

PDF-CASE2016016

爱康国宾与美年大健康的私有化股权之争¹

案例正文：

摘要：爱康国宾和美年大健康分别成立于 2007 和 2006 年，是提供健检、医疗、健康管理、健康咨询等全方位服务的的民营体检两大巨头。本案例描述了自爱康国宾宣布私有化以来，爱康与美年之间的私有化股权博弈。重点阐述了爱康和美年不同的上市策略，爱康私有化动机以及美年加入爱康私有化后双方在股权争夺中的资本运作。2014 年，爱康国宾在美国纳斯达克上市。同年，美年宣布收购国内另一家领先的民营体检机构慈铭，并于 2015 年成功借壳江苏三友登录 A 股市场。2015 年 8 月，爱康宣布私有化，随后美年对爱康提出了私有化要约。自此，爱康和美年之间的股权争夺愈演愈烈，先有爱康祭出毒丸计划，后有美年再次加价，最后上升到了法律层面……同为国内领先的民营体检企业，双方在这场私有化股权争夺战中采取的一系列措施的动机是什么，会产生怎样的影响？在引入财务报表分析的基础上，探究哪方在这场股权之争中占据有利地位？面对私有化过程中的金融风险，公司应该怎样进行相应的风险管理？

关键词：中概股私有化；毒丸计划；借壳上市；企业并购；金融风险

0. 引言

-
1. 本案例由武汉理工大学经济学院的曾玲玲副教授、陈琳、袁子馨撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案中有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

“.....快马在江湖里厮杀.....剑出鞘恩怨了.....任武林谁领风骚”，这是大约三年前，美年大健康董事长俞熔在录制一个节目的时候唱的一首歌。那时，这首歌也许只是被随口一唱，别无他意。现如今，这首歌却被真实地还原于医疗体检行业中，只是唯一不同的是，剑早已出鞘，但恩怨至今未了。

自 2015 年以来，国内的民营医疗体检行业开始上演一场“猫捉老鼠”的私有化股权争夺大战，交战双方分别是“资本狂人”俞熔领导的代表“资本流”的美年大健康与“产品经理”张黎刚率领的代表“技术流”的爱康国宾。两雄争霸向来激烈，这场商业战一时硝烟四起，双方在价格战、口水战、资本策略等战场上拼命搏杀，好似不拼个你死我活，誓不罢休。

这场罕见的中概股狙击战是怎么上演的呢？厮杀过后，谁会称王，谁又只能遗憾败北？这是个充满戏剧性的故事，待我向你细细道来.....

1. 大战前夕：三足鼎立时代结束

2014 年以前，中国的民营体检领域一直呈现爱康国宾、美年大健康、和慈铭体检三分天下的局面。爱康国宾和慈铭偏向中高端客户群，美年大健康则主攻中低端市场。彼时，国内健检行业的老大是慈铭，爱康国宾居于次席，美年名声最小，排在第三位。

作为中国第一家私立健康连锁体检机构，慈铭体检可说在这一领域独占数年。2009 年，慈铭体检的创始人韩小红就开始申请 A 股 IPO。其选择 A 股 IPO 上市的原因也不言而喻：自己是行业的老大，自然要名正言顺，响当当地在国内上市，做名副其实的“体检第一股”。然而慈铭的 IPO 之路十分曲折，A 股 IPO 暂停、路演搁浅，在种种困难打击下，历时五年的 A 股 IPO 最终折戟沉沙。而在慈铭体检申请 IPO 期间，体检行业的另外两家企业——美年大健康和爱康国宾却通过并购、资本等方式迅速发展起来。

1.1 爱康国宾美股上市：成为国内“健康体检第一股”

2014 年初，最大的竞争对手慈铭申请国内 IPO 上市已经过会，爱康国宾自知国内上市的希望已经不大，作为一家带有互联网血统的医疗服务公司，爱康最终选择了海外上市。2014 年 3 月初，爱康国宾宣布了在美国纳斯达克的 IPO 计划。

由于慈铭上市失败，爱康国宾率先于 14 年 4 月 9 日在美国成功上市，正式登陆纳斯达克市场开始交易，交易代码为“KANG”。开盘首日报价 16.50 美元，较 14 美元的发行价上涨 17.86%，收盘报价 15.2 美元，较 14 美元的发行价上涨了 8.57%。爱康国宾此次 IPO 公开募资达到 1.53 亿美元，上市当日市值就突破 10 亿美元，获得近 35 倍的市盈率，成为中国健康管理行业海外上市的第一只概念股。IPO 当日，张黎刚对外界称：“选择在美国上市，是因为纳斯达克可以带来更多国际资本市场的认可，也有比较好的服务。纳斯达克一直是爱康国宾的第一选择。”

根据爱康国宾公布的 2014 年半年报显示：上市仅一个多月，公司净营业收入为 7960 万美元，同比增长 44.4%；净利润为 1610 万美元，同比增长 64.5%。截至 2014 年 12 月底，爱康国宾的数据显示，公司在包括香港在内的全国 16 个中心城市已经拥有 50 多家中高端体检中心；在全国 120 个城市建成 300 多家体检中心合作网络。截至 2015 年初，公司当前总市值达约 10.01 亿美元（约合人民币 62.24 亿元）。爱康凭借此次 IPO 成为了名副其实的中国“健康体检第一股”。

1.2 美年“拖油瓶”式并购上市：全面开启“两雄争霸”

2014 与 2015 年对于美年来说是具有战略意义的两年，在这两年中，美年一边策划自己的上市之路，一边进行着对慈铭的收购，正是由于美年的这两大动作，打破了民营体检行业三足鼎立的格局，正式开启了两雄争霸模式。

1.2.1 美年收购慈铭

慈铭 IPO 计划停摆后，美年、爱康和其它上市公司纷纷开始找其谈合作。慈铭虽在 IPO 中实力大幅下降，但其市场基础和品牌效应无疑会给合作方带来相当大的优势，并且一旦在体检行业三强中产生合作，将直接对剩下的一家形成压力。最终，美年大健康成功收购慈铭。

2014 年 11 月，美年与慈铭签订股份转让协议，拟分期收购慈铭体检 100% 股份，作价 36 亿元：第一次，由深圳前海瑞联二号投资中心作为美年大健康指定的第三方以 10 亿元价格先收购慈铭 27.78% 的股份，美年再于 2015 年 2 月从前海二号手中购买该部分股权；15 年 3 月初，美年再次以股权置换的方式购买慈铭 72.22% 的股权，交易作价 26.97 亿元。收购完成后，慈铭体检成为美年健康的全资子公司，慈铭总裁韩小红退出线下体检业务的日常管理运营，但慈铭品

牌将保持独立。

美年和慈铭的合并具有很强的互补性。从市场细分上，美年借助慈铭向中高端市场扩张；从地域发展情况看，美年进入北京市场比较晚，发展慢，而慈铭的总部和核心都在北京，北京地区的收入占到慈铭整体收入的一半。据公开数据显示，慈铭拥有 19 家子公司、80 家直营及加盟体检中心，在全国 20 多个省市建有网络，品牌效应良好。而美年在 29 个省的 40 多个核心城市开展业务，拥有超过 110 家体检及医疗中心的服务网络。两家达成同业联盟后，全国服务网点将达到 200 家，年体检总量接近 900 万人，服务范围覆盖全国所有省市，美年成为行业内规模最大的企业。

至此，国内民营健康体检行业三分天下的格局正式瓦解。

1.2.2 美年借壳江苏三友上市

美年在收购慈铭前后，一直都计划在国内主板上市，但是始终没能如愿，最终选择了借壳之路。

2015 年 3 月 25 日，A 股上市公司江苏三友发布重组方案，借助资产置换、发行股份收购资产及募集配套资金的一系列交易，实现美年大健康借壳上市。根据收购公告，江苏三友以全部资产及负债（包括或有负债）与天亿投资等 24 家企业及俞熔、徐可、朱玉华等 79 名自然人持有的美年大健康 100% 股份中的等值部分进行置换。其中江苏三友置出资产价值确定为 4.8587 亿元，而美年置入资产作价为 55.4270 亿元，两者的差额部分由江苏三友依据美年大健康全体股东各自持有的美年大健康股份比例向交易对方以非公开发行股份方式购买，发行价格为 6.92 元/股，预计发行数量为 7.3 亿股。上述交易完成后，美年大健康实际控制人俞熔及其一致行动人将合计拥有上市公司已发行股份中的 4.466 亿股，持股比例为 46.77%，俞熔将成为上市公司新的实际控制人。期间，美年大健康传播出与慈铭两强合并的消息，打造出“体检行业最大企业借壳上市”的概念，利用这一诱人的概念使江苏三友股价飞涨，一路从原先不足 10 元/股一路上涨到 6 月的 60 多元/股。美年也用这笔充裕的资金完成了对慈铭的收购。

2015 年 8 月，美年大健康顺利完成 A 股上市。从此，国内民营体检市场进入爱康、美年两雄争霸的时代。到 2016 年初，不到一年间美年市值达到 373 亿元人民币，市盈率为 356 倍。

2. 大战打响

自从进入两雄争霸的时代，爱康国宾和美年大健康为了争夺民营健康体检行业的这块大蛋糕，明争暗夺，小冲突不断。随着爱康国宾私有化的提出，一场大战也随之爆发。

2.1 爱康国宾提出私有化

2015年9月2号，彼时的体检行业第一股爱康国宾发布《爱康董事长兼首席执行官张黎刚致爱康集团员工、客户和合作伙伴的公开信》，宣布私有化，筹划从上市仅17个月的美国股市退市。这是继当当、YY之后，又一家中概股企业宣布私有化。公开信中称，8月31日晚间，张黎刚本人和私募基金方源资本已向爱康国宾的董事会正式递交了将爱康国宾私有化的提案，方案提出以每17.8美元/ADS（1ADS代表0.5普通股）的价格私有化爱康国宾。这一价格较爱康国宾8月28日的收盘价要溢10.8%，较爱康国宾过去7天和一个月股价的溢价区间是9.7%-18%。

此前外界一致认为，爱康国宾在美股上市的14美元市值被严重低估，而美年在A股上市不到一年间市值便达到373亿元人民币，爱康国宾此时选择私有化是由于美年高市值的压力加上国内A股市场普遍高市盈率的吸引。对此，张黎刚在公开信中称，选择私有化完全是出于战略性的规划，而根据爱康国宾在纳斯达克的交易记录，它在宣布准备私有化的在美中国上市公司中市盈率是最高的几家公司之一。并表示未来爱康国宾将通过移动医疗平台整合健康体检、疾病检测、齿科医疗、私人医生、外派医疗、抗衰老、疫苗接种等各种预防与医疗服务，把移动医疗平台作为一切服务的入口，建立起一个全方位的健康管理平台。

但爱康国宾此时私有化回归的市场环境已今非昔比，竞争对手美年大健康已经顺利收购慈铭，并完成借壳江苏三友正式登陆A股，成为国内上市的体检行业第一股，爱康的地位受到严重威胁。

2.2 美年大健康加入爱康私有化

就在爱康国宾私有化的关键阶段，江苏三友联合平安、红杉、太平等资本机构组成外部买方团向爱康国宾发出一份“无约束力”的私有化要约。江苏三友于

2015 年 11 月 29 日晚间发布公告称，鉴于爱康国宾董事会已成立特别委员会，具备评估私有化交易方案的各项条件，且张黎刚及相关私募股权基金已提交私有化初步要约，故公司决定参与新组建的另一买方团，由买方团向爱康国宾董事会及其特别委员会提交无约束力的私有化交易初步要约，拟购买标的为爱康国宾全部发行在外的 A 类普通股和 C 类普通股。美年提出的初步要约拟收购价格为 22 美元/ADS，这一价格比爱康国宾 2015 年 8 月 28 日（爱康国宾收到其内部买方团提出的私有化要约前最后一个交易日）的收盘价溢价 36.9%，比爱康国宾内部团队私有化要约提出的每份存托 17.80 美元溢价 23.6%。

美年新组建的买方团由江苏三友及深圳市平安德成投资、太平国发（苏州）资本、华泰瑞联基金、北京红杉坤德投资和凯辉私募股权投资基金等组成，实力强劲。美年提出的 22 元每股这一较高的收购价格也显示出买方团的雄厚资本实力，对本次交易抱有相当的决心。

2.3 隔空论战

就在美年发出私有化要约当日的几小时后，爱康国宾董事长张黎刚即以公开信的形式发表了态度强硬的回应。张黎刚表示“自己与方源资本完成私有化的决心不会有任何变化，不会将自己拥有或控制的股票出售给任何第三方”，指责美年“明知该收购得不到我本人以及爱康管理团队的支持，却准备在爱康私有化进程的关键时刻发出竞争要约”。他称美年的这一行为是“恶意的”，并指出其“可能意图对爱康的员工、客户和合作伙伴造成心理干扰并获得不当的竞争优势”。

很快，美年大健康董事长俞榕也发表公开回应，称收购要约公开透明，公司不存在“恶意”收购。表示“国内健康体检行业已经进入到一个历史性的突破时刻，期待美年大健康和爱康国宾的强强联手。推动这样的整合，绝非出于企业私利，医疗服务业涉及生命健康和社会责任，绝对需要超越一般竞争格局的选择。之所以作出要约的决定，是为了保有并创造一个健康产业伟大整合的机会（也是市场上绝大多数机构、客户、合作伙伴以及我们双方股东和投资者的期待），希望中国的健康体检产业不要因自相损耗和个人好恶而耽误了整体飞跃的进程。”

3. 全面开战

3.1 爱康祭出“毒丸计划”

美年的私有化要约让爱康国宾猝不及防，一时处于被动地位。如果张黎刚一再提高私有化价格，则说明他当初定的价格是赚小股东便宜，如果他不提价，那当然小股东会选美年的报价。

面对美年方面的强硬态度，在美年发出私有化要约三天后，爱康祭出“毒丸计划”，试图以提高收购难度与代价的方式，来阻挡美年的迅猛“攻势”。爱康和美年的口水战仅仅进行了一轮，就上升到资本战略层面。

“毒丸计划”的正式名称为“股权摊薄反收购措施”，当公司一旦遇到恶意收购，尤其是当收购方占有的股份达到 10%-20% 的时候，公司为了维持既有的控股权状态，就会向原股东大量低价增发新股。目的就是让收购方手中的股票占比下降，也就是摊薄股权，同时增大收购成本，让收购方无法达到控股的目标。爱康方称这项计划为“权益计划”，按照爱康的这份决议，当爱康宣布某个人或者集团已经获得公司纳斯达克市场上 A 类普通股 10% 以上时，现有股东（恶意收购方除外）即可以以 80 美元一股的价格购买实际价格是此价格两倍的定向增发股份。按照决议的规定，股东每一股拥有一份认购权，即如果股东愿意，可以以 1 : 1 的比例购买股份。这意味着，如果江苏三友继续实施恶意收购，那么将付出相当惨重的代价。

然而，俞熔并无收手之意，2015 年 12 月 14 日，美年再次提价，将收购要约价格加至 23.5 美元/ADS，战争仍在持续。

3.2 新战友的加入：战事再度升级

张黎刚应对美年狙击的大招是“毒丸计划”——摊薄股权以反收购。但毒丸计划向来“杀敌一千，自损八百”，由于资产收益率将被摊薄，必将降低其股票在资本市场的吸引力。早在 2005 年，新浪在面对盛大收购之时也推出过毒丸计划，但彼时新浪仍在正常运行，所以毒丸计划有效，而爱康已经在准备私有化，毒丸计划一经采用，爱康自身也难免“受毒”，张黎刚的买方团要完成私有化的成本和难度都会大大增加。因此，爱康不可能把所有希望都仅寄托于“毒丸计划”之上。

2016 年 1 月 5 日晚，继抛出“毒丸计划”后，爱康国宾董事长张黎刚和方源资本牵头组成的私有化财团即加入强援，引入了包括阿里巴巴投资有限公司、中国人寿投资控股有限公司等 6 家新的资本方，以此应对美年发出私有化要约的

两次提价。但值得注意的是，但爱康国宾方面并未公布新的要约收购价格。另外，根据规定，新财团中新加入的各方有权随时退出。

美年方面也紧跟其后。6日晚上，江苏三友发布公告称，美年大健康买方团于2016年1月5日增加三位新成员，分别是上海源星胤石股权投资合伙企业（纪源资本）、上海赛领资本管理有限公司和海通新创投资管理有限公司。江苏三友在公告中表示，“我们收购爱康的目标坚定不移，我们会本着诚信的原则进行协商谈判，从而尽快签订合并协议。”加上原本的深圳市平安德成投资、太平国发（苏州）资本、华泰瑞联基金、北京红杉坤德投资管理中心（有限合伙）和凯辉私募股权投资基金等公司，扩展后的美年大健康买方团一共九名成员。

美年买方团新增的上述三个成员背景都不弱：上海源星胤石股权投资合伙企业是一家注册设立于上海的合伙企业，由纪源资本进行直接管理。纪源资本是一家专注于美国和亚洲地区扩展阶段企业的领先风险投资公司，管理着超过100亿人民币的资产规模。上海赛领资本管理有限公司的赛领国际投资基金母基金规模500亿元人民币，其中首期募集规模120亿元人民币。海通新创投资管理有限公司实际控制股东海通证券，海通新创管理的基金将新兴产业作为主要投资领域，管理的首支基金为海通兴泰新兴产业投资基金，总规模50亿元人民币。

爱康和美年双双扩大买方团队队伍，预示着这场价格战燃烧的范围还将继续扩大。但从双方公布的信息来看，爱康买方团的新增成员有随时退出的权利，因此在这一回合上，美年还是小胜一筹。

3.3 美年“强买”再提价

就在双方新增买方团成员的第二天，美年大健康代表的收购财团进一步提高了收购价格。根据江苏三友新公布的收购要约方案，美年方面提出的新要约价格为25美元/ADS（1ADS代表0.5普通股），相当于每份普通股为50美元，比爱康国宾内部买方集团最初提出的私有化买方价格提高了40.4%。此次提价距美年方面第一次发出私有化要约刚过一个月，当时的初步要约价为22美元/ADS。

值得注意的是，彼时张黎刚引领内部买方集团的最初要约价格仅为17.8美元/ADS，对应市值为11.65亿美元（约合人民币74.53亿元）。而此次25美元/ADS的价格已比爱康国宾内部买方集团最初的报价函溢价约40.4%。粗略估算，如果此次提价能够达成收购，美年方面将比爱康方面的最初报价多花费约4.71亿

美元。

目前，张黎刚持有爱康 12.95% 股权、拥有的投票权达到 34.5%，超过 1/3 以上。如果张黎刚不松手，美年无法完全收购爱康国宾；但爱康私有化的计划也将以失败告终。

4. 戏剧化转折

价格战还未有结果，双方又将战场延伸到了法律层面。爱康国宾于 2016 年 2 月份起，先后两次对美年大健康提起了诉讼：

4.1 爱康起诉美年窃取商业秘密

2016 年 2 月 24 日，爱康国宾公开声明维权，起诉美年大健康“侵犯商业秘密”。声明称美年大健康工作人员入侵爱康网络非法获取资料，使公司业务受到不利影响，要求赔偿 5000 万元。

爱康国宾表示，2014 年起公司陆续出现团体客户大量异常流失情况，爱康国宾向新客户投标时，竞标成功率也远低于往年以及同期全国平均水平。经过查证，有人侵犯了爱康国宾的商业秘密，随后发现的相关证据都指向美年大健康 IT 技术管理人员牟元茂。爱康国宾集团认为，牟元茂作为美年大健康的管理人员，其与经营相关的一切行为均代表美年大健康。

美年大健康当日即发表声明否认了爱康国宾方面的指控。美年公司表示，从未参与过任何侵犯商业秘密的行为，更不允许员工从事违背商业道德的行为。更指出爱康国宾此刻在美年大健康参与其私有化进程的关键时期提起诉讼带有明显恶意，是蓄意炒作行为。爱康国宾方面的回应是，对美年大健康的起诉仅仅是针对该事件本身，与私有化无关。

4.2 爱康举报美年收购慈铭中涉嫌垄断

2016 年 3 月 9 日，在起诉美年窃取商业机密不到一个月后，爱康国宾再次提起诉讼，举报美年大健康及其实际控制人俞熔在收购慈铭体检一事上未依法进行经营者集中申报，违反反垄断法，同时未及时进行风险披露，违反《上市公司信息披露管理办法》的相关规定。

3 月初，美年健康刚刚宣布收购慈铭健康体检管理集团有限公司 72.22% 的股

份。而美年大健康此前已拥有慈铭体检 27.78%的股权，收购完成后其将占有慈铭体检全部股份，慈铭体检成为美年大健康的全资子公司。爱康国宾认为，两次收购完成后，俞熔合计间接控制慈铭体检 96.18%的股份，取得了对慈铭体检的独家控制权，构成了经营者集中，且两家公司 2014 年度的中国境内营业额均已超过了要求申报的门槛。俞熔和美年健康在未依法先向商务部进行申报的情况下，完成了对慈铭体检的收购和控制，严重违反了《反垄断法》的规定。同时，爱康国宾还举报美年此次收购违反相关资本市场信批规定。

5. 后续进展，扑朔迷离

私有化争夺战进行到一半，爱康国宾将战争延伸到了法律层面，希望借用美年在慈铭并购案中的法律程序问题，延缓自己被收购的步伐。但迄今为止，爱康的举报并未对美年造成任何实质性的影响，美年对此的回应则是“将继续坚定推进收购进程”。如此看来，这场股权拉锯战定然不会就此了结。但不管最终是张黎刚的内部买方团坚守堡垒，还是美年大健康用价格战成功收购爱康，必将对国内的民营体检行业产生重大影响。

（案例正文字数：7,643）

The Private Equity Dispute between Ikang Guobing and Meinian Onehealth

Abstract: Ikang Guobing and Meinian Onehealth were founded respectively in 2007 and 2006, and both of them are two giants in domestic private medical industry to provide health screening, health care, health management and health advisory service. This case study describes the private equity dispute between Ikang Guobing and Meinian Onehealth since Ikang has declared privatization. This case study focuses on different launch strategy of Ikang and Meinian, privatization motivation of IKang and capital operations of them in the equity dispute after Meinian joined Ikang' privatization. In 2014, Ikang listed in NASDAQ and became the first overseas-listed stocks in China health management industry. The same year, Meinian announced it

would buy Ciming Physical Examination which is another leading private medical institutions in domestic private medical industry, then in 2015 it completed back-door listing by JiangsuSanyou GroupCo.,Ltd.to log on the A-share market. In August 2015, Ikang declared privatization, then Meinian proposed privatization offer. After that, the war between them became more intense. What is the motivation to take a series of measures in the private equity dispute of two companies in this field and what would be the consequences? In the private equity dispute, who will win the final victory? Faced with financial risks in the process of privatization, how companies should conduct appropriate risk management?

Key Words: Privatization of China Concept Stock; Poison Pill Plan; Back-Door Listing; Mergers and Acquisitions; Financial Risk

案例正文附件

附件 1：行业背景

1. 总体规模可观，发展空间巨大

我国的体检行业具有很大的市场潜力。据易观智库显示，2014 年中国体检行业市场规模达到 749.0 亿元人民币，较上年同比增幅为 26.9%。如图 1-1，根据第三方市场研究机构 Frost&Sullivan 对中国体检市场的市场规模及市场份额分布的调查，未来几年内我国体检行业的复合年增值率将达到 26.2%。预计到 2018 年，我国健康体检市场规模将近 2000 亿元；到 2020 年，中国体检市场规模将会到 3000 亿元人民币。此外，国务院也发布了《关于促进健康服务业发展的若干意见》，大力巩固和扩大医药卫生体制改革成效，争取到 2020 年，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上。

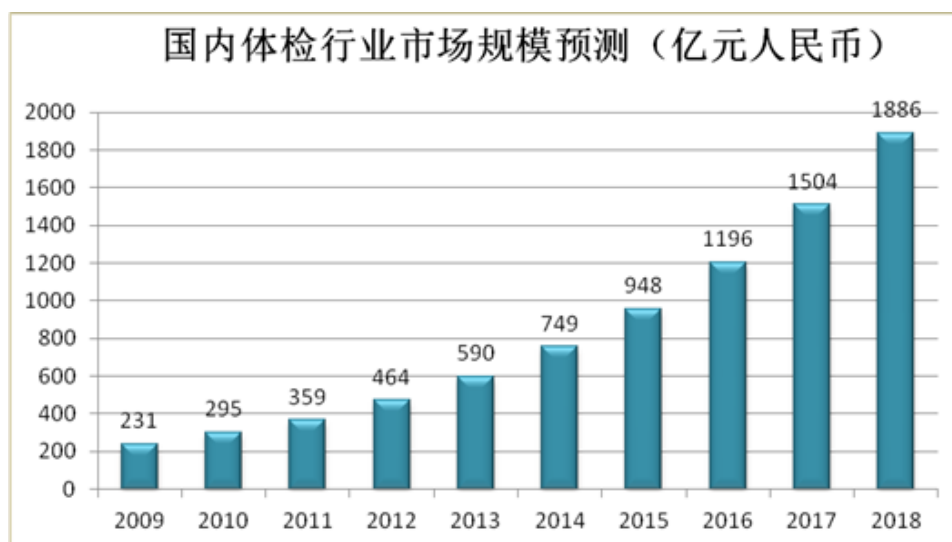


图 1-1 国内体检行业市场规模预测（数据来源：Frost&Sullivan）

2. 民营体检机构的行业情况

我国目前有各类体检中心 9000 余家，其中公立医院占据了主体地位。2014 年中国体检市场的整体规模达到 749 亿，其中约有 5000 家公立医院提供体检服务，占据了 82.9% 的市场，而私营的专业体检机构大概有 500 家，市场规模约为 127 亿，占 17.1%，形成了以公立医院为主民营专业体检机构为辅的市场格局。在私营专业体检领域，美年大健康、爱康国宾和慈铭体检三大专业体检机构处于龙头地位，但在整个国内体检行业市场上却只有几个百分点的占市率（如图 1-2）。但随着国家政策对民办医疗的支持、社会资本的涌入、并购扩张的加剧、健康体检的专业化程度的不断提高以及先进体检设备的不断引进，公立医院体检中心将受到越来越大的挑战，专业体检机构的劣势将不断减少，竞争优势将不断增强。同时市场集中度低的行业状态也为体检机构的资本并购提供了机遇。

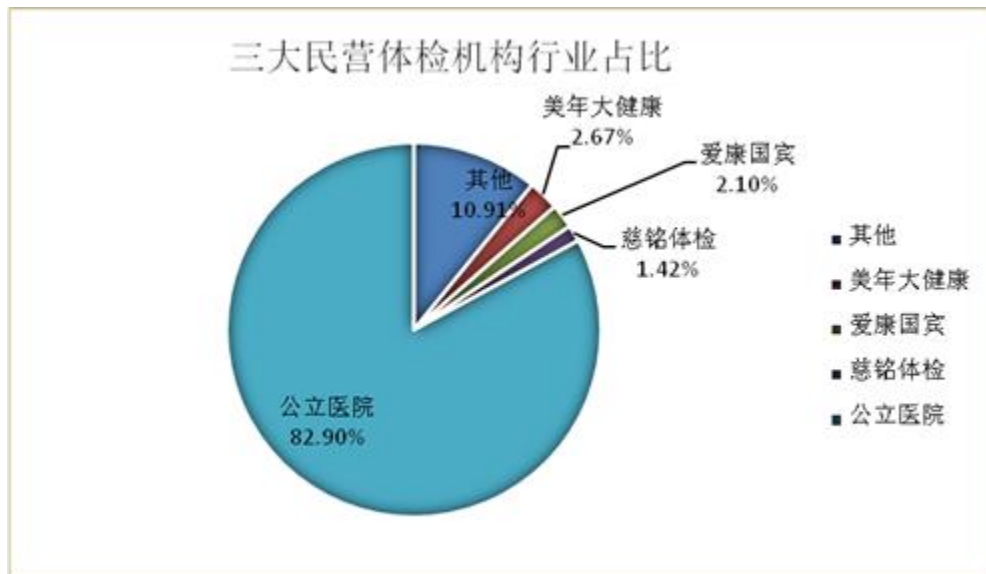


图 1-2 我国体检市场占比 (数据来源: Frost&Sullivan)

附件 2：爱康国宾与美年大健康发展历程

1. 爱康国宾发展历程

爱康国宾的前身是爱康网。2007 年爱康网并购上海国宾体检，成立爱康国宾。爱康国宾创始人张黎刚在哈佛大学学的专业是生物，完成学业回国后，他就投身于互联网的热潮，先后创办了搜狐和 e 龙。虽然张黎刚最初创立爱康网也是借助了投资的力量，但实际上，相对于医疗产业，他对于信息产业更为熟悉。

2000 年初，领域内的口腔、专科、诊断、移动医疗等赛道还处于看不清楚的状态，正面临无序和散乱的竞争态势。处于“风口”的爱康国宾成立后就迅速迈上增长“快车道”，数年间便跻身体检行业第一梯队，加之张黎刚独树一帜的“医疗 O2O”概念，深受各路资本的追捧。2013 年 4 月，爱康国宾获得高盛和新加坡政府投资公司（GIC）近 1 亿美元的注资，这次国内健康体检行业最大的一笔投资的注入也预示着爱康的上市动作。2014 年 4 月，爱康国宾在美国纳斯达克 IPO 上市，爱康凭借此次 IPO 成为了名副其实的中国“健康体检第一股”。

截至 2014 年 12 月底，爱康国宾在包括香港在内的全国 16 个中心城市已经拥有 50 多家中高端体检中心；在全国 120 个城市建成 300 多家体检中心合作网络。截至 2015 年初，公司当前总市值达约 10.01 亿美元(约合人民币 62.24 亿元)。2015 年 8 月，爱康国宾宣布私有化。

2. 美年大健康发展历程

相比于爱康国宾的产品路线，在俞熔带领下的美年大健康的发展则更像是一本资本运作下的并购史。1993 年从上海交通大学通信工程系毕业后，俞熔一直待在房地产和金融行业，98 年，俞熔创立了天亿投资集团，旗下 4 只基金的投资领域广泛。2006 年，天亿医疗接手国宾体检 20% 的股权，俞熔从中发现了创业机会，后来退出国宾体检，自己成立了美年健康。2011 年，美年健康与沈阳大健康合并，更名为美年大健康；2012 年，美年收购深圳瑞格尔，填补了美年在华南地区的空白。2012 年、2013 年凯雷、平安保险等投资机构，先后向美年大健康投入 6 亿多元，借助雄厚的资本注入，美年大健康快速收购其它体检机构，将门店规模扩张到 100 多家。

在慈铭计划 IPO 期间，美年大健康在备受资本关注的移动医疗市场动作频频。2014 年 10 月，美年大健康与挂号网达成战略合作，再加上 2014 年 7 月网购保健品领导品牌禾健与挂号网达成的战略合作，禾健、挂号网、美年大健康三方战略布局移动互联网医疗健康，分别立足“营养健康”“医院就诊”“体检”等领域，共同打造了“中国健康预防生态圈”。2014 年 11 月，美年开始收购慈铭，两家联盟后，美年全国服务网点达到 200 家，服务范围覆盖全国所有省市。

审计数据显示，2014 年美年体检总量接近 900 万人，公司 2014 年营业收入 143,068.72 万元，归属于母公司净利润 14,011.02 万元，2012 年到 2014 年营业收入、净利润年均复合增长率达 50.67% 和 34.77%，盈利能力呈显著增强态势。

2015 年 8 月，美年大健康借壳江苏三友相关事宜完成过户，美年大健康顺利完成 A 股上市，江苏三友的主营业务也将从服装加工制造业转变成健康体检服务产业。2016 年 1 月 8 日起，江苏三友集团股份有限公司正式更名为“美年大健康产业控股股份有限公司”，同时，公司证券中文简称由“江苏三友”变更为“美年健康”，公司证券代码不变。

通过上市，美年大健康进一步提升了市场竞争能力，今后能够利用资本市场的平台不断开拓市场份额和业务范围。到 2016 年初，不到一年间美年市值达到 373 亿元人民币，市盈率为 356 倍。

附件 3：慈铭体检 A 股上市历程

慈铭体检是中国第一家私立健康连锁体检机构，自成立起便独占国内民营体检领域。直到 2006 年，爱康国宾和美年大健康相继成立并快速发展，民营体检市场渐渐开始呈现三分天下的局面。

从 2005 年接受北京鼎晖近 2000 万元的第一笔风险投资到 09 年，慈铭体检先后进行了 5 轮融资，融资金额达约 2.38 亿元，这些融资帮助慈铭奠定了国内体检行业第一龙头的地位。2009 年，慈铭体检的创始人韩小红就开始申请 A 股 IPO。其选择 A 股 IPO 上市的原因也不言而喻：自己是行业的老大，自然要名正言顺，响应当地在国内上市做名副其实的“体检第一股”。

在准备上市 IPO 的两年间，慈铭体检吸纳了鼎晖、平安、天图等一众 PE 入股，并靠这笔私募融资大肆并购以全力冲击上市，同时也奠定了行业第一的龙头地位。事实上，在 2009 到 2011 年间，慈铭几乎保持每年 30% 的业绩增长，2011 年营业收入达到 5.67 亿元，净利率达到 15.14%。许多人猜测，慈铭体检成为“中国体检行业第一股”已是板上钉钉。

然而从 2012 年踏上 IPO 之路开始，慈铭体检的命运开始发生转变。原在 7 月份顺利通过发审会后，慈铭体检已准备在深交所发行上市，却恰逢 11 月份 A 股 IPO 突然停止，慈铭不得不等待了将近两年。2014 年，A 股 IPO 重启，慈铭体检成功取得了 IPO 批文并准备在 14 年 1 月 14 日开始申购。然而，就在路演的前一天凌晨，慈铭体检发布公告称推迟 IPO。慈铭冲击 IPO 的计划，再次被搁浅。

明知“体检行业第一股”就在门后，但在如此“折腾”之下，慈铭体检也已遍体鳞伤。为了在国内 IPO 上市，慈铭花费了大量的时间和成本，它拓展的多元化业务也使自己的战线拉得很长，同时，为冲击上市快速扩张和高端医院会所建设耗去了企业大量财力精力。根据慈铭公开的数据，2012 年在公司的账上出现了 3600 万元的银行短期借款，直到 2013 年 9 月，仍有 1358 万元的短期借款未偿还。2013 年 1 月到 9 月，慈铭体检的营业收入开始出现明显下滑，当期营业收入 5.1 亿元，净利润仅为 3300 万元，较 2012 年同期下降 1787.77 万元，同比降幅达 34.95%。不仅如此，在慈铭体检 12 家分公司中，2013 年前三季度，除北京分公司净利润达到千万元以上外，广州、上海、深圳、天津净利润全部为负数。2014 年，慈铭出现财务危机被迫退出上市，历时五年的 A 股 IPO 最终折戟沉沙。

附件 4：中概股私有化浪潮

1. 什么是私有化

私有化是指公有组织或公有财产的所有权人直接或由其代理人越权将公有组织或公有财产以及这些组织或财产的所有权及其派生权利合法或非法地由公有组织或公有财产的全体公民或某一集体所有转变为个别私人所有的行为及其过程。上市公司“私有化”，是资本市场一类特殊的并购操作，通俗来说，就是控股股东把小股东手里的股份全部购回，扩大已有份额，最终使这家公司退市。其流程如图 4-1：



图 4-1 私有化流程

此次浪潮中的中概股私有化是指由公司大股东及其战略投资者收购上市流通的所有股份，然后从美国的纳斯达克或纽交所退市，成为一家非上市企业。

2. 私有化分类

按照私有化手段的不同，上市公司私有化可以分为通过要约收购私有化、通过吸收合并私有化、通过卖壳私有化。其中，通过要约收购实现私有化是指控制权股东或其一致行动人通过向目标公司的全体独立股东发出收购要约，将上市公司私有化。控制权股东或其一致行动人还可以通过吸收合并目标公司实现该公司的私有化，即与目标公司（被合并方）签署公司合并协议进行私有化。通过卖壳实现的私有化，是指将上市公司的资产置换出来，同时将壳资源出售的一种私有化方式。

依据实施者的不同，上市公司私有化可分为控股股东私有化、外部接管者私

有化以及管理层私有化。

从私有化的意图来说，上市公司私有化又可以分为主动私有化和被动私有化。其中被动私有化又称为强制退市，是指上市公司因经营不善、业绩不佳，不再满足《证券法》和《公司法》中相关规定而被迫的退市。而主动私有化作为资本运营的一种手段，有利于企业更好地整合资源，提升公司价值，实现战略目标。

3. 中概股企业私有化浪潮背景

21 世纪前后，中国企业陆续登录境外资本市场，从最开始的大型国有企业到以互联网为代表的高科技概念股，再到 2005 年之后的大批民营企业，登陆海外资本市场似乎已经成为中国企业成功的标志之一。到 2010 年，海外上市的企业数量到达顶峰——126 家。大量优质企业选择境外上市的原因有很多：

首先，从我国资本市场的角度来看，国内融资渠道狭窄，上市要求高程序复杂，加上国内的证券市场层次不足。中小企业在国内一般难以获得银行的信贷，为了筹集发展所需资金，大量企业被迫尝试上市融资。而我国上交所和深交所对新上市公司的审查比较重视其盈利能力和业绩表现，且审批程序复杂，需要长时间的排队等候，暂时达不到上市标准的企业，其股票难以在股票市场进行交易。

其次，境外成熟资本市场主要有两方面的优势：一方面是融资环境好。海外资本市场发展较早，发展成熟，具有雄厚的资金来源和市场稳定性，且国际资本市场的多层次性能够满足处于各个发展阶段企业的不同融资需求。另一方面是上市门槛低，效率高。成熟的资本市场更看重企业的成长性，业绩要求相对较低，相对来说上市门槛较低，且程序较为简单，对企业来说上市更为容易。

最后，从中国企业自身的角度分析，一是很多企业成立时间短、规模小、盈利能力不足，特别是互联网企业和高科技企业，在成立初期往往业绩表现较差，难以满足国内上市的条件；二是海外上市具有广告效应，可以提高企业的知名度；并且通过引进境外投资者，可以帮助其完善公司治理，提高管理效率。

4. 大批中概股公司私有化

近年来，在美国上市的中概股公司纷纷开始谋求私有化，掀起了一股私有化浪潮。仅 2015 年上半年短短几个月内，就有 20 多家中概股公司私有化，金额超过了 230 亿美元。在发布私有化的公司中，既有奇虎 360 这样的巨无霸型企业，

也有陌陌这样的刚上市半年的企业。下表 4-1 列举了自 2015 年来已经宣布私有化的部分具有代表性的中概股公司。

表 4-1 2015 年部分中概股公司私有化进程

公司	私有化进程				
	上市时间及地点	上市发行 价(美元)	宣布私有化 时间	私有化报价 (美元/ADS)	两者价差 (%)
聚美优品 (JUME)	2014 年 5 月 16 日	22	2015 年 2 月 17 日	7	-69.0
世纪佳缘 (DATE)	2011 年 5 月 11 日纳斯达克	11	2015 年 3 月 3 日	5.37	-51.2
盛大游戏 (GAME)	2009 年 9 月 25 日纳斯达克	12.5	2015 年 4 月 4 日	7.1	-43.2
学大教育 (XUE)	2010 年 11 月 3 日美国纽交所	9.5	2015 年 4 月 20 日	3.38	-64.4
久邦数码 (GOMO)	2013 年 11 月 22 日	11.22	2015 年 6 月 9 日	4.9	-56.0
人人网 (RENN)	2011 年 5 月 4 日美国纽交所	14	2015 年 6 月 10 日	4.20	-70
世纪互联 (VNET)	2011 年 4 月 21 日纳斯达克	15	2015 年 6 月 10 日	23	53.5
如家酒店连 锁(HMIN)	2006 年 10 月 26 日纳斯达克	13.8	2015 年 6 月 13 日	32.81	137.8
博纳影业 (BONA)	2010 年 12 月 9 日纳斯达克	8.5	2015 年 6 月 12 日	13.7	61.2
奇虎 360(QIHU)	2011 年 3 月 31 日美国纽交所	14.50	2015 年 6 月 17 日	77	431.0
中国信息技 术有限公司 (CNIT)	2008 年美国纳斯达克		2015 年 6 月 22 日	4.43	
陌陌(MOMO)	2014 年 12 月	13.5	2015 年 6 月 23 日	18.90	40.0
淘米网 (TAOM)	2011 年 6 月 9 日美国纽交所	9	2015 年 6 月 1 日	3.588	-60.0
迈瑞医疗 (MR)	2006 年 9 月 26 日美国纽交所		2015 年 6 月 4 日	30	
艺龙(LONG)	2004 年 10 月	13.5	2015 年 8 月 3 日	18	33.3

(数据来源: 各公司公布的相关公告)

附件 5：大事记

时间	事件发展进程
2014 年 4 月 9 日	爱康国宾正式登陆美国纳斯达克市场。
2014 年 12 月 11 日	美年大健康公司与慈铭体检签订股份转让协议，以 36 亿元的价格分期收购后者 100%股份。
2015 年 3 月 25 日	江苏三友发布公告称，将实现美年大健康借壳上市，整体作价超过 55 亿元。
2015 年 8 月 28 日	美年大健康完成 A 股上市。
2015 年 8 月 31 日	爱康国宾公告称，已收到董事长张黎刚联合私募基金“方源资本”提出的私有化要约，要约价格 17.8 美元/ADS。
2015 年 11 月 29 日	江苏三友联合平安、红杉、凯辉私募等多个公司对爱康发出要约，计划以 22 美元/ADS 对爱康进行私有化。同日，爱康国宾 CEO 张黎刚发布公开信，称这一收购“是敌意的，也是恶意的”。
2015 年 11 月 30 日	美年大健康产业集团董事长俞熔发布公开信，称公司不存在“恶意”收购，此次要约的发出“是多次善意沟通没有回应的选择。”
2015 年 12 月 3 日	爱康国宾公布“毒丸”计划，计划触发后，除收购方之外的股东，可以以相当于 5 折的价格买入新股。
2015 年 12 月 15 日	美年宣布将收购要约价格提升至 23.5 美元/ADS。
2016 年 1 月 5 日	爱康国宾组建新买方团，在方源资本的基础上加入阿里巴巴、中国人寿、新华保险等 6 家机构，但并未公布新的要约收购价格。
2016 年 1 月 5 日	美年大健康买方团增加三位新成员，分别是上海源星胤石股权投资合作企业（纪源资本）、上海赛领资本管理有限公司和海通新创投资管理有限公司。
2016 年 1 月 6 日	美年再度发出收购要约，将收购价格提升至 25 美元/ADS。
2016 年 2 月 24 日	爱康国宾起诉美年大健康工作人员入侵公司网络非法获取资料。
2016 年 3 月 11 日	爱康国宾再对美年健康进行举报，称其在收购慈铭体检过程中可能涉嫌垄断行为。