

中国境内医院并购活动 回顾及展望 2013年 — 2018年

钱立强 普华永道中国内地及香港并购交易服务国内市场主管合伙人
普华永道中国内地及香港医疗行业并购交易主管合伙人



普华永道

蜜蜂内参

让您深入洞察整个商业世界



每天精挑细选3份最值得关注的学习资料；
不定期分享顶级外文期刊。

回复“入群”加入“蜜蜂内参”城市群
(不需要转发哦.....)

蜜蜂学堂 金牌助教Ada



扫一扫
回复“入群”

目录

前言	3
医疗健康行业并购活动整体情况	7
境内医院并购活动现状	10
对医疗健康行业上市分析	18
思考与展望	23

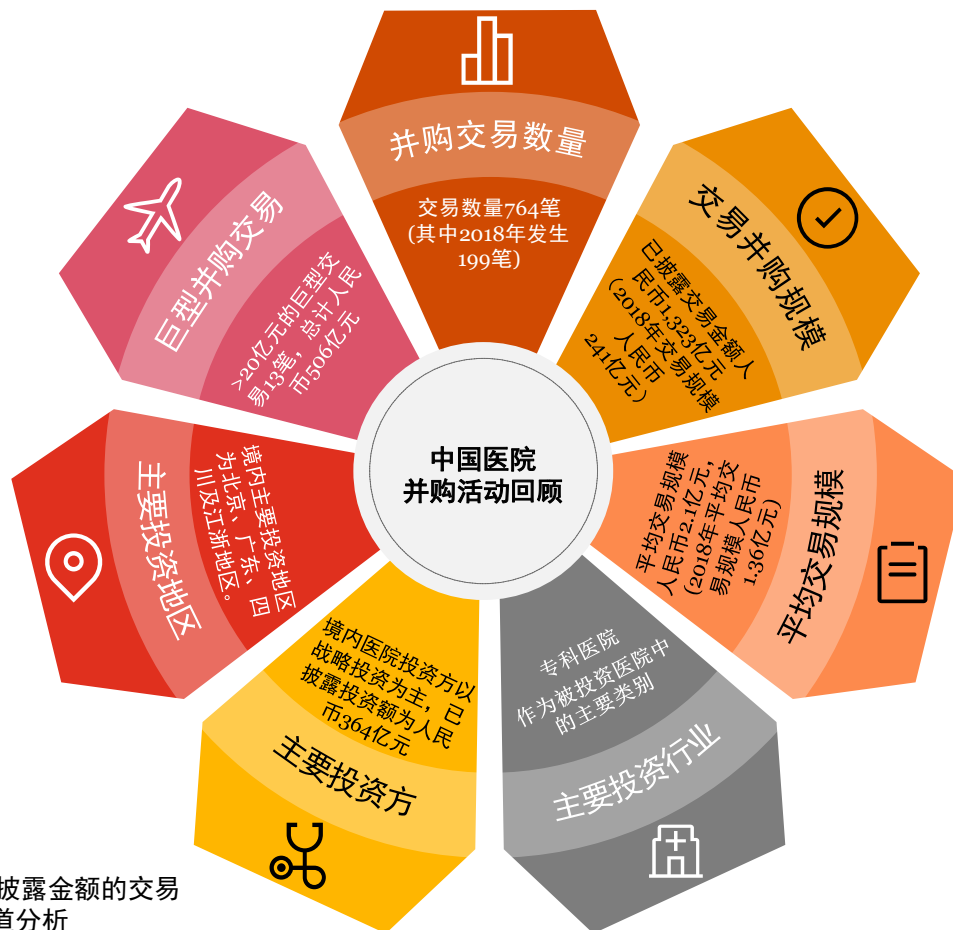
前言 — 报告中所列示数据的说明

- 报告中数据除注明外均基于《清科数据库》、《汤森路透》及普华永道分析提供的信息；
- 《清科数据库》与《汤森路透》仅记录对外公布的交易，有些已对外公布的交易有可能无法完成；
- 很多交易未披露信息或者未披露交易金额，一定程度影响我们分析的全面性和趋势。特别在某些医院投资方面，由于交易信息比较敏感，公开信息有限；
- 报告中提及的交易数量指对外公布交易的数量，无论其交易金额是否披露；
- 报告中提及的交易金额仅包含已披露金额的交易（在报告中称为“披露金额”）；
- “境内”是指中国大陆；
- “境外”是指香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区和其他海外国家和地区。

前言 — 行业说明

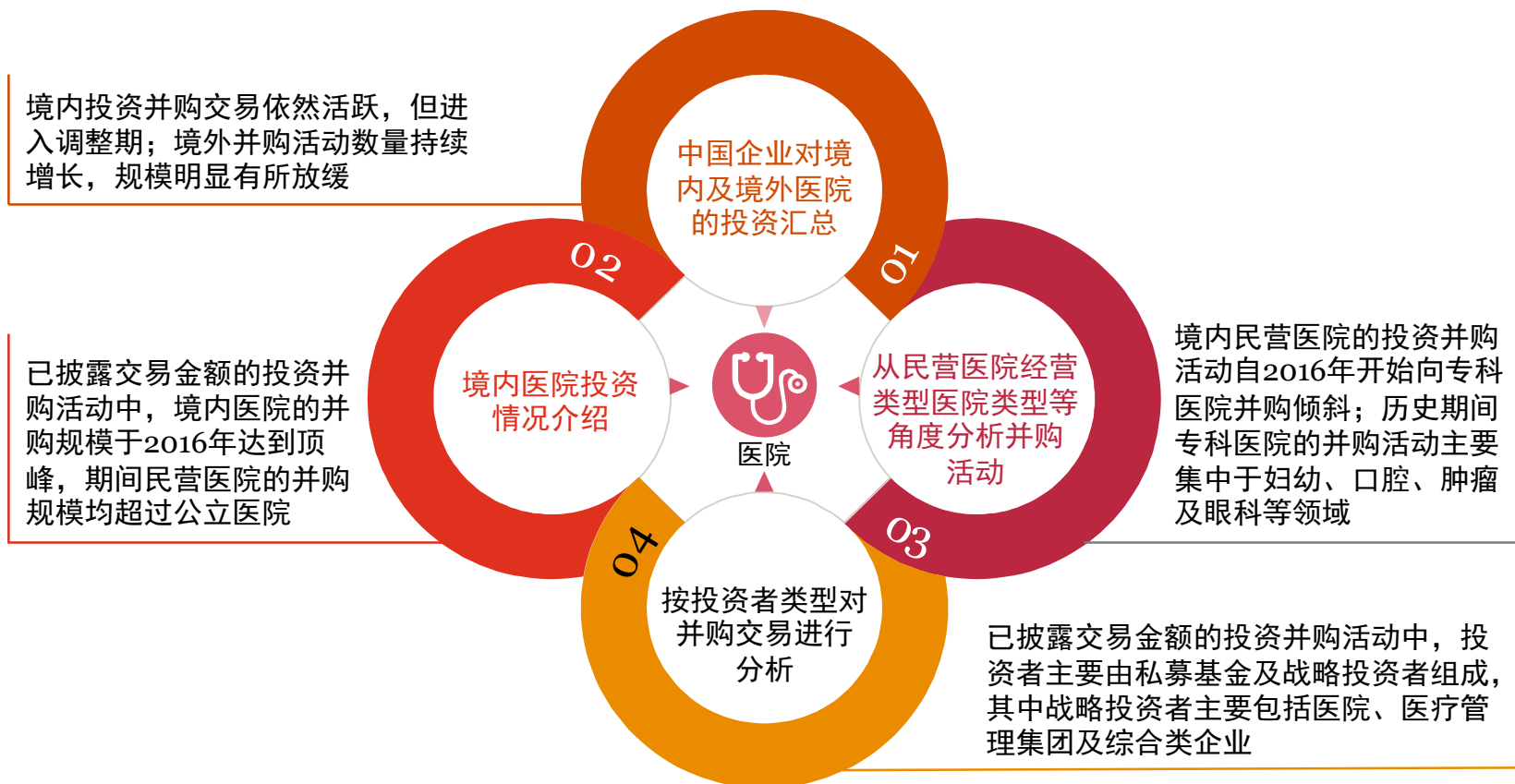
- 医院：向人提供医疗护理服务为主要目的医疗机构。本文中的医院主要包括综合性医院和专科医院（含牙科、整容、妇幼、眼科类诊所等），也是本文的重点分析对象；
- 其他医疗机构：本文指医院之外的其他医疗卫生、健康保健的机构，主要包括体检中心、医疗养老、康复机构等；
- 网络医疗服务：本文指以互联网为载体和技术手段的健康医疗服务，包括健康教育、医疗信息查询、电子健康档案、疾病风险评估、在线疾病咨询、电子处方、远程会诊、及远程治疗和康复等。

2013年至2018年医院并购交易数据概览



本分析投资金额中不包含120个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

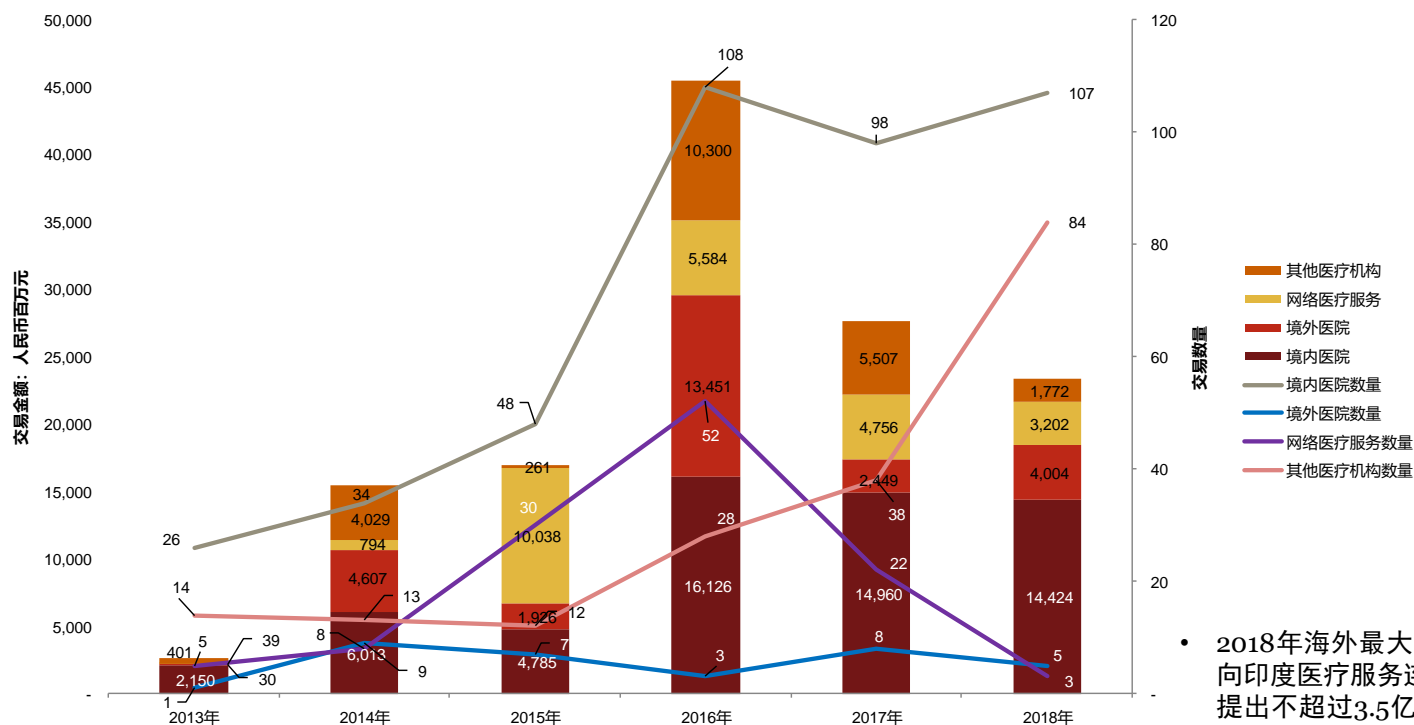
2013年至2018年民营医院并购活动回顾





医疗健康行业并购活动 整体情况

整个医疗健康行业的并购活动在2016年经历爆发式增长后，2017年及2018年披露金额的交易中仅发生3笔20亿人民币以上的大巨型海外并购案例，导致2017年及2018年海外医院的并购金额比2016年大幅减少，而中国境内医院并购金额略有下降。



- 2018年海外最大并购交易为复星健康控股向印度医疗服务连锁巨头Fortis Healthcare提出不超过3.5亿美元投资邀约收购不超过25%的股份。
- 2017年海外最大的并购交易为宏啸科技收购美国Mivip Healthcare Holdings 80%股权，交易对价不超过3亿美元。标的公司主要从事医疗领域的投资，管理和服。

本分析投资金额中不包含120个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

境内医院投资活动披露的累计金额已经超过人民币585亿元，北京仍然是交易规模最大的地区，广东、四川及江浙地区的交易金额及数量上均增长强劲，这些都是医改先行、有特色医改模式或较多医院并购成功案例的地区；而随着热点地区竞争激烈化，黑龙江、安徽、上海和湖北也日趋受到投资者青睐。海外收购中，除澳大利亚2016年有一次超大型海外并购以外，香港地区在交易数量上持续增长。



区域分布（2013年—2018年）

人民币 百万元	并购数量	占比	并购金额	占比
境内	419	92%	58,458	69%
北京	73	16%	14,416	17%
广东	41	9%	7,358	9%
江苏	37	8%	5,882	7%
四川	27	6%	4,972	6%
浙江	30	7%	4,573	5%
黑龙江	16	4%	3,900	5%
安徽	19	4%	2,559	3%
上海	27	6%	2,340	3%
湖北	10	2%	2,101	2%
山东	22	5%	1,978	2%
湖南	5	1%	1,846	2%
辽宁	14	3%	1,328	2%
深圳	3	1%	1,125	1%
江西	8	2%	884	1%
重庆	8	2%	781	1%
其他	79	17%	2,413	3%
境外	36	8%	26,539	31%
澳大利亚	3	1%	13,375	16%
香港	22	5%	4,804	6%
其他	11	2%	8,360	10%
合计	455	100%	84,997	100%

本分析投资金额中不包含120个未披露金额的交易

来源：私募通·汤森路透及普华永道分析

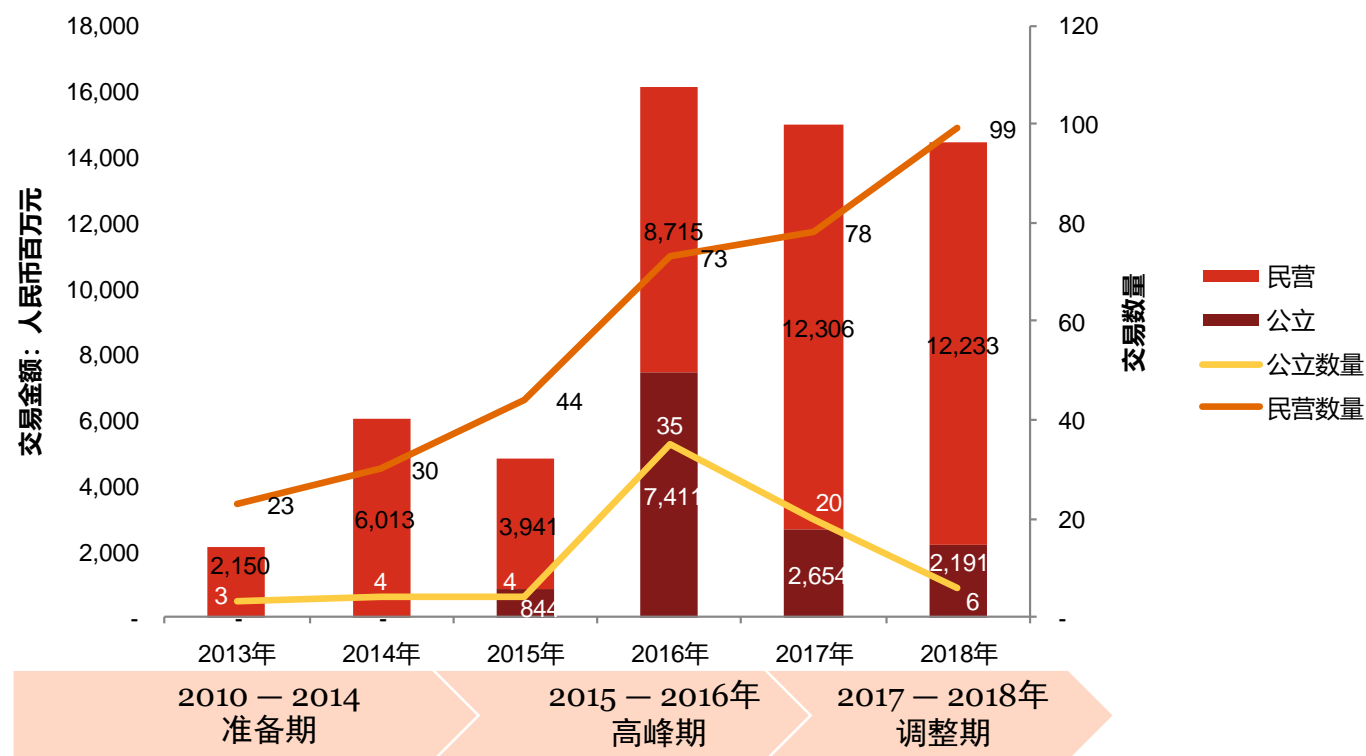
- 中国地区在海外最大的并购交易为2016年华润集团收购澳大利亚最大的癌症和心血管服务提供商GenesisCare 50%-70%的股份，交易金额达交易金额达17亿澳元

2

境内医院并购活动现状

在社会资本和外部环境的双重驱动下，社会资本投资医院呈现出三个阶段：准备期、高峰期及调整期。准备期主要体现各项政策红利的效应，医院并购交易的规模日益扩大，交易金额在2016年达到高峰；2018年与2017年保持稳定态势，2018年已披露的医院交易金额达144亿元人民币。

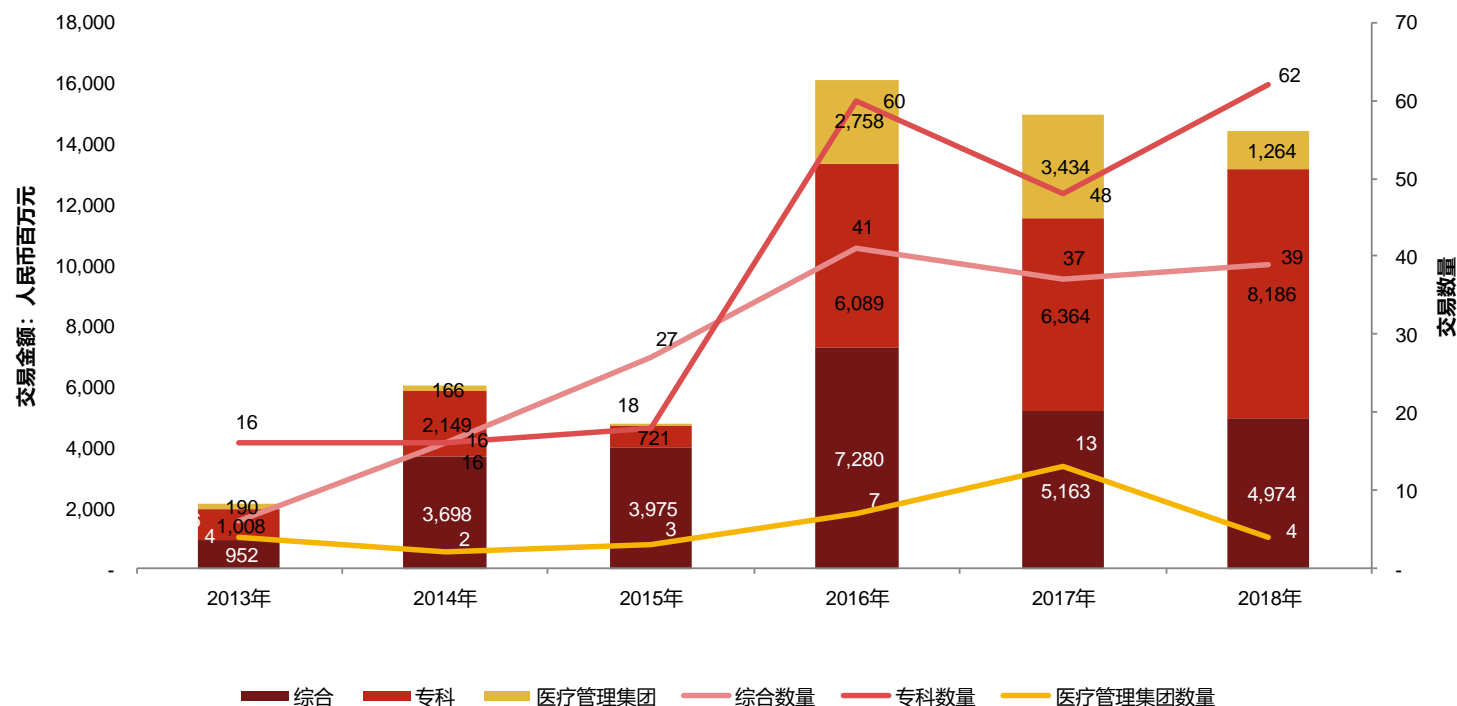
2013年至2018年境内医院投资及并购交易（按被投资医院体制）



本分析投资金额中不包含84个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

中国境内医院交易在2016年出现大幅度增长后，随后两年已披露的交易金额均有所下滑。其中专科医院在2016年—2018年为投资热点，2018年交易金额达82亿元人民币，综合医院和医疗管理集团在2018年投资金额比2017年均有所下降，交易金额分别约50亿元人民币和13亿元人民币，综合医院的交易数量保持稳定，医疗管理集团交易数量2018年有所下降。

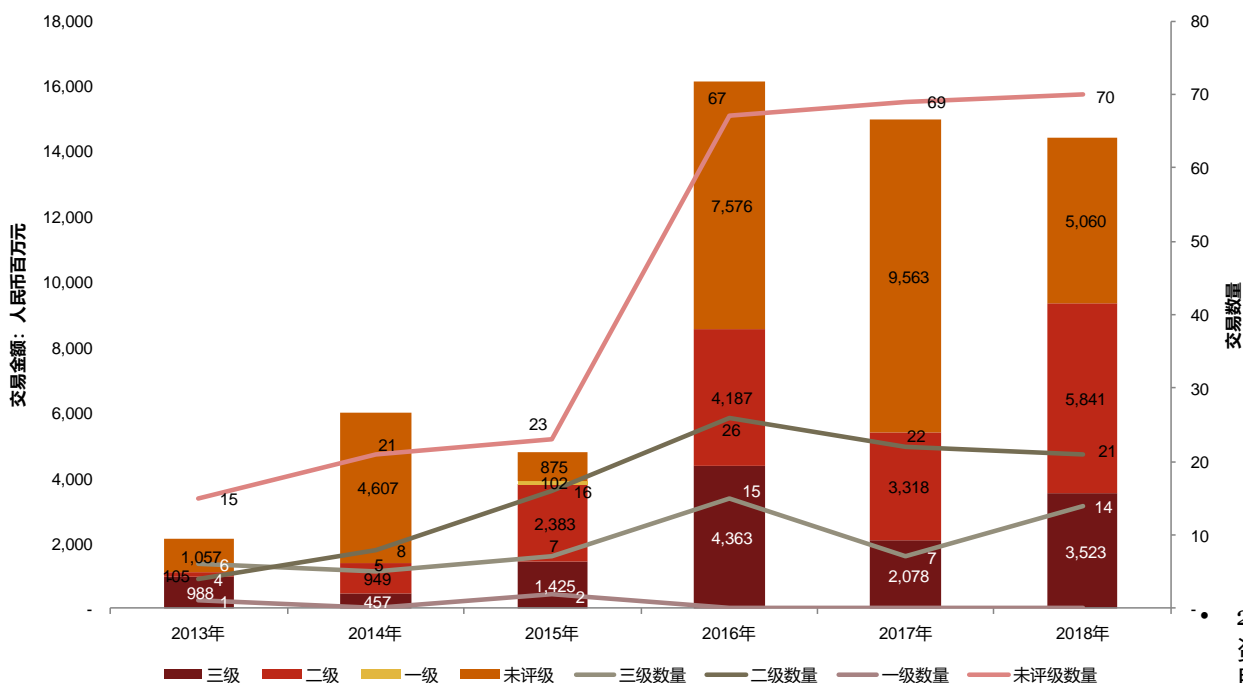
2013年—2018年境内医院并购交易（按医院类型）



本分析投资金额中不包含84个未披露金额的交易
来源：私募通·汤森路透及普华永道分析

未评级医院主要为专科、医疗管理集团、民营综合医院及规模较小的公立综合医院，由于医疗管理集团及民营综合医院2018年交易规模下降，未评级医院已披露的交易金额比上年减少约47%；而二级专科医院及三级地方中心医院在2018年受市场看好，其披露的交易规模在2018年有所上升。

2013年 — 2018年境内医院并购交易（按医院等级）

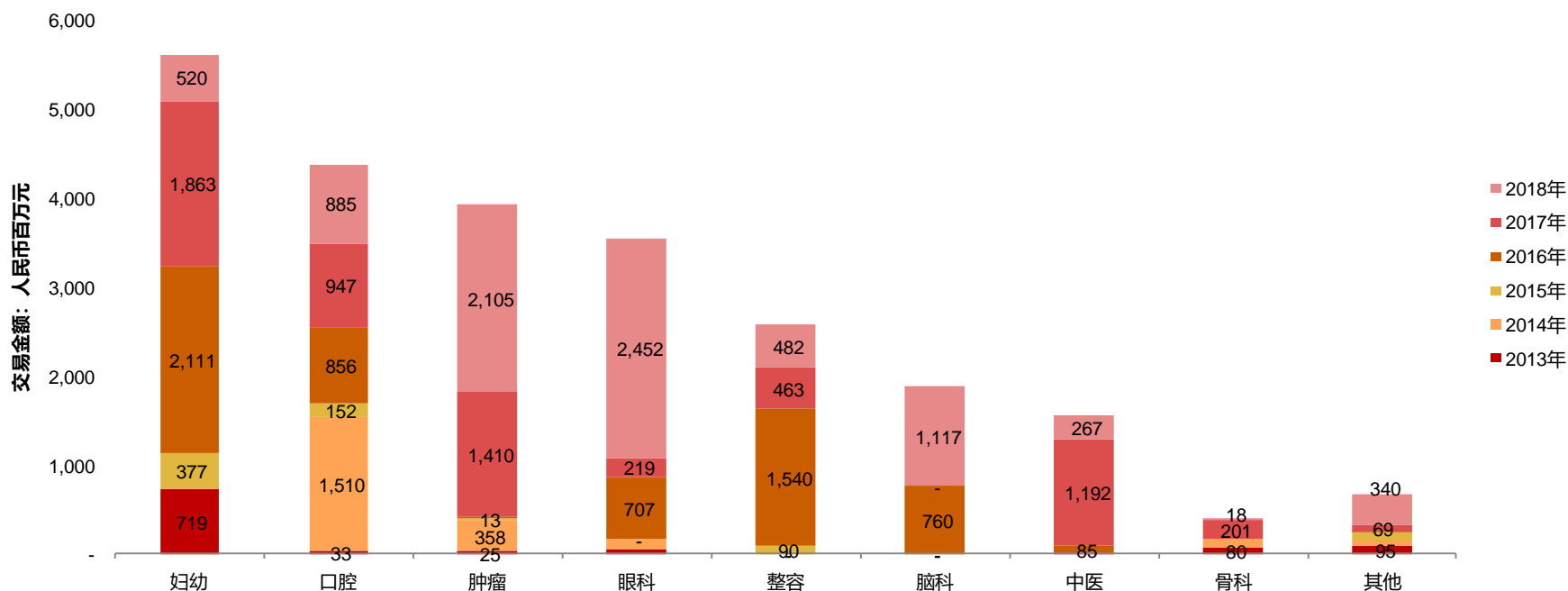


本分析投资金额中不包含84个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

- 2018年三级医院典型交易：1) 复星医药投资佛山市禅城区中心医院，交易金额为人民币7.5亿元。
- 2018年二级医院典型交易：1) 高瓴资本等领投爱尔眼科，交易金额为人民币17.2亿元；2) 中金公司领投美中嘉和，交易金额为人民币15亿元。

专科医院中，截至2018年妇幼累计的交易金额仍然为各专科最高，而妇幼专科的投资饱和，因此眼科、肿瘤及脑科等技术壁垒高且产业链价值高的专科，受到综合型上市公司及医疗管理集团的追捧，在2018年跃居前三大已披露交易额的被投资专科行列。而妇幼、口腔及整容专科由于技术壁垒低，竞争激烈，其投资金额在2018年显著下降。

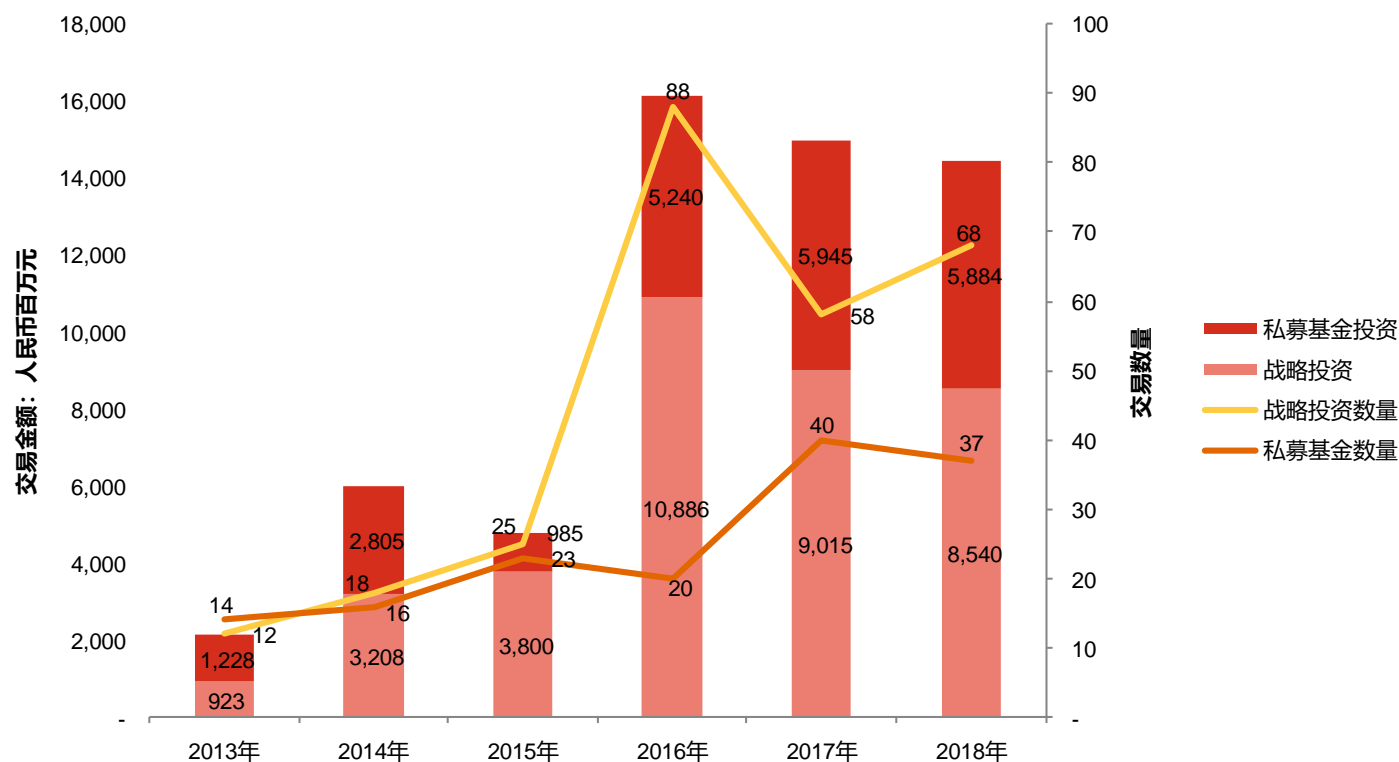
2013年 — 2018年境内被投资专科医院行业分类的交易规模



本分析投资金额中不包含33个未披露金额的交易
来源：汤森路透.投资中国及普华永道分析

参与境内医院投资的投资者诉求不同，财务投资以盈利能力和资本市场为驱动，伴随国家政策对社会资本进入医疗领域的支持，私募基金看好医院的业务扩张和盈利能力，其对医院并购交易仍保持极大的热情，2018年已披露的交易金额保持在59亿元人民币；战略投资主要以整合医院资源及利益链条和追求协同效应为驱动，期望掌控和更多参与医院管理，其主要为医疗管理集团及综合型上市公司，2018年已披露交易金额比上年有所下降，减少约5%。

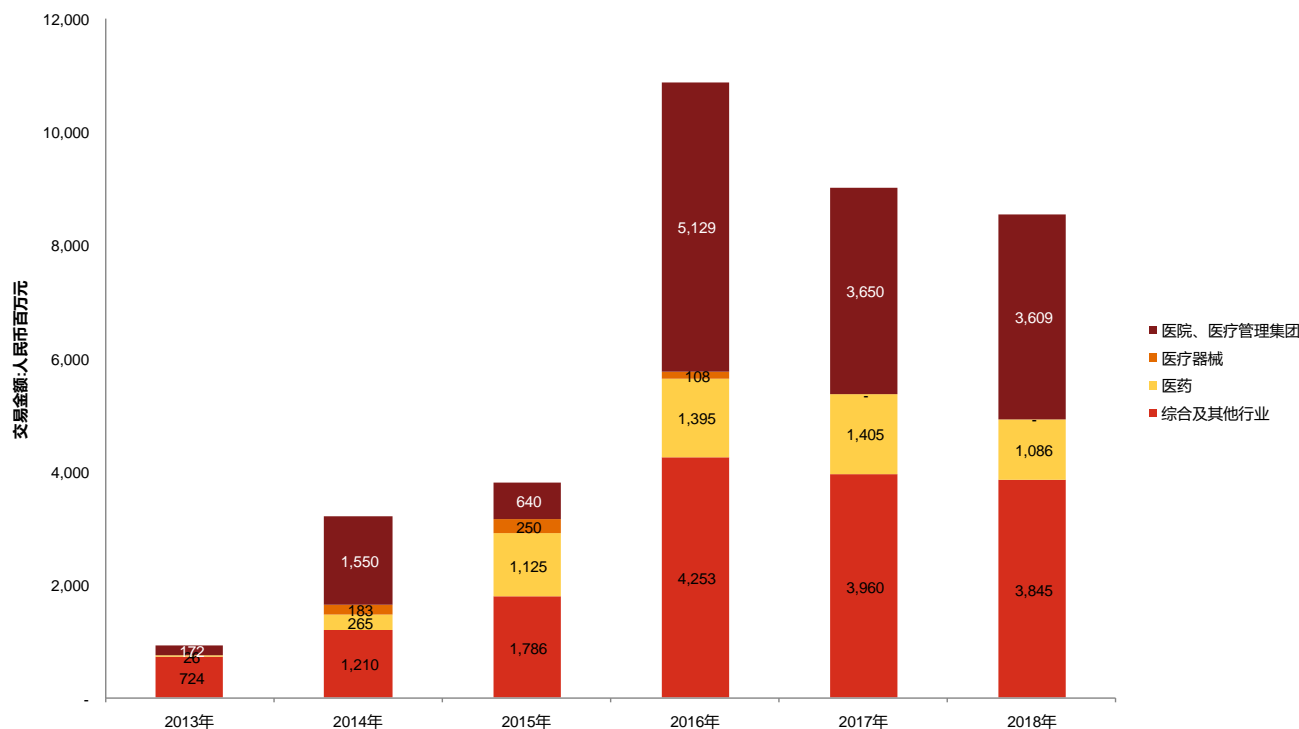
2013年 — 2018年境内医院并购交易（按投资者类型）



本分析投资金额中不包含84个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

继2016年大型医疗管理集团大规模并购扩张之后，由于融资环境和资本市场的影响，大型医疗管理集团投资医院的情况在2017年及2018年有所减少，2018年主要为中小型医疗管理集团对境内医院的投资，其投资金额较上年保持稳定；发展多元化的综合型A股上市公司仍是投资医院的主力；制药集团在近年来也持续成为民营医院投资及并购市场的主力。

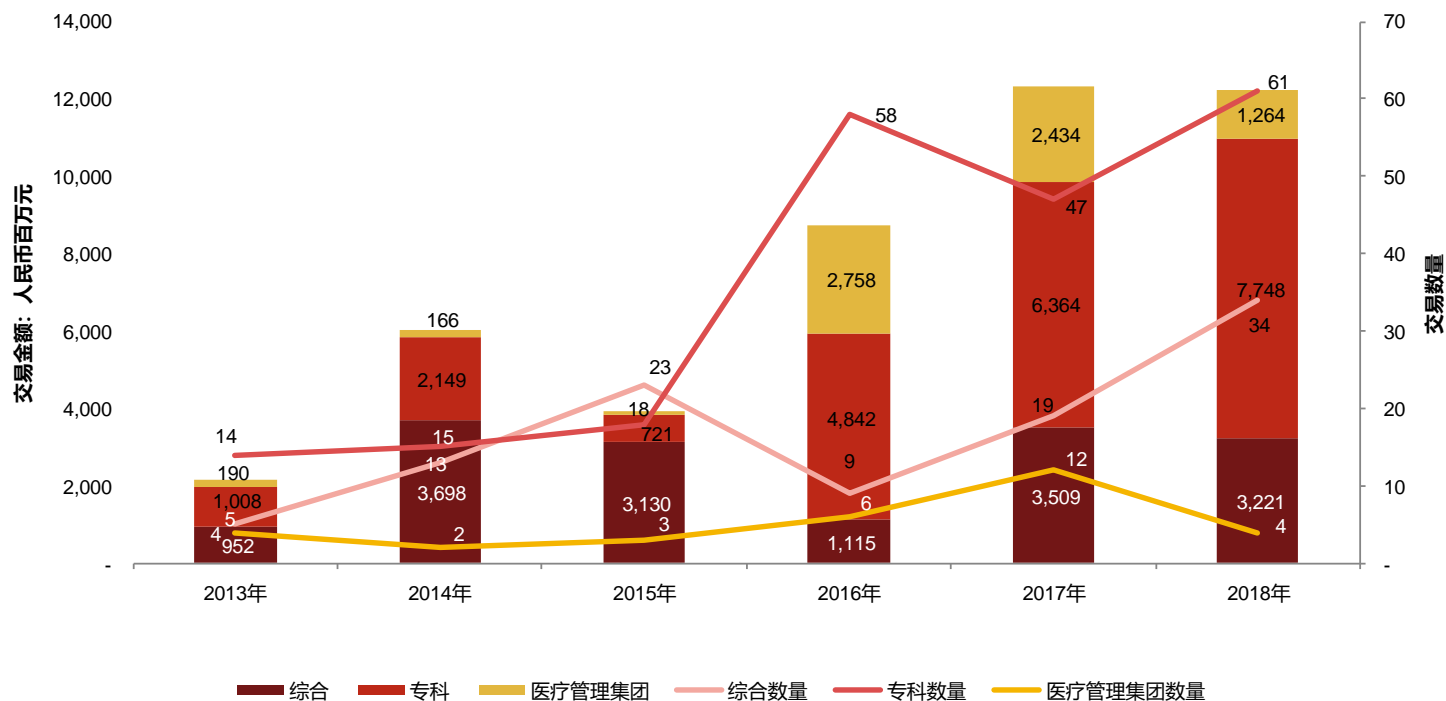
2013年 — 2018年境内医院战略投资并购交易金额（按战略投资者行业分类）



本分析投资金额中不包含51个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

民营医院中民营专科医院由于盈利性及可复制性强，在2018年仍然为投资热点，并且超过1亿元人民币的大型并购交易明显增加，已披露的交易金额达到77亿元人民币；综合医院在2017年及2018年受到上市公司的青睐，交易金额达到32亿-35亿元人民币；而医疗管理集团，受到整合难度大，难以做出特色和可复制性差的影响，其交易金额及数量比2017年显著减少。

2013年 — 2018年境内民营医院投资（按民营医院类型）



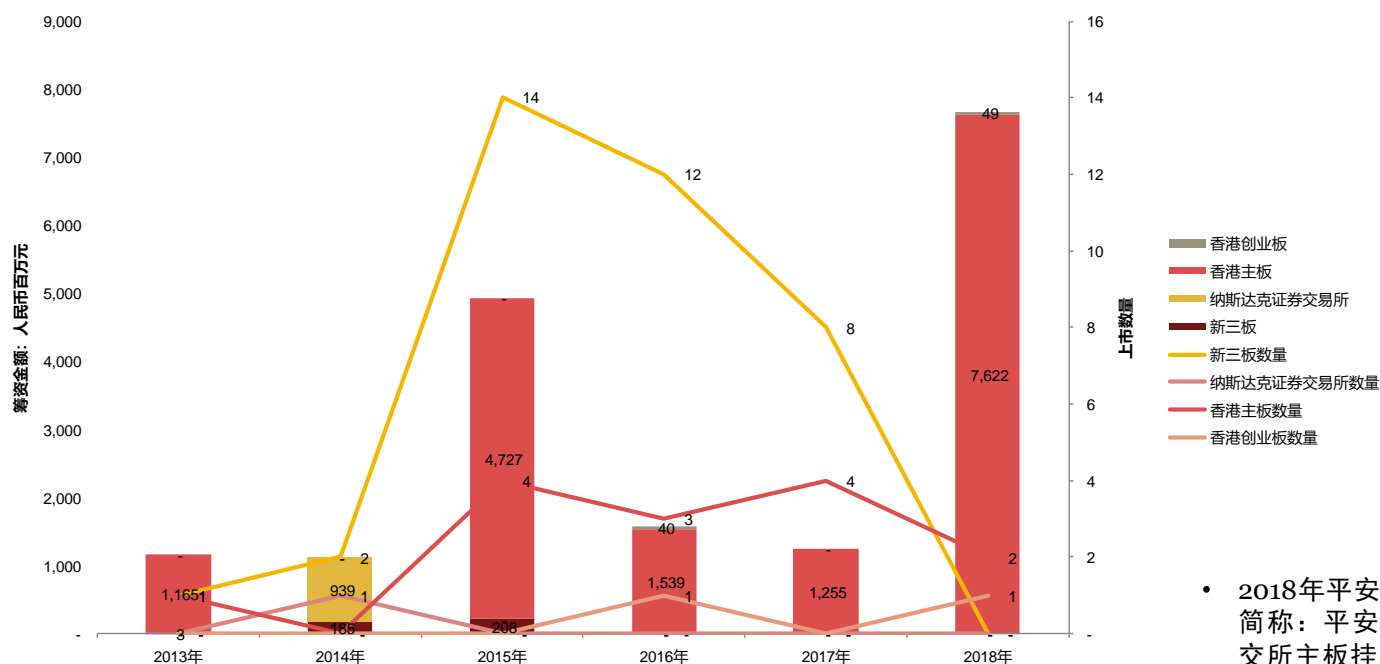
本分析投资金额中不包含84个未披露金额的交易
来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

3

对医疗健康行业上市分析

医院及其他医疗机构近五年主要在香港主板及新三板上市，尤其香港主板由于上市成功案例较多且筹资金额较高，成为医院及其他医疗机构上市的热点地区。2018年香港主板上市融资额达到76亿元人民币，比2017年增加约64亿元人民币，主要是平安好医生在香港主板上市，融资约86亿港元（约合人民币71亿元）。

2013年 — 2018年医院及其他医疗机构上市分析

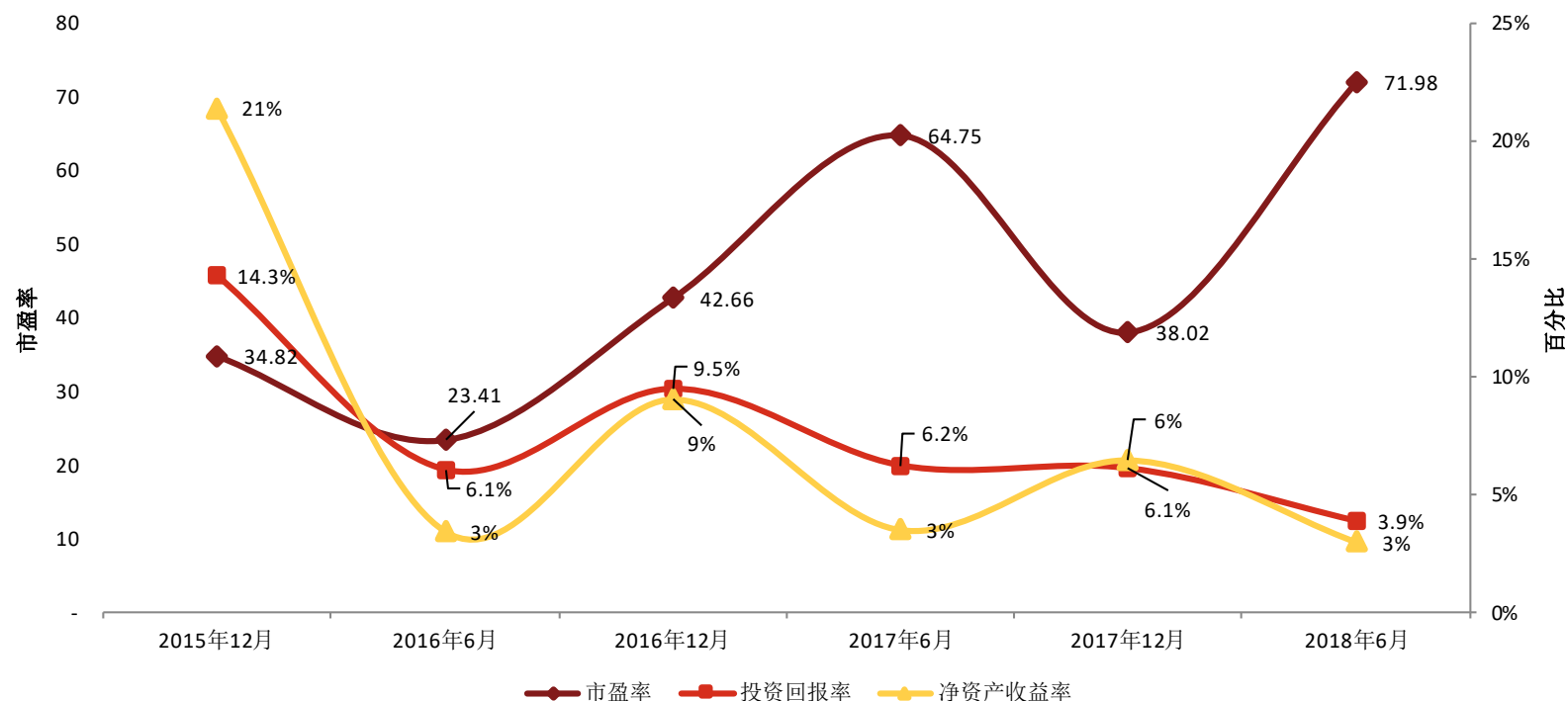


- 2018年平安健康医疗科技有限公司（以下简称：平安好医生，1833.HK）在香港联交所主板挂牌交易。公告显示，平安好医生每股发行价为54.80港元，共发行1.6亿股，计划融资85.64亿港元（约合人民币71亿元）。

来源：私募通·汤森路透及普华永道分析

医院及其他医疗机构主要登录的资本市场为香港交易所，2013年-2018年累积共15家公司在香港上市，受资本市场影响及近年来市盈率呈现周期性波动，投资回报率以及净资产收益率整体呈现下降趋势。

2015年 - 2018年香港新上市医院及其他医疗机构平均市盈率、投资回报率以及净资产收益率指标趋势

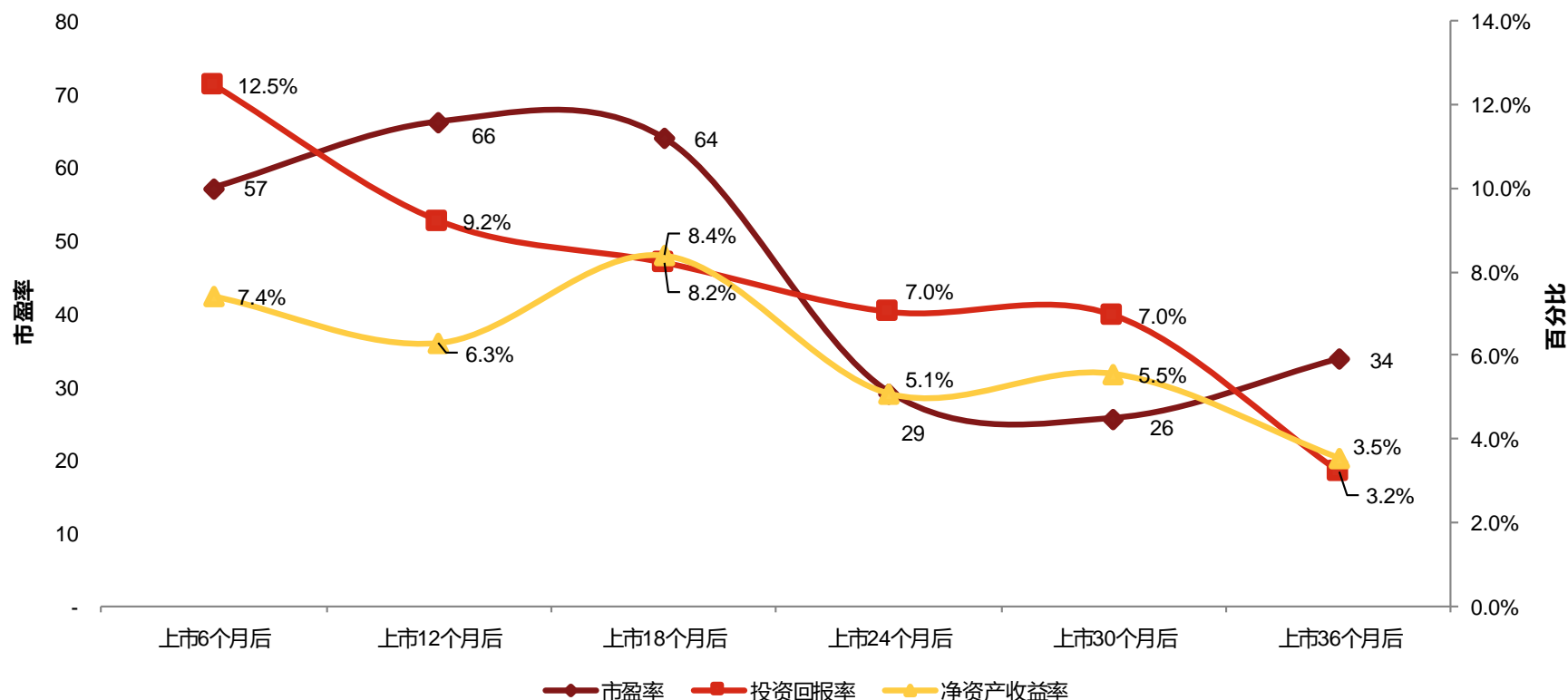


- 以上统计数据口径为2015年-2018年半年度数据，包括上市企业的平均市盈率（不含市盈率为负数的1个样本）、平均投资回报率以及平均净资产收益率，由于截至目前大部分部分企业尚未披露2018年年报，因此未列示2018年12月的数据。
- 2015年-2018年登录香港交易所共计15家医疗公司，分别为环球医疗、和美医疗、联合医务、康宁医院、医汇集团、盈健医疗、香港医思医疗集团、康华医疗、弘和仁爱医疗、新世纪医疗、松龄护老集团、恒智控股、亮晴控股、平安好医生以及希玛眼科。

来源：私募通·汤森路透及普华永道分析

2013年-2018年于香港上市的15家医院及其他医疗机构的上市后平均市盈率、投资回报率以及净资产收益率呈现显著的下降趋势，主要也是受近年两票制、药品零加成及社保控费从而延长医院投资回收期、其历史收购时点估值偏高、以往投资需要沉淀消化。

2015年 - 2018年香港新上市医院及其他医疗机构上市后平均市盈率、投资回报率及净资产收益率指标趋势



- 2015年-2018年登录香港交易所共计15家医疗公司，分别为环球医疗、和美医疗、联合医务、康宁医院、医汇集团、盈健医疗、香港医思医疗集团、康华医疗、弘和仁爱医疗、新世纪医疗、松龄护老集团、恒智控股、亮睛控股、平安好医生以及希玛眼科。

来源：私募通·汤森路透及普华永道分析

近五年来医疗机构将香港作为登录资本市场的首选地，此外规模相对较小的医疗企业大都选择新三板挂牌，而受到政策环境的影响，尽管A股市场的估值高、流动性高，但近年来登录A股市场的医疗企业极少。

主要上市地	2013年-2018年 累计上市/挂牌企业数量	市盈率 倍数	募集资金规模 (人民币)	主要优势/劣势
A股	0	不适用	不适用	A股市盈率高，市场活跃，但由于医疗产业特殊性以及监管机构对医疗企业的一些特别要求，近年来在A股基本无上市的医疗企业。
港股	16	14-72	171.79亿元	主要通过直接发行H股和红筹架构两种方式在香港上市：1) 红筹方式需要搭建境外架构，涉及较为复杂的法律及财税问题，但一般不需要事先征求中国证监会批准。2) 直接H股发行省去搭建境外架构以及境内重组的安排，但需征求中国证监会同意，且目前H股全流通尚在试点中，是目前H股发行不利一面。
美股	1	37	6.52亿元	美国资本市场成熟度高，且美国作为全球最大医疗产业市场，有较多医疗上市概念企业，但美国上市成本及合规成本较高，整体环境对中概股的态度不稳定。
新三板	37	不适用	不适用	挂牌速度相对较快，挂牌标准低于其他市场上市标准，对于暂时不符合其他资本市场上市要求的医疗企业是一个潜在的选择，但新三板募资额有限，流动性相对较差，市场价格发现能力不足。

来源：私募通•汤森路透及普华永道分析

注：平安好医生在港股上市，由于其上市时亏损，故市盈率为负，在市盈率范围中未予体现。此外，由于新三板流动性较差，市盈率指标参考意义有限，我们未予以列示。

4

思考与展望

医院投资的思考

民营医院投资尚处于初级阶段

- 除非外部环境或政策发生重大变化，目前医院投资进入调整期并会持续一段时间；
- 通过社会资本办医改善医院发展和人民就医存在的问题仍然任重道远；
- 民营医院发展需要着重提升品质和品行，纯粹的资本注入并不能短期内见效。

医院投融资的现状与痛点

随着医疗体制改革，民众对医疗需求在发生转变，作为医疗服务主体的公立医院勉力支撑，社会资本办医尚处于开发调整阶段；虽然各方踊跃办医，但在医院建设过程中仍需遵循市场化发展规律，关注以下要点：

- 随着医改政策的推进，目前在改革过程中也出现一些瓶颈，公立医院改革、社会资本办医以及健康服务业的发展是医疗改革趋势；
- 需要建立有效的机制协调和处理医院运营和投资回报的矛盾；
- 目前国内公立医院的院长多是专业技术人员，缺乏医院经营管理经验，需要加强对医院领导层的经营管理培训；
- 医疗质量和医疗服务的核心是医生，目前医改的实践过程中对提升医护人员的满意度重视不够；
- 医疗服务需要延伸，医院涉及到患者、医生、各级综合与专科医疗机构、药企、保险等，目前的医疗或者健康服务互相割裂，缺乏对患者的整体治疗与一站式的服务，以及缺乏医院集团化管理的有效模式。

医院投资的思考

医院投融资需谨慎思考以下一些问题

- 管理流程矛盾：投资者对医院投资及整合的流程预期是简单化的，但实际操作过程以及医院实际管理流程是精细化的，可能投资及整合成本会超出投资者预期；
- 理念矛盾：投资者通常是以盈利、回报率及回报周期为导向的。但医院管理层通常是以公益性，知名度，病号量以及收入为导向；
- 目标矛盾：投资方的目标是盈利为目标。医院管理层是以医院知名度和医院发展为目标。医护人员是以专业水平以及专业发展为目标。患者是以疗效为目标。政府是以社会支持和医院对城市贡献度为目标。各方目标均存在一定的利益冲突；
- 资本的持续投入及收获机制：投资者希望投入较少的资金获取较高的收益；而医院管理层希望投入较高的资金提高医院的整体水平和设备建设。投资者希望可以在短期内收回其投资；但医院的投资往往是长期的，永久性的。

2019年展望

- 我们认为，除非发生经济环境和政策的重大变化，医院行业的投资将会处于持续的调整期。投资重点是投资民营专科医院，国企医院剥离，医院的再次交易（转手退出、投资争议、主业经营不佳和资金问题产生不良资产）；
 - 专科医院随着竞争日益激烈以及社会资本进入程度的加深，更多投资者开始关注技术壁垒高，服务周期长和服务附加值高的肿瘤、眼科及脑科等专科服务领域；
 - 非医疗企业（如房地产、保险、互联网科技公司）和财务投资者将成为投资医疗行业的主力军；
 - 随着国家对社会办医的推动，民营医疗机构的增长，市场竞争的加剧，伴随着国家对新旧动能转换的试点，未来民营及专科医疗健康行业的并购活动将会更加活跃；
- 医院收购，将从以前进入医养行业转而对医院管理与整合越来越重视的趋势，价值投资的理念更深入人心。一些上市医药集团在铺垫好医药、物流配送、医疗器械、医疗技术之后，再自建或收购医院以达到成本最优。我们也看到私募基金更加重视医院的盈利和专业性，因此技术壁垒高的专科领域在2018年及未来受到较多青睐；
- 由于进入并购市场的优质医院资源稀缺，因此收购溢价较高并影响医院并购交易量/额波动。我们预期未来由于民办医院比例增加和国家政策的支持，进入并购市场的医院资源扩大，重组型和再次交易的医院并购增加，整体医院并购数量会持续增长，有可能出现大型交易但平均交易额可能会降低；
- 人工智能技术的加入将会对医疗技术及各项诊断产生深入的影响，为医疗行业的投资提供更多的投资空间。

数据收集方法与免责声明

本演示稿及新闻稿所列的数据可能会与前期新闻稿中的数据有所出入。主要有三方面原因造成：交易确定或完成时，《清科数据库》和《汤森路透》会定期更新其历史数据；普华永道剔除了部分在本质上不是控制权的转移，而是更接近于公司内部重组的交易；普华永道之前的数据另有来源。

已包括交易

- 收购上市及非上市企业所导致的控制权变化
- 对上市及非上市企业的投资（至少5%所有权）
- 公司合并
- 杠杆收购，管理层收购，管理层卖出
- 企业私有化
- 要约收购
- 资产分拆
- 通过上市分拆全资子公司
- 由于剥离公司、部门及营业资产，导致母公司层面控制权变化
- 反向收购
- 重新注资
- 合资公司整体买入
- 合资
- 破产接收或破产处置及拍卖
- 定向股份 (Tracking stock)

未包括交易

- 物业/个人物业中的房地产
- 传闻的交易
- 在未收购100%股权时发售的收购额外股权的期权
- 商标使用权的购买
- 土地收购
- 基金市场股本募集
- 共同基金的股份购买
- 非企业私有化过程中，在公开市场回购或注销上市公司股份
- 资产负债表重组或内部重组
- 新建项目投资
- 上市公司退市交易

谢谢

pwccn.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2019 普华永道咨询（深圳）有限公司。版权所有。普华永道系指普华永道网络中国成员机构，有时也指普华永道网络。每家成员机构各自独立。详情请进入www.pwc.com/structure。CN-20190225-2-C1