

# 美年健康 (002044.SZ)

## 三问三答看“新”美年

由于2018年年底舆情事件对于美年的影响以及2020年初的疫情影响，市场上的投资者开始对体检乃至美年这个公司产生疑问，我们在这份更新报告中尝试总结并解答市场上的一些疑问：

最为核心的当然是，如果在当前选择投资美年，“买”的是什么？而在这个基础上，可以拆分成三个问题：

1、体检这个行业的逻辑是否发生了变化？到底是不是一个好赛道？

2、美年经历了巨大的波折之后，是否还能够重新回到正轨？拐点会发生在什么时候？

3、2018年的舆情事件是否还会发生？

总结下来，我们依然认为体检行业是能够成长出巨头的好赛道，而美年自身也已经出现了经营层面、业绩层面拐点的信号，参考同样具备优质赛道的眼科连锁龙头爱尔眼科和口腔连锁龙头通策医疗，当前的美年明显被低估，重点推荐！

**盈利预测与估值：**预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.30亿元、9.08亿元、12.60亿元，对应PE分别为2077倍、68倍、49倍。中国体检行业蓬勃发展，公司是非公立体检绝对龙头，伴随阿里入驻，管理与经营情况逐步改善，长期业绩拐点已现，我们坚定看好公司长期发展逻辑，维持“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情带来经营风险，医疗质量风险，商誉减值风险等

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	8,568	10,932	14,015
增长率 yoy (%)	35.7	0.8	0.5	27.6	28.2
归母净利润(百万元)	821	-866	30	908	1,260
增长率 yoy (%)	33.7	-205.6	-103.4	2943.3	38.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.21	-0.22	0.01	0.23	0.32
净资产收益率(%)	13.3	-8.8	0.4	11.8	14.2
P/E(倍)	75.5	-71.5	2077.1	68.3	49.2
P/B(倍)	9.4	8.5	8.4	7.6	6.7

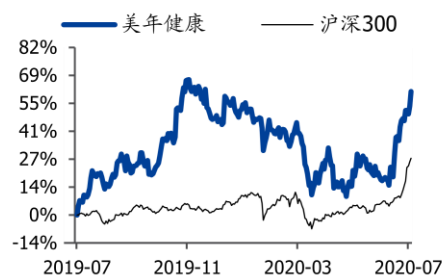
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
最新收盘价	15.81
总市值(百万元)	61,973.95
总股本(百万股)	3,919.92
其中自由流通股(%)	87.56
30日日均成交量(百万股)	35.99

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

研究助理 殷一凡

邮箱：yinyifan@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《美年健康 (002044.SZ)：签署合作协议持续提升体检质量，体检中心复工正在进行时》2020-02-23
- 2、《美年健康 (002044.SZ)：引入阿里系战投，业务拓展值得期待》2019-10-27
- 3、《美年健康 (002044.SZ)：Q3 收入利润增长回暖，等待个检战略开花结果》2019-10-27



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5806	8691	7486	7463	9823	<b>营业收入</b>	8458	8525	8568	10932	14015
现金	2494	4760	3817	2001	4094	营业成本	4436	4790	5505	5790	7372
应收票据及应收账款	1969	2295	1991	3477	3533	营业税金及附加	12	14	14	17	22
其他应收款	397	385	401	601	683	营业费用	2027	2031	2042	2585	3294
预付账款	202	214	204	330	355	管理费用	578	603	704	765	939
存货	127	130	165	145	249	研发费用	38	47	47	55	64
其他流动资产	617	909	909	909	909	财务费用	246	438	360	475	554
<b>非流动资产</b>	10548	10227	10032	10450	10953	资产减值损失	26	-1047	0	0	0
长期投资	60	162	264	366	468	其他收益	6	12	0	0	0
固定资产	2562	2608	2371	2802	3364	公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
无形资产	165	164	179	203	228	投资净收益	195	136	150	175	200
其他非流动资产	7760	7293	7218	7080	6894	资产处置收益	-2	-6	0	0	0
<b>资产总计</b>	16355	18919	17519	17913	20776	<b>营业利润</b>	1297	-449	47	1420	1970
<b>流动负债</b>	6654	7983	7109	7004	8958	营业外收入	5	10	0	0	0
短期借款	2414	2309	2309	2796	2309	营业外支出	18	47	0	0	0
应付票据及应付账款	804	864	1052	963	1603	<b>利润总额</b>	1283	-486	47	1420	1970
其他流动负债	3437	4810	3748	3245	5046	所得税	311	228	11	344	477
<b>非流动负债</b>	2405	2782	2220	1759	1305	<b>净利润</b>	973	-714	35	1076	1493
长期借款	2250	2551	1989	1528	1074	少数股东损益	152	153	6	168	234
其他非流动负债	155	231	231	231	231	<b>归属母公司净利润</b>	821	-866	30	908	1260
<b>负债合计</b>	9059	10765	9329	8763	10263	EBITDA	2068	389	690	2182	2845
少数股东权益	730	838	844	1012	1246	EPS (元)	0.21	-0.22	0.01	0.23	0.32
股本	3122	3920	3920	3920	3920	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440	<b>会计年度</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	2196	1256	1284	2143	3334	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	6566	7316	7345	8138	9267	营业收入(%)	35.7	0.8	0.5	27.6	28.2
<b>负债和股东权益</b>	16355	18919	17519	17913	20776	营业利润(%)	43.5	-134.6	110.4	2943.3	38.7
						归属于母公司净利润(%)	33.7	-205.6	-103.4	2943.3	38.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	47.6	43.8	35.8	47.0	47.4
						净利率(%)	9.7	-10.2	0.3	8.3	9.0
						ROE(%)	13.3	-8.8	0.4	11.8	14.2
						ROIC(%)	9.4	-3.2	0.8	8.9	11.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	55.4	56.9	53.3	48.9	49.4
						净负债比率(%)	42.5	32.4	14.9	33.6	0.5
						流动比率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	6.4	5.7	5.7	5.7	5.7
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.21	-0.22	0.01	0.23	0.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.32	0.51	-0.10	1.22
						每股净资产(最新摊薄)	1.68	1.87	1.87	2.08	2.36
						<b>估值比率</b>					
						P/E	75.5	-71.5	2077.1	68.3	49.2
						P/B	9.4	8.5	8.4	7.6	6.7
						EV/EBITDA	31.8	168.3	92.9	30.3	22.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

前言：“买”美年，“买”的是什么？	4
1.体检行业是否依然是一个好赛道？	4
1.1.消费升级叠加政策支持，体检行业依然方兴未艾	4
1.2.非公体检具备独特优势，依然有望突围	5
1.3.非公立体检龙头之间竞争烈度有望趋缓，由竞争走向共赢	7
2.美年的拐点会在什么时候到来？	8
2.1.阿里入驻后，IT 系统优化将给公司精细化管理赋能	8
2.2.舆情阵痛又逢疫情，业绩拐点已现端倪	8
2.3.从长期来看，阿里的线上流量与公司自身产业链拓展的潜力将成为两大看点	9
3.2018 年的舆情事件还会再次发生么？	11
3.1 四级质量管理体系+医质 800 分标准，捍卫医质生命线	11
3.2 见微知著，以浙江省质控细节窥美年质控之全局	11
4.盈利预测与估值	13
5.风险提示	13

## 图表目录

图表 1: 居民人均可支配收入增长情况	4
图表 2: 居民人均消费支出与人均医疗保健支出增长情况	4
图表 3: 医疗机构门诊健康检查人数增长情况	5
图表 4: 体检行业市场规模增长情况	5
图表 5: 中国体检服务覆盖率情况	5
图表 6: 中国与发达国家体检服务覆盖率对比	5
图表 7: 中国体检市场整体由公立体检主导	6
图表 8: 非公体检市场增速高于公立体检市场增速	6
图表 9: 公立医院与非公立体检中心对比	6
图表 10: 非公立体检头部企业对比（2019）	7
图表 11: 爱康国宾股权结构	7
图表 12: 美年健康股权结构	7
图表 13: 美年健康非公开发行股票（2019）募集资金使用计划	8
图表 14: 美年健康近年营业收入变化情况	9
图表 15: 美年健康近年归母净利润变化情况	9
图表 16: 美年健康单季营业收入变化情况（亿元）	9
图表 17: 美年健康单季归母净利润变化情况（亿元）	9
图表 18: 美年大健康天猫旗舰店未来有望对接巨大线上流量端口	10
图表 19: 美年健康健康流量端口价值有望持续放大	10
图表 20: 2019 年美年健康浙江各分院重大阳性检出率	12

## 前言：“买” 美年，“买” 的是什么？

在当前时点，我们认为美年极具投资价值，重点推荐。

理由 1：体检依然是一个好赛道，空间大、增长快，这也是当前医药核心资产享受高估值的必备条件。

理由 2：公司当前已经可以看到经营层面（精细化管理）与业绩层面（20 年下半年开始逐季向好）的拐点了

理由 3：公司 22 年的估值目前为 49x（我们预计 22 年公司归母净利润 12.6 亿利润），参考眼科龙头爱尔与口腔龙头通策，仍然有估值弹性空间。

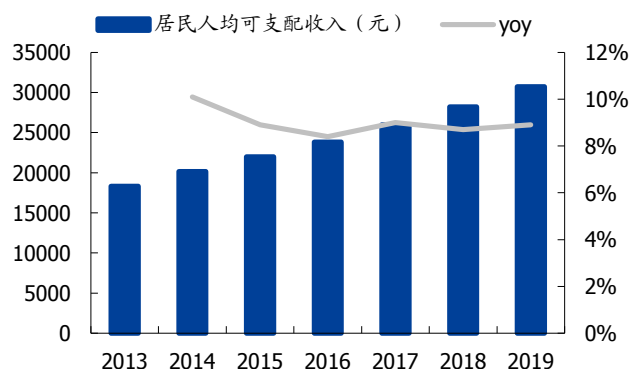
理由 4：阿里的线上流量与公司自身产业链的上下游拓展是长期的想象空间。

## 1. 体检行业是否依然是一个好赛道？

### 1.1. 消费升级叠加政策支持，体检行业依然方兴未艾

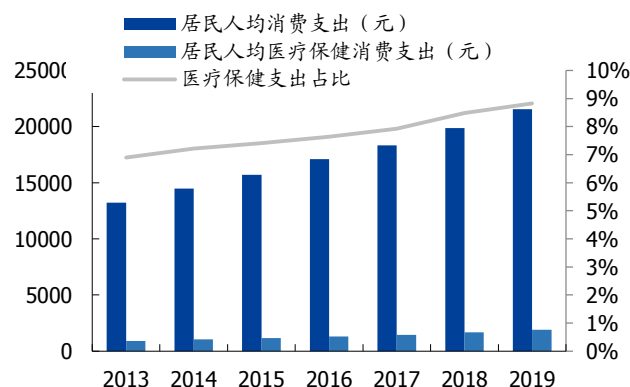
随着中国居民人均可支配收入的增加，我们正经历着改革开放以来的第三次消费升级，居民人均消费支出持续增加的同时，居民医疗保健支出占消费性支出的比重持续提高，反映了居民对健康保健重视程度的日益提高。2019 年，中国居民人均可支配收入增至 30733 元，同比增长 8.9%；居民人均消费支出增至 21559 元，同比增长 8.6%，其中医疗保健占比持续增至 8.8%。

图表 1：居民人均可支配收入增长情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

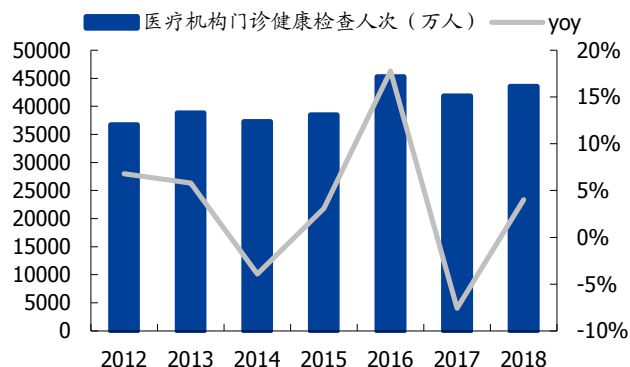
图表 2：居民人均消费支出与人均医疗保健支出增长情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

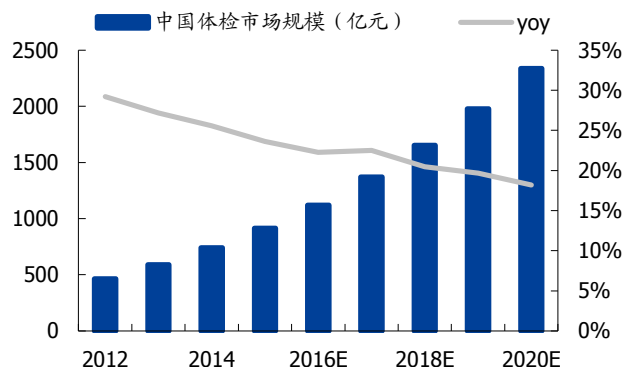
近年来不断的消费升级拉动了中国体检行业的快速发展。根据统计局数据，2012-2018 年，中国每年医疗机构门诊体检人数由 3.7 亿人次增长至 4.4 亿人次，复合增速在 2.9% 左右；而根据 Frost&Sullivan 数据，中国体检行业整体规模由 2012 年的 464 亿元增长至 2018 年的 1653 亿元，复合增速在 23.6% 左右。尽管统计局与 Frost&Sullivan 都还没有公布 2019 年的数据，但根据我们草根调研的情况，除了美年因为自身美誉度受到影响以外，公立医院以及爱康国宾等其他民营体检机构 2019 年整体的收入增速在 20% 左右，依然维持着高速增长。

图表3: 医疗机构门诊健康检查人数增长情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

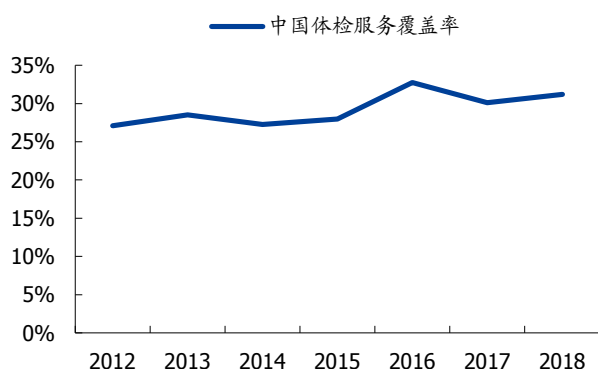
图表4: 体检行业市场规模增长情况



资料来源: 瑞慈医疗招股书, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

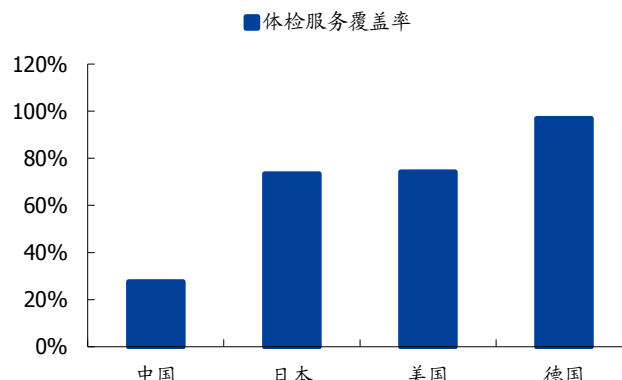
相比发达国家, 中国体检行业具备极大成长空间, 消费升级有望持续驱动体检行业快速发展。根据国家统计局数据, 我们测算, 中国居民体检服务覆盖率稳中有升, 从 2012 年的 27.1% 提高至 2018 年的 31.2%, 预计当前处于更高水平; 但与发达国家对比来看仍有较大差距, 仅从 2015 年数据对比来看, 中国健康服务覆盖率仍有巨大提升空间, 体检行业有望持续受益于消费升级快速发展。

图表5: 中国体检服务覆盖率情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所, 注: 体检覆盖率根据每年医疗机构健康检查人数/当年年末人口总数计算

图表6: 中国与发达国家体检服务覆盖率对比



资料来源: 瑞慈医疗招股书, 国盛证券研究所, 注: 图为 2015 年数据

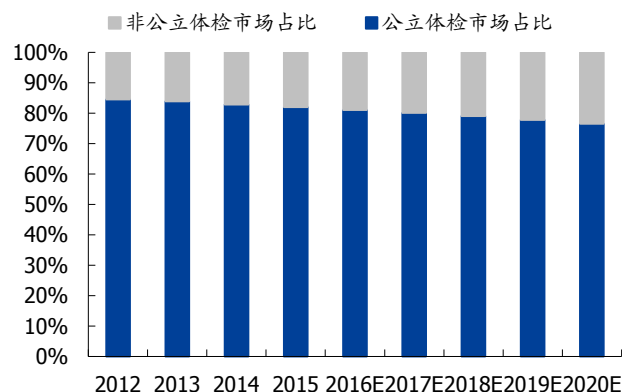
与此同时, 国家政策持续强调疾病预防重要性, 体检作为疾病预防过程中的前端与必要条件, 产业发展逻辑不断强化, 是消费升级之外驱动国内体检行业持续发展的另一重要力量。在 2016 年的《“健康中国 2030”规划纲要》中, 强调落实预防为主, 推行健康生活方式, 减少疾病发生, 强化早诊断、早治疗、早康复, 实现全民健康; 在 2019 年 7 月出台的《健康中国行动 (2019-2030 年)》中, 将作为疾病预防和健康促进两大核心, 提出将开展 15 个重大专项行动, 促进以治病为中心向以人民健康为中心转变, 努力使群众不生病、少生病。专项行动包括: 健康知识普及、控烟、心理健康促进、心脑血管疾病防治、癌症防治等。

## 1.2. 非公体检具备独特优势, 依然有望突围

受传统观念影响, 公立医院在居民心中具有更强的信任度, 通常更容易被居民选择提供体检服务, 因此目前中国体检行业整体仍以公立医院等医疗卫生机构提供体检服务为主, 以非公立体检机构提供体检服务为辅。预计目前公立体检市场仍占据 75% 以上的市场份额, 但在社会化办医等政策的驱动下, 非公立体检机构正在快速发展, 非公立体检市场

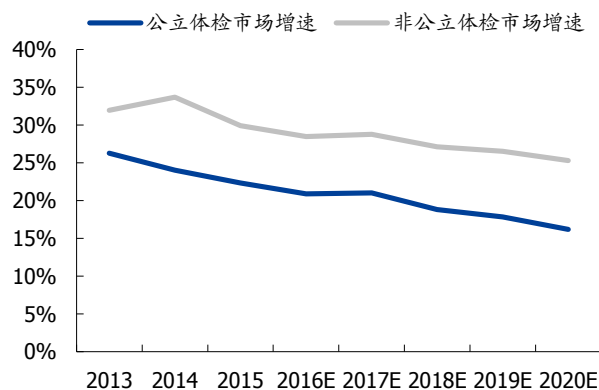
增速明显高于公立体检市场增速。

图表 7: 中国体检市场整体由公立体检主导



资料来源: 瑞慈医疗招股书, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 8: 非公体检市场增速高于公立体检市场增速



资料来源: 瑞慈医疗招股书, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

我们认为, 非公立体检市场能够实现快速增长, 与其独特的优势是分不开的:

- 公立医院体检相对饱和, 价格与服务均不具备优势, 而非公体检明显“物美价廉”。
- 公立医院体检套餐相对单一, 无法完全满足消费升级下居民多层次的健康检查需求, 非公体检则具备灵活搭配的能力。
- 三、四线城市的公立医院医疗资源相对较弱, 非公体检标准化、流程化的设备与服务能保证消费者享受优质资源。

因此, 我们认为, 非公立体检中心从长期来看依然有望保持快速发展, 在公立医院主导的体检市场中逐步突围。

图表 9: 公立医院与非公立体检中心对比



资料来源: 国盛证券研究所



### 1.3.非公立体检龙头之间竞争烈度有望趋缓，由竞争走向共赢

就非公立体检行业内部来看，美年健康是目前规模体量最大的公司，其他知名企业主要包括爱康国宾、瑞慈医疗等。截至 2019 年末，美年健康已在 294 个核心城市布局了 703 家体检中心（632 家在营），其中 47.3% 的体检中心分布在三四五线城市，年体检人次 2602 万人。爱康国宾（已退市，无 2019 年数据）在 2017 年已在全国 33 个城市布局了 107 家体检中心体检人次为 604.7 万人。美年健康处于行业龙头地位。瑞慈医疗，已在全国 28 个城市布局了 59 家体检中心（51 家在运营），主要集中在已现二线城市 2019 年覆盖人次只有 230.6 万人。

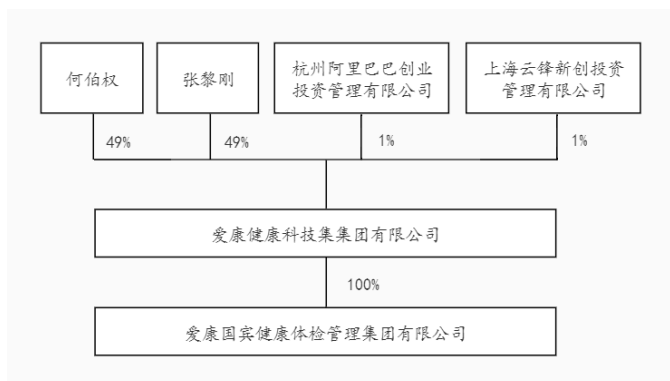
图表 10: 非公立体检头部企业对比（2019）

公司名称	美年健康	瑞慈医疗	爱康国宾（2017）
成立时间	2004	2002	2004
商业模式	直销	直销	直销
覆盖城市（个）	294	28	33
体检中心数量（个）	703	59	107
体检人次（万人）	2602	230.6	604.7
经营策略	做强主业，巩固一二线城市优势，深耕三四五线城市。拥有美年、慈铭、美兆、奥亚四大品牌覆盖不同客户人群	专科医院、综合医院和体检门诊并行，推行“深度体检”，为高端人群提供服务	体检+疾病筛查+牙科服务并行，打造多样化服务，深耕二三线城市，服务客户人群向高端客户转变

资料来源：各公司年报，各公司官网，国盛证券研究所，注：爱康国宾由于已退市，数据为 2017 年数据

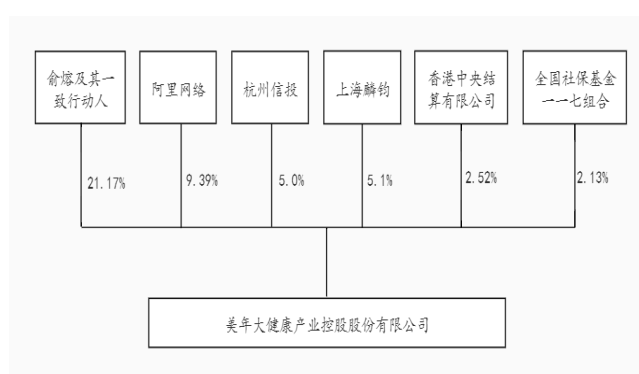
随着阿里系依次入驻爱康国宾与美年健康，从长期来看，两大龙头公司之间的关系有望从成本与价格的竞争逐渐走向产品质量与服务品质的共赢。公司虽然在非公立体检领域处于明显领先的龙头地位，但由于体检产品的同质化程度较高，以往与爱康国宾等领先公司在部分检查项目之间会存在价格战等竞争。但是阿里系先后入驻两大公司之后一定程度缓和了竞争烈度，2019 年初，阿里巴巴与云锋基金参与爱康国宾完成美股退市私有化，目前各持有爱康国宾 1% 的股份。2019 年 11 月，阿里网络参与公司定增，截至 2019 年末，阿里网络及其一致行动人杭州信投合计持股 14.39%，此外阿里系云锋基金控股的上海麟钧持股 5.1%，成为公司第二大股东。

图表 11: 爱康国宾股权结构



资料来源：wind，国盛证券研究所，注：更新至 2020.7.8

图表 12: 美年健康股权结构



资料来源：公司 2019 年报，国盛证券研究所，注：更新至 2019.12.31

## 2.美年的拐点会在什么时候到来？

### 2.1.阿里入驻后，IT 系统优化将给公司精细化管理赋能

公司成立以来持续扩张，尤其在 2015 年上市并完成慈铭收购后，规模体量实现快速增长，但是在精细化管理经营方面尚有可改善之处。2018 年的“广州富海”事件对公司造成一些负面影响，也一定程度上折射出公司隐藏在过快发展下的一些问题。

以 IT 系统为例，过去美年的 IT 系统呈现“低效率”、“分散化”的两大特征。一方面，在体检预约系统上，呈现“销售”——“后勤”——“体检中心”的链式信息传递，销售接下的订单需要后勤与体检中心沟通后，进行人工排期，效率低下。另一方面，在财务系统上，资金大多存在于各个子公司账上，也就导致了美年整体对于资金的运用的效率较低，在年报中存在一定“存贷双高”的现象（现金高也有募投资金在账上的缘故）。

阿里入驻美年后，已经派遣 48 人的 IT 团队对美年进行 IT 系统的优化，这将是公司走向精细化管理的基石。凭借阿里在 IT 系统方面的优势，公司管理系统升级、终端信息安全升级等募投项目有望顺利开展，运营效率有望大幅提升，减少不必要的后勤人员支出以及过长的反应时间；同时，原阿里网络财务总监押志高先生已就任公司财务总监（高级副总裁），在财务系统统一化后，有望进一步提升公司财务管理质量与运营合规能力。IT 系统的优化只是一个截面，但能体现公司从粗放走向精细化管理的趋势。

图表 13：美年健康非公开发行股票（2019）募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	生物样本库建设项目	98,142	90,000
2	数据中心建设项目	54,659	53,000
3	终端信息安全升级项目	17,920	17,920
4	管理系统升级项目	9,360	6,540
5	补充流动资金	37,136	37,136
合计		217,218	204,596

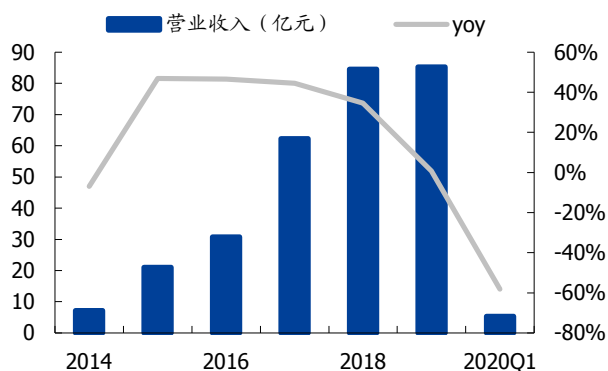
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.2.舆情阵痛又逢疫情，业绩拐点已现端倪

公司自 2015 年上市以来，营业收入、归母净利润持续高速增长，2015-2018 年复合增速分别达到 59.1%、46.7%；直到 2018 年底发生的“广州富海”事件，给公司及体检行业带来一定负面影响，2019 年经历了阶段阵痛期，全年收入同比微增，2019 年底又逢新冠疫情，考虑 2019 年经营情况与 2020 年疫情发展等不确定因素，公司于 2019 年报计提资产减值 10.5 亿元，归母净利润下滑明显。

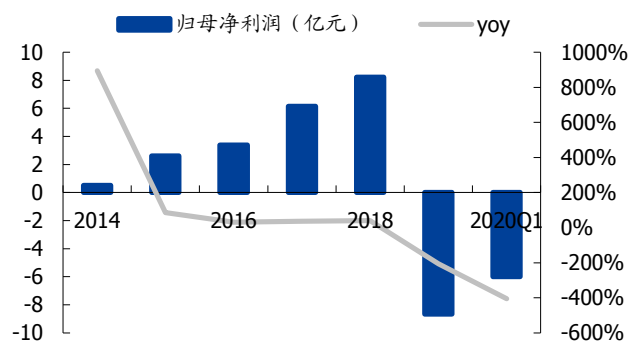


图表 14: 美年健康近年营业收入变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

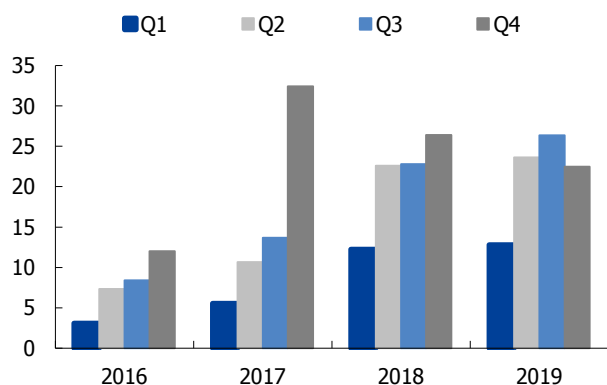
图表 15: 美年健康近年归母净利润变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

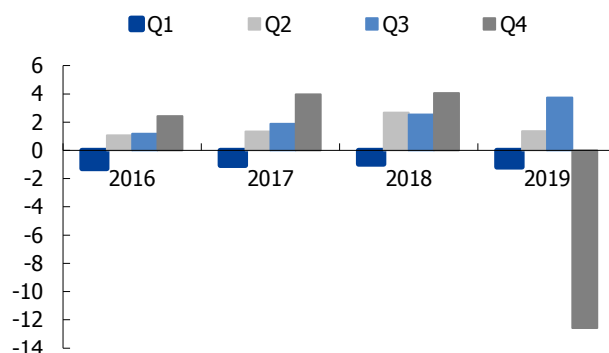
2020 年一季度, 公司业务仍明显受到疫情影响, 但随着国内疫情的有效防控 (近期北京略有反复), 公司 5、6 月份的体检业务已经逐步回到正轨。由于下半年通常为体检旺季 (从公司历史单季收入利润情况可以看到三四季度明显更高), 之前积累的体检需求有望逐步释放, 我们预计公司收入业绩有望在三四季度开始回暖, 全年收入有望恢复至 2018 与 2019 年的水平, 正处于长期业绩拐点。

图表 16: 美年健康单季营业收入变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 美年健康单季归母净利润变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3.从长期来看, 阿里的线上流量与公司自身产业链拓展的潜力将成为两大看点

国内最大的非公立体检平台, 未来有望承接阿里巨大线上流量。公司已在 294 个核心城市布局了 703 家体检中心 (632 家在营), 持续巩固一二线城市优势, 深耕三四五线城市, 拥有美年、慈铭、美兆、奥亚四大品牌覆盖不同客户人群, 2019 年体检服务客户数量 2602 万人次, 是目前国内规模最大的非公立体检平台。而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。

我们认为, 在同时满足“美年自身的 IT 系统具备有效对接阿里线上流量的能力” (预计还有 6-12 个月的时间) 以及“各大体检中心共同培育线上体检的关键字搜索” (预计需要 1-3 年时间) 两大条件后, 公司有望逐步承接阿里巨大的线上流量, 极大地加快公司体检服务的渗透与发展。

图表 18: 美年大健康天猫旗舰店未来有望对接巨大线上流量端口

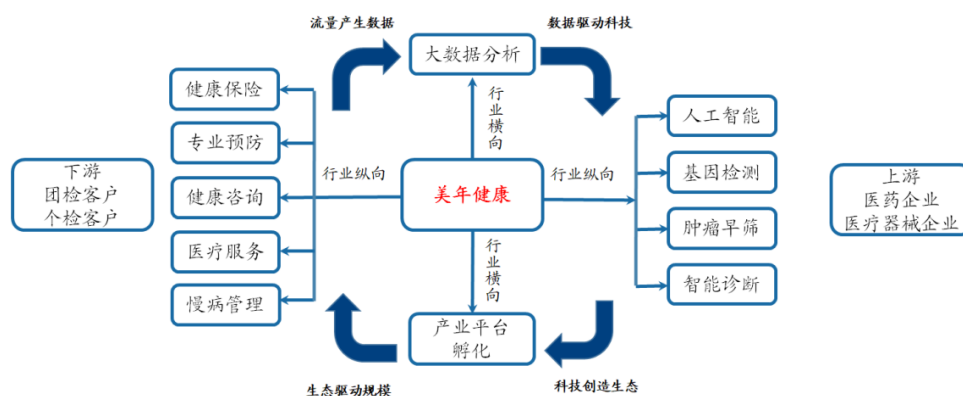


资料来源: 天猫官网, 国盛证券研究所

产业链上下游持续拓展, 健康流量端口价值有望持续放大。公司 2019 年体检服务客户数量 2602 万人次, 依托庞大的客户群以及健康大数据平台, 公司积极向上下游产业领域延伸, 现已成为中国最大、最专业的健康服务平台, 布局了美因基因、大象医生等优质公司。公司用体检作为抓手, 具备极强横向、纵向延伸的平台价值。

- **横向延伸:** 公司基于海量的大数据分析, 可以精准捕捉市场变化与客户需求, 从而形成产业孵化平台。
- **纵向延伸:** 在产业链上游, 除了传统的药械以外, 公司在肿瘤早筛、智能诊断、基因检测、人工智能等方面均具备拓展的可能性; 而在产业链下游, 健康保险、专业预防、健康咨询、医疗服务、慢病管理等也都是可能的方向。

图表 19: 美年健康健康流量端口价值有望持续放大



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 3.2018年的舆情事件还会再次发生么？

### 3.1 四级质量管理体系+医质 800 分标准，捍卫医质生命线

2018 年公司的“广州富海”事件发生后，公司品牌美誉度与业务经营受到影响，投资者在选择投资公司之前，可能不禁还是会有疑问：2018 年的事件还会再次发生么？

公司在 2018 年之后，在医疗质量管控上，形成了人脸识别、血液追踪、AI 影像筛查等独具特色的医疗质控标准，建立四级医质管理控制体系、医质 800 分管控、自查/互评/巡查监督等医疗制度，严格控制体检中心的日常运营和员工业务操作流程；通过举办医疗培训专场以及各工种职业技能培训，进一步提升各项基本功，建立标准的制定能力、复制能力、执行能力、提升能力，建立有效的标准化体系、可视化流程、精细化培训及常态化核查。

- **四级质量管体系：**公司建立了集团、省、市、体检中心“四级医疗安全和质量管理模式”。其中，集团医疗管理中心主要负责解读国家医疗卫生政策，并根据国家法律法规及行业规范制定适合健康体检中心的医疗安全管理制度、医疗质量管理制度、操作规范，流程标准以及监管考核；省级医疗团队负责人协助制定医疗质量管理政策、目标、方案，并与集团共同进行监管；200 余座城市 2000 余名工作在体检中心一线的质量控制团队，作为医疗安全与质量的一线负责人，负责国家、省级、集团各项规章制度的落地和执行。
- **医质 800 分：**公司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，在资质证照、体检目录、科室设置等方面考察各分院机构管理水平；通过对工作规范、高危异常结果报告、体检报告管理的考核评价医疗质量管理水平；此外还会对各体检中心在护理、医院感染、客户服务、体检环境等方面进行周详考核。

### 3.2 见微知著，以浙江省标杆式的质控细节窥美年质控之全局

我们近期草根调研了浙江美年，其是美年体系内的标杆，但是他们质控的细节也具备一定的指向性意义。

公司在浙江省开展省级医质管理，组织架构上成立了浙江省医疗质量管理委员会，与浙大附属杭州市一医院集团建立医联体，打通了贯穿预防、筛查、诊断、治疗的一体化服务体系，在绿色通道，医疗质控，人才培养方面全面合作。

**质控组织实施方面：**医疗质控由浙江省医疗管理中心组织实施，由三大影像质控中心进行专业对接，同时由各中心成立质控小组，实行双审制度，质控小组要在全部片子中抽查 10-20%进行阅片，做好严格质控。

#### 1) 放射质控中心

- 人员：集中所有分院技师、诊断医师，统一纳入省级影像中心进行管理；
- 阅片：DR、CT、MRI 全部实施双审签名；
- 质控：省级影像中心每月对放射技师、诊断医师进行质控抽查，提供月度质控报告。抽查不合格医技，进一步培训或者进修，仍然不合格，劝退处理

#### 2) 超声质控中心

- 人员：仍由各自分院进行岗位管理；

- 阅片：仍由各自超声医师进修标准流图和描述并诊断；
- 质控：省级超声质控中心每月对各分院每个医师进行质控抽查，包含切面、流图描述准确性、结论准确性，上传图片的准确性进行一定比例的抽查；提供月度质控报告，抽查不合格医师，进一步培训或进修，仍然不合格的，劝退处理。

### 3) 心电远程诊断中心

- 人员：诊断统一纳入心电诊断中心；
- 阅片：统一由心电远程诊断中心进行医师分配并实时出具心电诊断报告，有重大阳性的实时通知到分院；
- 质控：省级心电中心每月对诊断医师进行质控抽查，提供月度质控报告，抽查不合格医师，进一步培训或进修，仍然不合格的，劝退处理。

**质控检验细节——以重大阳性检出率为例：**通常情况下，每个医生的重大阳性检出率应当是趋同的，但如果某一个医生的阳性检出率有明显差别，便说明该医生的检查可能存在问题，如果出现重大阳性检出率降低的情况，也需要考虑诱发因素的情况。

图表 20: 2019 年美年健康浙江各分院重大阳性检出率

分院	重大阳性检出数	重大阳性检出率
杭州美年	7921	10.95%
杭州滨河	8066	9.59%
杭州西溪	7274	8.9%
杭州萧山	6101	7.69%
杭州钱江	4100	8.49%
杭州黄龙	4898	14.13%
宁波海曙	3118	7.43%
鄞州易和	867	3.57%
宁波慈溪	2061	5.5%
嘉兴美年	3071	6.47%
温州奥亚	2299	9.57%
温岭美年	1960	4.3%
丽水美年	1752	7.34%
衢州美年	1708	3.49%
义乌美年	1295	19.8%
湖州美年	3916	11.42%
海宁美年	638	5.45%
绍兴美年	862	7.94%
台州美兆	3118	7.43%
临海美年	3486	7.46%
温州分院	1399	5.69%
总计	74134	7.65

资料来源：公司演示材料，国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.30 亿元、9.08 亿元、12.60 亿元，对应 PE 分别为 2077 倍、68 倍、49 倍。中国体检行业蓬勃发展，公司是非公立体检绝对龙头，伴随阿里入驻，管理与经营情况逐步改善，长期业绩拐点已现，我们坚定看好公司长期发展逻辑，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**1) 新冠疫情带来经营风险：**2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情爆发，直接导致公司遍及全国的体检中心不能正常营业。在短期内，由于公司体检中心规模较大，部分固定成本如房屋租金、人员基本工资、设备折旧及装修摊销的基数较大，存在同比业绩下降的风险，新冠疫情下公司经营的恢复程度存在不确定性。

**2) 医疗质量风险：**健康体检属于医疗服务行业，随着公司体检业务规模不断扩大，体检中心日常接待客流量逐步上升，尽管健康体检服务的基本特征是以先进设备和规范操作采集数据，发现疾病线索，出现医疗风险概率较低，但也存在因不确定性因素导致发生漏检、误检及医疗纠纷的风险。

**3) 商誉减值风险：**自 2012 年起，公司采取“重点城市与全国布局”的发展战略，通过“自建与并购”相结合的发展模式，迅速实现全国布局、网点快速扩张。截至 2019 年 12 月 31 日，公司合并财务报表商誉原值为 51.39 亿元。同时 2019 年市场新投入体检中心增多，导致业务受到分流影响，未能有效扩大产能，加之受 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情影响，造成 2020 年第一季度绝大部分体检中心无法正常营业，另外疫情对宏观经济和消费服务行业将带来一定时间的负面影响，以上因素带来各商誉资产组（包含商誉）的减值压力。2019 年度公司对商誉资产组进行减值测试，已计提商誉减值准备 10.35 亿元，减值后，商誉余额为 41.04 亿元，仍然较高，存在一定的风险。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com