

美年健康(002044)/医疗服务 求变、赋能、起势，再看美年健康的平台价值
评级: 买入(上调)

市场价格: 14.90

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3920
流通股本(百万股)	3432
市价(元)	14.90
市值(亿元)	584
流通市值(亿元)	511

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 美年健康(002044)-公司深度研究: 专业体检领跑者, 创新医质并重促长期成长-(中泰证券_江琦、王超)-20181118

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8458.45	8525.03	8632.03	10909.35	13877.22
增长率 yoy%	34.64%	0.79%	1.26%	26.38%	27.20%
净利润	820.65	-866.47	65.12	900.01	1275.74
增长率 yoy%	53.47%	-173.37%	108.02%	1248.55%	42.86%
每股收益(元)	0.26	-0.22	0.02	0.23	0.33
每股现金流量	0.39	0.32	0.58	0.36	0.43
净资产收益率	12.50%	-11.84%	19.17%	21.22%	22.64%
P/E	114.69	-67.41	896.97	64.90	45.78
PEG	2.14	0.39	8.30	0.05	1.07
P/B	7.08	7.98	7.60	6.81	5.93

注: 数据截止 2020.7.3

投资要点

- 核心观点: 1、健康体检行业需求释放, 民营份额稳步提升, 竞争格局出清后公司龙头地位进一步加固。2、强管理能力下的规模优势铸就公司高壁垒, 量价齐升长期趋势不变, 自 2021 年起业绩有望重回高增长通道。3、与阿里强强联手打通线上线下, 围绕体检前后端进一步延伸, 医疗生态入口的平台价值加速兑现。**
- 健康体检行业需求释放, 民营份额稳步提升。** 得益于健康意识加强和消费升级驱动, 2010-18 年间我国健康检查人数复合增速超 5%, 体检覆盖率提高至 30% 以上, 需求释放带动市场快速扩容, 2018 年体检市场规模约达 1500 亿, 未来有望保持 2 位数以上增长。非公立体检机构近年来发展快速, 覆盖人次自 2015 年起保持 15% 以上增长。公立医院仍占据 70% 左右的市场份额, 非公体检成长空间广阔, 份额逐步提升, 长期有望占据主导。
- 行业格局出清, 公司龙头地位进一步加固。** 公司龙头地位稳固, 已基本完成全国性布局, 至 2019 年末, 在营体检中心 632 家(其中控股 276 家, 在建 71 家), 2019 年体检量达 2602 万人(含参股体检中心), 整体收入规模遥遥领先于行业第二名爱康国宾。云锋基金相继入股爱康国宾和公司, 使得民营体检行业竞争格局得以优化, 预计民营体检龙头之间的价格战有望逐步告停。公司作为体检行业唯一的上市公司, 在民营体检行业领跑身位将进一步扩大, 市占率有望持续提升。
- 转型阵痛期已过, 强管理能力下竞争壁垒坚实, 量价齐升长期趋势不变。** 行业事件余波导致 2019 年业绩触底, 公司立足长远适度平衡品质与规模, 医质建设成效卓然, 品牌信心稳步回升。公司通过联手优势资源先参后控+标准化复制运营体系实现快速扩张, 低线城市单店盈亏平衡期现已缩短至 1-1.5 年; 推出体检下午茶进一步加强精细化运营, 单店经营效率提升, 到 2023 年总体检人次有望超 4000 万。美年好医生、癌症早筛、1+X 单病种套餐等创新产品的推出有望推高个检比例, 带动整体客单价每年 6%-8% 的提升。
- 携手阿里全面赋能, 医疗生态入口的平台价值加速兑现。** 体检行业占据大健康产业的入口, 横向、纵向的延展性极高。公司通过参股关键赛道, 如彩超、胶囊胃镜、诊断设备等硬件公司, 打造开放的平台; 将健康大数据平台、远程医疗、智能诊断、健康保险、慢病防治的企业接入平台; 打造健康管理的服务平台、重大疾病早筛诊断到治疗的综合体。公司线下多场景应用与互联网之王阿里的线上优势结合, 打通线上线下的资源转化, 实现体检前后端全流程覆盖, 平台价值正在加速兑现中。
- 盈利预测与估值:** 我们预计 2020-22 年公司收入 86.32、109.09、138.77 亿元, 同比增长 1.26%、26.38%、27.20%, 归属母公司净利润 0.65、9.00、12.75 亿元, 同比增长 108.02%、1248.55%、42.86%, 对应 EPS 为 0.02、0.23、0.33。目前公司股价对应 2021 年 65 倍 PE, 2022 年 46 倍 PE, 考虑到公司是 A 股唯一的体检行业上市公司, 行业竞争格局进一步优化, 量价齐升成长逻辑确定性较高, 体检作为健康生态闭环的关键入口, 后续阿里赋能下公司成长空间广阔, 当下布局价值凸显。我们给予公司 2022 年 55-60 倍 PE, 合理价格区间为 18.2-19.8 元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示事件:** 体检中心盈利情况不及预期风险; 医疗服务质量控制风险; 股权质押率较高风险; 部分数据来自调研, 可能因样本不足与实际有偏差。

内容目录

引战投、强医质，专业体检龙头更上一层楼	- 5 -
专业体检领跑者，进入全新生命周期	- 5 -
阿里入局成为大股东，携手开创新局面	- 6 -
升级医质合规，转型阵痛期已过长期经营向好	- 7 -
行业突围完成，进入量价齐升阶段	- 8 -
强管理能力下规模优势尽显，单店效率不断提升	- 8 -
渠道下沉稳步推进，参转控持续添动力	- 11 -
建设多品牌梯队，内容和品质推高客单价	- 13 -
如何看待当前及未来的民营体检行业？	- 15 -
多重因素驱动，专业体检进入快速发展通道	- 15 -
格局出清，两大民营龙头从竞争走向合作	- 18 -
如何理解公司的平台价值？	- 20 -
生态圈持续构建，公司平台价值极高	- 20 -
以平台为基底，健康产业延伸逐步兑现	- 22 -
承接阿里线上流量，全面协同紧密合作	- 23 -
盈利预测与估值	- 25 -
盈利预测	- 25 -
投资建议	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司三阶段式发展历程	- 5 -
图表 2: 美年健康医疗生态圈	- 5 -
图表 3: 美年健康股权结构图	- 6 -
图表 4: 定增项目募集资金使用途径 (万元)	- 6 -
图表 5: 2013-19 年公司带息债务及资产负债率情况	- 7 -
图表 6: 公司带息债务详情 (单位: 亿)	- 7 -
图表 7: 健康体检中心基本标准	- 7 -
图表 9: 美年健康医疗质量控制体系	- 8 -
图表 10: 2015-19 美年健康营业收入 (百万)	- 8 -
图表 11: 2015-19 美年健康归母净利润 (百万)	- 8 -
图表 12: 美年健康 2012-19 年在营体检中心数量	- 9 -

图表 13: 美年健康 2012-19 年体检人次 (万)	- 9 -
图表 14: 公司各省市体检中心分布数量概况	- 9 -
图表 15: 标准体检中心主要设备投入	- 10 -
图表 16: 标准体检中心初始投入测算	- 10 -
图表 17: 健康体检行业竞争格局变化	- 10 -
图表 18: 标准体检中心盈亏平衡点测算	- 11 -
图表 19: 标准体检中心 5 年盈利模型 (单位: 万)	- 11 -
图表 20: 增设下午场后单店盈利情况模拟测算 (单位: 万元)	- 11 -
图表 21: 公司按城市等级划分的体检中心分布情况	- 11 -
图表 22: 按城市等级划分的体检中心分布情况对比	- 11 -
图表 23: 部分三四线城市体检机构竞争格局	- 12 -
图表 24: 美年健康 2019 年 4 月部分收购体检中心情况	- 12 -
图表 25: 公司未来每年资本开支敏感性测算	- 13 -
图表 26: 公司已完成全梯队体检品牌覆盖	- 13 -
图表 27: 体检项目与费用情况	- 14 -
图表 28: 美年健康积极布局癌症早筛	- 14 -
图表 29: 美年好医生打造健康管理闭环式服务	- 15 -
图表 30: 2012-19 美年健康整体客单价 (单位: 元/人)	- 15 -
图表 31: 鼓励疾病预防相关政策梳理	- 16 -
图表 32: 2010-18 年医疗机构健康检查人次 (单位: 亿)	- 16 -
图表 33: 我国健康体检覆盖率	- 17 -
图表 34: 中国居民人均可支配收入与医疗保健占比	- 17 -
图表 35: 2015 年中国体检机构数量情况	- 17 -
图表 36: 2015 年中国健康体检收入规模情况	- 17 -
图表 37: 未来五年健康体检市场规模测算	- 18 -
图表 38: 非公体检市场集中度较高	- 18 -
图表 39: 三大民营体检龙头概况	- 18 -
图表 40: 公司与爱康国宾在营体检中心数量对比	- 19 -
图表 41: 公司与爱康国宾体检人次对比 (万人次)	- 19 -
图表 42: 公司与爱康国宾体检收入对比 (亿元)	- 19 -
图表 43: 公司与爱康国宾关键财务数据对比	- 19 -
图表 44: 爱康国宾股权结构图	- 20 -
图表 45: 体检客单价与发达地区相比提升空间大	- 20 -
图表 46: 体检机构上下游产业链示意	- 21 -
图表 47: 美年健康生态圈布局	- 21 -

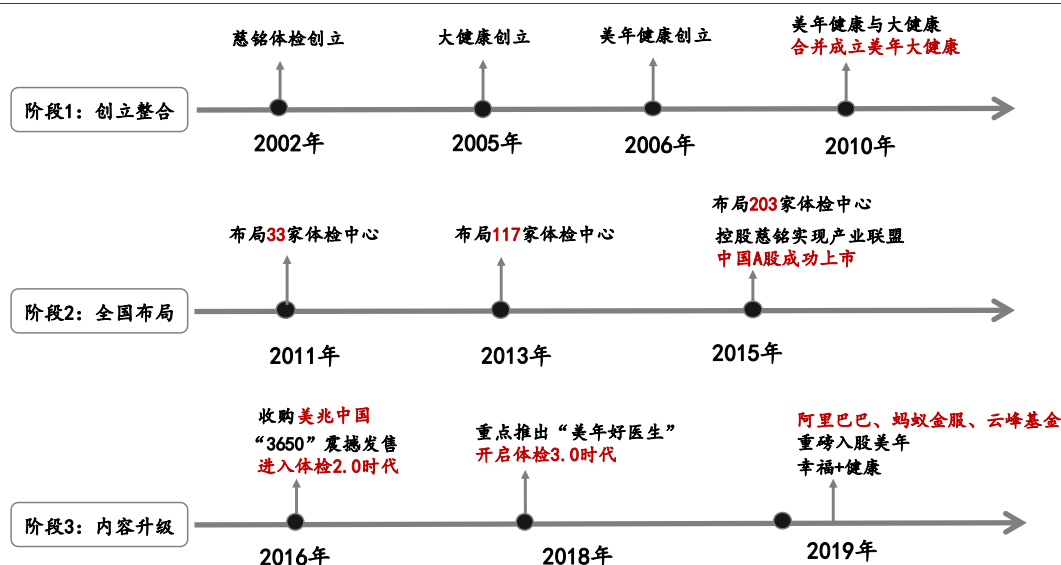
图表 48: 美年健康参股外延标的情况.....	- 22 -
图表 48: 美年健康向健康管理中心延伸.....	- 22 -
图表 49: 2018 年美年大健康电商平台成交额增幅.....	- 23 -
图表 50: 美年大健康天猫旗舰店产品图.....	- 23 -
图表 53: 阿里系大健康领域布局情况.....	- 24 -
图表 54: 美年健康与爱尔眼科、通策医疗销售人员占比对比.....	- 24 -
图表 55: 美年健康与爱尔眼科、通策医疗销售费用率对比.....	- 24 -
图表 56: 美年健康业务分拆预测.....	- 25 -
图表 57: 可比公司估值.....	- 26 -
图表 58: 美年健康财务模型预测.....	- 27 -

引战投、强医质，专业体检龙头更上一层楼

专业体检领跑者，进入全新生命周期

- **整合兼并中塑造行业龙头，与阿里强强联手互相成就。**自初创以来，美年健康大致经历了三个阶段：2002-2010年创立整合期，美年与大健康的合并使得公司一举跻身行业前茅；2011-2015年继续全国布局，并在2015年成功登陆A股，2016年完成慈铭收购奠定了公司的龙头地位；2016-2019年公司陆续推出“3650”、“美年好医生”等具有突破意义的产品，在升级体检服务内容和品质持续发力。此次阿里系的战略入股将为公司注入互联网血液，公司将会在客户结构和数据中台发生质变。

图表 1：公司三阶段式发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **领跑健康体检行业，打造以体检为入口的医疗生态圈。**美年健康于2018年正式完成中国版图的全覆盖（除港、澳、台地区），实现布局全国600余家专业体检中心。作为全国最大的提供专业体检服务的连锁医疗机构，公司正在打造以体检为入口的医疗生态圈，既是承载健康管理的服务平台、重大疾病早筛诊断到治疗的综合体，未来还将是基于海量健康数据的科研创新载体和采集需求整合供给的医疗生态入口。

图表 2：美年健康医疗生态圈

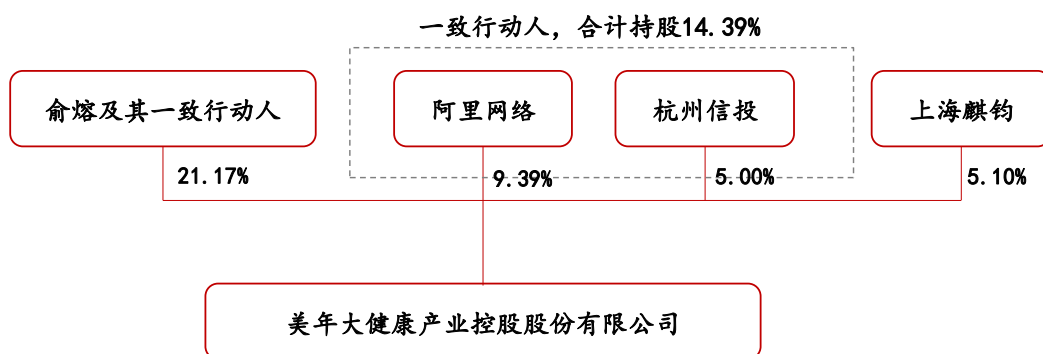


来源：公司官网，中泰证券研究所

阿里入局成为大股东，携手开创新局面

- **阿里网络成为第一大股东。**2019年11月公司以11.55元/股的价格向阿里网络及博时基金非公开发行股份1.77亿股，总金额20.46亿元。其中阿里网络认购1.59亿股，加上之前受让的2.09亿股，阿里网络的持股比例达到9.39%，成为公司第一大股东。杭州信投（阿里网络一致行动人）持股比例为5.00%，由云锋基金控股的上海麒钧持股比例为5.10%。俞熔及其一致行动人合计持有总股本的21.17%，仍为公司实际控制人。

图表 3: 美年健康股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

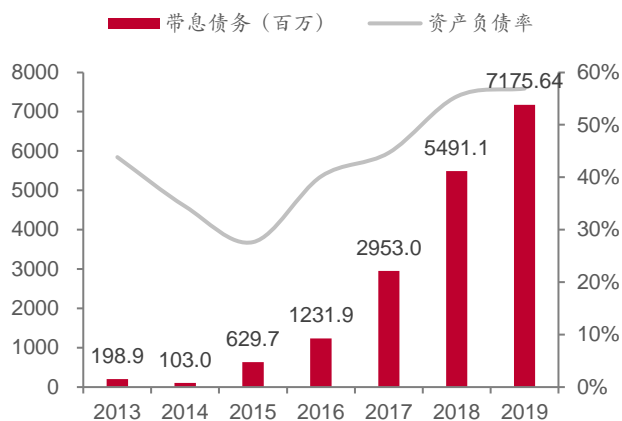
- **围绕体检主业全方位提升长期竞争力。**定增项目的募集资金计划用于投资建设生物样本库（9.00亿元）、建设数据中心（5.30亿元）、升级终端信息安全（1.79亿元）、升级管理系统（6540万元），并补充流动资金3.71亿元。投资项目着力于健康生态圈的闭环打造和经营管理的效率提升，项目完成后将全方位提升公司竞争力。

图表 4: 定增项目募集资金使用途径（万元）

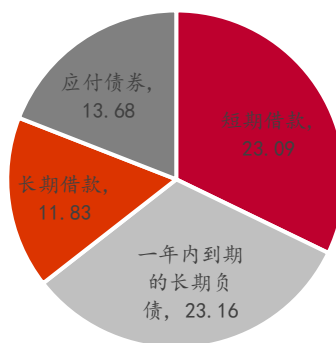
序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	生物样本库建设项目	98,142.47	90,000.00
2	数据中心建设项目	54,659.35	53,000.00
3	终端信息安全升级项目	17,920.00	17,920.00
4	管理系统升级项目	9,360.00	6,540.00
5	补充流动资金	37,136.00	37,136.00
合计		217,217.82	204,596.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司近几年业务扩张步伐较快，体检中心投资规模亦大幅扩大，整体资产负债率有所上升，至2019年末已达56.9%，有息债务规模上升至71.76亿元。本次定增募资逾20亿，总资产和净资产同时增加，将有效缓解公司的资金压力，降低资产负债率，有助于优化公司资本结构，降低财务风险，持续健康发展。

图表 5: 2013-19 年公司带息债务及资产负债率情况


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司带息债务详情 (单位: 亿)


来源: wind, 中泰证券研究所

升级医质合规, 转型阵痛期已过长期经营向好

- 《大型医用设备配置与使用管理办法》和 2018 年发布的《健康体检中心基本标准(试行)》**是与民营体检中心关系最为密切的指导文件, 从国家层面对体检中心的大型医疗设备配置、科室人员配置管理等都作出明确规定, 具体包括“甲类大型医用设备由国务院卫生行政部门管理, 乙类大型医用设备由省级卫生行政部门管理”、“至少有 2 名具有内、外科副高级及以上专业技术职务任职资格的执业医师负责审核签署健康体检报告”等要求, 从各个层面引导民营体检行业向着规范化发展。

图表 7: 健康体检中心基本标准

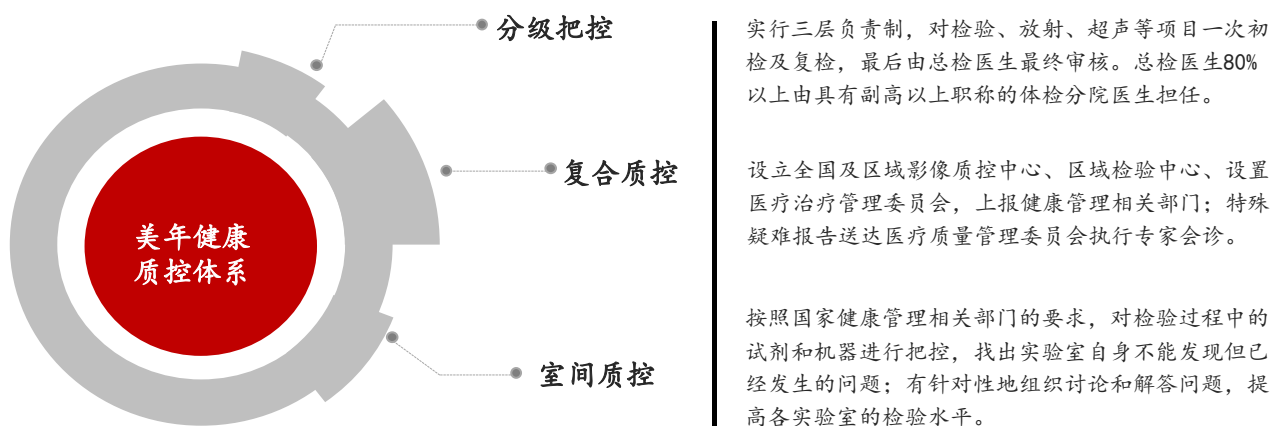
体检中心	
诊疗科目	内科、外科、妇产科、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、医学检验科、医学影像科
科室设置	1) 内科、外科、妇科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、检验科、放射科、超声科、心电图室等诊疗部门; 2) 质量与安全、健康管理、医院感染管理、体检资料管理、信息、设备、消毒供应室等行政部门
人员配置	1) 至少有 2 名具有内、外科副高级及以上专业技术职务任职资格的执业医师负责审核签署健康体检报告; 2) 每个临床检查科室、医技检查科室至少有 1 名具有中级及以上专业技术职务任职资格的执业医师; 3) 至少有 10 名护士, 其中至少有 5 名具有主管护师及以上专业技术职务任职资格
设备要求	1) 测量尺、身高体重计、血压计、裂隙灯、显微镜、血细胞分析计数仪、尿液分析检测仪、全自动或半自动生化仪、十二导联同步心电图机、X线光机 (DR)、彩色多普勒超声诊断仪等常规设备; 2) 至少配备全导联心电图机、心脏除颤仪、简易呼吸器、负压吸引器、气管插管设备、供氧设备、抢救车及急救药品等急救设备;

来源: 《健康体检中心基本标准(试行)》, 中泰证券研究所

- 构建全流程质控体系, 为公司长期健康发展奠定坚实基础。** 公司把质量管控和提升设定为最大优先级, 制定并率先启用高于行业标准的《美年大健康医疗质量管理考核标准 800 分》、《十八项核心制度汇编》等, 从科室设置、体检项目、医务人员资质、以及医疗团队管理等多个维度切入, 构建了较为全面的质控体系。通过信息化系统实现了体检全流程的

跟踪，通过三级影像 AI 质控平台、人脸识别合规系统、血液样本跟踪系统多重举措以达到持续的质量控制与改进，为长期健康发展夯实基础。

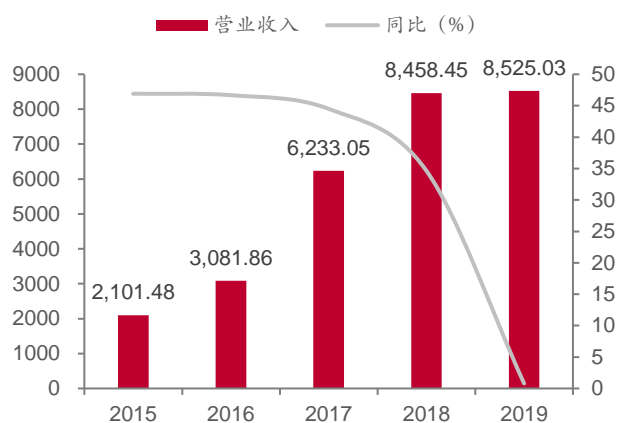
图表 8: 美年健康医疗质量控制体系



来源：公司官网，中泰证券研究所

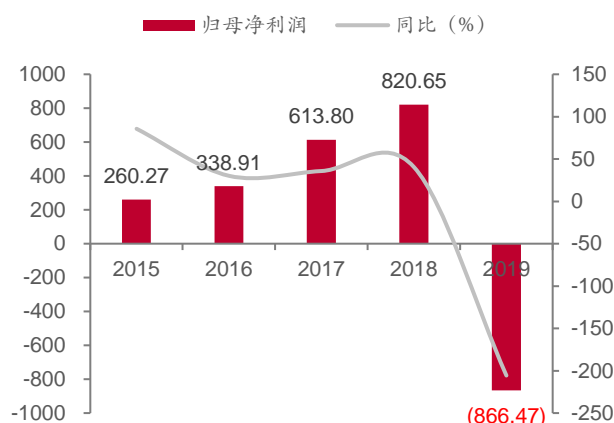
- **品牌信心回升，转型阵痛期已过长期经营拐点确立。**2015-18 年公司高速增长，营收和净利润复合增速分别达 59.07%、46.63%。18 年“广州富海”事件的发生使整个民营体检行业都受到一定冲击，公司经受了此次事件的洗礼后，在扩大规模与提升品质之间适度平衡。2019 年是公司的转型之年，行业事件余波以及公司为提升客户体验主动限流提质，导致 19 年收入增速放缓。此外，考虑 19 年业绩完成情况和新冠疫情下的未来不确定性，公司对历年收购的体检中心计提商誉减值 10.35 亿，20 年得以轻装上阵。新冠疫情冲击下公司体检业务受到一定影响，但从 Q2 开始恢复态势良好，根据部分区域草根调研情况，6 月营收已基本持平。即将进入下半年体检旺季，公司业绩回暖趋势明显，长期经营拐点已现。

图表 9: 2015-19 美年健康营业收入 (百万)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10: 2015-19 美年健康归母净利润 (百万)



来源：wind，中泰证券研究所

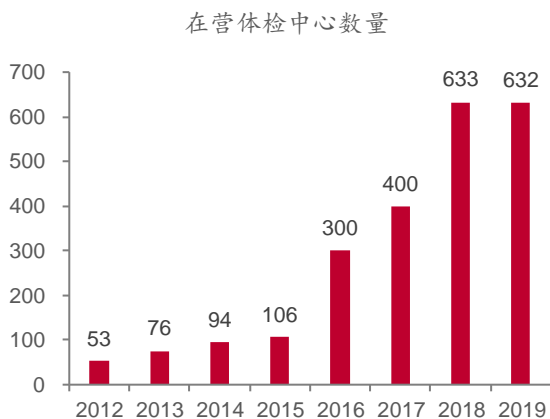
行业突围完成，进入量价齐升阶段

强管理能力下规模优势尽显，单店效率不断提升

- 至 2019 年末，在营体检中心 632 家（其中控股 276 家，在建 71 家），

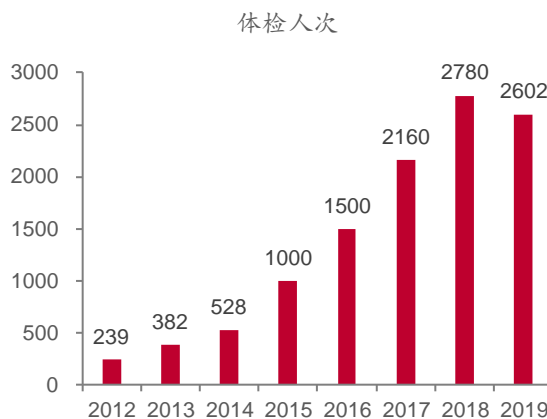
2019 年体检量达 2602 万人（含参股体检中心）；自 2012-19 年间，体检人次（含参股体检中心）复合增长率高达 50%，其规模体量遥遥领先于行业第二爱康国宾，稳坐行业龙头地位。

图表 11: 美年健康 2012-19 年在营体检中心数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

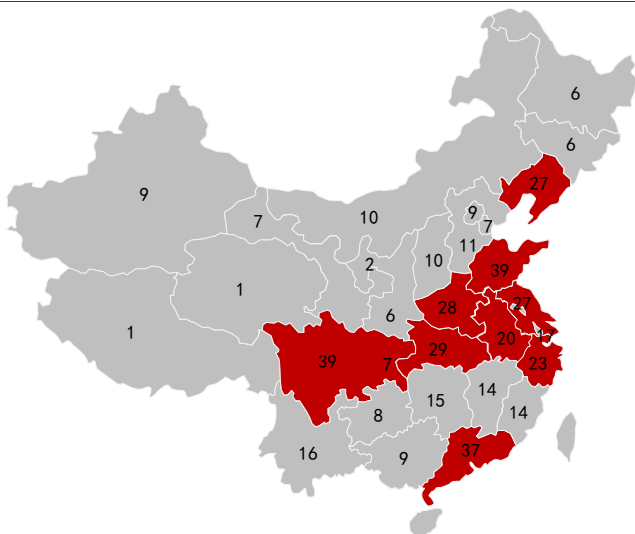
图表 12: 美年健康 2012-19 年体检人次 (万)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司作为国内营业网络最广、服务人次最多、收入规模最大的体检公司，密集的网络布局带来显著的规模效应：
 - 密集分布的体检中心网点能更及时地满足客户需求。健康体检机构存在服务半径限制。美年作为全国网络布局最全面的体检机构，各省市的密集布局不仅能有利于体检客户就近选择体检地点，也利于跨区域经营的企业客户管控成本。
 - 集团采购和经营费用的边际成本下降。公司实行集中采购，集团为参股和控股公司提供采购目录，有效降低了采购设备的成本。此外，当某个城市的市场培育成熟后，新开门店的销售、管理团队可在原有基础上新增人手，管理半径缩小，实现了经营费用的边际递减。
 - 龙头体检机构的品牌集聚效应。由于体检费用尚未大规模纳入医保体系，且当前专业体检机构的客户主要是以企业为单位的团体客户，大型企业通常将健康体检作为一项员工福利，因此往往倾向于选择有全国知名度的龙头企业。

图表 13: 公司各省市体检中心分布数量概况



各省市体检中心数量统计：

>30：广东、四川、山东

26~30：河南、辽宁、江苏、湖北

21~25：浙江

16~20：云南、上海、安徽

11~15：河北、福建、江西、湖南

6~10：吉林、陕西、黑龙江、天津、甘肃、重庆、贵州、广西、北京、新疆、内蒙古、山西

1~5：青海、西藏、宁夏、海南

来源：公司官网，中泰证券研究所（注：数据截止 2019 年底）

- 资金获得能力决定了体检机构的门店开设速度。**相比其他医疗服务专科，体检机构受医生资源的限制较小，更依赖于设备的先进性，因此资本的获得能力决定着体检公司的扩张速度。以一家占地面积 2800 平方米中等规模的标准体检中心为例，对其主要设备投入和初始投资金额进行了测算，初始投资涵盖设备投入、租金、装修费用以及人员薪酬，合计约需 2300 万元，其中设备投入占总投入的 45%左右。

图表 14: 标准体检中心主要设备投入

设备名称		价格
主要高端设备	核磁共振 (MRI)	300万
	X射线计算机断层摄影设备 (CT)	250万
	数字化X线摄影系统 (DR)	150万
	彩色超声机(3台)	120万
	生化分析仪	30万
	乳腺钼靶X线机	30万
	胶囊胃镜	30万
	动脉硬化检测仪	25万
	骨密度检测仪	20万
	眼底照相机	20万
	超声经颅多普勒	10万
	其他设备	低端设备
合计		1065万

来源：公司公告，中国招标网，中泰证券研究所

图表 15: 标准体检中心初始投入测算

成本类别	成本细分	费用
设备成本	主要高端设备+其他设备	1065万
租金成本	假设租金为4元/平米/天	400万
装修费用	假设每平米装修费用1000元	280万
人员薪酬	假设单店配备100名员工，80医务人员+20销售人员，人均薪酬5.2万元/年	520万
合计		2265万

来源：中泰证券研究所

- 强大的融资能力是奠定公司规模优势的基础。**公司在上市之前就进行过多轮融资，实现了门店快速扩张，逐步完成全国网点布局。上市后，公司通过股份支付、定向增发、设立并购基金等多种形式，筹得大量资金加速扩张。目前公司体检中心数量的增长主要通过并购基金参股的形式进行，另有少量体内新建，实现了长期发展和短期利润的良好平衡。公司虽起步晚于瑞慈、爱康国宾等民营体检企业，却能弯道超车一跃成为行业龙头，很大程度上得益于公司强大的资本获得能力。

图表 16: 健康体检行业竞争格局变化


来源：中泰证券研究所

- 联手优势资源先参后控+标准化复制运营体系，有效缩短单店盈利周期。**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。各地新开门店在市场宣传、财务管理、业务管理、采购系统方面与总部一致，实现标准化，而地方则负责经营销售，极大提高了单店运营效率。公司目前在低线城市的单店盈亏平衡期约为 1-1.5 年，比过去缩短了半年左右。

- 我们构建了单家体检中心的盈利模型以测算其盈亏平衡点和未来五年盈利状况：假设折旧和租金不变，人员薪酬每年上涨 5%，可变成本占总收入的 30%；客单价 450 元/人，随后每年提高 5%。测算得出两点结论：其一，单店的盈亏平衡点约为 3.4 万人次；其二，单店体检人次只需保持年均复合 8% 的增长率，即可在开业 5 年后收回初始投资。

图表 17: 标准体检中心盈亏平衡点测算

科目	数目(万)
折旧	134.5
租金	400
人员薪酬	520
可变成本	453.6
总支出	1508.1
总收入	1512.0
客单价(元)	450
年体检量	33600
平均每天体检人次	112
息税前净利润	3.9

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18: 标准体检中心 5 年盈利模型(单位: 万)

	year1	year2	year3	year4	year5
折旧	134.5	134.5	134.5	134.5	134.5
租金	400	400	400	400	400
人员薪酬	520	546.0	573.3	602.0	632.1
可变成本	453.6	514.4	583.3	661.5	750.1
总支出	1508.1	1594.9	1691.1	1797.9	1916.7
总收入	1512.0	1714.6	1944.4	2204.9	2500.4
客单价(元)	450	473	496	521	547
年体检量	33600	36288	39191	42326	45712
平均每天体检人次	112	121	131	141	152
息税前净利润	3.9	119.7	253.3	407.0	583.7
初始投资剩余	1341.1	1221.4	968.1	561.1	-22.5

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **精细化运营，单店收入天花板提升。**以中等规模标准体检门店为例，成熟门店的收入规模约为 4200 万左右。为了有效提升单店运营效率，一方面提升 CT、核磁等大型影像设备的使用频率，摊薄固定成本；另一方面，推出下午卡提升场地利用率，错峰体检避开人流高峰，可以带来更好的用户体验，也更符合时下年轻人的生活习惯。增设下午场对于公司而言仅增加了工作人员加班费，实际息税前利润=增量收入-新增人员薪酬，可以有效提高单店的盈利能力。

图表 19: 增设下午场后单店盈利情况模拟测算(单位: 万元)

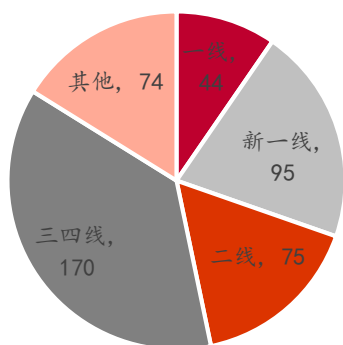
	year1	year2	year3	year4	year5	
渠道下沉稳步推进	2025	2633	3299	3906	4176	
成本	折旧租金	540	540	540	540	540
	人员薪酬	800	880	968	1065	1171
	可变成本	608	790	990	1172	1253
费用	财务费用	0	0	0	0	0
	管理费用	50	50	50	50	50
	销售费用	100	100	100	100	100
息税前净利润	-73	273	651	979	1062	

来源：公司公告，中泰证券研究所

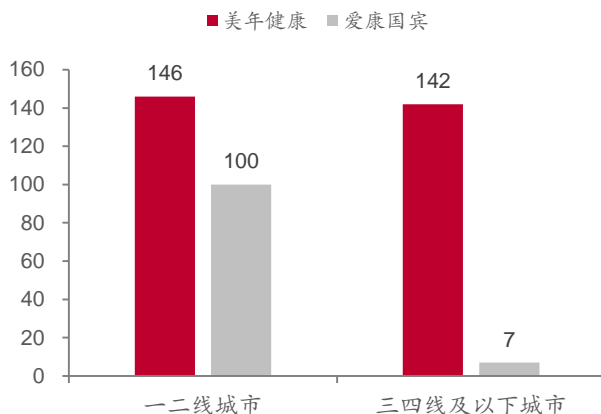
参
转控持续添动力

- **全国性布局基本完成，未来新开店以一二线郊区和三四线空白点为主。**一二线城市体检市场渗透率较高、竞争激烈，公司以郊区补缺为主，通过提高个检比例、增加下午场次等多种方式增强盈利能力。三四线城市医疗资源相对匮乏，行业有力的竞争对手尚未大举进入，是真正的蓝海区域。近几年公司持续推进渠道下沉，截至 2019 年底，公司已有 47% 的体检中心分布在三线及以下城市。

图表 20: 公司按城市等级划分的体检中心分布情况
图表 21: 按城市等级划分的体检中心分布情况对比



来源：公司官网，中泰证券研究所（注：数据截止 2019 年底）



来源：公司官网，中泰证券研究所（注：为方便横向比较，数据时间截止 2017 年底）

- **三四线城市体检市场竞争格局良好，体检中心盈利能力较一二线更强。** 由于公司设备先进，在三四线城市比肩甚至优于当地公立医院，三四线城市的民营体检机构也较为零散，竞争不充分，因此体检价格基本无折扣，客单价反而较一二线城市更高。此外，三四线城市体检中心房屋租金、人员薪酬等费用也显著低于一二线城市，展现出了较强的盈利能力。

图表 22：部分三四线城市体检机构竞争格局

省份	城市	常住人口 (万)	城市等级	体检机构合计	美年健康	其他民营体检机构	医院	
							三级	二级及以下
河南	洛阳	688.8	三线	22	2	4	9	7
	南阳	1001.4	三线	25	2	0	6	17
	安阳	512.8	四线	12	1	0	6	5
	开封	456.5	四线	15	1	1	4	9
湖北	荆州	574.4	三线	17	1	0	7	9
	宜昌	411.5	三线	24	1	4	7	12
	黄冈	629.1	四线	13	1	0	2	10
	十堰	338.3	四线	19	1	1	4	13
山东	临沂	1031.2	三线	14	5	1	3	5
	潍坊	927.7	三线	22	2	4	6	10
	德州	574.2	四线	16	1	3	2	10
	聊城	597.1	四线	10	1	1	4	4
四川	绵阳	485.7	三线	24	1	1	5	17
	泸州	432.4	四线	5	1	0	4	0
	乐山	326.7	四线	6	1	0	2	3

来源：统计局，瑞康体检网，中康体检网，中泰证券研究所

- 以公司 2019 年 4 月收购的一批体检中心为例，取得《医疗机构执业许可证》的时间大多在 2016 年末至 2018 年间，基本都在一年左右实现了盈亏平衡。部分体检中心的净利率水平与成熟门店相当，如西宁美年是公司在青海布局的首家体检中心，于 2017 年 4 月开始营业，2018 年全年净利率即达到 21.7%，超过绝大多数成熟门店。三四线城市的体检市场潜力大，我们认为在供给端的催化下，三四线城市的健康体检需求将持续爆发。

图表 23：美年健康 2019 年 4 月部分收购体检中心情况

公司名称	营业日期	收入 (万)	净利润 (万)	净利率	未来三年业绩承诺 (万)			标的估值
					2019	2020	2021	
自贡美年	2016.11	1,970.20	68.26	3.5%	500	500	500	4,000
庆阳美年	2016.12	2,387.99	549.04	23.0%	650	650	650	4,500
眉山美年	2017.3	3,225.12	560.27	17.4%	583.33	583.33	583.33	4,500
西宁美年	2017.4	2,772.60	600.99	21.7%	670	670	670	4,960
泸州美年	2017.7	3,372.47	81.62	2.4%	500	500	500	3,900
驻马店美年	2017.9	2,600.24	450.17	17.3%	650	650	650	4,800
聊城美年	2017.10	1,704.95	31.59	1.9%	450	450	450	3,200
内江美年	2017.10	2,463.04	77.96	3.2%	500	500	500	3,850
唐山美年	2017.12	4,484.13	172.88	3.9%	700	700	700	6,500
临沧美年	2018.2	2,006.89	206.97	10.3%	500	500	500	3,850
宿州美年	2018.4	1,869.22	7.68	0.4%	450	450	450	3,500
桂林美年	2018.9	4,168.31	1,133.01	27.2%	1000	1000	1000	7,200

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 参转控收购性价比高，资本开支尤有余力。**公司以先参后控的方式率先占据下沉市场，待达到一定收入规模后分批次并购进入上市公司。公司体检中心收购 PE 通常在 7~10 倍，以公司 2019 年 4 月收购的 19 家体检中心为例，PE 中位数为 7.65，远低于公司市盈率。2019 年公司新增参股体检中心 56 家，参股转控股 19 家，截止 2019 年底参股体检中心已超 300 家。以此假设公司未来每年新增参股体检中心 40 家，参股转控股 20-30 家，预计每年资本开支为 4.81 亿。2019 年末公司经营性现金流为 12.6 亿，未来公司每年仅需少量融资即可满足资本开支。

图表 24：公司未来每年资本开支敏感性测算

1) 假设2020-22年每年固定资产、在建工程等资本性支出750万；				
2) 假设每年新增参股40家体检中心，参股比例16%，新店注册资本1500万，则参股投入资金9600万元；				
3) 假设每年参股转控股(51%)30-50家体检中心，按8-10倍PE收购，单店净利润550万/年；				
参股转控股门店数量				
单家门店估值	资本开支	20家	25家	30家
	4400万	41150	48850	56550
	4950万	45000	53663	62325
	5500万	48850	58475	68100

来源：公司公告，中泰证券研究所

品质推高客单价

- 公司已经完成从大众体检到高端体检的全梯队布局。**上市以来，公司先后收购慈铭体检和美兆体检，拥有“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”四个健康体检品牌，为客户提供多层次、全方位、精准化、个性化的健康体检服务。其中美年大健康和慈铭体检定位大众体检；慈铭奥亚定位于服务中高端团体健康体检及综合医疗服务；美兆体检作为世界三大高端体检品牌之一，定位于服务高端个人健康体检

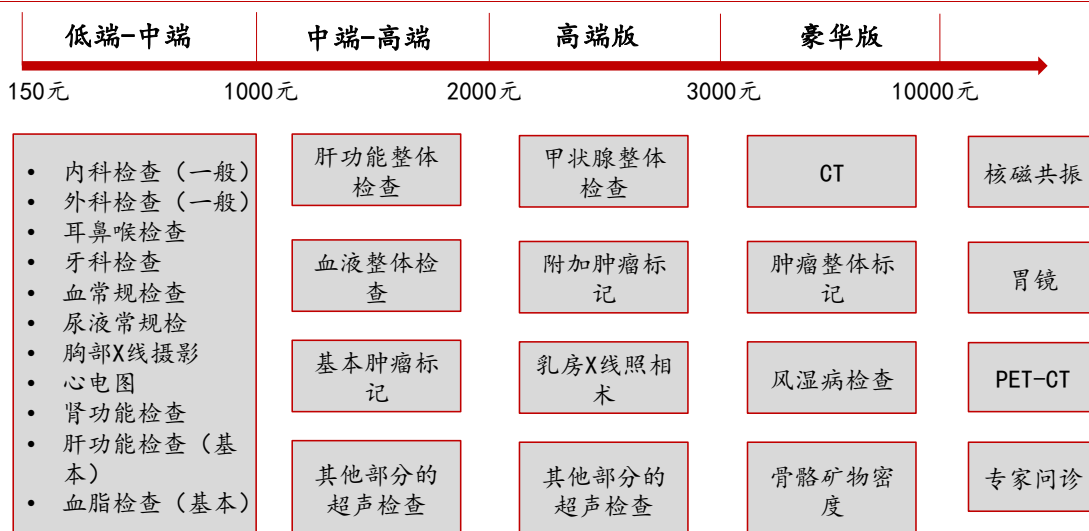
图表 25：公司已完成全梯队体检品牌覆盖



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **从大众体检到高端体检的全面覆盖，有利于精准获客。**目前体检市场中，大多数体检服务提供常规的体检项目，价格通常在 150 元至 1000 元之间，中高端体检服务包括了 CT、MRI、PET-CT 等昂贵的医学成像检测，因此价格也更高。不同品牌定位的体检中心提供的体检产品、体检环境、检前检后服务均有所不同，满足不同层次支付水平的人群的消费习惯，多品牌的细分策略更易于切入特定消费需求的健康体检客户。

图表 26: 体检项目与费用情况



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

- **以客户需求为起点，体检内容和品质不断升级，个检比例带动客单价显著提升。**公司体检产品向着精准化、个性化、全流程的方向发展：积极布局癌症早筛，在宫颈癌、肠癌、乳腺癌等高发癌症领域率先发力；美年好医生实现“检存管医保”一体化，打造健康管理闭环式服务；推出 1+X 单病种套餐，基础套餐+专项检查套餐分为不同价格档位，可根据客户个性化定制。随着产品端和销售端的不断发力，个检比例亦逐渐提高，2015 年公司个检占比仅为 18%，至 2018 年个检占比达 25%，受行业事件影响 19 年个检占比略有回落，为 22%。2012-19 年整体客单价复合增速为 11.2%，提升趋势明显。

图表 27: 美年健康积极布局癌症早筛

宫颈癌早筛	TCT、HPV、妇科超声
肠癌早筛	DNA甲基化血检、DNA甲基化粪检、便潜血FIT
乳腺癌早筛	开展乳腺超声筛查，在体检行业内率先引进飞利浦AI Breast 乳腺超声智能导航系统，用最新科技提升阳性检出率
胃癌早筛	大规模普及磁控胶囊胃镜，开展消化道肿瘤和其他病变检查
肝癌早筛	部署数字化肝超声设备，普及了肝纤维量化检测，阻断高危人群逐步向肝癌进展
肺癌早筛	基本实现低剂量螺旋CT对传统DR检查的替代

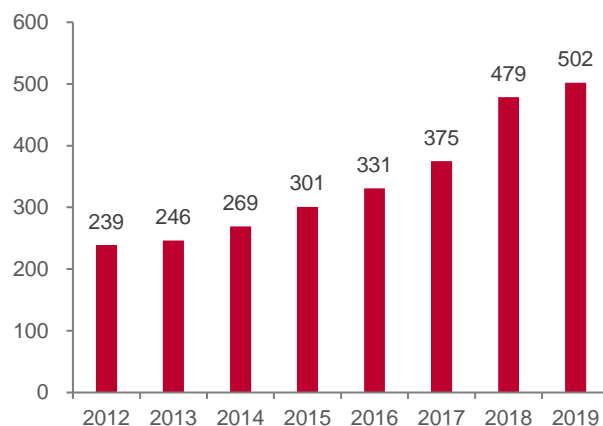
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 28：美年好医生打造健康管理闭环式服务



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 29：2012-19 美年健康整体客单价（单位：元/人）



来源：公司公告，中泰证券研究所

如何看待当前及未来的民营体检行业？

多重因素驱动，专业体检进入快速发展通道

- 政策利好预防医学，健康体检是其关键入口。2019 年 7 月出台的《健康中国行动（2019-2030 年）》，将疾病预防和健康促进作为健康产业的两大核心，纳入政绩考核。9 月底，国家出台《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》，再次强调加强部门协调联动，发挥各方合力，促进健康产业高质量发展。疾病预防作为政策的核心议题将促使

健康体检行业不断革新和扩容。我们认为，体检行业作为预防医学的前端入口，将充分受益于健康产业的高质量发展。

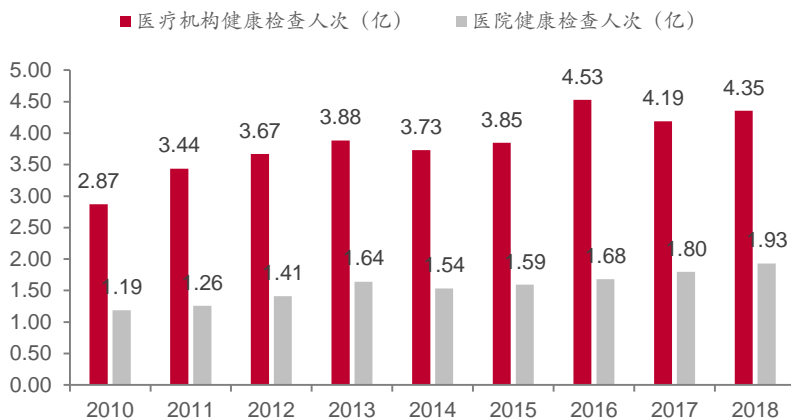
图表 30: 鼓励疾病预防相关政策梳理

年份	文件/会议	内容
2015	《中共十八届五中全会公报》	将建设“健康中国”上升为国家战略，提出推进健康中国建设。
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	明确今后15年健康中国建设的总体战略，强调预防为主、关口前移，减少疾病发生；强化早诊断、早治疗、早康复，促进健康产业发展，实现全民健康。
2017	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025年）》	特别要求强化慢性病早期筛查和早期发现，并且积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、妇产等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2017	《支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	
2017	十九大报告	强化“健康中国”的国家战略，坚持预防为主，倡导健康文明生活方式，预防控制重大疾病。
2019	两会	关于健康议题的重点之一也是癌症的筛查和疾病的预防。
2019	《健康中国行动（2019—2030年）》	将疾病预防和健康促进作为健康产业的两大核心，纳入政绩考核
2019	《促进健康产业高质量发展行动纲要(2019-2022年)》	强调加强部门协调联动，发挥各方合力，促进健康产业高质量发展

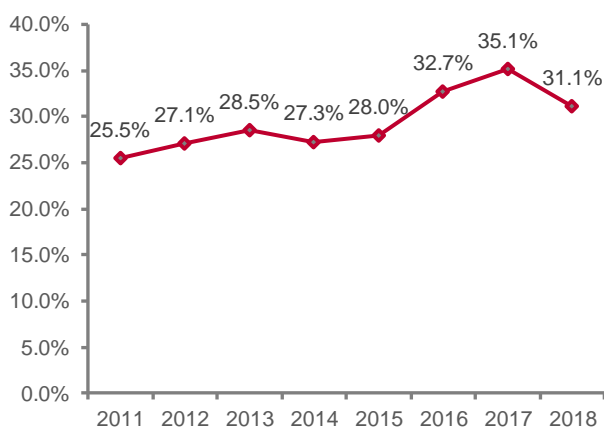
来源：公开网站，中泰证券研究所

- 消费升级驱动下，健康体检需求释放，市场快速扩容。**近年来医疗机构健康检查人数不断上升，2010-18年间复合增速5.34%。得益于日益增强的全民保健意识和消费升级，我国健康体检覆盖率从2010年的25%提高至2018年的31%，人均医疗保健消费支出占比已近6%。我们认为当前是健康体检需求释放的初期，随着我国老龄化进程的加快以及重大疾病的发病率不断攀升，未来健康体检人次将继续保持较快增长，带动健康体检市场快速扩容。

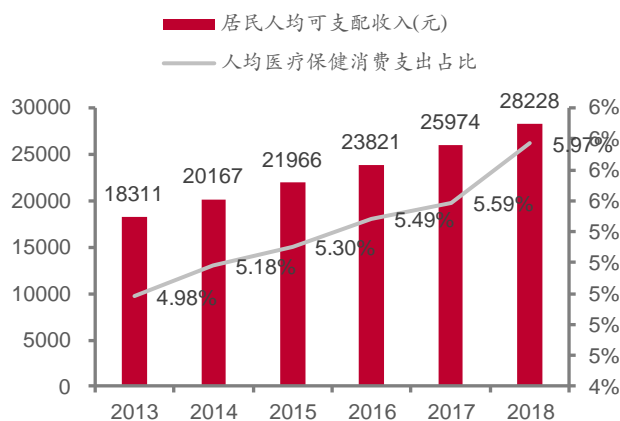
图表 31: 2010-18 年医疗机构健康检查人次（单位：亿）



来源：统计局，中泰证券研究所

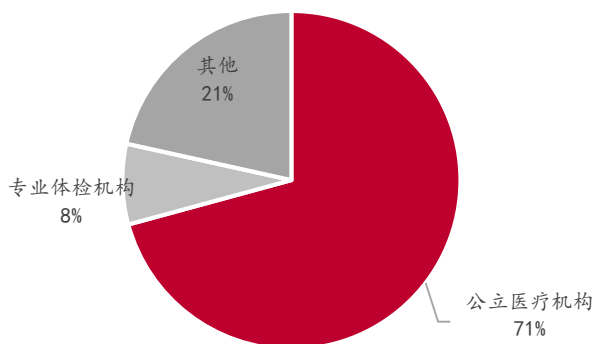
图表 32: 我国健康体检覆盖率


来源: 统计局, 中泰证券研究所

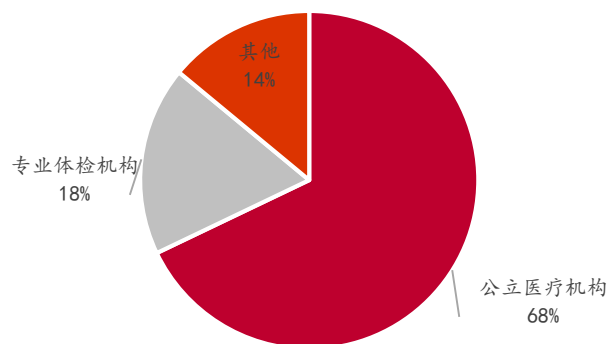
图表 33: 中国居民人均可支配收入与医疗保健占比


来源: 统计局, 中泰证券研究所

- 公立占据主导, 民营体检份额逐渐提升。**我国健康体检市场仍然以公立医院为主导, Frost & Sullivan 的数据显示, 公立医疗机构无论是机构数量还是收入规模都占据了健康体检市场 70% 左右的市场份额。尽管专业体检机构市占率仍然较低, 但由于其专业性强、服务品质和可及性都更胜一筹, 近年来发展势头强劲, 其收入占比从 2011 年的 14.7% 提高到 2015 年的 18.1%。自 2015 年起, 非公立体检机构覆盖的体检人次保持 15% 以上增长, 增速在 2017 年达到 18.88%, 远超同年公立医院 4.97% 的增速, 民营体检处于快速发展通道。

图表 34: 2015 年中国体检机构数量情况


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

图表 35: 2015 年中国健康体检收入规模情况


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

- 专业体检行业正处于黄金时代, 预计未来仍将维持高增长态势。**一二线城市的大型公立医院虽然也开始重视体检业务, 但因常年超负荷运转, 在价格和服务体验上均不及专业体检机构。而在三四线城市, 专业体检机构的设备配置领先于公立医院, 同时还具备价格优势, 性价比明显优于公立医院。我们判断未来在健康体检行业整体规模不断扩张的同时, 专业体检机构将会挤占公立医院份额, 增长速度快于整体。我们对未来五年总体检市场和专业体检市场的规模进行了测算: 假设年参检人次稳步增加, 以专业体检龙头企业服务人次代表行业, 则至 2023 年预计总体检市场规模将达 3200 亿元, 其中专业体检市场规模可达 1200 亿, 市

场占有率 37%左右。

图表 36: 未来五年健康体检市场规模测算

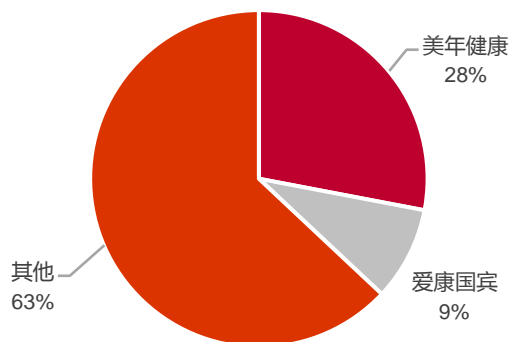
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
总体检市场							
健康检查人次 (万)	41856	43535	47453	51724	55862	60330	64554
yoy	10%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
客单价	320	349	377	407	435	466	494
yoy	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%
总体检市场规模 (亿)	1339	1518	1788	2104	2432	2810	3187
yoy		13%	18%	18%	16%	16%	13%
专业体检市场							
健康检查人次 (万)	7000	8680	10590	12708	15249	17994	21233
yoy	24%	22%	20%	20%	18%	18%	16%
客单价	400	428	454	481	505	530	557
yoy	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
专业体检市场规模 (亿)	280	372	480	611	770	954	1182
yoy		33%	29%	27%	26%	24%	24%
专业体检市场占有率	21%	24%	27%	29%	32%	34%	37%

来源: 国家统计局, 公司公告, 中泰证券研究所

格局出清, 两大民营龙头从竞争走向合作

- 专业体检行业集中度较高, 美年健康和爱康国宾两大龙头占据主要份额。专业体检行业头部企业的聚集效应明显, 据我们调研测算, 公司与爱康国宾两大民营体检龙头合计占据非公体检市场约 37% 份额, 行业集中度较高。一方面是因为体检行业依赖于设备的先进性, 前期资金投入极大, 新进入者难以撼动目前的竞争格局。另一方面, 已经形成全国网络布局的头部企业规模效应明显, 在目前以团检为主导的健康体检市场占据优势, 进一步加剧了行业分化。

图表 37: 非公体检市场集中度较高



来源: 调研数据, 中泰证券研究所

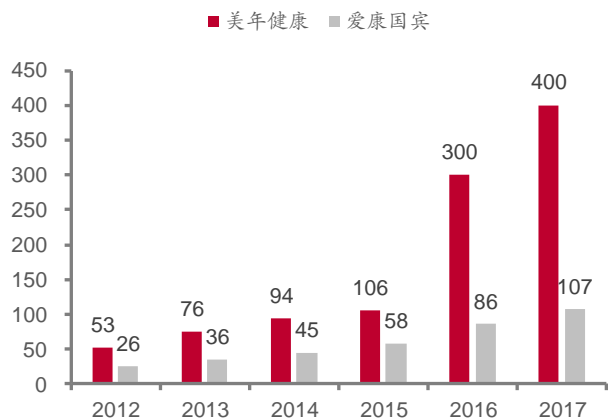
图表 38: 三大民营体检龙头概况

公司	美年健康	爱康国宾	瑞慈体检
成立时间	2004	2000	2002
扩张期始于	2011	2007	2014
经营模式	直营	直营	直营+销售代理
覆盖城市	200+	33	16
运营体检中心数量	400+	110	44
覆盖体检人次 (万)	2160	639.5	154
体检收入 (亿元)	61.42	28.36	7.64
毛利率	47.96%	42.25%	38.80%

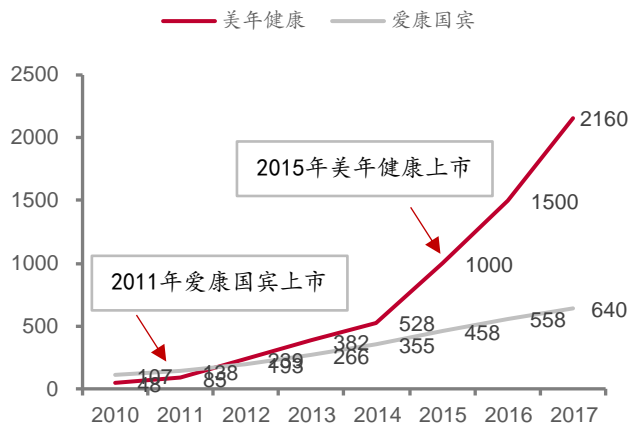
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 为方便横向对比, 数据截止 2017 年)

- 民营体检的头部竞争中, 美年身位领先, 引领了行业竞争。据官网数据,

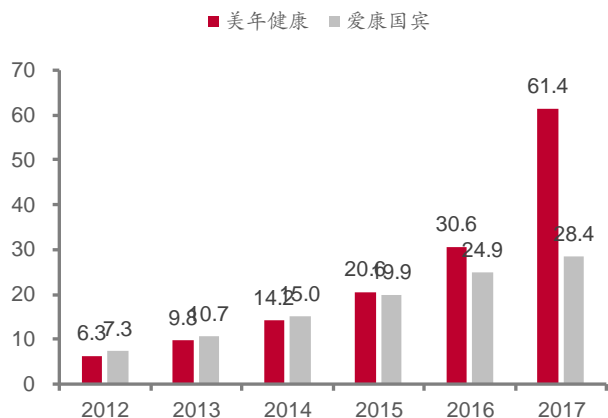
截止 2020 年 6 月初，爱康集团（包括并购基金）在全国设有 144 家体检与医疗中心。美年 2019 年末控股 276 家体检中心，实现收入 82.4 亿，在规模和收入体量上领先优势明显。美年健康也是民营体检机构中率先发起渠道下沉的，先一步将专业体检的竞争焦点从一二线城市的红海市场转移到三四线城市的蓝海市场，爱康国宾亦紧随其后，着手布局三四线城市，但与美年相比渠道下沉的步伐略显滞缓。

图表 39: 公司与爱康国宾在营体检中心数量对比


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：因爱康国宾后续私有化，公开数据截止 2017 年）

图表 40: 公司与爱康国宾体检人次对比（万人次）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41: 公司与爱康国宾体检收入对比（亿元）


来源：中泰证券研究所，公司公告

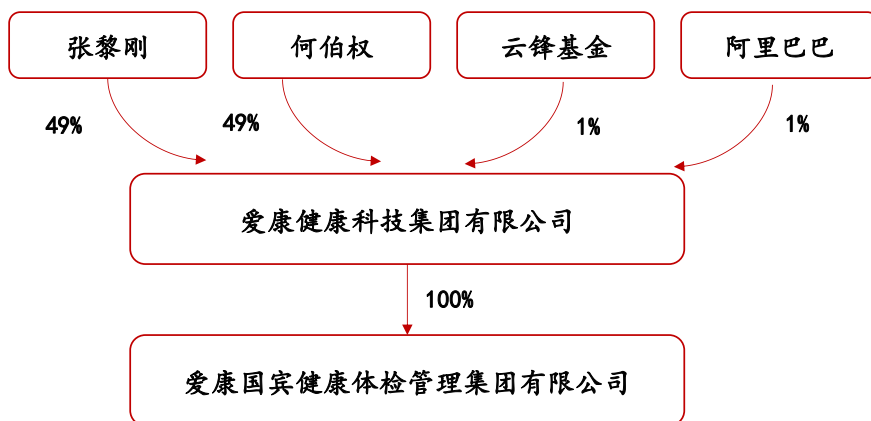
图表 42: 公司与爱康国宾关键财务数据对比

	美年健康	爱康国宾
营业收入（亿）	62.33	35.46
净利润（亿）	6.94	-1.09
经营性净现金流（亿）	14.45	1.45
毛利率	46.96%	42.25%
ROE	12.51	-5.18
销售净利率	9.85	-2.96
资产周转率	0.68	0.71
权益乘数	1.88	2.39

来源：中泰证券研究所，公司公告（注：因爱康国宾后续私有化，公开数据截止 2017 年）

- **竞争格局出清，美年和爱康有望由竞争走向合作。**2019 年 1 月爱康国宾完成从美股退市私有化，云锋基金和阿里巴巴均参与其中，各持股 1%。继完成爱康国宾私有化后，云锋基金又在 2019 年底进一步战略投资美年，至此民营体检行业的两大龙头之间战火告停，民营体检行业的竞争格局大大优化。

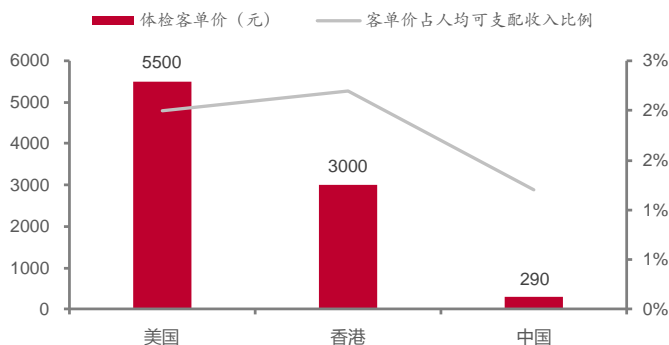
图表 43: 爱康国宾股权结构图



来源: 企查查, 公司公告, 中泰证券研究所

- 团检价格战有望告停, 品质与内容将成为专业体检机构未来竞争要点。健康体检行业产品高度同质化的现状导致了用户迁移成本较低, 而当前的收入结构下团检收入占据了 70%-80%, HR 作为决策部门出于成本控制的考量往往更倾向于质优价低的团检套餐, 因而在过去数年里民营体检机构大打价格战, 团检套餐内容不断丰富加码的同时, 提价并没有同步跟上。实际上, 2015 年我国体检平均客单价约为 290 元, 仅占人均可支配收入 1.2%, 而美国和香港单次体检费用分别为 5500 元/人和 3000 元人, 占人均可支配收入 2% 左右, 客单价的提升空间广阔。在两大龙头由竞争走向合作之后, 预计民营体检价格战也将随之告停, 未来专业体检机构的竞争将会围绕服务和品质展开。

图表 44: 体检客单价与发达地区相比提升空间大



来源: 慈铭医疗招股说明书, 中泰证券研究所

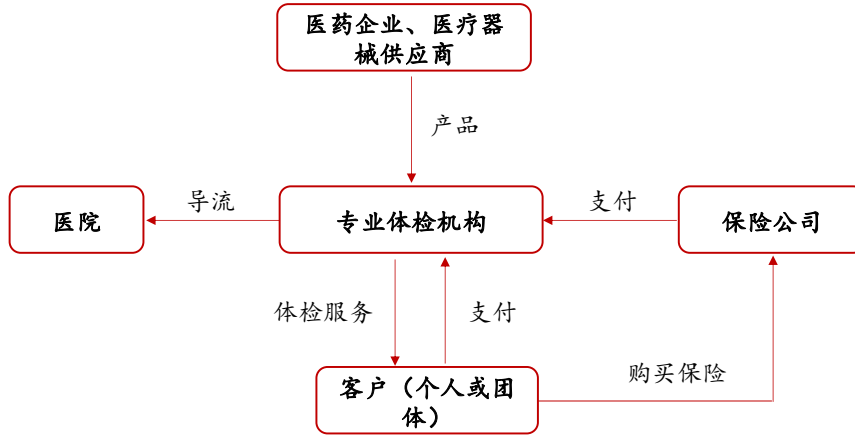
如何理解公司的平台价值?

生态圈持续构建, 公司平台价值极高

- 体检行业的核心价值不仅在于其规模, 更在于其延展性。从医药产业链来看, 体检机构上游连接医药企业、医疗器械企业及其分销商, 下游直

接面对消费者，并受保险机构影响，与第三方实验室有联系，是连接医疗体系上下游的重要环节。体检行业占据大健康产业的入口，通过横向、纵向的延展打通产业链，体检机构通过向平台化转型，未来发展空间大。

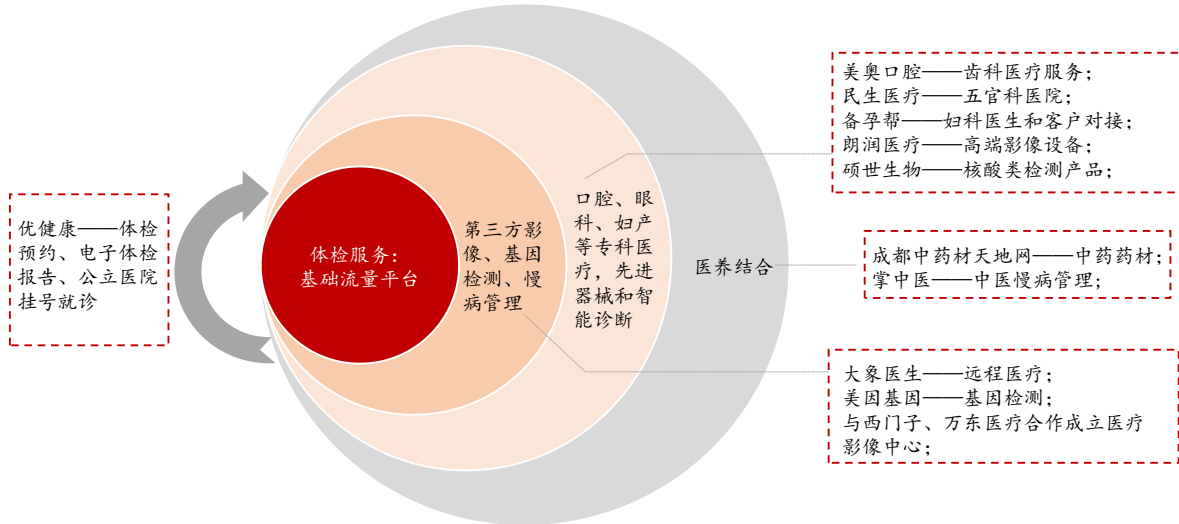
图表 45: 体检机构上下游产业链示意



来源：中泰证券研究所

- 美年健康通过参股关键赛道，如彩超、胶囊胃镜、诊断设备等硬件公司，打造开放的平台；将健康大数据平台、远程医疗、智能诊断、健康保险、慢病防治的企业接入美年的平台，美年在其中承担基础流量平台的角色。过去规模是企业内部资源投资和成长的结果，在公司未来规划中，规模源于发掘企业外部网络的能力。

图表 46: 美年健康生态圈布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **数据获取+场景应用将会放大平台价值。**以阿里巴巴、腾讯为代表的平台型公司之所以能够不断引领创新、创造价值，正是因为他们具备新数据的获取能力与应用场景的构建能力，随之拥有了正向循环的生态价值。平台型乃至生态型的公司通过开放完成连接，进而实现赋能，也就有了孵化和催生新物种的能力。体检机构作为基础的流量平台，本身具备持续的数据供给能力，可以精准捕捉市场变化与客户需求；与此同时，体检机构自身作为开放的平台，与产业链上下游企业的对

接也提供了极佳的应用场景，将会进一步放大公司的平台价值。

图表 47: 美年健康相关外延标的情况

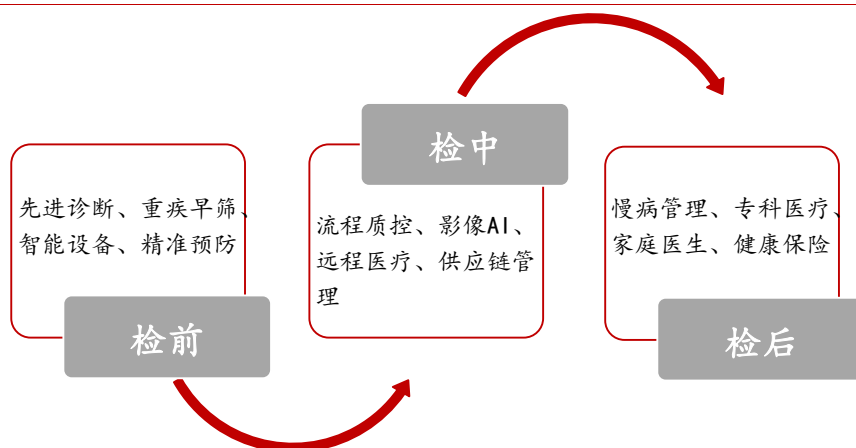
公司	股权关系	主营业务
美因健康	持股48.61%	依托美年大健康每年近2000万的体检表型数据库和不断丰富的中国人群疾病基因数据库，可为用户筛选精准的基因检测靶点；基于美年大健康辐射全国的营销渠道，实现高性价比的基因检测服务；专业的遗传咨询师和医师、营业员团队和运动管理师，能够精准定位中国人群需求，可以提供基于个人基因组的健康管理服务。
好卓数据	同一实际控制人	好卓通过健康物联网、云计算、移动互联网等技术，融合集团旗下优秀医疗资源和千万级别的海量医疗健康数据，为个人、家庭、企业等提供健康管理相关的技术服务和大数据的决策分析。旗下有优健康APP。
大象医生	控股51%	大象医生是以远程医疗为核心的创新医疗服务公司。目前已开展覆盖全国的远程影像服务，服务的客户近百家；同时正在建设远程诊室，实现从远程会诊到治疗再到转诊，构建中国最大的远程医疗综合服务体系。
美维口腔	同一实际控制人	美维口腔是一家口腔投资及连锁诊所运营商，集口腔投资、输出标准、品牌管理于一体，基于云平台信息化、数字化耗材与设备等技术手段。目前已投资收并购维乐口腔、新桥口腔、中山口腔、DUANG DUANG 少儿口腔、美尔口腔、爱齿口腔、韩美口腔、致美口腔、清华阳光口腔、厚诚口腔、恒美口腔、小白兔口腔共15家口腔连锁品牌，覆盖35座城市，拥有145家口腔医院与门诊部。

来源：公司公告，中泰证券研究所

以平台为基底，健康产业延伸逐步兑现

- **体检机构作为预防医疗的一部分，向健康管理中心的纵向延伸是自然且流畅的。**通过全科医生指导决定体检项目，并且针对个人健康风险给出有针对性的建议，或者进行慢病的治疗管控，进行长期健康管理。对于阳性体检结果的客户，体检中心联络各大医院、提供转诊服务，随着政策的开放和技术的进步，未来医生多点执业、远程会诊等新形式也将得以应用。一旦客户与体检中心建立起类似家庭医生的“熟人关系”，让体检获得的数据成为真正有用的医疗数据，体检机构作为团体渠道和数据通道的意义才有可能实现。

图表 48: 美年健康向健康管理中心延伸



来源：公司官网，中泰证券研究所

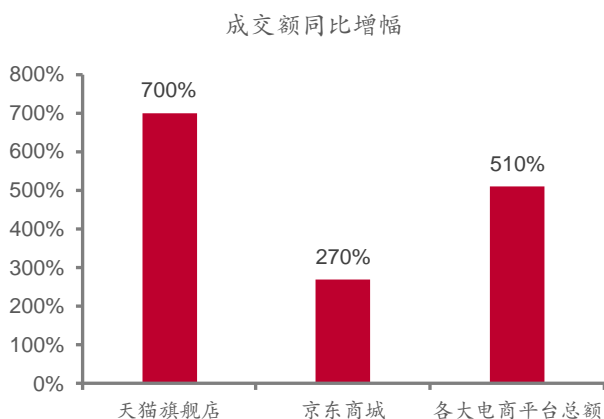
- **共建医联体，打造疾病早筛诊断到治疗的综合体。**公司与中日友好医院呼吸中心、中山大学中山眼科中心、南方医科大学南方医院胸外科、中部战区总医院等多家医院联手，共同打造医联体。**通过体检中心+专科**

医联体的模式，实现了筛查+诊疗一站式服务，完成了检后服务闭环，可以有效增强客户粘性。

承接阿里线上流量，全面协同紧密合作

- 线上消费新趋势，电商平台逐渐成为健康体检行业的重要销售渠道。2018年“双11”，美年大健康天猫旗舰店1小时成交额即突破500万元，全天总交易额为2017年11月全月成交额的7倍之多，成功进入阿里健康行业黑马体检类目。2018年全年，美年大健康天猫旗舰店销售额相较于2017年同比增长244%。此外，美年大健康在京东、代理商天猫店的销量也同样可观，各大电商平台总成交额同比增长510%。随着人们对网络的依存性越来越强，全年龄段消费者的“屏幕端”消费习惯养成将会加速推动健康产业的线上渗透。

图表 49: 2018 年美年大健康电商平台成交额增幅



来源：公司官网，中泰证券研究所

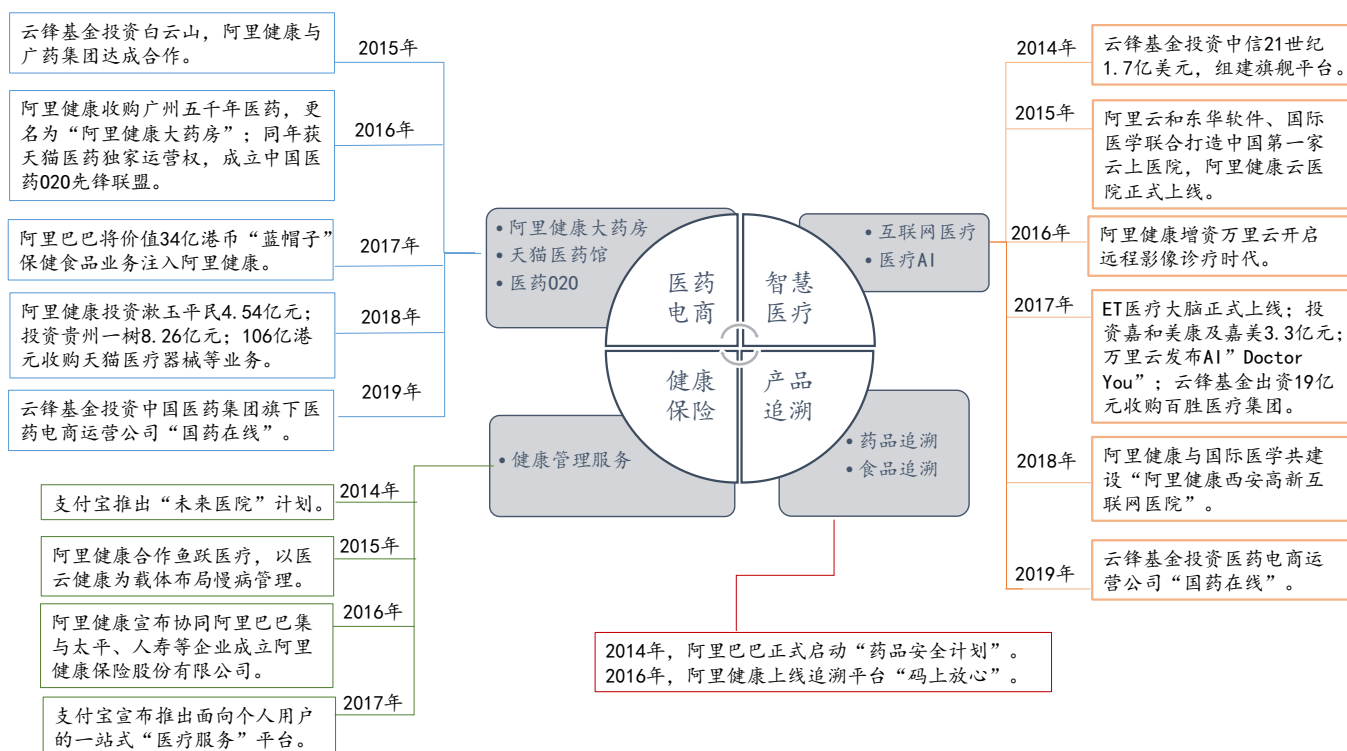
图表 50: 美年大健康天猫旗舰店产品图



来源：淘宝，中泰证券研究所

- 自阿里提出“双H”战略（healthy & happiness）后，在大健康领域做出了诸多布局。阿里健康是阿里集团大健康生态平台的载体，深度整合阿里系内部资源，在医药电商、智慧医疗、健康保险、产品追溯等多个领域均进行了战略性的前瞻布局，有望成为具有强联结力、强粘性、高壁垒、高频次的大健康生态平台。体检作为健康生态闭环的关键入口，阿里与美年有望围绕体检平台在医药电商、健康管理等方面实现紧密合作。

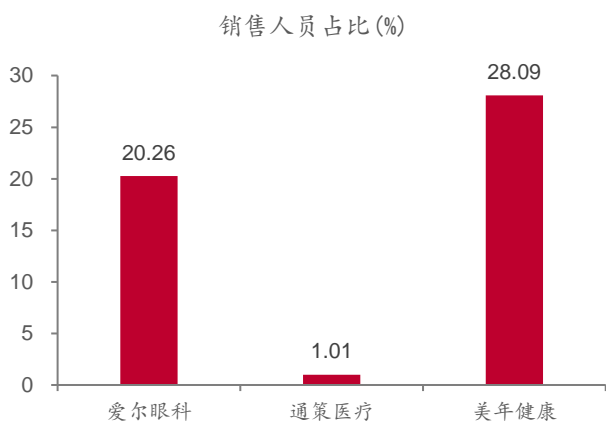
图表 51: 阿里系大健康领域布局情况



来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

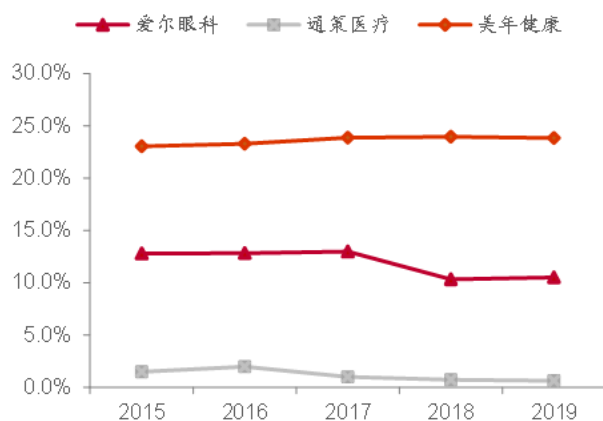
■ **B端C端同时引流, 公司成本结构有望改善。** 阿里巴巴拥有中国最大最活跃的消费人群, 中国用户达到 9.6 亿 (其中阿里巴巴集团 7.3 亿, 支付宝 9 亿+), 活跃消费者的背后是成百上千万企业客户的经营。阿里与美年的合作意味着庞大的 B 端和 C 端用户流量导流, 其数量庞大的沉淀用户都将会是美年的潜在客户。目前美年健康的销售费用高于 A 股另外两家医疗服务公司通策医疗和爱尔眼科, 销售费用率维持在 22%-24% 左右, 阿里的客户引流有望大大减少公司的销售费用, 助力公司实现降本增效。

图表 52: 美年健康与爱尔眼科、通策医疗销售人员占比对比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: 美年健康与爱尔眼科、通策医疗销售费用率对比



来源: wind, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2020-22 年公司收入 86.32、109.09、138.77 亿元，同比增长 1.26%、26.38%、27.20%，归属母公司净利润 0.65、9.00、12.75 亿元，同比增长 108.02%、1248.55%、42.86%，对应 EPS 为 0.02、0.23、0.33。
- 假设一：2020 年因新冠疫情影响门店并表速度放缓，2020-22 年含参股及在建门店数分别达 756 家、805 家、852 家。
- 假设二：疫情影响下 2020 年单店体检人次略有下降，2021 年起恢复常态水平，并在下午场的顺利推广下单店体检人次有所上升。
- 假设三：受美年好医生、肿瘤早筛、1+X 等创新产品的推动，以及多品牌布局的优势，假设 2020-22 年美年大健康、慈铭、奥亚与美兆各品牌客单价分别提升 6%-8%。

图表 54：美年健康业务分拆预测

体检中心人次数 (万人次/年) (含参股中心)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
美年	836	1327	1851	2406	2164	2232	2731	3173
慈铭			322	422	431	458	553	637
美兆			6	29	35	44	54	63
奥亚			18	33	43	57	73	89
合计	836	1327	2197	2889	2674	2791	3411	3963

客单价	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
美年团检比例	82%	81%	76%	72%	69%	66%	60%	60%
美年个检比例	18%	19%	24%	28%	31%	34%	40%	40%
美年团检客单价 (元)	347	352	361	368	390	405	422	439
美年个检客单价 (元)	410	459	511	563	560	583	618	661
美年客单价 (元)	358	373	397	417	427	448	479	516
慈铭客单价 (元)			520	524	554	581	610	641
美兆客单价 (元)			2000	2160	2268	2359	2453	2551
奥亚客单价 (元)			1500	1620	1701	1769	1840	1913

销售收入 (百万)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
美年	2101.48	3081.86	4502.93	6160.52	6111.40	6030.51	7384.03	9417.03
yoy		46.7%	46.1%	36.8%	-0.8%	-1.3%	22.4%	27.5%
慈铭			1609.92	1947.36	2032.50	2139.82	2753.74	3364.22
yoy				21.0%	4.4%	5.3%	28.7%	22.2%
美兆			30.00	32.72	61.85	135.08	295.01	442.95
yoy				9.1%	89.0%	118.4%	118.4%	50.2%
奥亚				40.91	38.66	126.63	276.57	453.02
yoy						227.6%	118.4%	63.8%
合计	2101.48	3081.86	6142.85	8181.51	8244.40	8432.03	10709.35	13677.22
yoy		46.7%	99.3%	33.2%	0.8%	2.3%	27.0%	27.7%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股两家医疗服务企业爱尔眼科、通策医疗作为可比公司，平均估值在 70X2021PE、54X2022PE，目前公司股价对应 2021 年 65 倍 PE，2022 年 46 倍 PE，考虑到公司是 A 股唯一的体检行业上市公司，

行业竞争格局进一步优化，量价齐升成长逻辑确定性较高，体检作为健康生态闭环的关键入口，后续阿里赋能下公司成长空间广阔，当下布局价值凸显。我们给予公司 2022 年 55-60 倍 PE，合理价格区间为 18.2-19.8 元，上调至“买入”评级。

图表 55: 可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300015.SZ	爱尔眼科	43.25	1742	0.45	0.42	0.58	0.75	88.87	102.44	75.04	57.69
600763.SH	通策医疗	159.39	511	1.44	1.85	2.42	3.13	70.99	85.90	65.69	50.91
002044.SZ	美年健康	14.90	584	-0.2	0.02	0.23	0.33	-67.36	896.97	64.90	45.78

来源: wind, 中泰证券研究所 (截止日期为 2020 年 7 月 3 日)

风险提示

- **体检中心盈利情况不达预期风险。**公司体检中心规模较大，全国网络布局下对销售、管理能力提出较高要求。部分地区体检机构竞争激烈，可能导致体检中心盈利不及预期风险。
- **医疗服务质量控制风险。**高质量的体检服务是客户选择体检机构与公司获取持续业务增长的重要因素。一旦出现质量问题，既关系到体检结果能否真实客观地反映客户健康状况，使公司的公信力受到较大损害，也将对公司的正常经营造成负面影响，从而直接影响公司的品牌形象与市场竞争力。
- **股权质押率较高风险。**截至 2020 年 7 月 3 日，公司未解股权质押总量为 7.37 亿股，占公司总股本的 18.81%，质押方主要为实控人俞熔及一致行动人。尽管我们认为公司基本面向好，实际控制人孵化体外资产旨在反哺上市公司主业，若因系统风险等原因导致股价大幅调整，可能引发控制权稀释风险。
- **部分数据来自调研，可能因样本不足与实际有偏差。**文中部分数据来自于实地调研，由于公司体检中心数量多，存在抽样分析与预测风险。

图表 56: 美年健康财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8691	7204	8543	10673	营业收入	8525	8632	10909	13877
现金	4760	3582	4091	5124	营业成本	4790	5327	6499	8182
应收账款	2293	2462	3111	3957	营业税金及附加	14	13	17	21
其他应收款	385	382	482	614	营业费用	2031	2068	2641	3382
预付账款	214	238	291	366	管理费用	603	595	771	974
存货	130	148	178	226	财务费用	438	341	399	441
其他流动资产	911	392	390	387	资产减值损失	-1047	300	55	40
非流动资产	10227	11791	12771	13565	公允价值变动收益	-48	-40	0	0
长期投资	162	60	60	60	投资净收益	136	160	160	160
固定资产	2608	2525	2409	2260	营业利润	-449	60	633	931
无形资产	164	176	188	200	营业外收入	10	8	6	7
其他非流动资产	7293	9030	10114	11045	营业外支出	47	22	50	80
资产总计	18919	18996	21314	24238	利润总额	-486	46	588	858
流动负债	7983	7828	9173	10795	所得税	228	-11	-183	-244
短期借款	2309	3200	3800	4500	净利润	-714	57	772	1102
应付账款	863	944	1161	1456	少数股东损益	153	-8	-128	-173
其他流动负债	4811	3684	4212	4839	归属母公司净利润	-866	65	900	1276
非流动负债	2782	2656	2857	3058	EBITDA	698	946	1609	1980
长期借款	1183	1383	1583	1783	EPS (元)	-0.22	0.02	0.23	0.33
其他非流动负债	1599	1273	1275	1275					
负债合计	10765	10484	12031	13853	主要财务比率				
少数股东权益	838	830	702	529	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	3920	3920	3920	3920	成长能力				
资本公积	2440	2440	2440	2440	营业收入	0.8%	1.3%	26.4%	27.2%
留存收益	1256	1321	2221	3497	营业利润	-134.6%	113.4%	954.6%	47.2%
归属母公司股东权益	7316	7681	8581	9857	归属于母公司净利润	-205.6%	107.5%	#####	41.7%
负债和股东权益	18919	18996	21314	24238	获利能力				
					毛利率(%)	43.8%	38.3%	40.4%	41.0%
					净利率(%)	-10.2%	0.8%	8.2%	9.2%
					ROE(%)	-11.8%	0.8%	10.5%	12.9%
					ROIC(%)	-0.2%	4.9%	12.5%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	56.9%	55.2%	56.4%	57.2%
					净负债比率(%)	53.95%	51.34%	51.39%	51.13%
					流动比率	1.09	0.92	0.93	0.99
					速动比率	1.07	0.90	0.91	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.46	0.54	0.61
					应收账款周转率	4	3	4	4
					应付账款周转率	5.86	5.90	6.17	6.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.22	0.02	0.23	0.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.58	0.36	0.43
					每股净资产(最新摊薄)	1.87	1.96	2.19	2.51
					估值比率				
					P/E	-67.41	896.97	64.90	45.78
					P/B	7.98	7.60	6.81	5.93
					EV/EBITDA	88	65	38	31

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。