 1000 余项新药开发项目，同时支持或承载着包括辉瑞、礼来、默沙东等全球多家知名药企的 200 多个临床 I-II 期、30 多个临床 III 期及商业化阶段的小分子化学药生产。⁴

目前，在 A 股市场上，与药明康德同属 CRO 行业的公司还包括泰格医药、博济医药、凯莱英、博腾股份等。不过，就业务规模和体量而言，药明康德无疑是龙头。

药明康德在 2018 年于 5 月份和 12 月份分别在上交所和港交所上市，募资金额达 10.11 亿美元，拉动 2018 年医疗健康 IPO 行业募资规模上涨。共计 16 家

⁴ 资料来源：药明康德招股说明书

VCPE 机构通过药明康德 IPO 成功退出，账面汇报高达 8.49 亿美元。其中，汇桥资本、国开博裕和中民资本均通过此 IPO 实现超过 1 亿美元的回报。⁵

（四）医疗健康企业去哪 IPO：科创板、香港还是纳斯达克？

1. 上市条件

新出的科创板对医疗健康企业而言，又多了一个重要的选择。相较于主板，科创板的进步在于把核准制改为注册制、定价机制采用询价机制、交易规则进一步放宽等，使得科创板市场机制进一步向香港市场和纳斯达克靠拢。

纳斯达克的分层则更加丰富，有三个分层市场，“全球精选市场”、“全球资本市场”和“资本市场”，对不同的层级进行不同的约束。以上三个市场分别对应大盘蓝筹企业、中等规模企业和规模较小、风险较高的企业。

纳斯达克和香港市场更愿意在初期给企业融资的机会，尽管盈利模式未完全成熟，而科创板则更偏向于已过初创期、在成长期的企业。

表 1：三地部分发行制度

发行地点	发行规模要求	投资者门槛	定价方式	保荐机构子公司跟投	交易制度
科创板	发行后股本总额不低于人民币 3000 万元	个人投资者参与科创板股票交易，应满足前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元，且参与证券交易 24 个月以上。不满足的中小投资者也可通过公募基金等产品参与科创板。	询价	有	竞价交易 20% 涨跌幅限制，上市后的前 5 天不设价格涨跌幅，5 日后涨跌幅限制在 20%
	公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上				T+1
	公司股本总额超过人民币 4 亿元的，公司发				

⁵ 资料来源：投中研究院

	行股份的比例为 10% 以上				
香港主 板	市值 100 亿以下的企业，发行股数必须占已发行总股数的 25%	无门槛	询价	无	无涨跌幅限制，不设做市商
	市值 100 亿以上的企业，可以发行 15%-25% 的新股				T+0
纳斯达 克	需符合各分层市场要求	无门槛	询价	无	多做市商制度
					T+0

资料来源：《第一财经》

就上市条件而言，虽然科创板允许非盈利企业上市，但其实对企业市值要求并不低，某些医疗健康企业可能面临市值规模高门槛而无法登录科创板的困境。

2. 估值水平

当前市场对科创板的估值情况存在良好预期，但仍存在各种不确定性，由于科创板需要保荐机构用自己的资金进行跟投，所以定价可能在发行公司和保荐机构之间存在博弈，估值水平有望得到平衡。香港虽然吸引了内地许多同股不同权的创新性企业以及众多独角兽上市，然而众多股票破发，破发率接近 75%。不同的市场风格同样影响估值水平的高低，例如纳斯达克偏好科技股，香港市场偏好奢侈品类股。

3. 隐形成本

医疗健康企业 IPO 同样要考虑融资成本、上市后的维护成本、监管机制、法律制度等软环境。纳斯达克的隐性成本相对较高，原因在于：第一，企业融资成本较高，对高管的英语沟通能力和财务背景均有较高要求；第二，美国对中概股监管相对较严，会计准则差别较大，集体诉讼制等同样给企业带来压力；第三，在 VIE 模式下，股东上市前持有的内资股在上市后无法退出；第四，较为高昂的

IPO 中介费用。

4. 小结

综上所述，科创板不确定性较高，对非盈利企业的市值规模有较高门槛。纳斯达克市场层次合理、估值较高，但隐性成本较大。

香港虽然存在破发现象，但可能是因为创新性企业暂时不多，新股供应少，市场仍持怀疑态度，发行人和保荐机构定价误差所导致，市场正在重新调整，对企业不构成长期上市障碍。但香港在融资成本、地理位置、隐形成本上较纳斯达克具有优势，在市场有效性上又较科创板具有优势。另外，港交所新规也对创新型医疗健康企业的上市门槛做出了特殊降低处理。

因此，目前来看本人认为香港为中国医疗健康企业的 IPO 首选地点。

五、中国 VCPE 医疗健康市场展望

疫苗造假、鸿茅药酒和权健“保健帝国”等社会事件引发了大众对于医疗健康行业的普遍关注。政府也在积极地完善基本药物制度，2018 年 3 月份，政府对抗癌药等 28 项药物的进口关税降为零；10 月份，将 17 种抗癌药纳入医保体系；11 月份发布新版国家基本药物名录，为药物制度改革提供支持。

目前 VCPE 医疗健康市场政策环境良好，存在两个投资小风口，一是居民未被满足的医疗需求；二是传统医疗和互联网等新兴科技结合以提高医疗效率的新模式。

从细分行业看，医药行业的 CRO、创新药项目；医疗器械行业的人工关节、分子诊断和高端精细影像；医疗服务行业的眼科、口腔和儿科连锁项目具备可观的投资潜力和价值。

六、全文总结

2018 年中国 VCPE 整体市场增速放缓，募集完成数量及规模出现下跌，天使轮投资增长较快。信息技术、可选消费和医疗健康为募资案例发生最多的前三行业，医疗健康行业市场份额提升明显。

2018 年中国 VCPE 医疗健康市场相较于 2017 年出现回暖，融资案例与数量均出现反弹。A、B 和 C 轮为占比最大的投资轮次，天使轮占比不明显。医疗服务和医药行业分别位居医疗健康市场交易数量和交易规模首位。

2018 年中国 VCPE 医疗健康行业并购市场逐渐回暖，并购数量和规模增速提高，随着医药利好政策的推行，大多数并购案例均集中在医药行业。

2018 年中国 VCPE 医疗健康行业 IPO 数量出现锐减，但受药明康德等大额募资案例的带动，募资总额仍然维持 43.90% 的增长。IPO 交易案例 60% 发生在医药行业，多家医药行业在 2018 年均赴港上市。

关于医疗健康企业 IPO 地点。科创板概念火热，但对非盈利初创企业的市值规模有较高门槛，不确定性强；纳斯达克市场层次和估值水平最为理想，但隐性成本高；香港是目前中国医疗健康企业较为理想的上市地点，估值仍处于重塑和调整过程，融资成本和隐形成本较低，市场成熟度和确定性较科创板有着明显优势。

关于 VCPE 医疗健康市场的投资展望。当前政策支持力度强，社会关注度高，受大量资本青睐。新的医疗需求和新兴科技结合的医疗健康模式预计将有比较大的投资和回报空间。