

投资医院，还是一门好生意吗？

3月29日，民营医院第一股——恒康医疗的破产重组尘埃落定。

北京新里程健康产业集团有限公司，最终成为恒康破产重组的产业投资人，新里程的CEO林杨林成为恒康医疗的董事长。这给持续低迷的医院并购市场，注入了一丝活力。

作为业内极具代表性的民营医院第一股，恒康在过去7年里的跌宕起伏的命运，几乎是整个医院投资领域冷暖的风向标和缩影。

2014年始，资本一窝蜂挤进医疗行业，医院投资并购开始掀起了一轮高峰。

以一味藏药“独一味”起家的恒康医疗，初始年营业额只有两三亿，通过上市公司这个融资利器，经过几次大手笔的医院收购案后，市值一度超过300亿。

在恒康市值到达顶峰后，这一轮医院收购狂潮也随之达到巅峰。

2013年全年只有26家境内医院的并购发生，总金额21.5亿；到2016年，并购的医院数量已经上涨至108家，并购金额161亿；这种火热的态势在2017、2018年得到延续，这两年并购金额分别是149亿和144亿。

但医院投后运营难、巨额亏损、退出难等问题在此之后凸显。

以恒康医疗为代表的医院概念股开始急速滑落，除了恒康医疗因为大幅亏损和债务导致最后的崩盘外，多家涉足医院收购的上市公司都曾濒临退市的边缘。

就连华润医疗这样坐拥上百家医疗机构的国企，市值也只有最高峰时的一半。

试错之后，交了学费的上市公司、基金等，纷纷退出，医院并购市场开始变得谨慎。

普华永道最新公布的《2020年中国医疗健康行业并购市场回顾及展望报告》显示：

2020年，境内医院无论是交易量还是交易额，都跌至2016年以来的最低点。

整个2020年，境内医院的并购金额只有119亿，比2019年降低了44%。

大型综合性医院的交易更是跌至冰点，除了为完成国企医院改制任务而进行的并购案，资本市场上几乎难觅综合性医院并购的案例。

在资本真金白银的狂轰滥炸之下，医疗从不缺乏讲故事的能力，新巨头此起彼伏，不断被创造。但医院并购的想象力，受种种因素影响，被按下了暂停键。

资本市场的动作，无疑给我们带来了一个巨大的疑问——投资医院，还会是一门好生意吗？

跑马圈地、疯狂溢价

“以前一天20个电话，现在两天一个。”广州艾力彼医院管理研究中心(GAHA)主任庄一强明显感觉到，投资人的热度消退。

在医院投资最疯狂的2016、2017年，投资人的想法都是——我要买个医院，你能帮

我找一找吗？最好是10个亿的，最少不能低于两个亿，我们公司钱很多，规模太小，我们不要。

“从资金的规模、运营效率上来讲，确实应该收购一些大医院。”庄一强认为，资本一热，有些人就很浮躁，对这个行业不了解。这个行业是deep pocket——深口袋。有些口袋很浅，一伸手就能够到，很浅的东西就容易掉出来。有些口袋很深，在最深的地方，却有一块金子。

他告诉资本方，挖到金子的时间，最少是10年，但投资方往往没有等待的耐心。

综合医院一度是被看好的标的，一度是医院并购的重点。

不同于专科医院小规模、小体量的特点，综合医院一般体量比较大、可占据更高的优势资源，现金流稳定、业绩提升相对容易，投资并购一直保持着稳健又火热的态势。

无论是来自医疗相关行业的，例如药企、医疗器械公司；还是来自八杆子打不着的行业的，例如房地产、汽车业，甚至是珍珠养殖公司，这些公司一股脑地进入了医院收购这个快车道。

他们信心勃勃——社会办医份额才占到整个市场的10%。大家满怀憧憬，认为可以占据国内市场的30%。

求大、求全，几乎成为疯狂的代名词。

以工程投资起家的神州长城，在2016年，宣布将“医疗健康产业”作为另一发展重点，中标了多个医疗PPP项目。在还没有陷入债务危机之前，这家公司怀揣着一个医疗梦——收购100家医院，打造一个医疗集团。

实际上，综合医院投资规模、管理难度远远大于专科医院，一个专科医院，就一个科。但一个综合医院，三十个科室，产品服务的差异性、对专家技术的要求，远高于专科医院。此外，盈利能力、可获得性和可复制性要比专科医院差得多。

在2018年之前，国家医保局还未成立，综合医院依靠医保维系医院运营的好日子仍在，医院概念股尚处于被资本市场追捧的黄金年代。

因此，入局者们在进行医院收购时，都疯狂加价，不惜代价，以逼退竞争对手。

恒康医疗曾经打算以近10亿的价格收购一家三甲医院，但因资金问题未能完成，这家医院最后被另一家医疗集团收入囊中时，收购价格几乎下降了一半。

后来，不少在前几年高价买入的医院，在医院收购潮退去之后，在2018年后面临打折甩卖。一位投资人向八点健闻透露，折扣率约在6~8折。

这家集采中标大户仍亏13亿，它如何撑起近千亿市值？

投资者踩过的坑

资本对于医院市场的想象，在2018年之

后，遭遇迎头痛击。

2018年开始，在带量采购、医保支付方式改革等医保控费的组合拳之下，民营医院内忧外患，内部的精耕细作、迭代升级需要时间，外部备受公立医院重重夹击。

医疗行业大而不强，是极度可怕的。

神州长城这种曾经试图分羹医疗市场的跨界企业，因经营不佳，被迫退市。

恒康也是一样，在举债收购后无力经营，在2018年和2019年亏损14亿和25亿，市值一度只有巅峰时的十分之一，又被此前收购医院时的欠下的巨额债务所压垮，最后落得个破产重组的结局。

其他一些激进的医院收购者，比如创新医疗、宜华健康、益佰制药的股价都在2017、2018年之后经历了腰斩甚至膝盖斩。

付出惨重代价的机构，它们都有类似的投资经历——在全国各地收购医院，无论专科或综合，大城市或县城。东西南北中都去，大小标的通吃，资源很难协同，管理半径太大，投后却无法跟上，导致最终资金告急。

一位行业人士告诉八点健闻，尤其是一些贫困落后地区的医院，收购之后，却发现医保政策与理想有差距，预付的款项经常拿不回来，医院现金流周转捉襟见肘。

投资者踩过的坑五花八门。

一位投资者告诉八点健闻，2015年，从金融领域跨界医疗的他，花了2.4亿投过一家医院。当时根本不了解各个科室。医院还在粉刷墙面，装修了一年多，很快钱就被花完。“老股东把钱倒成了工程欠款，后来才发现这个工程是他亲戚搞的。”他最后倒贴2000万，给员工发工资。直至医院最后被一家基金公司收购。

医院是一个内部系统极为复杂、利益纠葛繁多的系统。

一位长期从事医院并购的投资人告诉八点健闻，在医院并购案里，对赌协议完成后，被收购医院利润大幅下滑甚至亏损，几乎是行业中公开的秘密。对赌期间，医院可以通过压缩人工成本和供应链利润、调整医保坏账等方式来完成业绩目标，等到对赌期完成之后，再来补偿员工和供应商。

恒康医疗收购的多家医院，在头三年对赌期内业绩漂亮，随即就出现巨额亏损。比如瓦房店三院在完成对赌协议的第二年大幅亏损了1.3亿。一位医疗集团的负责人说，他现在对标的所在区域、规模和历史底蕴很挑剔。“宁愿买得贵一些，也不能去买位置不好或问题比较多的这种标的。”

从事医院收购和经营多年的业内资深人士冯庆明博士也告诉八点健闻，如今大型的集团在收购医院，更为慎重。“像北上广这种比较大的城市，几乎不用太考虑，医院只要可以，就可以要。单体一家医院大不大、小不小，在武汉收入能有5个亿左右，才会考虑。如果就一两个亿，几乎就不考虑了。”

一些打包收购的医院，如果挑选不了标的，关掉甚至是更好的选择。

综合医院还有出路吗？

民营医院的洗牌已经开始，还没有结束。

疫情之后，政府对公立医院的投入增强。广东省加大建设高水平医院力度，第一批、第二批高水平医院总共50家医院，每一家医院获得3亿元的财政支持。而这50家医院全部是公立医院。

地方政府会有配套措施。东莞、惠州等地是1:1，省政府给三个亿，当地政府再给三个亿。深圳更为阔绰。深圳市人民医院获评上广东省高水平建设医院，除了省政府的3亿元财政支持，深圳市政府也拨款9亿元，总共12个亿来发展，三年之内要花完。

公立医院的强势，无疑会极大挤压民营医院的生存空间。

庄一强分析，未来这几年，社会办医的增量不会太大。相对于重资产投资的综合医院而言，轻而美的专科增量相对会更多。

医学界数据显示，2020年，专科医院并购的比例从2016年的38%上升到了89%。2012年~2015年，口腔与妇幼专科医院占据并购主角的位置；2016年整形美容医院为代表的医美行业是投资并购热点；2018年开始，眼科成为医院并购重点，在2020年整个专科并购中占到了75%。“现在，可能很多机构觉得肿瘤放疗是一个好的市场，都来做。但这个行业已经竖起了壁垒，后进者，如果没有强的执行力和这种进一步的创新能力，也许跑不出来。”一位行业资深人士说。

在综合医院不被资本看好之下，上述行业人士认为，如果有医疗机构真是耐下性子，静下心来进一步提高运营效率、降低成本，未来肯定还是能跑出来。

专科医院在做大、做强之后，也会收购综合医院作为它的武器。1月25日，民营医疗集团海吉亚发布公告称，欲收购华南一民营营利性三级综合医院99%股权，据悉，该三级医院或位于惠州，此前经营状况良好。

扎根武汉22年的武汉亚洲心脏病医院，是国内最顶尖的民营心脏病专科医院。在2013年，成立了一家综合医院——武汉亚心总医院。一位行业人士告诉八点健闻，“单靠一个心脏专科，做成全国这么大规模的话，收入也就十几个亿。并且，伴随着心脏支架的集中采购以后，利润大幅被挤压。”

或许，资本也会有一个轮回。

但圈外资本短期很难再进入。庄一强把医疗资本分为两类，一种圈内资本，在医疗服务领域深耕多年；一个是圈外资本，比如房地产、基金等等。圈内资本也分高度介入，中度介入和轻度介入。

“如果是轻度资本，可能会择情退出。剩下就是这种高度介入和中度介入的圈内资本，这个时候，他们真的有可能抄底。”

(上接第48版)

然而，中国与新自由主义全球化的浪潮对接，并非对西方市场经济照单全收，而是有自身独特的模式，也形成了特殊的“双向运动”。

中国医疗场域的新自由主义变种，在1994年实行分税制后起了关键作用。当地方可支配的财源有限，促使地方政府用各种办法使资本最大化(重视非基本医疗服务)、包袱最小化(轻忽基层医疗服务)。不仅如此，中国式的新自由主义，不仅没能造成医疗市场的多元竞争，反而形成扭曲的公立医院垄断体制，造成公立医院“看病难”问题。

此外，僵化的行政体制下，医生的人事薪酬制度，跟新自由主义的市场经济并不匹配。医生无法改变计划经济遗留的低薪结构，只能倚赖红包回扣等灰色收益。民众也无力改变现有结构，对药商与医院的共谋束手无策，最终使层层成本转嫁至民众，就造成“看病贵”的结果。

虽然分税制在一定程度上增强了中央政府的财政汲取能力，加大了对各省财政转移支付的制度基础，在有些层面缩小了不平等；而且政府事实上也逐步强化医疗保障来防止资本暴力的弊病，以维系社会的自我保护，但医患矛盾却愈发恶化，且医闹事件层出不穷。

由此可见，中国医疗问题中的“反向运动”有两股势力分别运作，一是政府及慈善团体依社会自我保护的需求所发展的社会

保障，将“脱嵌”的市场经济重新嵌入正常的社会关系，以试图扭转医疗市场化的恶果。另一股则是患方对资本暴力自发形成的暴力式自我保护，这股力量危及了医疗市场的稳定性，非但没能将“脱嵌”的市场经济拉回正常的社会关系，还造成更大的破坏。

这说明“反向运动”具有任意性和不确定性。患方选择屡屡以暴力反扑，不愿以理性来解决纠纷，主要凸显出中国社会转型过程中三个层面的问题。

第一，地方政府与资本合流缺乏制衡，患方转向非正规管道寻求自我保护。一方面，地方政府首要考虑经济税收，如何滚动资本才是硬道理；对于提高医护人员待遇，改善医疗质量显得十分吝啬。虽然政府也透过管控药价或挂号费，来普惠民众就医，但在这种思维下，非商品化医疗权利的扩展，长期不被重视。另一方面，患方可在正规渠道中发挥制衡的力量过于薄弱，无力挑战医院与药商的共谋，因而其自我保护转向以非正规的方式对医疗市场化运动展开反击。“医闹”自2006年后如雨后春笋般萌生，正是体现之一。这股抵御资本侵害医疗人权的自我保护，以暴力形式呈现，彰显出中国式新自由主义变种的更大压迫性。为此，医患双方都成了社会剧烈转型过程中的受害者。

第二，民众消费维权意识高涨，但医生劳动尊严恶化。就患方而言，当市场化如火如荼地展开，民众消费者心态逐渐被模塑，

消费维权的意识逐渐高涨，造成了患方愈来愈挑剔，也愈来愈认为花钱看病就应当获得该有的医疗服务，而事实是医方常无法满足其需求。另外，过去没有看病贵的问题，如今却是花大钱看病又不见好，这也增加了怨恨心态。但就医方而言，许多医生也受尽委屈，如医生工会空有其名，却无实质加薪功能，医生身为劳动者的条件恶化，而且还成为患方反扑“资本暴力”的泄愤对象。加上医院领导常在处理“医闹”时基于维护稳定的压力息事宁人，牺牲了基层医师的尊严，大大打击了医生服务的热诚，使得医患间的矛盾加剧。

第三，患方在不安全感下回归以传统情感及道义解决问题。当社会安全网建构未臻完善，医疗制度的配套不足，处理医疗纠纷的代价大，又鲜少有方式能满足患方的需求时，患方便只能退回传统道义，拉帮结派来谋求自我保护。道义为主的庶民思维在中国社会转型的过程中，仍发挥相当作用，这也说明中国希望建构与全球经济体系接轨的法治社会仍有巨大落差。一方面，人们从稳定的单位制与乡土社会转至原子化的陌生人社会，不安感涌现；另一方面，中国式的个人主义不像西方是在制度保障下的个人主义，民众维权意识虽然日益高涨，但在关系盛行、制度缺失的环境下却于然无依。群众习惯于“闹”来维权，“闹”与强烈的情感和道义密切相关。患方想要公道和合理的赔偿，在日益不平等的社会经济结构中，其

相对剥夺感和不公正感进一步激化了“闹”的运作。这也凸显出民众对法治尚未形成惯性。

以上这些问题的发生，凸显了医疗市场化后的脱序现象。改革开放后医患之间的权力博弈，大体呈现“地方政府——医院——资本合流”(资本暴力，包含经济政策发展优先，忽略社会政策；医院以创收为导向忽略公益；及权钱勾结下造成私人资本壮大)与“患方以医闹反扑医方”(暴力保护运动)的钟摆式摆荡。双方的权力博弈陷入了暴力怪圈，人人都是受害者，得不偿失。最终，地方政府基于维稳安抚或以规范约束暴力者，以便让医疗市场能顺遂运作。如此，“资本暴力”“暴力维权”“维护稳定体制”便形成中国医疗问题的动态三部曲。

事实上，发达国家的市场规制改革，主要特征不是解除规制(deregulation)，而是重新规制(reregulation)，即变革规制内容和规制手段。在中国，政府尚未从一个计划体制之中的行政命令型政府转型成为一个规制型政府。在诸多领域中，不是规则制订得不清楚、不周密，就是执行上常发生问题。政府应逐步进入规制型的治理，摸索出哪些该管哪些少管，让人民在正规的社会保障体系下感受到信任。如此，非正规的患方自我保护(医闹与伤医)才能渐渐减少，而整个社会也才会逐步形成以和平、理性的途径解决医患纠纷的习惯。