

2019年05月06日

# 体检行业案例分析：美年健康—引领体检产业发展、创造健康管理全方位需求的开拓者增持（首次）

证券分析师 焦德智  
 执业证号：S0600516120001  
 021-60199793  
 jiaodzh@dwzq.com.cn  
 证券分析师 全铭  
 执业证号：S0600517010002  
 021-60199793  
 quanm@dwzq.com.cn

## 投资要点

- **专业体检将成为我国大众健康管理的超级行业，亦将成就伟大的企业。** 我们认为需求端的特点塑造了体检行业这一超级领域，而供给端的特殊性成就伟大企业的诞生。**需求端铸就超级行业——消费者：为100%的健康付出1%的努力，造就很大市场空间；供给端诞生伟大企业——体检服务：为1%的患病风险付出100%的努力，成就伟大企业。**
- **市场空间是孕育伟大企业的土壤：**在宏观层面，人口结构的变化、国家政策的演绎均为健康体检创造了市场需求与行业发展的大环境；在微观层面，企业的文化推行带动的员工体检福利、个人健康支付意愿以及商业保险的逐渐介入，成为体检行业发展的多擎动力。因此，在现在这个节点上综合多方面对体检的需求与支持，消费者自己只需要付出1%的努力，即可享受100%健康管理服务，这种极小付出较大回报推动体检行业爆发期的真正到来，开拓了体检行业这一千亿健康管理市场。
- **体检内容快速创新是成就伟大企业不可或缺的阳光：**健康体检行业作为一个针对健康保健的特殊阶段，其属性注定其市场是针对健康人群这一超大规模群体，同时伴随着医疗科技的发展推动更多检验项目引入体检行业，在满足消费者需求的同时以几何形式扩张体检行业的市场规模。
- **“低频高价”“可复制”“可选的医疗消费”商业特点是非公立医疗服务行业伟大企业快速成长的根基：**健康体检是“可选”的“医疗消费”，全民健康的市场空间大，受众群体数量广阔，需求大，增速快；其次，健康体检是“低频”的“高价消费”，其对专业度要求高，客户粘性强，容易产生品牌价值。最后，健康体检是“易复制”的“医疗服务”：设备、流程标准化容易，对医生要求不高，但对资本的进入壁垒高。
- **美年健康厚积薄发成为体检行业绝对龙头：1) 美年健康强大的管理能力建立的规模优势是无法逾越的护城河。**公司创造性的用九大规范构建质控体系，从源头屏蔽质控风险。在营销、体检和后台进行分部管理提高效率、确保体检服务质量。建立强大的营销团队，用服务+销售的模式获取客户和客户口碑，做到长期可持续的发展。**2) 美年健康用创新重新定义体检行业标准，引领体检行业发展。**公司积极打造大健康产业平台价值，做强自己的同时做大行业，创新推出美年好医生，塑造行业新标准，引领体检行业迈向“检”“存”“管”“医”“保”的3.0健康管理时代。美年健康在规模上超过630家体检中心，年体检人次超过2700万人次，已经成为行业绝对的领导者。
- **风险提示：**并购整合与扩张风险；政策变动风险；体检服务项目的创新风险；行业事件风险。

## 行业走势



## 相关研究

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价(元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002044	美年健康	477.91	15.31	0.26	0.37	0.53	58.88	41.38	28.89	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 专业体检将成为我国大众健康管理的超级行业，亦将成就伟大的企业</b>	<b>6</b>
<b>2. 需求端为 100%的健康付出 1%的努力，推动体检行业扩容的黄金时代到来</b>	<b>7</b>
2.1. 人口结构老龄化注定未来 10 年是体检需求爆发期	7
2.2. 慢性病与亚健康的很大人群催生体检需求	8
2.3. 国家层面对“抓预防、治未病”的政策倾斜以应对人口结构带来的健康冲击，无形中成为体检行业发展的推手	9
2.4. 企业层面提供的员工福利为体检行业发展提供第一桶金，而个人支付能力的提升与商业健康险的发展形成体检行业向 3.0 升级的双擎动力	10
<b>3. 供给端为 1%的患病风险付出 100%的努力，成就伟大企业的诞生</b>	<b>14</b>
3.1. 市场空间是孕育伟大企业的土壤	15
3.2. 体检内容快速创新是成就伟大企业不可或缺的阳光	16
3.3. “低频高价”“可复制”“可选的医疗消费”商业特点是非公立医疗服务行业伟大企业快速成长的根基	17
<b>4. 体检行业成就伟大的企业：美年健康厚积薄发的体检行业龙头</b>	<b>20</b>
4.1. 借助资本力量高速扩张，后发先至铸就体检行业龙头地位	20
4.2. 美年健康通过区域扩张、体检中心扩张、客流量扩张、体检服务客单价扩张，引领体检行业升级发展	21
4.3. 强大的管理能力推动“先参后控”模式下体检中心的快速复制，合理的收购估值保证股东利益	27
4.4. 横向快速布局三、四、五线城市，纵向深度完善高端体检服务	29
<b>5. 管理能力是体检行业真正的壁垒：美年健康强大的管理能力建立的规模优势是无法逾越的护城河</b>	<b>33</b>
5.1. 员工管理能力是扩张建立规模优势的基石	34
5.2. 营销、体检和后台分部管理提高效率、确保质量	34
5.3. 九大规范构建质控体系，从源头掌握质控风险	36
5.4. 强大管理能力下建立起的规模优势才是不可逾越的护城河	37
<b>6. 伟大的企业引领行业：美年健康用创新重新定义体检行业标准，引领体检行业发展</b>	<b>37</b>
6.1. 美年健康用创新引领体检行业发展，创造新的消费需求	37
6.2. 美年好医生开启健康体检 3.0 时代，再塑体检行业标准	39
6.3. 建立美年健康生态圈，挖掘体检入口黄金价值	40

<b>7. 美年健康的发展史就是体检行业发展经历：13 年时光见证美年健康从诞生到腾飞 .....</b>	<b>42</b>
7.1. 美年健康 2015 年以来进入跨越式快速发展通道 .....	42
7.2. 美年健康股权结构稳定 .....	43
7.3. 快速扩张推动美年健康业绩持续爆发增长 .....	43
<b>8. 体检行业重点推荐标的美年健康：盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>45</b>
8.1. 美年健康盈利预测 .....	45
8.2. 美年健康投资建议 .....	45
<b>9. 风险提示 .....</b>	<b>46</b>

## 图表目录

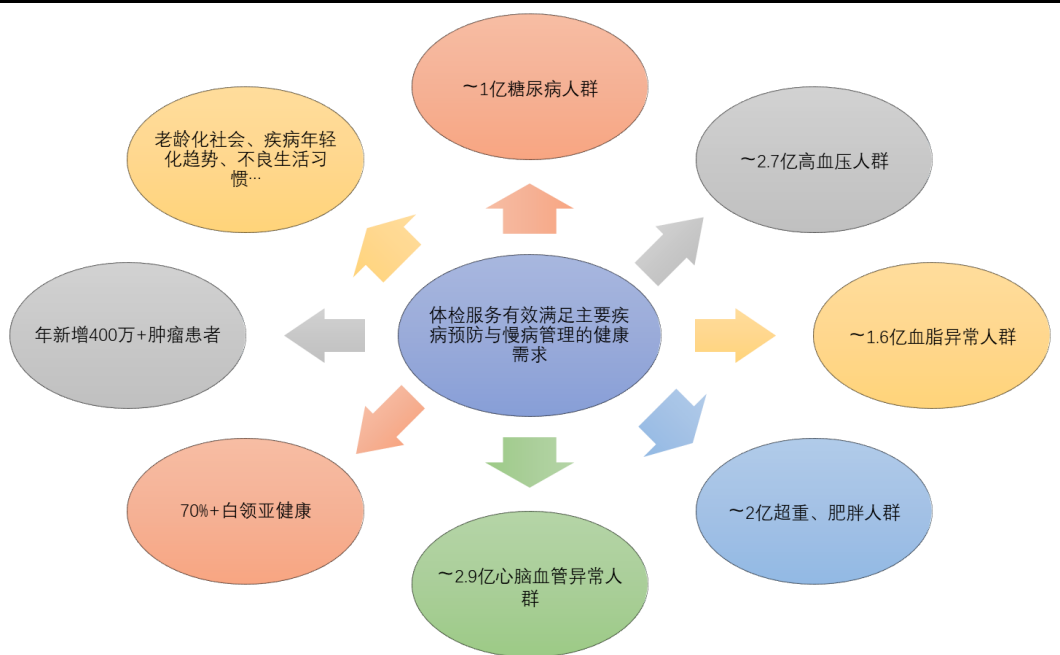
图 1: 体检服务是解决我国健康管理的优质方案 .....	6
图 2: 人口结构变化趋势 (亿人) .....	8
图 3: 导致我国亚健康的主要原因 .....	8
图 4: 体检人群中主要的慢病发病率 .....	8
图 5: 80/90 后白领人群是亚健康疾病的重灾区 .....	9
图 6: 健康体检在疾病筛查和健康管理中处于核心地位 .....	10
图 7: 健康体检已经成为企业 health&safety 风险管控的最有效方式之一 .....	11
图 8: 人均可支配收入变化情况 (元) .....	11
图 9: 我国人均医疗卫生支出变化情况 (元) .....	11
图 10: 人均体检费用占人均医疗保健支出比例变化情况 .....	12
图 11: 中、美当前体检行业现状对比 .....	13
图 12: 体检行业进化升级创造更大市场、更高价值和更强比例 .....	14
图 13: 我国体检行业规模增长情况 (亿元) .....	15
图 14: 公立医院健康体检人次数 (百万人次) .....	15
图 15: 公立与民营医院体检服务人次数的比较 .....	15
图 16: 体检行业市场规模扩张由服务升级驱动 .....	16
图 17: 体检行业的特点 .....	17
图 18: 公立医院体检与专业体检机构数量比 .....	18
图 19: 公立医院体检与专业体检机构检验人次数 .....	18
图 20: 美年健康通过资本扩张成为国内体检行业的领导者 .....	20
图 21: 公司的销售收入和归母净利润变化情况 (亿元) .....	21
图 22: 美年健康引领体检行业发展趋势 .....	22
图 23: 美年健康体检中心按城市级别分布情况 (官网已运营体检中心) .....	22
图 24: 美年健康体检中心数量与我国县级以上行政区分析 (个) .....	23
图 25: 美年健康体检中心数量与我国综合性医院数量对比 (个) .....	24
图 26: 美年健康四大品牌协同发展 .....	25
图 27: 美年健康公司人均客单价变化趋势 .....	27
图 28: 先参后控合作模式图 .....	27
图 29: 美年健康 (左) 和慈铭体检 (右) 全国体检中心布局情况 .....	29
图 30: 农村地区消费性支出和健康消费支出的变化 .....	30
图 31: 美年健康在三、四、五线城市的优势明显 .....	31
图 32: 2017 年美年健康 1、2 线城市和 3 线及以下城市体检中心利润率对比 .....	32
图 33: 美兆健康、慈铭奥亚定位针对高净值客户的高端体检服务 .....	33
图 34: 公司员工数量和薪酬增长趋势 .....	34
图 35: 公司员工人均创收和创利增长趋势 .....	34
图 36: 美年健康通过管理体系建立起体检服务质量体系 .....	35
图 37: 美年健康九大规范确保医疗服务质量监控体系 .....	36
图 38: 美年健康用创新引领体检行业发展, 创造新的消费需求 .....	38
图 39: 美年健康用创新引领体检行业发展, 创造新的消费需求 .....	39
图 40: 体检行业是健康产业生态圈的完美入口 .....	40
图 41: 美年健康生态圈内的优质合作企业 .....	41
图 42: 公司 2014 年至今发展大事记 .....	42

图 43: 公司股权结构 .....	43
图 44: 公司的销售收入和归母净利润变化情况 (亿元) .....	43
图 45: 公司毛利率、净利率和费用率变化趋势 .....	44
图 46: 美年健康 2016 至今的 PE BAND 分析 .....	45
表 1: 重点公司估值 .....	1
表 2: 2015 年我国常见慢性病患者率 .....	7
表 3: 国家出台政策鼓励健康体检行业发展 .....	10
表 4: 健康商业保险相关的鼓励政策 .....	12
表 5: 上海专业体检机构和三甲医院体检中心入职体检对比表 .....	19
表 6: 美年健康体检中心覆盖城市的分布情况 (官网已运营体检中心) .....	22
表 7: 从体检 1.0 时代升级到体检 3.0 时代提供的服务内容 .....	26
表 8: 公司及其下属子公司拟投资体检中心情况 (万元) .....	28
表 9: 1、2 线城市和 3 线及以下城市体检中心成本分析 .....	32
表 10: 美年健康参股和控股优质生态公司 .....	40
表 11: 美年健康战略合作协议 .....	41

## 1. 专业体检将成为我国大众健康管理的超级行业，亦将成就伟大的企业

目前我国在慢病、亚健康、老龄化、以及生活质量上升的共同趋势下，出现了健康管理需求的大面积溢出，远超过现在医疗机构所能提供的服务，而体检行业是满足健康管理需求的最佳解决方案。因此体检行业必将是我国未来 10 年内最好的大健康发展领域，其行业的特点与特殊性完全匹配我国经济持续 30 年高速发展后对消费群体健康管理的需求，注定体检行业成为快速发展的超级行业，也必然诞生伟大的企业。

图 1：体检服务是解决我国健康管理的优质方案



数据来源：卫计委，Wind，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

我们认为需求端的特点塑造了体检行业这一超级领域，而供给端的特殊性成就伟大企业的诞生。

1) 需求端铸就超级行业——消费者：为 100% 的健康付出 1% 的努力，造就很大市场空间。

第一，客户群体大，潜在空间大；

第二，消费群体认知升级，对体检的内容和价值的了解升级，推动体检行业由可选健康消费向刚需健康消费升级；

第三，中国当前的医疗服务体系围绕疾病治疗建设，健康预防与跟踪是一个完全空白领域。

2) 供给端诞生伟大企业——体检服务：为 1% 的患病风险付出 100% 的努力，成就

伟大企业。

第一，标准化+个性化服务，作为医疗服务领域最标准化的领域，同时需要个性化的针对性服务；

第二，医生资源需求低，资本资源需求高，可复制性强；

第三，管理能力要求高，需要结合医疗服务服务能力、品牌知名度、销售推广能力，以及后续的客户维护的全方位管理能力。

## 2. 需求端为 100%的健康付出 1%的努力，推动体检行业扩容的黄金时代到来

我国经历了前所未有的 30 年经济持续快速发展，但伴随经济发展的除了环境的牺牲，还有健康观念的缺失。近年来，随着物质生活水平达到新的高度，整个社会的关注度转向全民健康，包括了对生活环境的需求、运动健身的需求、慢性病管理的需求，也体现在疾病预防与健康管理的的需求。在宏观层面，人口结构的变化、国家政策的演绎均为健康体检创造了市场需求与行业发展的环境；在微观层面，企业的文化推行带动的员工体检福利、个人健康支付意愿以及商业保险的逐渐介入，成为体检行业发展的多擎动力。因此，在现在这个节点上综合多方面对体检的需求与支持，消费者自己只需要付出 1%的努力，即可享受 100%健康管理服务，这种极小付出较大回报推动体检行业爆发期的真正到来。

### 2.1. 人口结构老龄化注定未来 10 年是体检需求爆发期

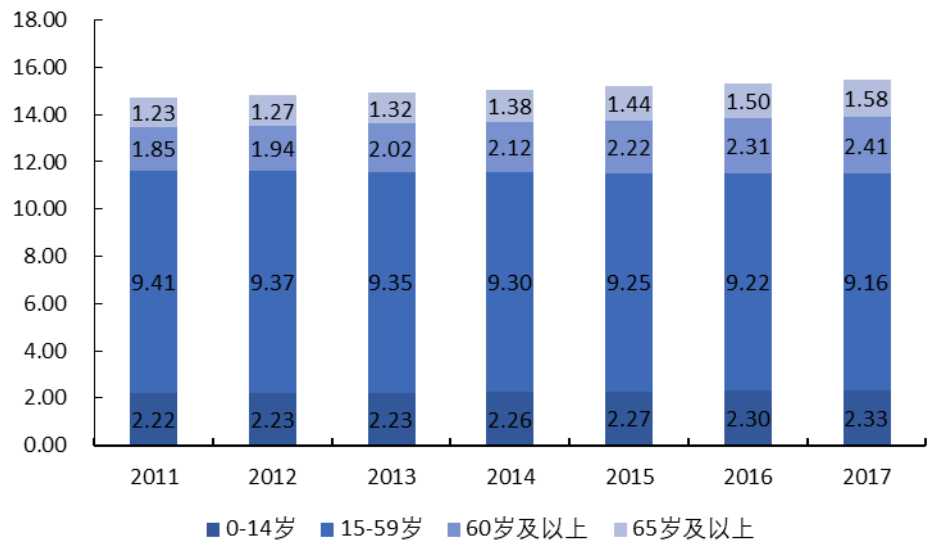
目前我国人口数量仍处于上升期，但结构的老龄化趋势显著，60 岁以上的群体增长最快，但整体基数上 15-59 岁人口为 9.16 亿人，仍是我国人口主体。我们看到这个人口主体是 60 后至 90 后，其中 60 后和 70 后是透支健康做到经济腾飞的一代，而 80 后和 90 后是现在的劳动主体，同时也是消费观念和健康管理观念快速成长的群体。未来 10 年我们将会看到的是 60、70 后逐渐老去，对健康管理和疾病预防的需求迫切，而他们的子女 80、90 后的健康观念取得进步且相关支出的意愿更强，因此在需求与支付共同支出下体检行业注定成为大健康领域的超级市场。

表 2：2015 年我国常见慢性病患者率

项目	患病率
18 岁及以上居民高血压患者	25.2%
18 岁及以上居民糖尿病患者	9.7%
40 岁及以上居民慢性阻塞性肺病患病率	9.9%
成人超重人群	11.9%
成人肥胖人群	9.6%

数据来源：中国居民营养与慢性病状况调查(2015 年)，东吴证券研究所

图 2：人口结构变化趋势（亿人）

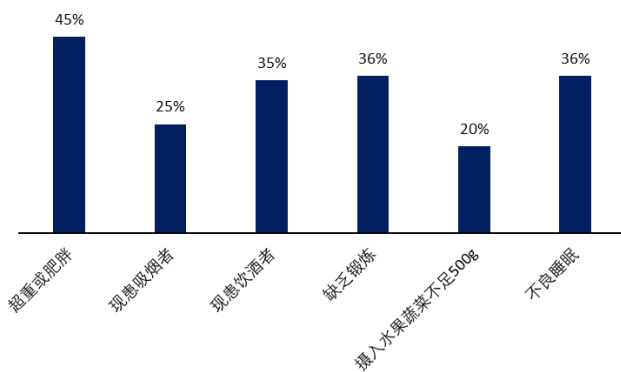


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 慢性病与亚健康的很大人群催生体检需求

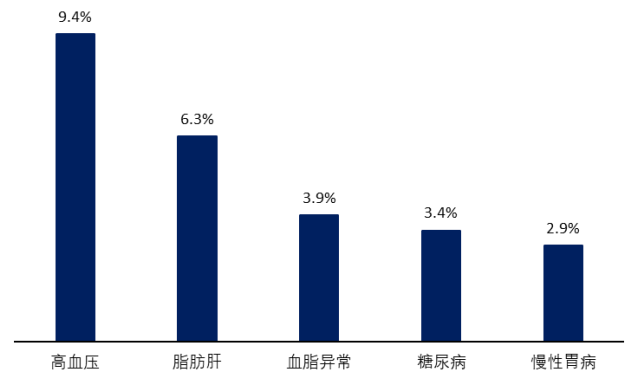
60后-90后这一代生活节奏普遍加快，生活环境快速恶化，导致慢性病发病率快速提升、亚健康问题日益凸显、癌症发病率与死亡率持续攀升等问题日益突出。根据慢性病的流行情况结果显示，全国体检人群罹患的主要慢性病为高血压病（94.24%）、脂肪肝（62.78%）、血脂异常（38.64%）、糖尿病（34.02%）以及慢性胃炎或胃溃疡（29.27%）。

图 3：导致我国亚健康的主要原因



数据来源：卫计委，《中国居民营养与慢性病状况报告》，东吴证券研究所

图 4：体检人群中主要的慢病发病率

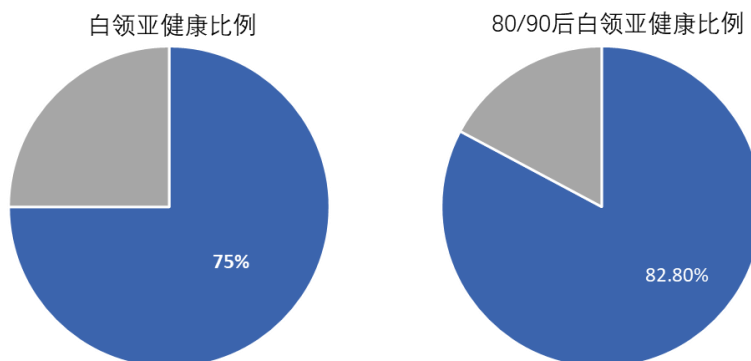


数据来源：卫计委，《中国居民营养与慢性病状况报告》，东吴证券研究所

另外一大群体为亚健康的白领群体，根据叮当快药发布的《8090后健康养生消费洞察报告》统计，75%的白领处于亚健康状态，其中82.8%的80、90后白领处于亚健康状态，而80、90后正是现在社会收入和消费的主题人群。



图 5：80/90 后白领人群是亚健康疾病的重灾区



数据来源：8090 后健康养生消费洞察报告，东吴证券研究所

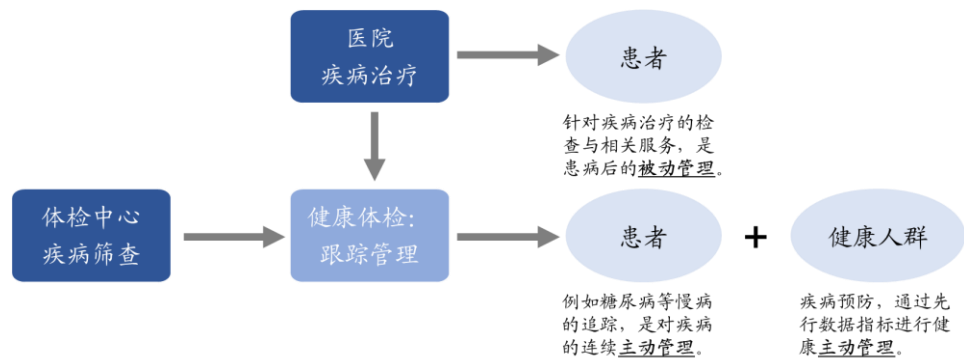
针对慢性病与亚健康管理，健康体检的观念开始深入人心，数据调查显示，人类 1/3 的疾病是通过健康体检得到的信息反馈的，疾病的“早发现、早诊断、早治疗”已经逐渐成为人们的共识。

同时，现代医学模式开始向以预防为主的健康管理转移，全社会对烈性传染病的事前预防、慢性病危险因素的前期筛查日益重视，整个社会都越来越意识到医疗预防工作的重要性，健康消费需求由简单的疾病治疗，逐步向疾病预防和保健转变。居民的健康意识、健康需求、支付能力等方面的不断成熟，加之公立医院逐步实行“医检分离”并推动公立医院体检专业化，以及民营专业体检机构自身的高速发展，共同推动了中国体检行业进入爆发的黄金期。

### 2.3. 国家层面对“抓预防、治未病”的政策倾斜以应对人口结构带来的健康冲击，无形中成为体检行业发展的推手

国家的政策方向也顺应了社会群众对健康管理服务的需求。在当前医保控费大背景下，为保证居民健康水平的同时，节约国家及居民医疗费用开支，国家卫生工作战略从传统的“重治疗、轻预防”向“抓预防、治未病”转移。因此，近年来国家不断出台政策进行完善基层医疗机构，推行分级诊疗，鼓励和规范社会民营医疗服务机构的发展，并且制定了健康中国战略，将其纳入“十三五”规划纲要。而“健康中国 2030”政策的出台成为大健康产业发展最强的政策推手，推动社会民营机构和社会资本不断涌入大健康领域。而健康体检行业正是完善“抓预防、治未病”健康中国的重要抓手，是建立中国人健康管理和健康档案的第一环，也是最关键的一环。

图 6：健康体检在疾病筛查和健康管理中处于核心地位



数据来源：东吴证券研究所

表 3：国家出台政策鼓励健康体检行业发展

时间	部门	政策	要点
2014.05	国务院	《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，努力形成以非营利性医疗机构为主题、营利性医疗机构为补充的社会办医体系
2014.11	卫计委、发改委	《关于推进规范医师多点执业的若干意见》	促进优质医疗资源平稳有序流动和科学配置
2015.06	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	加快推进社会办医疗机构规模和水平发展、不断满足人民多样化、多层次医疗卫生服务需求
2016.03	卫计委、发改委	《“十三五”规划纲要》	从八大方面对推进健康中国提出具体要求。鼓励社会力量兴办健康服务业，推进非营利性民营医院和公立医院同等待遇
2016.10	国务院	“健康中国 2030”规划纲要关于促进健康服务业发展的若干意见	把健康摆在优先发展的战略地位，实行共建共享、全民健康的战略主题
2016.12	国务院	“十三五”卫生与健康规划	大力发展社会办医，优化医疗卫生服务体系
2017.02	国务院	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025 年）》	动员社会力量开展防治服务，多维度出发，就多个健康相关指标设定了目标，包括血脂检测率、肺功能检测率、老年人中医药健康管理率等
2017.05	国务院	《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	进一步激发医疗领域社会投资活力，调动社会办医积极性，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务，打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构
2018.06	卫健委	《健康体检中心管理规范（试行）》和《健康体检中心基本标准（试行）》	国家卫健委从政策方面肯定了独立体检中心的合规性，并进一步完善明确规章制度，健康体检行业将更加标准规范，进入新的发展阶段

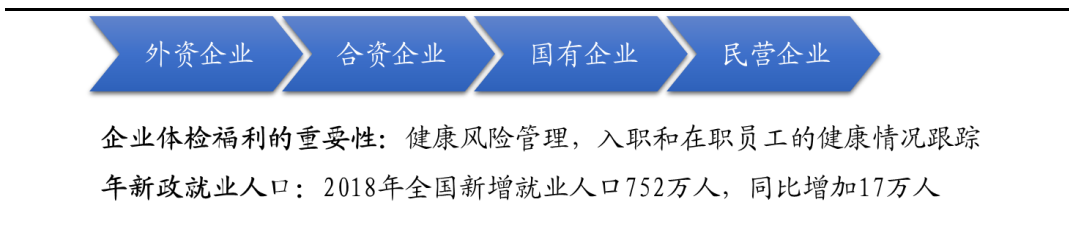
数据来源：卫计委、国务院，东吴证券研究所

#### 2.4. 企业层面提供的员工福利为体检行业发展提供第一桶金，而个人支付能力的提升与商业健康险的发展形成体检行业向 3.0 升级的双擎动力

**2.4.1. 企业的员工福利体检与入职体检的开展是成就体检行业发展的第一桶金，也是现在体检行业总占比最高的团检客户的主要来源。**

专业的体检服务对于资方来说具备多重重要意义，既体现了员工福利，同时也是资方的风险管控。作为资方人力资源管理的五大项之一的 Safety&Health，在体检福利上得到充分的表达，在做到员工关怀的同时杜绝了由于健康问题导致的企业管理风险，体检已经成为现代企业对新增员工和现有员工有效管理的通用方法之一。因此，我们看到最初的员工福利体检的需求由外资企业、中外合资企业现代化的管理开始推进，逐步扩展到了国有企业、政府机关及企事业单位，再到成本敏感的内资规模企业，目前仍具备加大的扩展空间。而地域上也由北、上、广、深等一线城市的知名企业逐步向省会级二线城市以及三、四线城市的中型企业扩展，员工福利体检市场扩张由自上而下带动的趋势显著。

**图 7：健康体检已经成为企业 health&safety 风险管控的最有效方式之一**

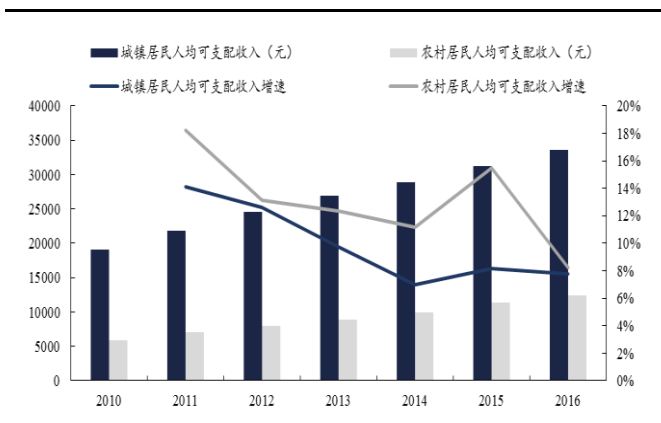


数据来源：人力资源和社会保障部，东吴证券研究所

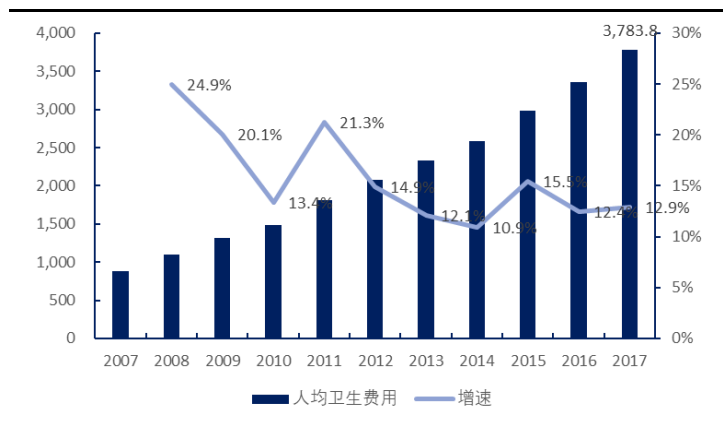
**2.4.2. 个人收入水平的提高、健康理念的转变是推动体检行业升级的主要引擎。**

收入水平和健康观念是体检行业需求爆发的重要因素。改革开放 30 年以来个人收入水平大幅提高，到 2017 年我国人均可支配收入达到 2.6 万元/年，比 2013 年的 1.8 万元/年提高了 42%。随着个人可支配收入的大幅提高，人们的健康理念也发生了翻天覆地的变化，集中体现在年人均医疗保健支出的大幅提高，从 1995 年人均 110 元/年医疗保健支出，到 2013 年达到 912 元/年，再到 2017 年人均 1451 元/年，医疗保健支出水平提高了 13 倍，可以说健康观念的进步速度远超收入水平的提高速度。对比高收入国家，中国的医疗保健支出水平从 1995 年只有高收入国家人均支出水平的 4.7%，上升到 2013 年的人均支出水平 21.7%，但仍具有较大差距。

**图 8：人均可支配收入变化情况（元）**



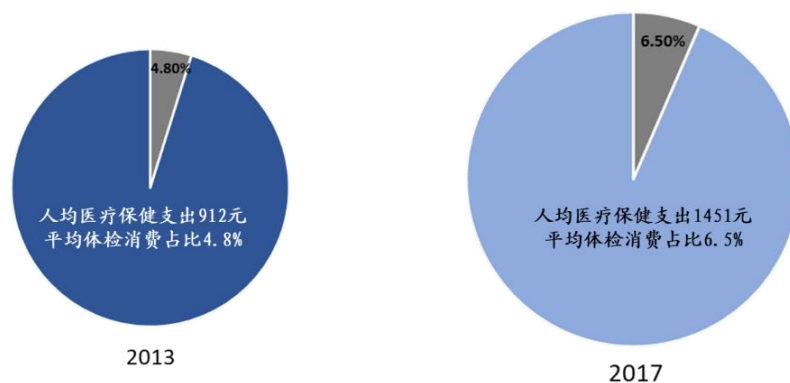
**图 9：我国人均医疗卫生支出变化情况（元）**



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

具体到体检行业上，2013 年我国体检行业规模仅有 600 亿元左右，到 2017 年规模超过 1300 亿元，行业增长速度远超医疗保健消费支出增速。如果平均计算到 13.6 亿的人口基数上，2013 年人均用于体检的支出仅为 44 元，仅为人均 912 元医疗保健支出的 4.8%，为当年人均可支配收入的 0.24% 左右；到 2017 年人均用于体检的支出为 95 元，为 2017 年人均医疗保健支出的 6.5%，为当年可支配收入的 0.36%。虽然体检作为健康管理的最有效手段，目前仍处于一个非常低的个人支出占比水平，但其增长速度和潜在的空间均是很大的。

**图 10：人均体检费用占人均医疗保健支出比例变化情况**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 2.4.3. 商业健康险的逐渐推广将成为体检行业潜在的增量引擎。

2014 年商业医疗保险正式出台相关政策，之后国家层面出台多项文件鼓励商业保险的发展以完善我国医疗支付体系。商业医疗保险的出现可以说为专业体检打开又一扇需求大门，因为根据美国健康体检与健康管理人员研究成果，进行健康体检和健康管理 90% 的人群的个人医疗费用会降低到原来的 10%，而未做健康体检和健康管理的 10% 的人，医疗费用比原来上升 90%。由于商业健康险的商业属性，加之我国尚未建成有效的健康档案体系，对于商业医疗保险来说，有效和持续的体检将成为最有效的健康管理方式。

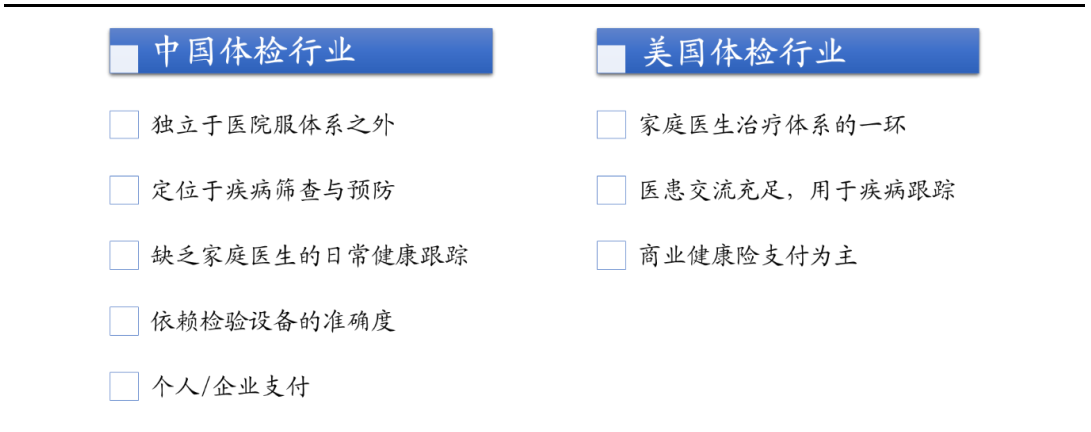
**表 4：健康商业保险相关的鼓励政策**

时间	发布机构	政策	内容
2014/10	国务院	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	是国家层面商业健康保险发展的纲领性文件,对商业健康保险的发展路径给予了全面指导,要求到2020年,基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代商业健康保险服务业
2015/5	财政部国家税务总局和保监会	《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》	标志着我国开始试点税收优惠型健康保险产品,这也是我国首个税收政策支持的商业保险产品,具有里程碑的意义
2016/10	中共中央、国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	指出,到2030年,现代商业健康保险服务业进一步发展,商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高
2016/12	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	把“推动商业健康保险发展”作为建立高效运行的五大举措之一被写入文件之中,其中包括:“医保经办服务多元化、多方竞争”、“委托具有资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保的经办服务”“鼓励保险公司开发中医药养生保健等各类商业健康保险产品”等措施
2017/5	财政部、税务总局、保监会	《关于推广实施商业健康保险个人所得税政策有关征管问题的公告》	2017年7月1日起,个人购买符合规定的商业健康保险产品,可以按照2400元/年(200元/月)的标准在税前扣除,单位统一为员工购买的,视同个人购买,按照单位为每一员工购买的保险金额分别计入其工资薪金,并在2400元年(200元/月的标准内按月税前扣除

数据来源:国务院,东吴证券研究所

对比在中美体检的差异就会发现,体检方式和支付体系有很大的差异。首先美国体检建立在家庭医生的基础之上,形成了日常家庭医生建立的医疗档案,配以有针对性的体检形成完整的、连续的健康跟踪档案。由于美国医生高昂的费用,所以整个健康跟踪体系包括体检费用基本由医保/商保覆盖,形成一个服务与支付的闭环。

图 11: 中、美当前体检行业现状对比



数据来源:公司官网,东吴证券研究所

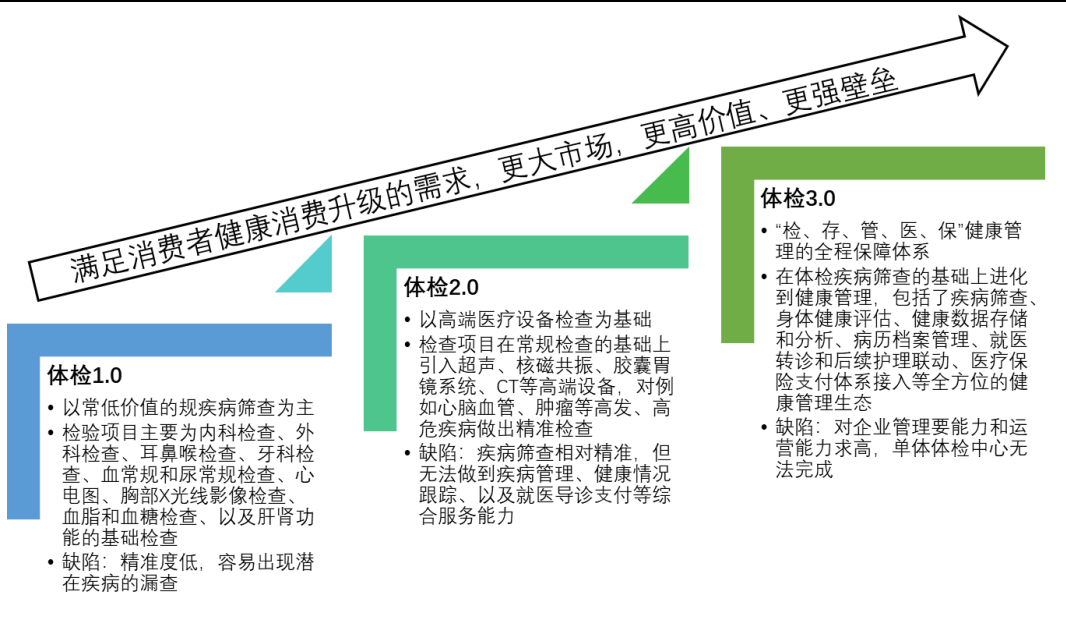
而我国医疗体系重治疗、轻预防,没有办法形成完整的健康档案,因此专业体检成为优质的解决方案。因此,我国专业体检行业需要更加全面的检验项目以及连续的体检服务,从而为消费者建立完善医疗档案。在我国商业保险快速发展的情况下,专业体检

机构将肩负起类似于美国家庭医生+针对检查的复合体系的责任。

### 3. 供给端为 1%的患病风险付出 100%的努力，成就伟大企业的诞生

体检行业需要为了消费者，为 1%的患病风险付出 100%的努力，因此行业的自我进化成为推动消费者需求与行业发展的重要基石。我国体检行业历经 15 年的发展，在不断满足客户需求的基础上，逐步的完成了行业的进化，由体检 1.0 时代以筛查疾病为主的常规体检，逐步过渡到体检 2.0 时代的常规体检结合亚健康检测，到目前体检 3.0 时代全年开启疾病预防与健康管理的健康管理新阶段。而在此发展过程中，体检行业演化成了“检、存、管、医、保”健康管理的全程保障体系，形成了一个向上对接商保支付体系、向下对接消费者健康需求、横向建立完善我国居民个人健康跟踪的平台，铸就了一条大健康领域的超级行业。

图 12：体检行业进化升级创造更大市场、更高价值和更强比例



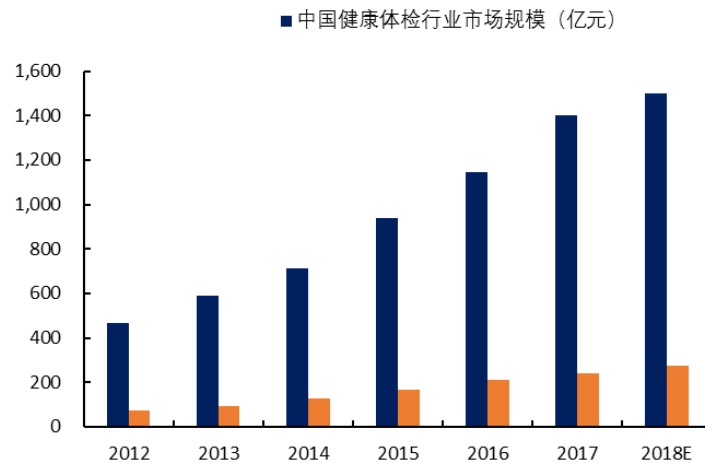
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从体检行业未来的发展趋势上看，我们判断未来体检行业服务内容将发展为几大趋势：第一，由常规的健康体检过渡到综合的健康管理发展；第二、体检服务的个性化、定制化程度增强，专业体检机构逐渐成为市场主力；第三、行业集中度不断提升，健康体检服务行业与互联网融合发展，中国体检行业互联网化，以营销、渠道、运营、产品互联网化为主要手段；第四、健康大数据的应用及价值实现进一步被深度挖掘并与医疗服务、健康保险和信息化相结合。因此，随着居民健康消费需求日益增长，体检行业刚性需求空间很大，在政策、行业等外部环境良好的情况下，专业体检机构将迎来迅猛成长的春天。

### 3.1. 市场空间是孕育伟大企业的土壤

体检市场规模已超千亿，未来发展空间更是广阔。2016 年体检市场规模已达到 1147 亿元，增速超过 25%，比 2010 年 295 亿元增长 3 倍多，2011-2015 这五年的行业复合增速超过 21%，行业增速高于整个医疗服务行业。

图 13：我国体检行业规模增长情况（亿元）



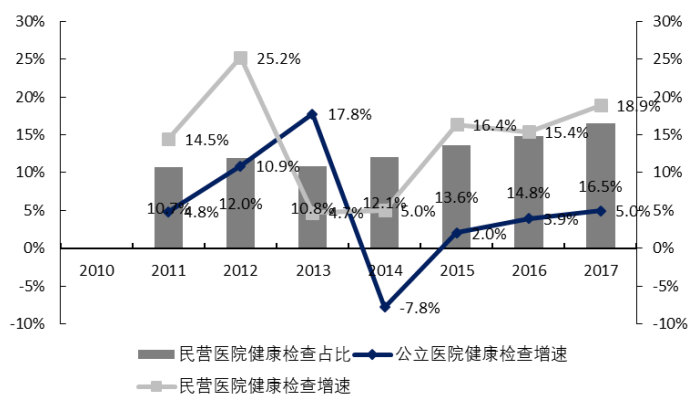
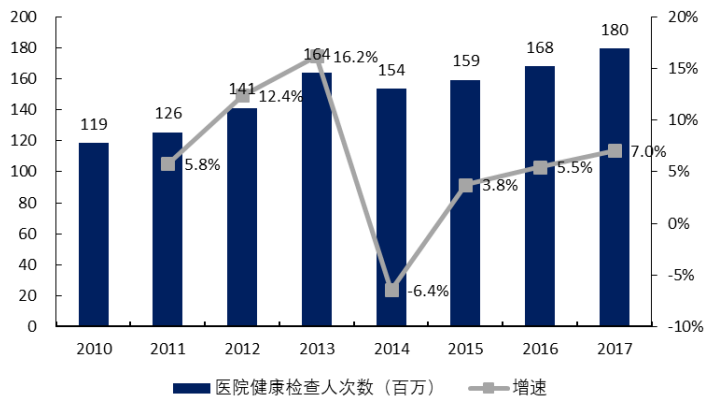
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

从体检人次数量分析，目前我们估计全国体检人次数量在 5 亿人次左右，包含了大量基层医疗机构的单项检查等初级检测。在常规的健康体检统计中，医院体检人次在 1.8 亿次，仍是占据体检行业的主体部分。随着体检需求的快速放量，以治疗为主的医院体系体检人次也经历了一个快速上升的阶段，2010 到 2017 年复合增长 6.1%。而专业体检机构更是顺应了市场的需求快速发展，我们预计其人次已经达到 1.2 亿次/年左右，成为体检行业增长最快、服务创新活力最强的领域。

对比发达国家健全的疾病预防与健康管理体系，我国健康体检仍处于发展的初期，虽然医院+专业体检机构的检验总量（不含基层初级单项检测数据）超过 3 亿人次左右，但占人口总数的比例不足 30%。在德国、美国、日本等健康管理高度成熟的国家，其健康体检的人口比例分别为 97%、72% 和 72%。健康体检的人口比例值也将是我国未来健康管理的重要参考指标，预示着我国健康体检行业的人次仍具备 3 倍以上的成长空间。

图 14：公立医院健康体检人次（百万人次）

图 15：公立与民营医院体检服务人次数的比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

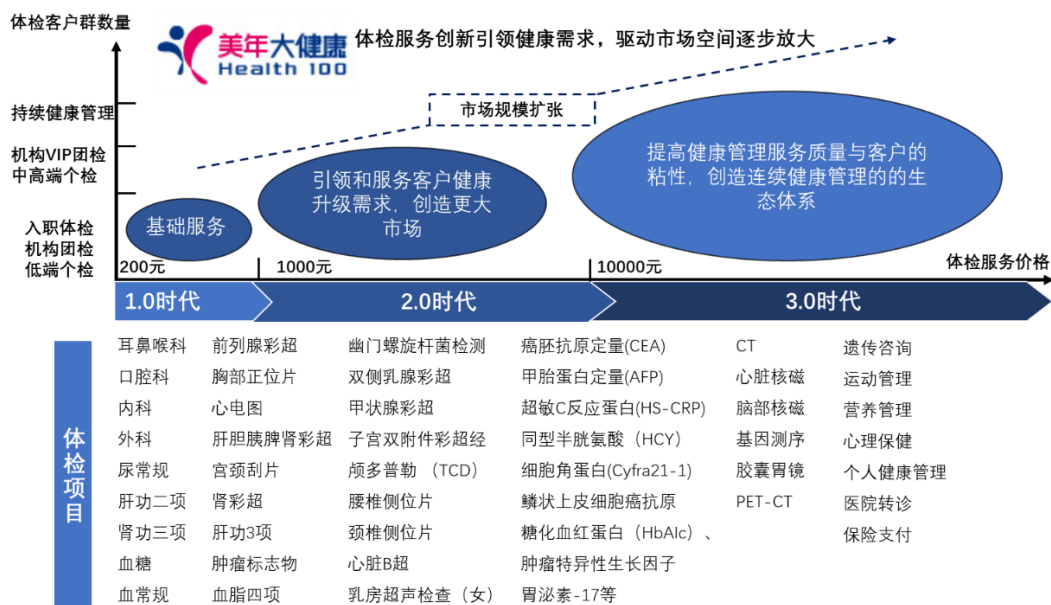
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. 体检内容快速创新是成就伟大企业不可或缺的阳光

健康体检行业作为一个针对健康保健的特殊阶段，其属性注定其市场是针对健康人群这一超大规模群体，同时伴随着医疗科技的发展推动更多检验项目引入体检行业，在满足消费者需求的同时以几何形式扩张体检行业的市场规模。

传统的体检主要包括了内科检查、外科检查、耳鼻喉检查、牙科检查、血常规和尿常规检查、心电图、胸部 X 光线影像检查、血脂和血糖检查、以及肝肾功能检查等基础项目，其定价在 200 到 400 元之间。但随着消费者需求的不断上升，常规体检项目已经无法满足需求，因此超声、核磁共振、胶囊胃镜系统、CT 等高端设备相继成为专业体检机构的必备项目，推动体检行业由 1.0 时代升级到 2.0 时代，进而晋升到体检结合健康管理的 3.0 时代。

图 16：体检行业市场规模扩张由服务升级驱动



数据来源：公司官网，中康体检网，天猫美年旗舰店，东吴证券研究所

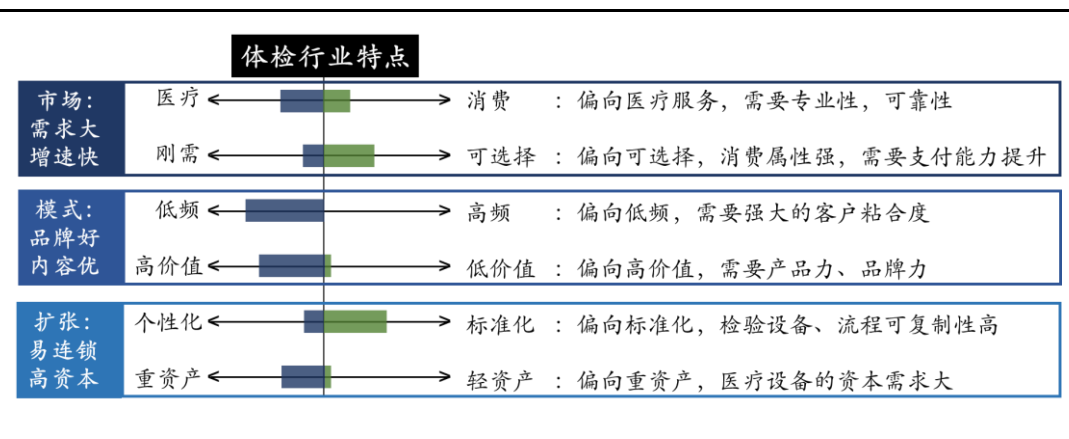


### 3.3. “低频高价”“可复制”“可选的医疗消费”商业特点是非公立医疗服务行业伟大企业快速成长的根基

首先体检行业是要满足消费者建立健康档案的基础医疗服务需求，主要以疾病发现、疾病预防、健康管理为核心服务要求，与现有以疾病治疗为主的公立医疗体系难以匹配。虽然部分公立医院也建立服务体检的专业科室，但其更多针对高端客户，中、低端大量的体检服务需求则在服务质量和规模扩张上无法与专业的体检机构匹敌。因此，随着专业体检机构在基础设备和服务水平上不断提高，其更加有针对性的服务直击消费者对体检个性需求，形成了专业体检机构在中、低端市场快速发展，超越公立医院体检体系，并且在高端市场逐步抗衡公立医院体检服务的态势。

健康体检的特点完美契合非公立医疗机构爆发式发展的全部需求。首先，健康体检是“可选”的“医疗消费”，全民健康的市场空间大，受众群体数量广阔，需求大，增速快；其次，健康体检是“低频”的“高价消费”，其对专业度要求高，客户粘性强，容易产生品牌价值。最后，健康体检是“易复制”的“医疗服务”：设备、流程标准化容易，对医生要求不高，但对资本的进入壁垒高。

图 17：体检行业的特点



数据来源：东吴证券研究所

#### 3.3.1. 专业体检机构的医护瓶颈突破，高端设备和专业服务优势逐渐显现

##### 1) 医生资源逐步得到解决，服务优势体现专业体检机构的价值。

体检作为医疗服务的一种形式，对医护人员的需求是行业发展的主要瓶颈之一。体检行业的特点是针对健康人群发现潜在患病可能性，因此医护人员更加注重检验结果的解读，相对要求远低于疾病治疗。因此，专业体检机构通过与三甲医院等公立医院开展转诊绿色通道的合作、医院医师的多点执业、外聘国内外名医、返聘离退休专科主任医师等多方式解决医护资源问题。

##### 2) 重设备、重数据分析，专业体检机构优势显著。

由于体检项目大多由相关指标数据、影像数据的解读进行疾病筛选和预防，尤其体

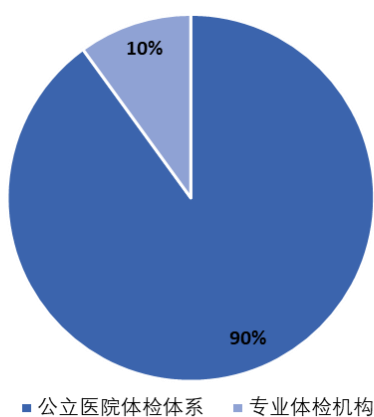
检行业进化到 3.0 时代,对 CT、核磁、彩超等大型影响设备的需求逐渐变成常规化配备。另一方面在软核需求上,随着互联网化以及大数据技术的很大进步,网络化的服务与健康管理体系成为体检机构未来发展的必备能力。对比公立医院体系,专业的体检机构,在硬件设备的配置和软核服务上具有灵活性、专业性的优势,有效满足用户个性化、多元化的需求,在竞争中形成显著的优势。

目前,我国体检行业市场参与主体众多,体检机构约 6500 家,从各医疗机构所占市场份额来看,公立医院占比达到 70% 以上、民营专业体检机构占比达到 20% 左右,网络健康服务平台占 6.1%,形成以公立医院为主,民营专业体检机构为辅的市场格局。值得注意的是,近年来随着资本的注入,民营专业体检机构的市场占有率呈快速增长趋势。

### 3.3.2. 专业体检机构由中端、低端做起,逐步挑战公立医疗体系,向高端体检服务市场进发

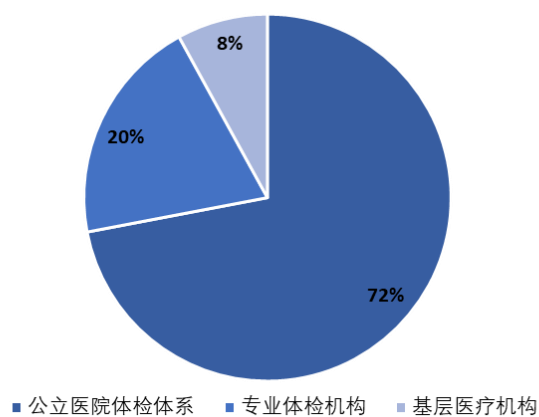
专业的体检机构通过价格优势和服务项目的灵活性,从行业的中、低端切入,获取大量团检客户以及部分个检客户,短期内实现了快速的发展。但根据我国首部健康管理蓝皮书统计,截止 2017 年末,全国各级各类具有体检服务的机构超过万家,其中 90% 为公立医疗机构设置的体检中心,10% 为民营或社会资本办独立或连锁体检机构,可见专业的体检机构仍具备很大的市场空间。

图 18: 公立医院体检与专业体检机构数量比



数据来源: EnfoDesk, 东吴证券研究所

图 19: 公立医院体检与专业体检机构检验人次数



数据来源: EnfoDesk, 东吴证券研究所

从专业体检机构和三级医院体检中心入职体检的项目和价格对比,专业体检机构明显更加灵活,且价格更加便宜,服务项目也相差无几。专业体检机构正式从中、低端的体检服务需求切入,用性价比、服务的灵活性,以及服务质量占领市场,但整体的市占率仍然很低,其在低、中、高端均具有广阔的空间。

表 5：上海专业体检机构和三甲医院体检中心入职体检对比表

公司名称	套餐名称	套餐价格	套餐项目
美年（静安分院）	入职 A 套餐	88	科室检查(2 项)：外科、一般检查 实验室检查(2 项)：肝功能、血常规 医技检查(1 项)：胸部正位片 DR 其他(3 项)：材料费、体检报告解读、医生咨询服务
美年（静安分院）	入职 B 套餐	142	科室检查(4 项)：耳鼻喉科、内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项)：肝功能、尿常规、肾功能、血常规 医技检查(3 项)：胸部正位、静态心电图检查(ECG)、腹部彩超 其他(3 项)：材料费、体检报告解读、医生咨询服务
慈铭（徐汇分院）	入职 A 套餐	183	科室检查(2 项)：外科、一般检查 实验室检查(2 项)：肝功能、血常规 医技检查(1 项)：胸部正位片 DR 其他(3 项)：材料费、体检报告解读、营养早餐、医生咨询服务
慈铭（徐汇分院）	入职 B 套餐	371	科室检查(4 项)：耳鼻喉科、内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项)：肝功能、尿常规、肾功能、血常规 医技检查(3 项)：胸部正位、静态心电图检查(ECG)、腹部彩超 其他(3 项)：材料费、体检报告解读、营养早餐、医生咨询服务
瑞慈（静安分院）	入职体检套餐	192	科室检查(3 项)：内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项)：尿常规、肝功二项、肾功能 1 项（肌酐）、血常规 医技检查(3 项)：胸部正位、心电图、肝胆胰脾双肾 B 超 其他(3 项)：体检报告解读、个检报告、早餐、医生咨询服务
爱康国宾（静安区）	入职腹部彩超体检套餐	174	科室检查(3 项)：内科、外科、一般检查 A 实验室检查(4 项)：尿常规、肝功二项、肾功一项、血常规 医技检查(3 项)：胸部正位、心电图、腹部彩超 其他(3 项)：体检报告解读、个检报告、早餐、医生咨询服务
上海东方医院（三甲医院）	入职体检	287	科室检查(5 项)：听力、视力、一般检查、内科、外科 实验室检查(4 项)：尿常规、肝功一项、肾功三项、血常规 医技检查(3 项)：胸片(DR)、12 导联心电图、肝胆脾 B 超 其他(1 项)：健康咨询
上海市同济医院(三甲医院)	入职体检套餐	408	科室检查(5 项)：五官科、眼科、一般检查、内科、外科 实验室检查(4 项)：尿常规、肝功能、肾功能、血糖、血常规 医技检查(3 项)：X 线检查：胸片、心电图、腹部 B 超 其他(2 项)：体检报告解读、健康咨询

数据来源：公司官网，中康体检网、各个体检中心天猫旗舰店，东吴证券研究所

我国广义健康检查总市场规模达到 5 亿人次，但提供的服务比较单一，95% 以上健康管理服务仍是以单次检验为主，缺少全面的服务以及后续的跟踪检查。随着健康意识与消费升级，对体检的需求也发生了由检查向服务的过度，而专业体检机构也由此向中高端进步。

## 4. 体检行业成就伟大的企业：美年健康厚积薄发的体检行业龙头

历经 13 年的发展，美年健康既见证体检行业的诞生、发展，也通过自身的壮大和创新引领体检行业的升级，推动体检行业走向更加光明和更加宽广的空间。美年健康一路走来，始终坚持着初衷，严守自己的使命、愿景和价值观，坚定不移为大众健康管理服务。**美年健康的使命、愿景、价值观：**

**使命：**守护每个中国人的生命质量

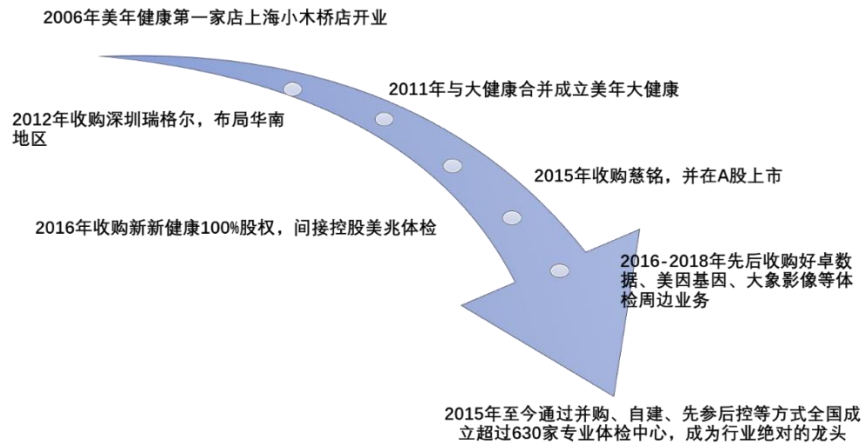
**愿景：**创建和持续发展中国最大、最为优质、最专业的健康服务平台，成为受尊敬的行业领导者

**价值观：**正直（诚信为本）平等（公平为纲）责任（质量为先）进取（拼搏为荣）

### 4.1. 借助资本力量高速扩张，后发先至铸就体检行业龙头地位

美年健康成立于 2004 年，在体检行业属于后起之秀，但公司自 2011 年 6 月获得 5800 万融资开始进入高速发展模式，迅速走向扩张的快车道。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；2014 年，慈铭体检 IPO 受阻后，美年与慈铭签订合并协议，分两批并购慈铭股份；2015 年，美年借壳江苏三友上市，成为 A 股体检第一股，备受市场关注；2016 年先后完成慈铭 72.22% 股权的收购，之后并购新新健康 100% 股权——高达 14 次并购帮助美年在体检行业爆发的初期获得了很大的规模优势，并形成了现在“先参后控”模式将市场逐步扩展至全国，成为专业健康体检行业的领先者。在 2016 年 7 月，美年收购了境外公司新新健康 100% 股权，间接控股了京沪两地的美兆体检之后，正式形成了美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚和美兆体检四大品牌，形成低、中、高端品牌全覆盖。

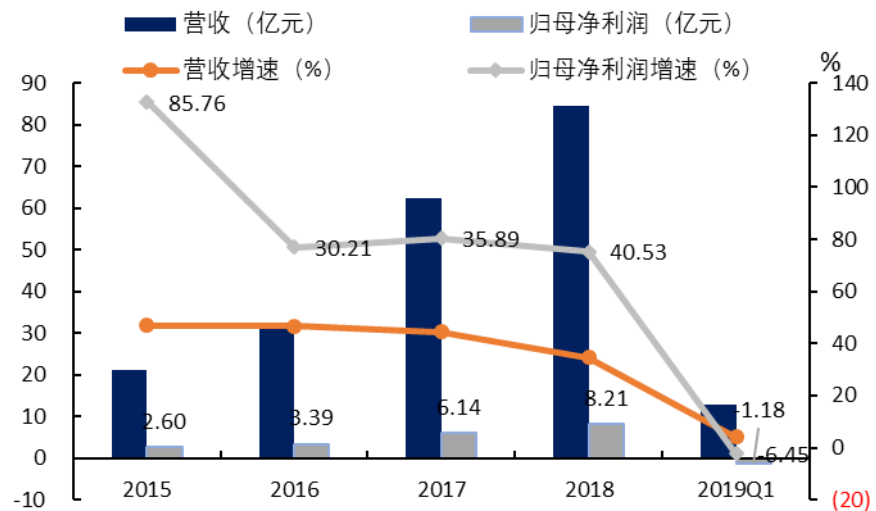
**图 20：美年健康通过资本扩张成为国内体检行业的领导者**



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

在扩张成为行业龙头的过程中，公司的收入、净利润实现了快速的增长。美年健康从2015年上市时期21亿元的收入和2.06亿元的归母净利润，上升到2018年的84.58亿元和8.21亿元，四年间收入和归母净利润的复合增长分别达到59.04%和46.72%。

图 21：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



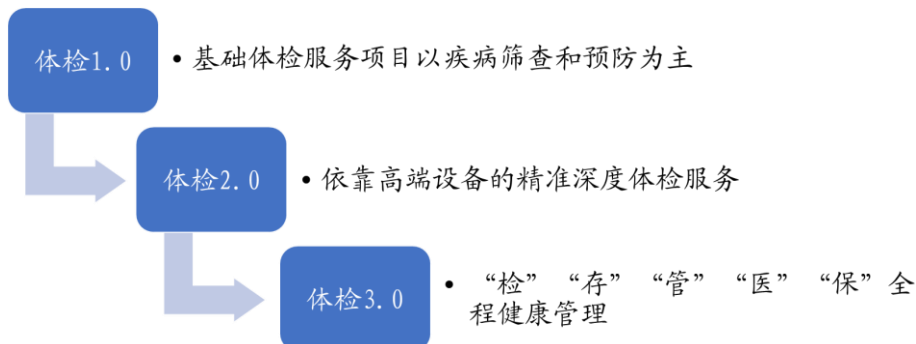
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 美年健康通过区域扩张、体检中心扩张、客流量扩张、体检服务客单价扩张，引领体检行业升级发展

美年健康现在是体检行业龙头，不仅在覆盖区域、专业体检中心数量、以及客流量上处于的领先地位，并引领了行业的发展，推动行业由体检 1.0 时间进化到 2.0 时代，到现在率先开启了 3.0 时代，全方位地主导行业发展。在此过程中，体检行业表象升级

直接拉动消费者对体检服务的需求，客观上也带动了行业消费水平的上升，但更深层次的是对体检服务提出了更高的要求，加速体检行业的规范化、品牌化、集中化，在夯实行业龙头地位的同时净化行业，迫使服务能力较弱的体检机构逐步退出市场。

图 22：美年健康引领体检行业发展趋势



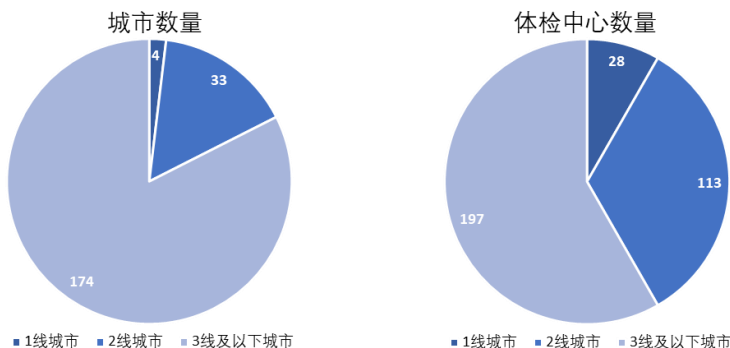
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.1. 地域扩张：633 家体检中心，遍及全国 31 个省、市、自治区，覆盖 301 个城市，但空白市场依然很大

在公司完成对慈铭体检的全面收购之后，就已经成为中国体检行业规模最大的企业，在此之后公司又开启了“先参后控”的体外培养成熟后并入上市公司体内的快速扩张模式。截止到 2018 年底，公司已经拥有 633 家专业体检中心，遍及全国除了港、澳、台的全部 31 个省市自治区，覆盖 301 个城市。根据公司的规划，未来 3 年美年大健康的专业体检中心会达到 1000 家，美年地图将会覆盖中国具有一定人口基数的主要城市和乡镇。

我们统计了截止 2019 年 3 月 1 日美年健康官网上在运营的 338 家体检中心，其中 1 线城市（北、上、广、深）体检中心数量 28 家，33 个 2 线城市拥有体检中心 113 家，174 个 3 线及以下城市体检中心 197 家。美年健康在三四线城市扩张显著加快。

图 23：美年健康体检中心按城市级别分布情况（官网已运营体检中心）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 6：美年健康体检中心覆盖城市的分布情况（官网已运营体检中心）

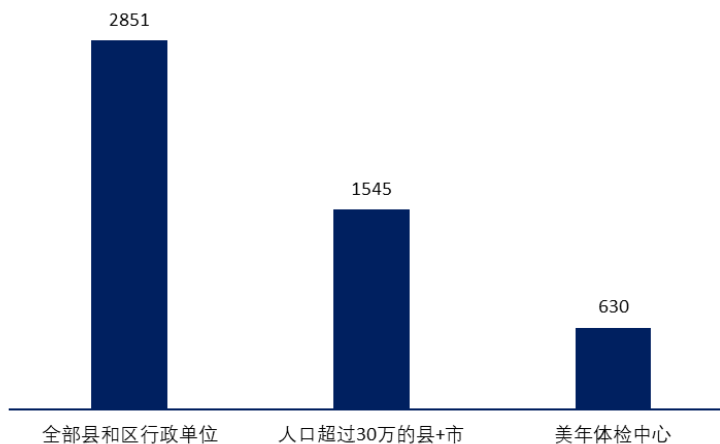
省/直辖	1线城市	2线城市	3线及以下	覆盖城市（黑体为 1/2 线城市）

市	体检中心数量	体检中心数量	城市体检中心数量
北京	7		北京
上海	9		上海
天津		6	天津
重庆		5	重庆
安徽		2	10 合肥、蚌埠、亳州、滁州、阜阳、马鞍山、铜陵、芜湖、宿州、宣城
福建		3	6 福州、厦门、福清、晋江、龙岩、宁德、泉州、三明
甘肃		3	2 兰州、平凉、庆阳
广东	12		16 广州、深圳、东莞、佛山、惠州、河源、江门、茂名、梅州、汕头、韶关、阳江、珠海、湛江、中山
广西		2	5 南宁、北海、桂林、柳州、钦州
贵州		1	5 贵阳、毕节、都匀、六盘水、兴义、黔东南
海南		3	1 海口、儋州
河北		3	7 石家庄、保定、沧州、邯郸、廊坊、秦皇岛、唐山
河南		3	19 郑州、安阳、鹤壁、焦作、济源、开封、洛阳、漯河、南阳、平顶山、濮阳、三门峡、商丘、新乡、许昌、周口、驻马店
黑龙江		2	哈尔滨
湖北		7	14 武汉、大冶、鄂州、恩施、广水、黄石、黄冈、荆州、十堰、随州、仙桃、信阳、襄阳、宜昌
湖南		5	9 长沙、常德、衡阳、湘潭、岳阳、益阳、株洲、张家界
吉林		2	4 长春、吉林、松原、延边
江苏		7	16 南京、苏州、常州、常熟、淮安、昆山、连云港、南通、泰州、无锡、宜兴、盐城、镇江
江西		3	6 南昌、抚州、九江、吉安、上饶、新余、宜春
辽宁		14	11 辽宁、大连、鞍山、本溪、朝阳、丹东、抚顺、阜新、葫芦岛、锦州、辽阳、盘锦、营口
内蒙古		2	3 呼和浩特、包头、通辽、乌兰察布
宁夏		1	银川
青海		1	西宁
山东		6	17 济南、青岛、东营、德州、肥城、菏泽、济宁、临沂、聊城、日照、泰安、滕州、潍坊、威海、烟台、淄博
山西		4	6 太原、晋城、晋中、临汾、吕梁、运城
陕西		5	1 西安、汉中
四川		10	16 成都、德阳、广元、乐山、泸州、绵阳、眉山、南充、内江、攀枝花、遂宁、西昌、宜宾、自贡、资阳、简阳
新疆		2	5 乌鲁木齐、阿克苏、哈密、库尔勒、伊犁
云南		3	8 昆明、保山、楚雄、大理、临沧、普洱、文山、西双版纳、玉溪
浙江		7	11 杭州、宁波、海宁、湖州、嘉兴、金华、临海、丽水、衢州、台州、温岭、温州、义乌

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

虽然美年健康绘制了一张宏大的美年地图，但是相较于我国行政区划仍具备广阔的扩展空间。根据《中华人民共和国全国分县市人口统计资料 2010》统计数据来看，全国共有 2851 个县级行政区划单位（县、县级市、市辖区、自治区等划分），其中具有一定人口密度且人口数超过 30 万的县级以上行政区超过 1500 个。

图 24：美年健康体检中心数量与我国县级以上行政区分析（个）

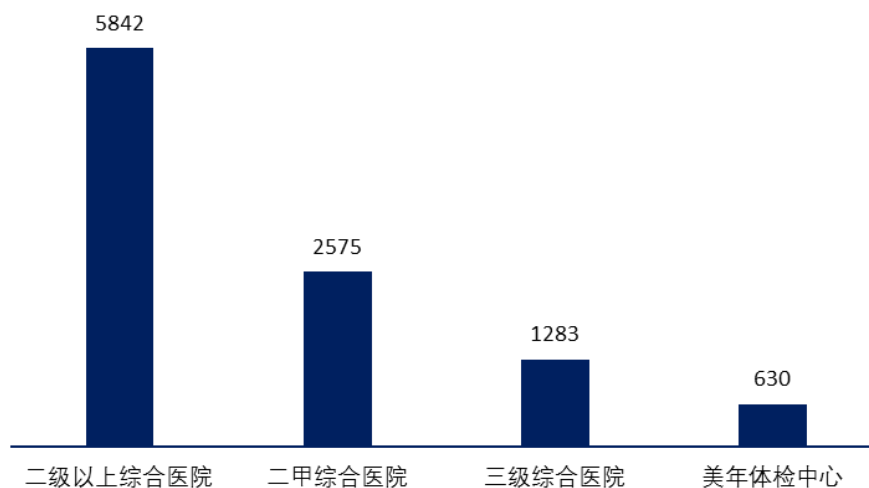


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：超过 30 万人口的县有 960 个，市有 585 个，由于市具备多个行政区，因此超过 30 万人的县+区远大于 1545 个。

从医院数量的维度也可以发现美年健康的专业体检中心数量远没有达到天花板。根据卫计委统计，我国二级以上综合医院数量 5842 家（其中二甲医院 2575 家，三级医院 1283 家），即使只统计具备一定水平医疗条件的二甲以上医院也有 3858 家。由于公立医院的分布和数量和人口密度直接相关，因此从医疗服务需求的维度分析，美年健康潜在开设专业体检中心的数量超过 4000 家。

图 25：美年健康体检中心数量与我国综合性医院数量对比（个）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.2.2. 人次总数扩张：覆盖高、中、低端客户需求的四大品牌年服务超过 2700 万人次，但市占率仅有 5%左右

美年健康专业体检中心的区域扩张，真真实实的转化成为客户数量。截止 2018 年底，美年健康的专业体检中心年客户检验量突破 2700 万人次，同比增长 37%，但相较



于全国 5 亿人次的体检规模，公司的体检人次市占率仅为 5% 左右，仍处于相当低的水平。体检客户的增长是美年体系下“四大品牌”——美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚和美兆健康共同努力的结果。

战略上，美年在并购慈铭和美兆之后并未把品牌整合到美年健康之下，而是四大品牌同时运作，辐射更多区域的同时形成美年大健康和慈铭体检以中、低端体检服务为主并涵盖高端体检服务，以及慈铭奥亚和美兆健康针对中、高端体检服务的品牌战略格局。

1) 美年健康：中、低端为主，部分门店具备高端服务能力，价格体系 300-10000 元之间，产品套餐搭配丰富。

2) 慈铭体检：中、低端为主，部分门店具备高端服务能力，价格体系 400-10000 元之间，产品套餐搭配丰富。

3) 慈铭奥亚：中、高端为主，价格体系 2000 元起步。

4) 美兆健康：高端为主，价格体系 8000 元起步。

图 26：美年健康四大品牌协同发展



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

正是四大品牌并行的策略成功的吸引不同需求的客户群体，既有相互的协同（采购、营销等）与促进（服务与品牌文化等），亦有在特有区域内的相互竞争，给客户提供更多选择，获取最多的体检客流量。

**4.2.3. 客单价扩张：丰富检验项目，提高个检比例，打通健康管理全保障生态圈，通过提高服务水平创造需求**

传统体检服务是基于最初的以初级筛查为主的常规体检——健康体检 1.0。美年健康的出现快速推动了行业的发展，引领了体检的进步，也挖掘了消费者对体检的更大需求。美年健康率先升级体检服务，引入包括 CT、核磁、胶囊胃镜等大型检验设备，逐步推动健康体检行业进入 2.0 时代——依靠大型设备进行精准检测与亚健康发现的时代。紧接着公司又携手平安好医生、优健康、大象医生、中国人保等体检相关产业，打造了“检”“存”“管”“医”“保”健康管理全保障体系，正式引领健康体检行业进入健康管理 3.0 时代。

**表 7：从体检 1.0 时代升级到体检 3.0 时代提供的服务内容**

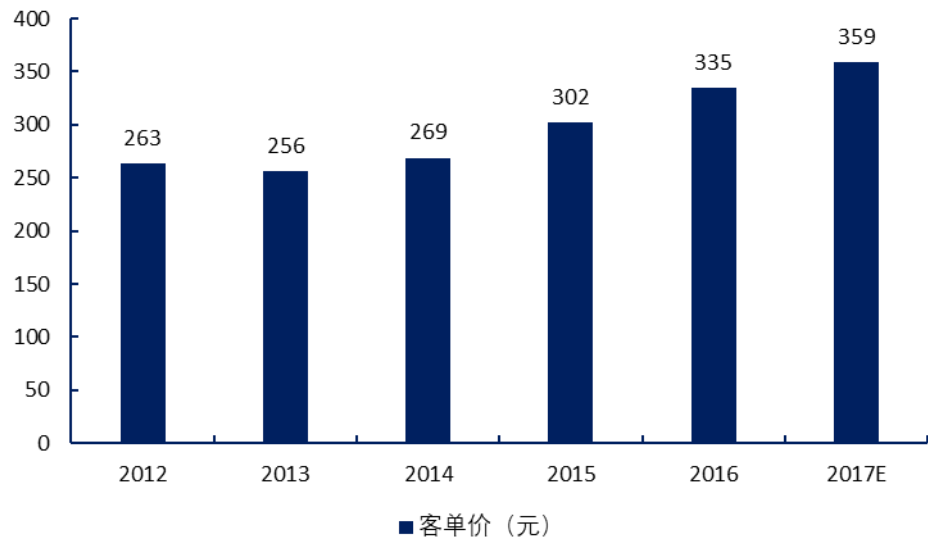
	美年健康提供服务项目	具体分项	服务内容
体检 1.0 时代	健康体检服务	常规体检服务	一般检查，内科，外科，眼科，耳鼻咽喉科，口腔科，妇科（针对女性），实验室常规、生化、免疫学检查，常规心电图，X 线检查，超声等检查
		肿瘤早期筛查服务	检测人体的 10 项肿瘤标志物，联检男性 7 项肿瘤（肝、胃癌、肠、胰腺、肺、前列腺、睾丸），女性 8 项肿瘤（肝、胃癌、肠、胰腺、肺、乳腺、宫颈、卵巢），进行早期肿瘤筛查
		体检报告解读	健康顾问或医学专家为客户提供体检报告解读服务，并提供后续健康改善建议方案
体检 2.0 时代	疾病评估与健康咨询	疾病危险性评估服务	预测个人未来 5-10 年内患冠心病、中风、糖尿病、肿瘤等 19 种慢性疾病的危险性
		个人健康提高方案	根据个人健康状况及疾病发展趋势，分析主要健康问题，确定相关危险因素，并提供基本健康改善指导原则
		健康信使	定期发送健康指导邮件/短信/导刊，给予专项健康维护干预指导等，帮助个人能更有效地针对自己的危险因素采取相应的措施
		预约电话咨询	24 小时热线电话，提供预约服务，医学及生理、心理健康问题解答服务，并根据需要提供针对性的专家咨询服务
体检 3.0 时代	健康周边综合服务	专家面对面咨询	根据客户需求，公司提供健康顾问或医学专家面对面的健康或医学咨询服务，并提供后续健康改善建议方案
		健康讲座和沙龙	提供特聘医学顾问、全国知名专家的大型健康讲座和健康沙龙服务
		健康保险	提供体检以及疾病治疗等健康险，做到更加个性化和实用化的保险服务
		健康档案管理	连续可跟踪的体检数据，做到个性化的大数据健康管理档案
		医疗服务	提供挂号、导医导诊、专家门诊与医疗服务的预约、陪诊，以及后续的疾病跟踪管理

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

美年健康引领的体检项目升级是支撑体检服务能力进化的重要组成部分，也推动公司客单价的持续提升。基础的常规体检项目包括了内科，外科，眼科，耳鼻咽喉科，口腔科，妇科（针对女性），实验室常规、生化、免疫学检查，常规心电图，X 线检查，超声等检查，相关体检费用在 400-1000 元之间。之后公司导入了大型影像设备，主要包括 CT、核磁、胶囊胃镜，以及后续的肿瘤疾病筛查和基因测序等高危疾病体检，推动体检行业进入 2.0 时代，相应的体检费用也上升到 2000-10000 元的水平。现在公司又

一次引领行业变革，推出了“检”“存”“管”“医”“保”健康管理全保障体系，这是一个由单次客流和客单价向持久粘性服务的转变，是实实在在的走出价格竞争，把400-10000元的产品变成持续优化体检服务的核心竞争力，成为以客户服务质量为第一的方式，夯实美年健康在体检行业的龙头地位。

图 27：美年健康公司人均客单价变化趋势



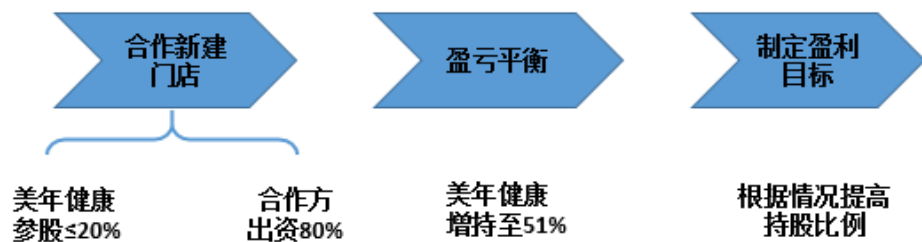
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 强大的管理能力推动“先参后控”模式下体检中心的快速复制，合理的收购估值保证股东利益

#### 4.3.4. “先参股后控股”是公司快速发展的核驱动方程式

先参股后控股的模式并非公司首创，例如爱尔眼科等眼科医疗服务行业的龙头公司早已验证了先参股后控股模式的可行性，以及其对上市公司本身发展的利弊。美年健康基本沿用了爱尔眼科的发展模式，通过与实际控制人的控股集团在体外设立基金的方式进行专业体检中心的投资活动，形成了一套可持续的完整的体外体检中心培育方式，成为公司核心业务快速扩张的重要手段。

图 28：先参后控合作模式图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

由于体检行业的特殊性，具备重服务轻治疗，重设备轻医生的特点，公司在先参后控的扩张模式上选取了与扩张地区优势资源合作的方式进行，共同建立区域内的专业体检中心，输出美年健康的管理、人员、设备、服务项目、销售体系等全方位运营经验。这种美年健康特有的先参后控模式有利于解决专业体检机构扩张中遇到的问题：

1) 资本支出：上市公司控股 10%-20%，体外产业基金控股 30%-40%，区域合作方控股 50%+，快速扩张中减轻上市公司的资本支付负担，可以更快的进行平行复制；

2) 标准服务：美年健康管理系统的输出，从体检中心的装修到设备采购，从医护人员和院长的培训和派遣到体检服务项目的设备均由美年健康统一完成，从针对客户的销售到后续的服务跟进，达到不同的体检中心、相同的服务标准；

3) 区域销售：合作开设体检中心的模式有利于深挖当地客户渠道与资源，便于新店获得当地的企业及机构的团检业务，拓展公司的客户来源，快速占据当地市场。

4) 初期亏损：新建的体检中心面临营业初期业务开拓的亏损期，导致拖累上市公司业绩，在体检中心达到盈亏平衡后上市公司增持到 51%+控股并入体内。

#### 4.3.5. 美年健康完美解答先参后控模式的两大核心问题：一、专业体检中心的可复制性和美年健康的管理能力；二、并入体内的估值水平，确保上市公司股东利益

专业体检中心“重服务、轻治疗”的特点使其具备了较快的复制可能性，平行复制其所需核心是“资金+管理”。美年健康作为上市公司，丰富的融资渠道以及强大的现金流产生能力为公司扩张提供了充足的资金。而管理方面恰恰是美年健康的强项，充分体现了公司的运营能力。

根据公司在 2018 年 3 月的公告，有关德阳美年、信阳美年、遂宁美年、丹东美年和株洲美年的经营数据分析，从体检中心的筹建、到开业、再到盈亏平衡所需的时间在 12 个月-16 个月左右。公司新体检中心的盈亏平衡周期明显加快，体现了公司在新体检中心建设、管理营运等方面持续优化，亦表明了公司先参后控平行复制专业体检中心的能力。

表 8：公司及其下属子公司拟投资体检中心情况（万元）

公司名称	收购股权比例	收购金额	收购后控股比例	估值	2017 年收入	2017 年净利润	承诺业绩			PE
							2018E	2019E	2020E	
德阳美年	36%	1,440.0	51%	4,000.00	2,030.63	228.63	450	550	650	7.3
信阳美年	41%	2,033.6	51%	4,960.00	3,673.07	595.85	620	680	750	7.3
遂宁美年	36%	1,620.0	51%	4,500.00	2,635.05	424.49	500	600	700	7.5
丹东美年	51%	2,040.0	70%	4,000.00	2,464.44	380.2	450	550	650	7.3
株洲美年	84%	3,024.0	100%	3,600.00	2,084.43	-60.62	350	450	550	8.0
2018-2020 年业绩均值不低于 (万元)										
亳州公司	36%	1,296.0	51%	3,600	1,789.48	303.34	450	450	450	8.0

武汉美年	35%	1,225.0	51%	3,500	840.59	-28.79	690	690	690	5.1
烟台慈铭	82%	2,624.0	82%	3,200.00	1,016.10	106.44	450	450	450	7.1
新乡美年	41%	2,378.0	51%	5,800	3,432.34	682.57	800	800	800	7.3
中山美年	61%	3,025.6	80%	4,960	2,854.95	367.91	680	680	680	7.3
菏泽美年	31%	1,537.6	31%	4,960	2,403.47	336.22	680	680	680	7.3
岳阳美年	20.30%	812.0	51%	4,000	2,679.49	432.47	500	500	500	8.0
湘潭美年	73.76%	2,950.4	91.76%	4,000	2,346.72	57.71				
襄阳美年	55%	2,728.0	72%	4,960	2,536.08	625.03	755	755	755	6.6
葫芦岛美 年	46%	1,932.0	65%	4,200	839.97	15.59	606	606	606	6.9
呼和浩特 美年	39%	1,930.5	61.82%	4,950	5,053.80	246.39				
新疆美年	30%	3,000.0	100%	10,000	7,095.72	945.25				
海南美年	24%	3,000.0	75.00%	12,500	6,620.01	1,045.01	1,050	1,050	1,050	11.9
佛山美年	55%	4,950.0	70%	9,000	4,539.82	564.33	1,250	1,250	1,250	7.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：PE 为以 2018-2020 年 3 年业绩承诺的均值计算得出

从公司公告参转控的情况来看，这 19 家体检中心 2018 年均进入全面的盈利期，并且 2018-2020 年承诺业绩的符合增速 20% 左右的高增速水平（信阳美年承诺业绩的复合增速为 10%），对应 2018-2020 年 3 年业绩均值的估值为 PE 7X-8X 的水平，充分考虑和平衡合作方以及上市公司股东的利益，使先参后控的发展模式得到充分认可。

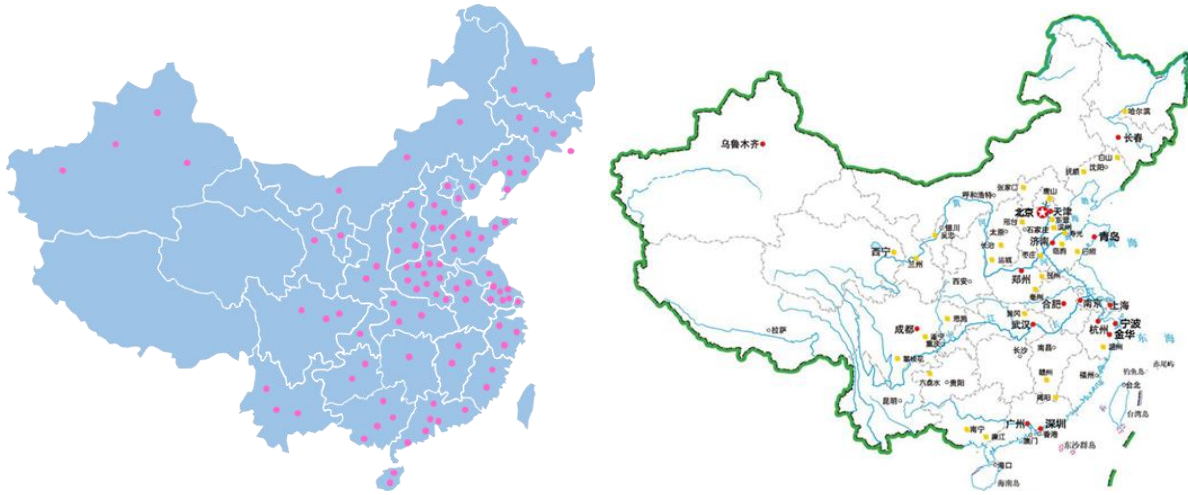
#### 4.4. 横向快速布局三、四、五线城市，纵向深度完善高端体检服务

公司在竞争中成为专业体检机构领军者之后，规划了“横向”快速扩张区域和“纵向”深挖高端体检服务两大专业体检中心发展方向：

“横向”快速扩张区域：以三、四、五线城市为主要扩张区域，用设备优势和服务优势获取当地健康消费升级驱动的大量体检客户；

“纵向”深挖高端体检服务：塑造美兆健康和慈铭奥亚高端品牌，用个性化体检服务、持续的健康管理、品牌效应获取高端体检客户群体。

图 29：美年健康（左）和慈铭体检（右）全国体检中心布局情况



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

#### 4.4.6. 挖掘三、四、五线城市健康消费升级潜力，降维发展快速占领 1 亿人次的潜在市场

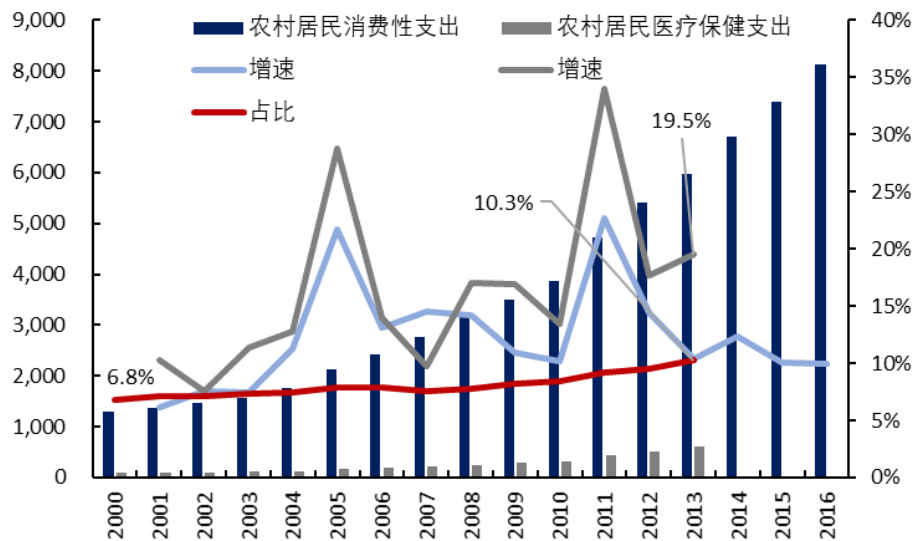
健康体检行业起步于一、二线城市，呈现出市场结构不合理、市场分散、行业集中度低、相对集中在大城市等特点。但随着收入水平的提高，三、四、五线城市成为对消费需求、健康消费需求上升最快的空白领域。美年健康又一次把脉体检行业需求方向，率先挺进三、四、五线城市进行布局，发挥行业龙头地位，在广阔的基层区域获取了显著的先发优势。截止到 2018 年底，美年健康体系内已经在三、四、五线城市建立了超过 250 家专业体检中心，是公司发展最为迅猛的领域。

##### 1) 消费升级推动三、四、五线城市居民对健康管理需求的爆发，创造。

健康消费能力的快速上升无疑是推动三、四、五线城市居民健康体检需求的核心动力。以统计局的农村居民消费水平为例分析，农村居民消费性支出扩大 4.6 倍，同一时期的农村居民医疗保健支出扩大了 7.1 倍，医疗保健支出占比消费性支出从 6.8% 上升到 10.3%，持续上升趋势显著。从农村居民消费指数结构分析，医疗保健支出增速与消费性支出表现出显著的线性关系，且增速一直高于消费性支出增长，以此我们判断未来随着三、四、五线城市居民的生活水平的不断提高，其对健康体检的需求必然快速爆发。

根据国家统计局统计，我国超过 30 万人口的县域有 960 个，假设每个区域标配一个专业体检中心，服务 10 万人口（30% 左右的渗透率），保守估计将创造 1 亿人次的新增需求。

图 30：农村地区消费性支出和健康消费支出的变化

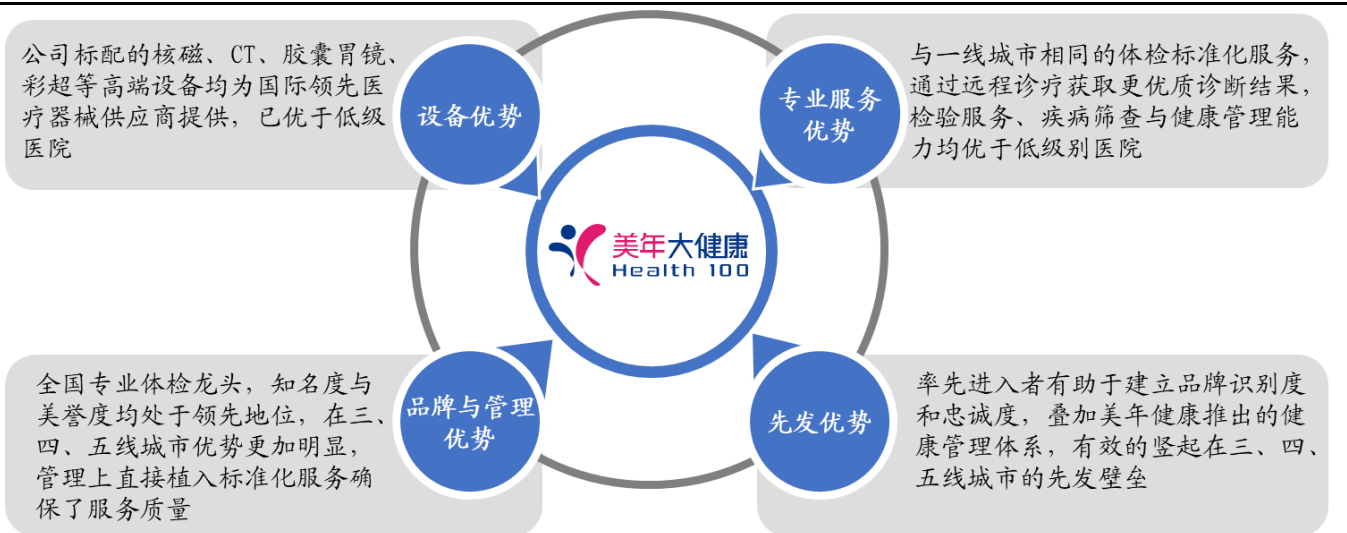


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2) 美年健康在三、四、五线城市的品牌优势、设备优势、服务优势显著。

相较于一、二线城市体检行业激烈的充分竞争市场格局，三、四、五线城市的专业体检市场上属于空白。三、四、五线城市的体检服务基本由当地的二级及以下的医院完成，其检验设备、服务能力、专业性均比较欠缺，形成了当地居民对体检需求与体检服务供给的严重错配。美年健康作为专业体检机构的龙头，体检服务的标准化和专业管理体系已经形成，在切入低级别城市时，面对二级及以下的医院体检服务具备全方位优势。

图 31: 美年健康在三、四、五线城市的优势明显



数据来源: 东吴证券研究所

**第一、设备优势。**公司标配的核磁、CT、胶囊胃镜、彩超等高端设备均为国际领先医疗器械供应商提供，已优于低级别医院；

**第二、专业服务优势。**与一线城市相同的体检标准化服务，通过远程诊疗获取更优

质诊断结果，检验服务、疾病筛查与健康管理能力均优于低级别医院；

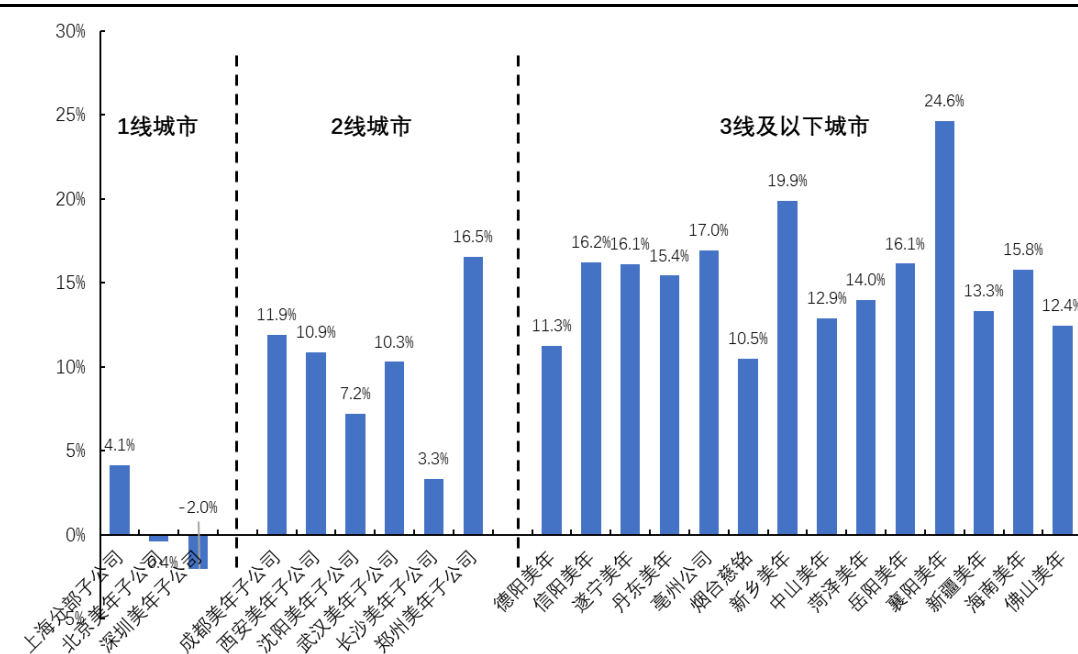
**第三、品牌与管理优势。**美年作为全国专业体检龙头，知名度与美誉度均处于领先地位，尤其在相对落后的三、四、五线城市优势更加明显，管理上的美年健康体检体系的直接植入确保了服务质量；

**第四、先发优势。**由于人口基数和密度相对于一、二线城市有所降低，率先进入者有助于建立品牌识别度和忠诚度，叠加美年健康推出的健康管理体系，有效的竖起在三、四、五线城市的先发壁垒。

### 3) 在三、四、五线城市的成本显著偏低，有利于提高公司的盈利能力。

体检设备、房租成本与人力成本等是体检中心的核心支出，其中设备一项既是重资产亦是提升服务品质的必要装备，我们预期美年健康的标准店设备投资将达到 800 万左右水平。在设备成本与检验成本相当的情况下，三、四、五线城市的房租成本与人力成本显著低于一、二线城市。而在体检项目收费上，三、四、五线城市的标准与一、二线城市基本没有差异，因此我们估算运营相似的体检中心，低级别区域的体检中心成本低于一、二线城市成本的 1/4。对比公司公告参股转控股的三线及以下城市体检中心的营收数据，其盈利初期的利润率多数在 10% 以上，明显好于一、二线城市。因此，随着公司在三、四、五线城市快速的扩张以及体检中心成熟后带来的收入和利润体量的加大，有助于提升公司的毛利率和净利润率的水平。

图 32：2017 年美年健康 1、2 线城市和 3 线及以下城市体检中心利润率对比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

注：1/2 线城市子公司为公司 2017 年年报披露数据，3 线及以下为公司最新公告并购体检中心数据。考虑体检中心并购时处于盈利初期，后续利润率仍具上升空间。

### 表 9：1、2 线城市和 3 线及以下城市体检中心成本分析



万元	设备成本	房租成本	人力成本	综合成本
1/2线城市	900	500	650	2050
3/4/5线城市	900	200	400	1500

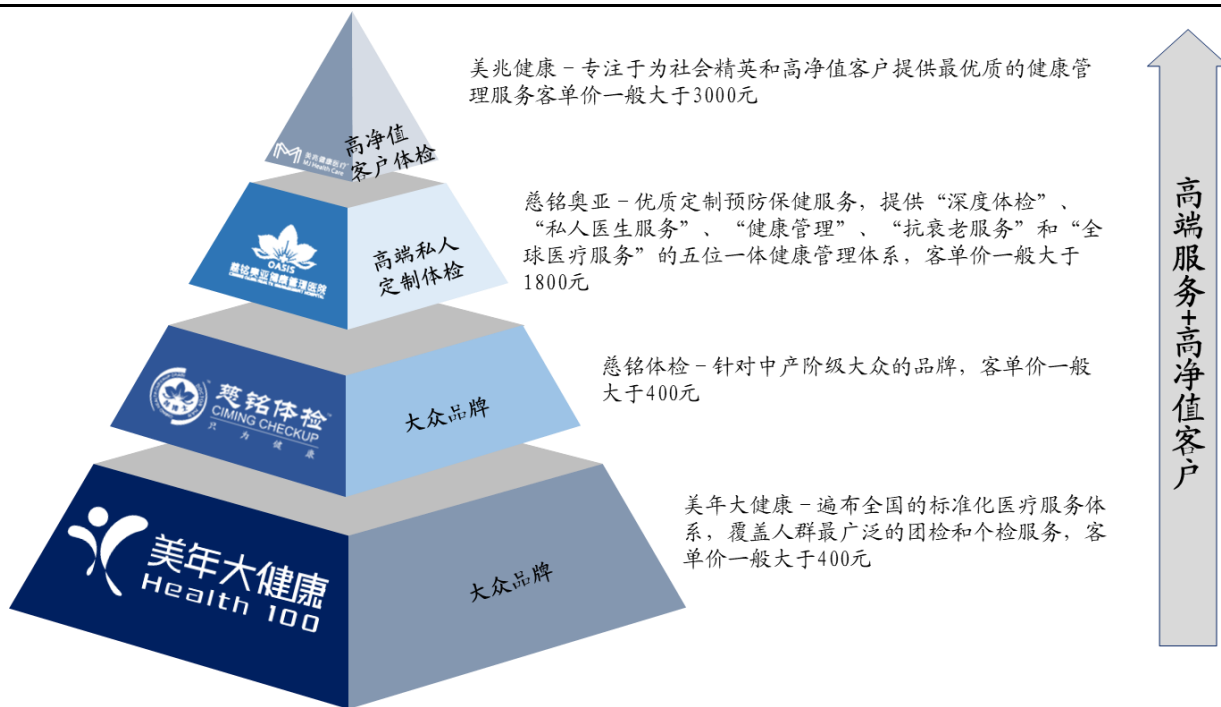
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：假设1) 设备配置为核磁、CT、胶囊胃镜、4台超声以及其他常规设备；2) 人员配置为20名医生、20名护士、40名其他人员；3) 门店配置为3000平米，位于区域人口密集中心区。

#### 4.4.7. 塑造美兆健康、慈铭奥亚高端品牌专业体检，升维挑战公立医院传统优势领域

如果说美年健康进军低级别城市是广度扩张，那么塑造美兆健康、慈铭奥亚的高端品牌就是深度扩张。以美兆健康为例，其定位就是高端的全方位健康管理，其服务分为检查、评估、促进三个阶段，通过检测、监测、分析、评估、预测、预警、对策、追踪的高效服务，除了传统的疾病筛查和预防之外，提供生活饮食营养补充、运动健康管理等全方位的健康促进建议，真正做到体检服务3.0，成为消费者身边的健康管理专家。

图 33：美兆健康、慈铭奥亚定位针对高净值客户的高端体检服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

设备配置上，美兆和奥亚均采用媲美三甲医院的全球最顶尖检查设备；服务项目上，除了个性化的服务套餐，全面的检查项目，更是设置超越医院体系服务能力的遗传咨询服务、运动管理服务与膳食营养服务；在检后管理上，更加人性化的提供健康讲座、健康调理、健康监控、健康干预、绿色就医通道、复查流程判定新的健康水平的闭环健康管理体系。美年健康打造的美兆健康、慈铭奥亚不仅仅是高端体检的象征，更引领着未来体检的方向与方式，真正创造和解决大众健康管理需求。

## 5. 管理能力是体检行业真正的壁垒：美年健康强大的管理能力

## 建立的规模优势是无法逾越的护城河

体检行业一直存在着进入壁垒低的问题，貌似资本都可以像“门外的野蛮人”一样闯进来，但我们认为体检行业的壁垒在于强大的管理能力树立起来规模优势壁垒：

1) 体检是一个管人的产业：员工数量大，产值不高，体检中心多且分散导致员工分散；

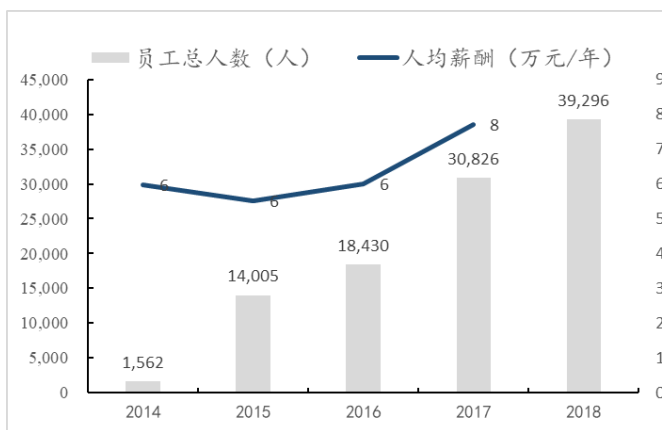
2) 体检是一个管口碑的产业：从体检前的销售，到体检中直面消费者的服务，到后台支持团队的运营，都要体现在消费者的认可度之上；

3) 体检是一个管效率的产业：充分竞争行业，毛利率和净利率不高，保证质量的高效率服务立足根本。

### 5.1. 员工管理能力是扩张建立规模优势的基石

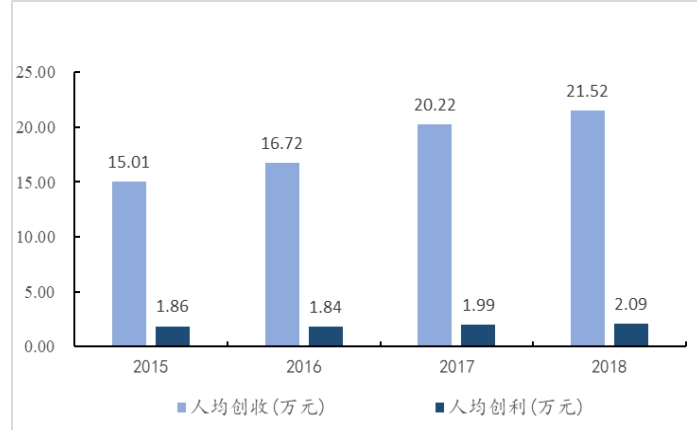
美年健康的快速扩张形成的规模优势表面上很容易归功于超强的资本运作能力，但背后真正支撑起公司发展成为行业龙头的，是公司强大管理能力与执行力。由于体检行业前段需要销售人员，中段是核心的体检服务人员，后台需要大量的支持人员，行业属于人员密集型产业，公司一路发展到 2017 年员工数量已经达到 30826 人。因此，我们认为美年健康的发展是员工管理能力的发展，是企业文化的积淀，而企业文化是建立在董事长俞熔先生+总裁徐可先生这一对长期合作伙伴强大能力的基础之上。

图 34：公司员工数量和薪酬增长趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 35：公司员工人均创收和创利增长趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

美年健康上市以来，随着规模的不断扩张，员工数量大幅上升，截止 2017 年年报员工数量超过 3 万人，平均薪酬上升到 7.72 万元/年。在公司快速扩张和人员快速扩张的同时人均创收和人均创利也在上升，2018 年分别达到 21.52 万元和 2.09 万元。从人员管理角度来说，公司的扩张是有质量的扩张，是可持续的扩张。

### 5.2. 营销、体检和后台分部管理提高效率、确保质量

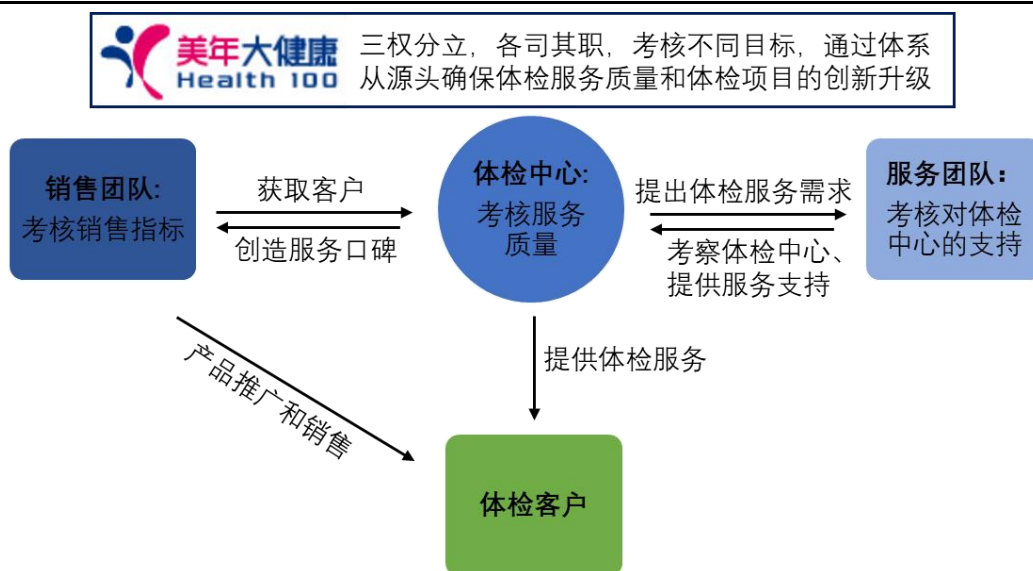
随着公司规模扩大，在运营管理上公司也不断进化，形成了围绕核心的体检中心分部管理方式，即销售负责包括团检和个检的产品营销，体检中心负责消费者体检服务质量，后台部门负责对体检中心服务的全方位支持。

1) **销售部门**：超过 8800 人的销售队伍，担负起团检大客户的销售，个检服务项目的推广，直接的营销考核的任务；

2) **体检中心**：公司的核心部门，主要考核服务质量，包括体检服务的专业性、客户满意度、体检报告的准确和即时性等直面消费者的服务项目考核；

3) **后台部门**：对体检中心的建设提供支持，满足设备需求，人员需求以及其他需求服务。

图 36：美年健康通过管理体系建立起体检服务质量体系



数据来源：东吴证券研究所

公司的分部考核和管理模式直接解放了体检中心的店长以及直属体检服务人员，使其职责更加清晰——为消费者提供更好的服务体检。因此，公司不断推出具有创新性的优质体检项目，包括核磁、CT、胶囊胃镜等高端影像检查，基因检测，妇科病筛查，糖尿病、心脑血管、呼吸系统等慢病检查，满足用户更多方位的健康服务需求，做到精专准全。

此外，公司在软硬件设施上不断投入，严格保障体检服务质量。在硬件投入方面，公司加大对西门子、东芝、飞利浦、GE 等国际一线品牌检测设备的引进，树立了“公开招标、阳光采购”的行业形象。软件服务上，引进西门子、飞利浦软件分析系统及 e+、微医、大象医生等医疗资源，实现精准体检。除此，公司还建立了三级管理制度、重大阳性报告、诊断报告控制、第三方评估等质量控制体系，设置了标准化的业务流程，严格控制体检中心的日常运营和员工业务操作规程，多举措切实提升健康体检服务质量。

### 5.3. 九大规范构建质控体系，从源头掌握质控风险

在经历了2018年体检行业风波,美年健康重新建立管理体系来用以保障体检服务,从而在源头控制体检服务的质量风险。为此,公司建立了九大规范质控体系,涵盖了从体检设备、体检中心资质、医护人员资质、隐私(信息)保护、检测过程实时跟踪、医疗管理国际标准认知、统一管理和全程跟踪等质控规范体系。

图 37: 美年健康九大规范确保医疗服务质量监控体系



数据来源: 公司官网, 公司微信公众号, 东吴证券研究所

#### 具体九大规范内容:

- 1) **医疗设备试剂全球采购:** 使用国际最先进的设备供应商, 以及检测行业的统一标准, 其供应商包括西门子、飞利浦、GE、奥林巴斯等国际巨头;
- 2) **人脸识别规范医质管理系统化:** 运用当前先进人脸识别技术, 建立每天人员上岗档案, 确保医护人员资质;
- 3) **医质管理公开透明化:** 目前美年健康全国 600 余家分院统一公开、公布体检中心资质, 以及工作人员信息;
- 4) **隐私保护信息安全三级认证:** 通过国家信息安全中心的 73 个分类, 300 项要求的考核, 获得信息安全“三级”认证, 保障客户隐私;
- 5) **血液检测高标准, 过程实时可查:** 血检样本全程可追踪, 可查询, 保障检验结果的真实和可靠;

6) **JCI 医疗管理国际标准认证**：与华润 JCI 签订战略合作，共同致力于国内预防医学及健康管理事业；

7) **AI+人工影像筛查更准确**：医学 AI 影像大数据筛查功能与人工检测双重把关，准确找出病变部位；

8) **95003 全国统一服务热线**：统一服务电话，全国质控相同标准；

9) **总部统一监控全程监管**：美年健康集团总部设立统一监控指挥中心，重要科室、设备使用、人流分布实时监控，远程阅片实时调取。

#### 5.4. 强大管理能力下建立起的规模优势才是不可逾越的护城河

截止到 2018 年底，美年健康旗下美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚和美兆健康四大品牌包括控股、参股以及在建设体检中心超过 630 家，2018 年服务体检客户超过 2700 万次，已经领先行业中的其他竞争对手，公司的龙头地位、规模优势逐步扩大。

美年健康的规模优势已经在收入和成本有所体现。首先，公司的体检门店已经覆盖全国 32 个省的 310 个城市，全国范围内的品牌知名度遥遥领先，根据 CCNP 体检行业品牌排名，美年健康、慈铭体检和美兆健康分列第 1 位、第 3 位和第 5 位。公司显著的品牌优势使其在重点发展的三、四、五线城市的品牌宣传效应，有利于品牌获取客户，降低获客成本。

其次，规模的扩大使美年健康成为例如西门子、飞利浦、贝克曼等众多医疗设备供应商中国最大客户之一，在采购和运营中获取相对更低的价格优势，提高了公司毛利率，从而进一步放大了公司的竞争力。

海量体检人次总数的规模优势为将来依托大数据进行健康管理创造了可能性。美年健康通过 2015 年之后快速的发展和信息化设备的全面应用，形成规模优势，完成对体检大数据累积的转化，使其在体检 3.0 时代的“检”“存”“管”“医”“保”全保障体系健康管理优势呈几何倍数放大。

随着美年健康的快速扩张，医疗机构服务半径范围内的排他性以及体检行业的整合发展已均有体现。叠加龙头企业快速扩张，对产业链上下游的吸附能力产生马太效应，使美年健康迎来进一步和竞争对手拉开距离的良机，竞争优势在未来越来越显著。

## 6. 伟大的企业引领行业：美年健康用创新重新定义体检行业标准，引领体检行业发展

创新是为每一个行业注入活力，推动发展的生命源泉，在体检行业，美年健康就是创新者，包含了技术创新和体检服务创新，引领体检行业升级，创造消费者的需求。

### 6.1. 美年健康用创新引领体检行业发展，创造新的消费需求

健康体检对新的检验技术与医疗服务方式具有天然的吸收合并能力，公司充分发挥体检行业特性，积极打造大健康产业平台价值，通过参股、控股战略合作等方式做强自己，做大行业，成为用创新推动体检行业发展的领路人。美年健康打造大的创新平台就是基于体检行业这一很大的流量，如何满足消费者对健康的需求。因此公司不断通过创新产品，创新服务打造美年健康产业生态圈，并且不停地向生态圈内引入新的科技元素，创造不仅满足消费者的需求，更是引领消费需求，创造消费需求，是为做强自己的同时做大体检行业。

近年来，美年健康掀起了体检行业的“高、精、尖”科技设备热潮，率先在行业中启用了胶囊胃镜、超导核磁、CT 等医药用的高端设备，在大众健康需求升级的阶段，引领了体检行业的发展。

创新体检服务内容，解决高危疾病风险：

**1) 早期无痛胃癌筛查：**引入胶囊胃镜，做到不插管、不打麻药、无痛苦、无创伤的胃镜检查，大幅提高消费者胃病筛查体验和准确度；

**2) 脑血管早期预警筛查：**1.5T 超导核磁，用核磁共振进行脑部检查，无疼痛、无创伤、速度快、噪音小，不使用对人体有害的 X 射线和易引起过敏反应的造影剂做到成像检查；

**3) 心血管疾病早筛：**1.5T 心脏核磁，集“普通心脏冠脉核磁、心脏彩超、冠脉 CT 血管造影”于一体，一站式完成无创全心冠脉核磁血管成像、无创常规心脏形态核磁共振、心脏跳动以及无创心脏、心肌功能等检查；

**4) 全身肿瘤筛查：**磁共振类 PET，采用磁共振类 PET 设备——联影 UMR560，该设备能够在短时间内完成全身大范围扫描，无辐射损害，方法简单、迅速、无创，且其检查费用远低于 PET 检查。

除此之外美年健康也是行业中最先使用 Illumina 高通量测序分析平台开展基因测序服务，以及使用“E 超”（“B 超”、“彩超”基础上的新一代超声成像系统）检查表浅组织、腹部脏器、血管等先进的体检服务设备。

图 38：美年健康用创新引领体检行业发展，创造新的消费需求



数据来源：公司官网，公司官方微信公众号，东吴证券研究所

### 6.2. 美年好医生开启健康体检 3.0 时代，再塑体检行业标准

公司在完善体检服务之外更多的是进行体检行业的思考，如何为消费者做好全方位的健康体检、健康管理以及相关支付、医疗保障体系。因此，美年健康联合平安好医生、中国人保财险，以及美年生态圈优质企业优健康、大象医生等推出**美年好医生**，引领体检行业迈向“检”“存”“管”“医”“保”全程保障的 3.0 健康管理时代，再次推动体检行业升级，再塑行业标准。

图 39：美年健康用创新引领体检行业发展，创造新的消费需求



数据来源：公司官网，公司官方微信公众号，东吴证券研究所

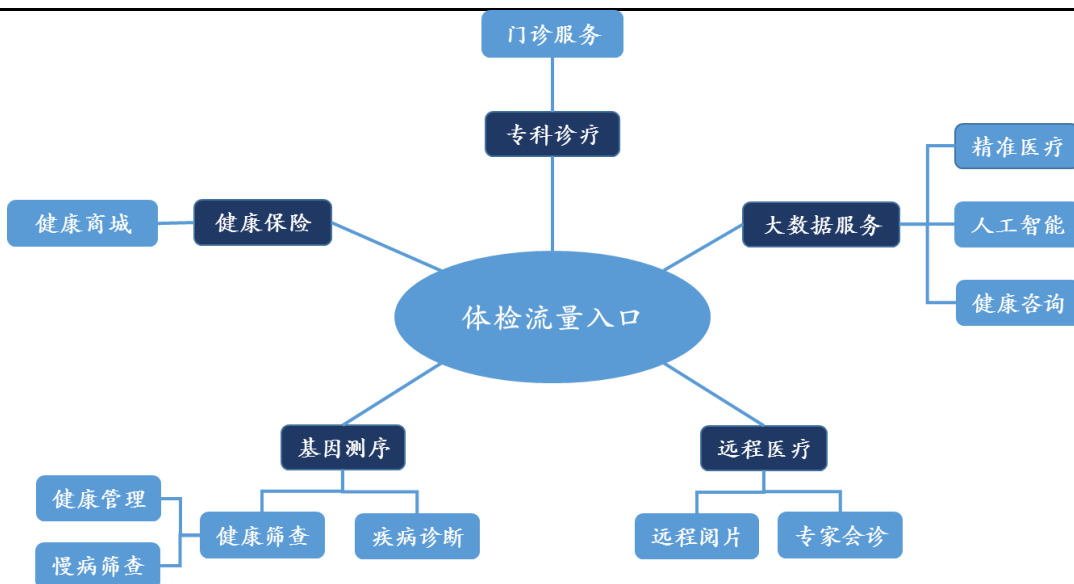
美年好医生就是充分发挥健康体检平台作用形成的体检生态圈，包括了 1) 众多的

体“检”项目服务、2) 体检数据“存”储、3) 健康咨询与“管”理、4) 为患病消费者提供快速的就“医”服务、5) 对接商业健康“保”险等支付体系。美年好医生的出现，既是公司的创造力体现，亦是体检行业发展必然，在为消费者提供更加优质服务的同时，再次定义了体检行业新的行业标准，从而在体检服务内容上再次拉开与行业竞争对手的差距。

### 6.3. 建立美年健康生态圈，挖掘体检入口黄金价值

美年健康通过快速的扩张建立起规模效应，通过新的技术和设备推动体检行业新的需求，建立美年好医生全面完善体检内容塑造行业新标准，这一切的布局在为公司树立无可超越的护城河同时，也为公司建立了完善的大健康生态圈，并逐步挖掘出体检入口的黄金价值。

图 40：体检行业是健康产业生态圈的完美入口



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

美年健康围绕体检产业重点布局远程医疗、基因检测、大数据业务以及商业保险等产业相关的上游和下游，在延伸产业链为上市公司服务的同时，获取更好体检服务项目和客户服务能力。公司先后控股大象医学与美银基金，实现了体检服务端远程阅片、远程医疗服务以及基因检测服务能力。在体检后续服务端，公司参股投资好卓数据 11.40% 股份，开发优健康 APP，为客户提供了电子化体检报告、健康管理、健康咨询等增值服务。在体检数据处理和信息化上，公司通过分公司美东软件和慈铭星讯拓展体检管理软件开发和信息化处理服务。

表 10：美年健康参股和控股优质生态公司

参股公司	参股比例	参股公司主营
美国健康	50.56%	基因测序
好卓数据	11.40%	数据咨询与技术服务
大象医学	51%	远程阅片、远程诊断



美年保险	100%	保险经纪业务
美鑫融资租赁	孙公司	体检设备设备融资租赁
美东软件	孙公司	体检管理软件开发销售
慈铭星讯	孙公司	信息技术服务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

美年健康除了自身直接或间接控股拓宽体检项目服务之外，仍积极探索战略合作模式以充分发挥健康体检的平台价值。2017年11月，公司公告与重庆智飞生物制品股份有限公司签署战略合作框架性协议，拟共同设立成人预防接种门诊(特需预防接种门诊)，涉足疫苗接种这又一个疾病预防医疗服务领域大品种，最大化的发挥美年健康的端口价值和HPV疫苗的产品价值。2019年2月，公司公告与杭州艾迪康当成战略合作协议，进一步完善自身在IVD领域的检验项目和服务效率。美年健康作为体检平台入口价值显著，其开放兼容的合作态度，使之获取了更多的战略合作伙伴，达成“双赢”合作方式。

**表 11：美年健康战略合作协议**

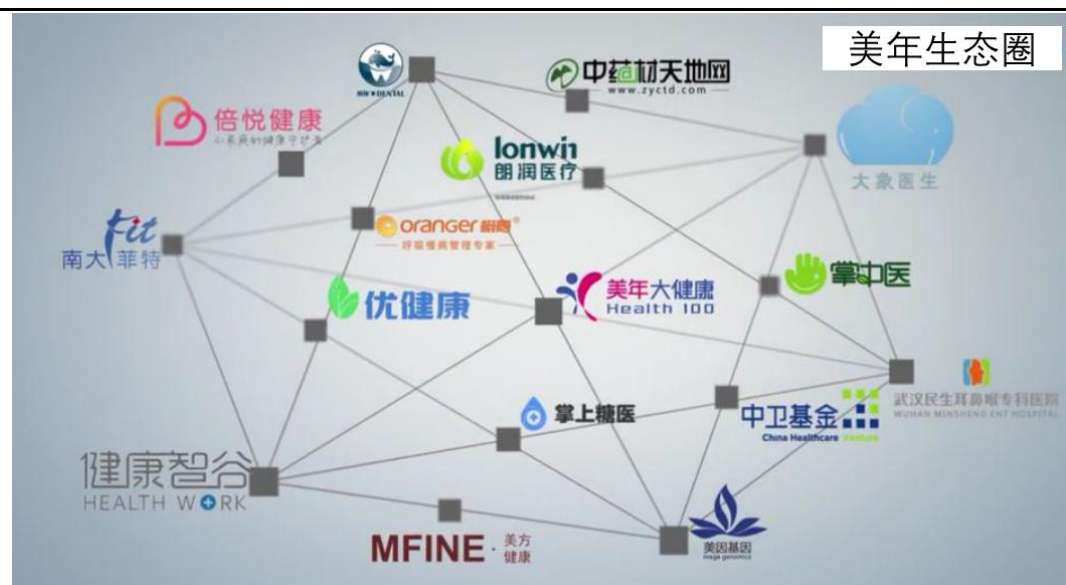
时间	战略合作伙伴	合作项目
2017年11月	智飞生物	拟共同设立成人预防接种门诊，涉足HPV疫苗产业
2019年2月	杭州艾迪康	打造独立医学检验和大健康平台，提高IVD检验服务能力

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在学术领域，美年健康也走在行业最前沿。2016年7月，南通美年大健康体检分院被国家消化系统疾病临床医学研究中心授予“协作中心”的资格，成为首家进入国家级医学研究中心的专业体检分院。这标志着美年健康作为全国最大的专业体检连锁品牌，在健康大数据累积方面获得了国家级医学研究中心的认可，并预示其向精准医疗道路迈进了坚实的第一步。

美年健康已经形成依托专业体检中心为入口，打造以美年健康庞大体检平台为基础，以相关产业的优质企业为延展的健康产业生态圈。美年健康生态圈通过开展远程医疗和合作建立影像研究中心，实现客户与合作医院的对接，增加客户粘性及管理后续增值服务挖掘；通过精准的健康大数据，实现疾病预测、精准医疗等服务，不断延伸产业链，在做强自身的同时做大体检行业、引领体检行业进入新的时代。

**图 41：美年健康生态圈内的优质合作企业**



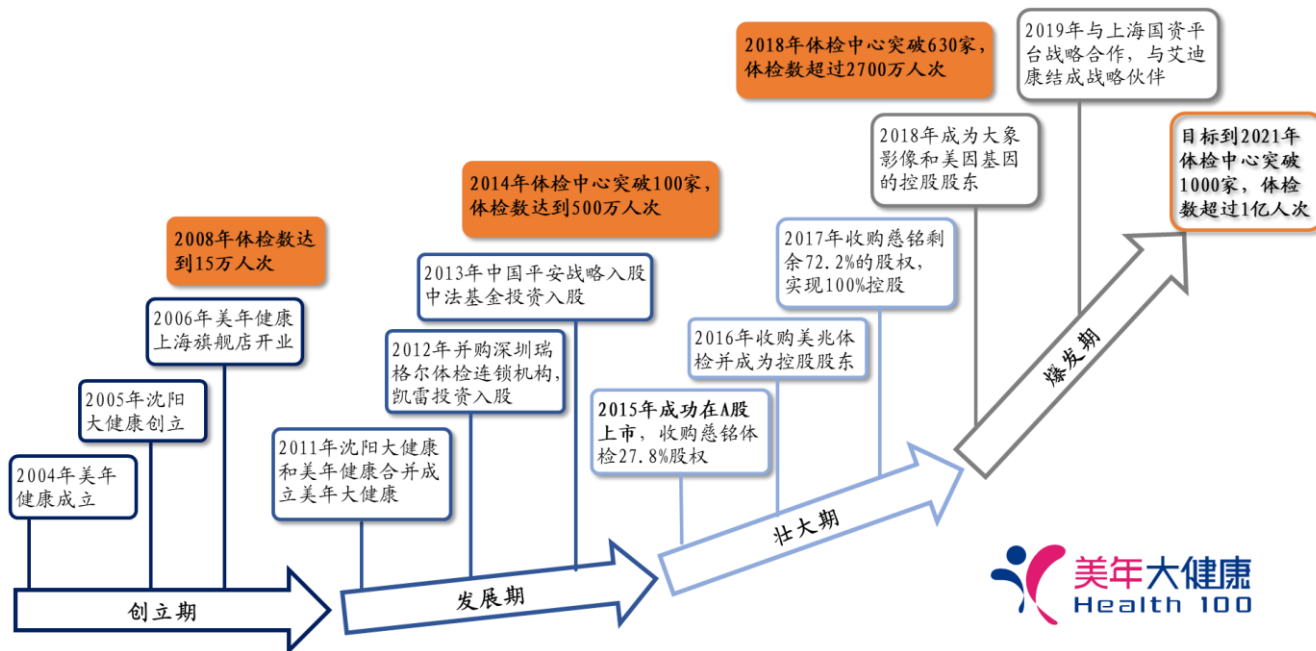
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 7. 美年健康的发展史就是体检行业发展经历：13 年时光见证美年健康从诞生到腾飞

### 7.1. 美年健康 2015 年以来进入跨越式快速发展通道

美年健康成立于 2004 年，2006 年第一家专业体检中心上海小木桥旗舰店开业，正式进入健康体检行业。2011 年 10 月，美年健康与 2005 年成立的大健康合并，成立美年大健康，也是现在上市公司的雏形。经过 7 年的发展，以及 2016 年和 2017 年先后并购的美兆健康和慈铭体检，公司正式成为中国体检行业的龙头。美年健康发展至今已经拥有了超过 630 家专业体检中心，覆盖全国 32 个省的 301 个市，年体检人次数超过 2700 万人次，成为引领体检行业发展的先行者和开拓者。

图 42：公司 2014 年至今发展大事记

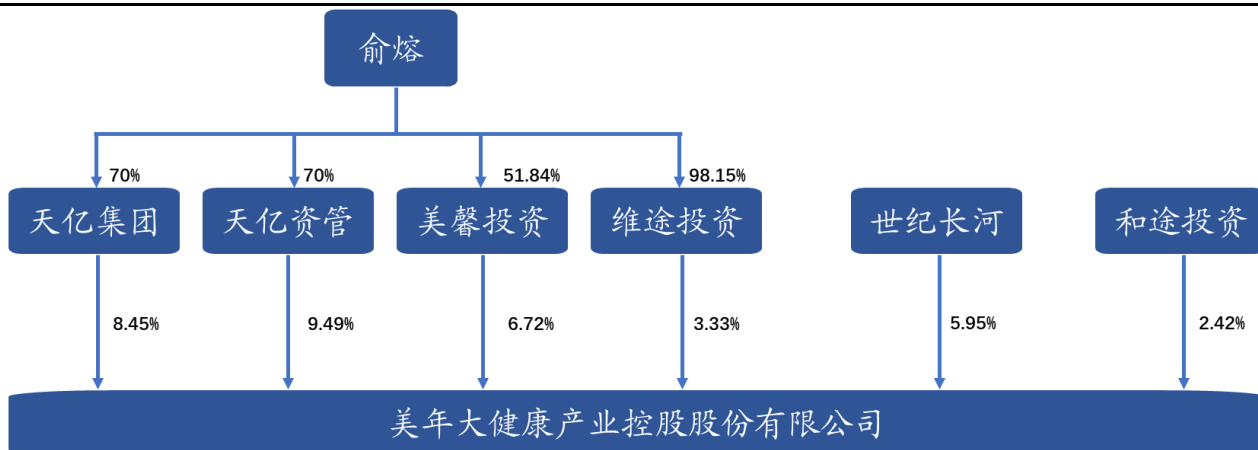


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 7.2. 美年健康股权结构稳定

公司实际控制人为董事长俞熔先生，根据最新公司信息显示，俞熔先生直接和间接持股 29.05%，且前十大控股股东中天亿集团、天亿资管、美馨投资、维途投资、世纪长河和和途投资均为一致行动人，合计控股 37.42%。

图 43：公司股权结构

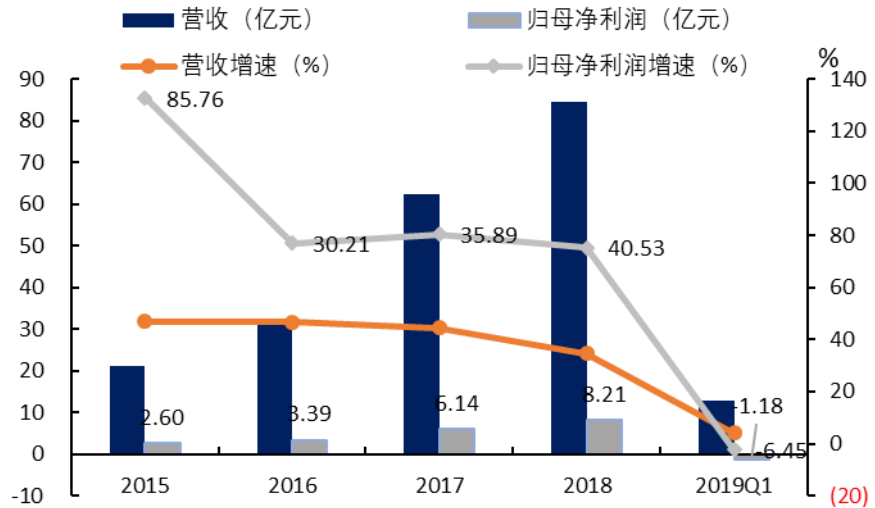


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 7.3. 快速扩张推动美年健康业绩持续爆发增长

公司上市以来保持了持续的高速增长，2015年至2018年的收入和归母净利润的复合增长率分别达到 59.0%和 46.7%。其中 2018 年实现收入 84.58 亿元，同比增长 34.64%；实现归母净利润 8.21 亿元，同比增长 40.53%。

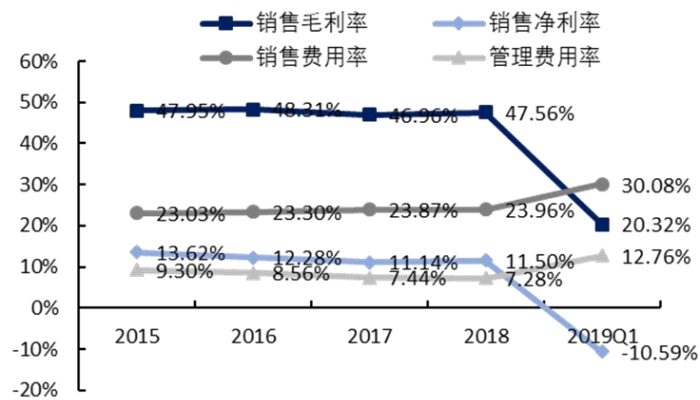
图 44：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在公司快速扩张过程中，销售费用和管理费用上升速度较快，但从费用率的角度来看保持了相对的稳定。由于新建和参股转控股的“新”体检中心数量较大，导致公司的毛利率和净利率水平持续下降，但我们认为随着成熟体检中心数量的增加，公司的毛利率和净利率有望在 2019 年企稳回升。

图 45：公司毛利率、净利率和费用率变化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 8. 体检行业重点推荐标的美年健康：盈利预测与投资建议

### 8.1. 美年健康盈利预测

首先，从行业层面看，中国体检覆盖率低，未来增长空间有望超千亿。现阶段民营体检机构虽占比少，但发展速度快，受益于国家政策以及自身服务水平的提高，有机会获取最大的市场份额。目前民营体检市场现阶段较为分散，而美年健康不断通过内生外延的方式快速扩张，获取市场份额，通过强大的管理能力树立规模优势的护城河。公司在扩张的同时深挖服务内容，推动体检行业从 1.0 时代，过渡到 2.0 时代，进而升级到 3.0 的健康管理时代，是美年健康引领了行业的发展，是美年健康的产品服务推动了需求端的升级爆发。

因此，我们基于公司未来业务发展的分析，以及健康消费升级驱动的中国体检行业需求的爆发，预计公司 2019-2021 年的销售收入分别为 116.74 亿元、159.66 亿元和 214.90 亿元，归属母公司净利润为 11.63 亿元、16.41 亿元和 22.50 亿元。

### 8.2. 美年健康投资建议

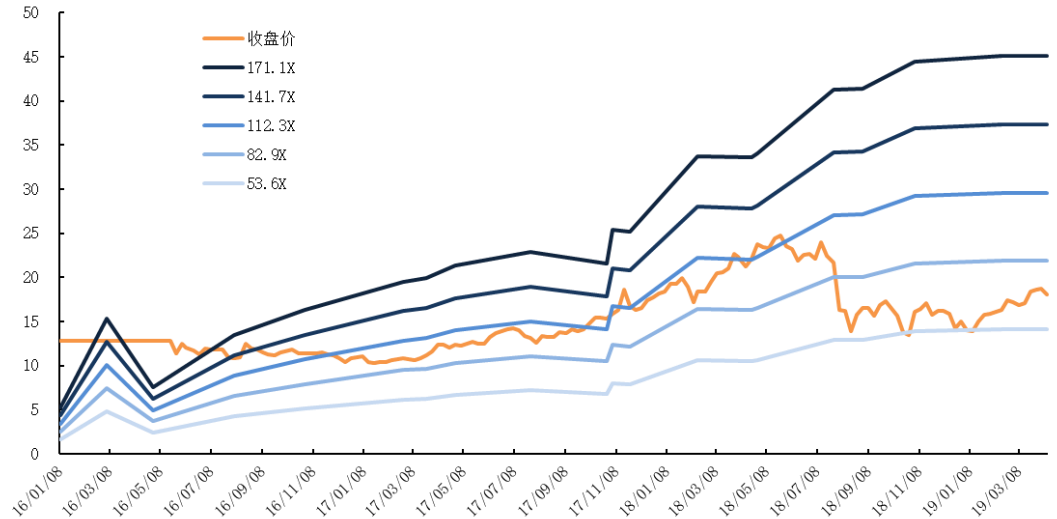
美年健康相对可比医疗服务上市公司爱尔眼科和通策医疗，其预期的 2019 年和 2020 年业绩增速最快，且对应的估值水平最低；同时，分析公司 2016 年以来的 PE Band，公司目前估值水平处于历史底部，具备投资价值。我们基于对公司业绩增长以及当前估值水平判断，维持公司“买入”评级。

表 12：可比医疗服务公司估值分析

	市值(亿元)	净利润 (2019E)	增速	净利润 (2020E)	增速	PE(2019E)	PEG(2019)
美年健康	477.91	11.63	41.7%	16.41	41.2%	41.4	0.99
爱尔眼科	889.72	13.61	34.9%	17.87	31.3%	65.4	1.87
通策医疗	247.79	4.21	32.0%	5.51	30.9%	58.9	1.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 46：美年健康 2016 至今的 PE BAND 分析



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 9. 风险提示

- 1) **体检行业政策风险：**由于体检行业所属于医疗服务行业，因此体检行业严格受到国家医疗服务政策管制，对政策的不确定性将是影响体检行业发展的重要风险；
- 2) **体检行业并购整合与扩张风险：**体检行业整合主要基于并购整合以及龙头企业体外培育后的整合扩张，因此并购整合和扩张将成为行业发展的重要风险；
- 3) **体检服务项目的创新风险：**体检服务项目的创新是驱动行业客单价上升的主要因素，因此新体检项目的推广以及后续创新项目的开发将是影响行业发展的重要因素；
- 4) **商誉风险：**行业整合过程中，龙头企业的外延扩张导致积累了一定的商誉，如果经营出现波动将导致商誉减值风险；
- 5) **事件风险：**体检行业直接服务消费者，存在一定的医疗服务事件风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

