康宁医院：为何三闯 A 股

头顶“精神健康第一股”概念，康宁医院回 A 上市将直接提升公司估值。

文 | 孙斌

时隔三年，“精神健康第一股”康宁医院（02120.HK）再次闯关A股。该公司称，公司申请深交所创业板市场上市，拟发行A股实现“H+A”两地上市。

公告显示，康宁医院本次发行上市全部为公开发行新股，拟公开发行不超过828.89万股人民币普通股（A股），定价将通过向网下投资者询价或中国证监会认可的其他方式确定。

募集资金将用于温州康宁台州中心医院建设项目、温州乐宁老年护理中心项目、浙江怡宁健康科技有限公司社会心理服务台体系建设研发项目。

抛售地产只为上市

6月24日，康宁医院发布公告宣布重启发售A股之后，公司股价冲至55港元历史新高。

事实上，这并非康宁医院第一次提出回A。这家始建于1996年的民营精神病专科医院2015年11月登陆港交所，成为国内第一家精神专科医院上市公司。

2015年，康宁医院在港股上市筹资5.6亿港元，用于医院扩张、改造升级、IT基础设施和企业运营之后，于2016年8月向证监会递交了《招股书》，但在2017年3月和7月，又因为更换法律顾问和签字律师离职等原因，两次中止了IPO。2017年年末，康宁医院重启A股IPO进程，但在上会之后，未能通过，闯关宣告失败。

对此结果，康宁医院显然并不甘心。2020年10月，浙江证监局官网披露康宁医院辅导备案文件，国泰君安担任辅导机构。

紧接着，8月6日、9月16日，康宁医院两次公告《建议A股发行并于创业板上市及相关事宜》。根据公告，本次发行上市全部为公开发行新股，拟向社会公众公开发行不超过828.89万股A股普通股，不超过发行后总股本的10%。

康宁医院旧事重提，重启A股发行计划，只不过这次转向深交所创业板。对此，该公司解释称，进行A股发行的理由：一是通过两地上市，进一步提高声誉及影响力；二是扩大融资渠道；三是为其内资股提供流动性。

为了这次A股发行，康宁医院在发布有关公告的同时，也宣布出售其于2016年8月收购的温州国大，后者持有投资性房地产项目。

康宁医院指出，由于监管机构不支持涉房业务公司在境内融资上市，为能顺利上市，决定出售温州国大，以剥离现有的涉房业务。在其最新发布的2021年中期业绩报告中，已没有投资性房地产。显见康宁医院对待上市事宜非常着急。

有投行人士认为，康宁医院急于回A是想寻求更高的市值溢价。6年前，康宁医院以每股38.7港元的发行价登陆港股市场，截至2020年年底，五年四次股息分红，业绩保持稳定，但公司股价近年一直在低位运行。

值得一提的是，再次“闯A”的消息对康宁医院产生了一定的刺激作用，9月23日、24日，其股价连续大涨，两日涨幅近30%。

显然，头顶“精神健康第一股”概念，康宁医院回A股上市将直接提升公司估值。

5年增收利润摇摆

值得注意的是，此次闯关A股距离公司上次败北仅三年时间，康宁医院是否已经解决此前的诸多问题，业绩是否有长期保证？

10月5日，康宁医院披露的第三季度数据显示，集团自有医院住院床日数约为204.43万，

此次闯关A距离公司上次败北仅三年时间，康宁医院是否已经解决此前的诸多问题？

中国精神障碍患病率整体呈现上升趋势，2013年精神障碍终生患病率为16.6%，高于1982年（1.3%）、1993年（1.4%）和2002年（13.2%）。

同比增长24.9%，住院平均每床日总开支为人民币378元，同比增长1.6%；门诊人次数约为29.41万，同比增长45.7%，门诊均次总开支为人民币428元。

单从康宁医院第三季度的数据来看，住院业务要逊色于上半年，上半年住院床日数和每床日总开支年增幅分别达到27.67%和3.27%。不过门诊业务方面，第三季度的门诊人次数增速有明显改善，对比来看，上半年的门诊人次数目同比增幅为41.34%。

2015年港股上市时，康宁医院的市值为27.25亿港元，差不多六年后其市值只有26.07亿港元，港股上市并未给其带来市值规模上的跃升，不过其业务却有了明显的扩张。

康宁医院的业绩报告显示，2016年至2020年，公司营业收入持续攀升，分别为4.15、6.66、7.46、8.61、10.31亿元；同期归属于上市公司股东的净利润分别为6883、4907.1、8059.6、5728.9、7000万元。

可以看到，2015年以来，尽管康宁医院的营收持续增长，但同期净利润却处于“摇摆”状态，“增收不增利”状况从上市一直维持至今。

近几年，康宁医院的营收虽持续增长，但同期负债总额也在持续攀升。数据显示，该公司负债总额从2015年的2.62亿元增至2019年的8.56亿元，5年增长了5.94亿元。

自2015年港股上市后，康宁医院2016年、2017年曾连续两年向中国证监会递交了招股书，执着于A股上市，却最终无果，还曾被中国证监会询问募资的合理性。

2017年12月22日，中国证监会在披露的“首次公开发行股票申请文件反馈意见”中要求康宁医院，补充说明募集资金投资项目中经济效益分析的关键参数假设情况，说明与当前经营数据的匹配情况；结合公司在H股上市募集资金金额及使用情况，说明在A股上市募集资金的必要性和合理性。

从财务数据来看，康宁医院近年来实际上并不算缺钱。2016年至2019年，康宁医院经营活动产生的现金流量净额分别是4986.7、8149.9、6652.1万元，以及1.11亿元。

根据其披露的招股书及历年年报披露，2015年12月31日至2019年12月31日，康宁医院的货币资金分别为6.20、4.97、2.79、1.87亿元和1.76亿元。

在最新的上市计划中，康宁医院拟投入募集资金金额为3.02亿元，将用于温州康宁台州中心医院建设项目、温州乐宁老年护理中心项目、浙江怡宁健康科技有限公司社会心理服务台体系建设研发项目。

可以看到，康宁医院A股上市募集资金并不多，其背后真实的原因，一方面是借助A股市场提升公司估值，另一方面是国内精神健康领域开始快速发展，康宁医院也需要资金来稳住其龙头地位。

龙头地位如何保持

作为一家精神病专科医院，康宁医院的营收主要来自自有医院的运营收入，该项业务收入占到总营收的90%以上。

截至2021年6月30日，康宁医院自有医院增至25家，其中包括1家独立设置的互联网医院，运营床位数增至8328张，较2020年年底的7483张增加近1000张。

根据世卫组织发布的2017年《精神卫生地图集》，全球每万人精神科床位数为1.64张，其中高收入国家、中高收入国家的每万人精神科床位数分别为5.26张/万人、2.43张/万人。

2017 年中国每万人精神科床位数为 3.20 张，高于中高收入国家平均水平，但是和高收入国家相比仍有进一步提升的空间。2019 年中国每万人精神科床位为 4.18 张，同比增长 15.1%。

2019 年，北京大学第六医院黄悦勤教授团队在《柳叶刀·精神病学》（The Lancet Psychiatry）上发表了中国首次全国性精神障碍流行病学调查项目——“中国精神卫生调查”的结果。

研究结果显示，中国精神障碍患病率整体呈现上升趋势，2013 年精神障碍终生患病率为 16.6%，高于 1982 年（1.3%）、1993 年（1.4%）和 2002 年（13.2%）。

来自中国卫生健康统计年鉴的数据显示，2019 年中国精神病医院数量增长至 1545 家，同比增长 16.17%。其中公立精神病医院 704 家，非公立精神病医院 841 家。2015 年至 2019 年，非公立精神病医院占比由 30% 增加到 54%。

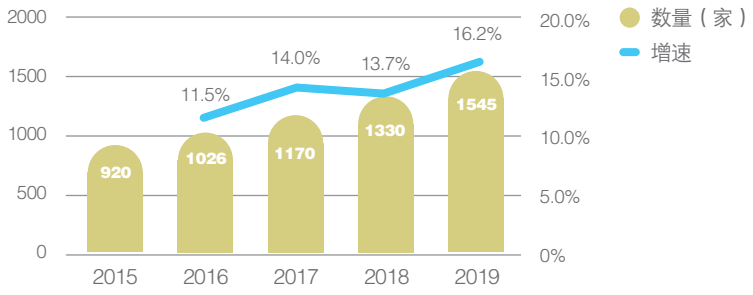
2015 年至 2019 年，中国精神病医院总收入由 377 亿元增长至 662 亿元，年复合增长率为 15%。2019 年中国精神病医院入院人数为 264 万人，同比增长 13.3%。

很明显，康宁医院所处的精神疾病健康赛道正在迎来越来越多的竞争者。

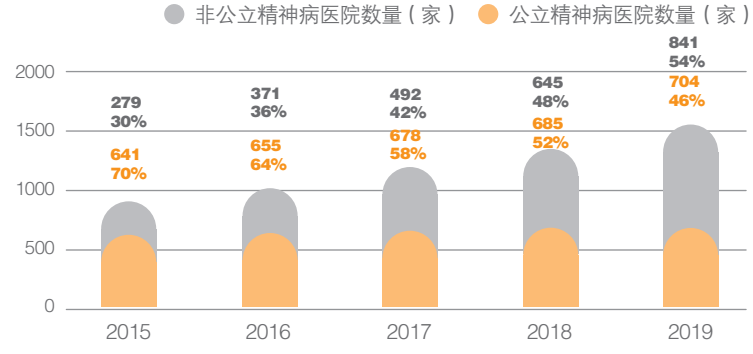
2021 年 9 月，专注于中枢神经及精神心理健康领域的互联网医疗平台“好心情”，宣布完成 2 亿元 C 轮战略融资，由字节跳动领投。8 月，精神健康品牌 FLOW 冥想获得了由 Evolve Ventures 和光速中国共同领投的数百万美元天使融资；6 月，昭阳医生则获得来自经纬中国、千骥资本、欧普家族办公室的数亿元 B 轮融资；4 月，壹点灵则获得了由 58 产业基金投资的数千万元 B 轮融资。

随着互联网巨头和知名投资机构的入局，这条赛道日渐拥挤。

2015~2019 年中国精神病医院数量及其增速



2015~2019 年中国精神病医院经济类型分布



> 资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

此次，康宁医院在资本市场上卷土重来，如果能够成功，它将成为首家 A+H 股上市的精神专科医院，龙头地位得到稳固。但如果是坏消息，或许康宁医院也将就此与 A 股无缘。

摆在康宁医院面前的路并不好走。除了国内行业竞争的加剧，康宁医院仍然需要解决很多来自内部的问题。并且，康宁医院还有一个必须要解决好的问题——资本市场与医院本身公益属性之间的平衡。