

## 健检王者，赋能再出发

买入|维持

——美年健康跟踪报告

### 报告要点:

#### ● 国内非公体检绝对龙头，703 家门店完成全国性布局

美年健康是国内规模最大的民营体检机构，截至 2019 年末，公司已在 **294 个核心城市** 布局了 **703 家** 体检中心（632 家在营），在覆盖城市、门店、年体检人次上均远超爱康国宾、瑞慈医疗等同行。2019 年接待量达到 **2602 万人次**，稳居全国第一位。

#### ● 王者依旧，拐点初显

##### 1.2018 年舆情事件过去两年，目前影响几何？如何再度避免？

全面进行战略调整，从原来的快速扩张门店产生规模效应调整为合规为本，主要包括医生资格的管理、门店设备的备案和管理、报告过程指控体系的升级等。

##### 2.2020 年新冠疫情对公司经营和业绩有哪些影响？目前恢复情况如何？

(1) 舆情事件历经两年逐渐平息，部分客户回流。

(2) 前期疫情阶段部分中小体检机构难以持续经营，行业竞争格局优化，客户群体由公立医院、其他民营体检机构溢出。

(3) 公司重新重视团检业务并积极开展相应推广工作，合规体系、设备体系、管理体系整新上线，对客户的吸引力有所提升。

##### 3.美年健康的拐点何时到来？

从我们近期调研的地区来看，尽管体检作为非急需性医疗需求，尚未出现大规模累积反弹，但进入 Q3，环比和同比收入较大幅度提升，签单量上量显著。

##### 4.阿里健康的加盟，为美年带来什么？

借助阿里 C 端流量和 IT 架构方面的优势，两家企业将在 to C 端前台推广和后台运营方面进行初步合作。数字化架构将对外实现 app/小程序/支付宝一站式服务，并形成用户画像，智能推荐并关联到阿里生态圈；对内实现管理云端化，提升内部效率。线上业务重塑，线上业务做品牌，主要针对一二线城市用户；线下业务做业绩，面对更为宽广的客户人群，拥有高盈利；线上线下同发展。

##### 5.美年的优势还在么？

美年健康的龙头地位稳固，前期优势并没丧失：(1) 差异化+性价比服务应对公立医院竞争；(2) 下沉市场广域布局获取蓝海盈利市场 (3) 阿里健康加入布局，提升 C 端体验和竞争力，改善一二线红海低净利。

#### ● 投资建议与盈利预测

受疫情影响，业务正在修复中，远期空间和业绩改善可观，我们预计 20-22 年营业收入为 87.13/108.91/136.13 亿元，归母净利润为 0.41/8.36/10.45 亿元，对应 EPS 为 0.01/0.21/0.27 元/股，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新冠疫情恢复不及预期；医疗质量风险；商誉减值风险等。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8458.45	8525.03	8712.58	10890.72	13613.40
收入同比 (%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	820.65	-866.47	40.70	835.93	1044.76
归母净利润同比 (%)	40.5	-205.6	104.7	1954.1	25.0
ROE (%)	12.5	-11.8	0.5	10.1	11.4
每股收益 (元)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
市盈率 (P/E)	75.33	-71.34	1518.97	73.95	59.17

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价： 14.99 元

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 17.2 / 10.75

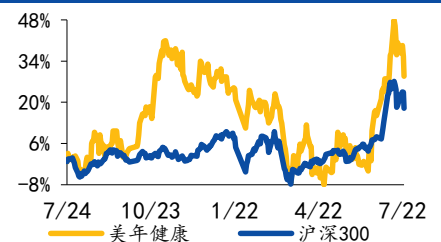
A 股流通股 (百万股): 3432.30

A 股总股本 (百万股): 3919.92

流通市值 (百万元): 51450.18

总市值 (百万元): 58759.62

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-美年健康 (002044) 事件点评: 引入阿里系战略投资, 协同发展预防医学》2019.10.28

《国元证券公司研究-美年健康 (002044) 2019Q3 点评: 提升规范运营, 业绩向好初显》2019.10.24

### 报告作者

分析师 常启辉  
执业证书编号 S0020517090001  
电话 021-51097188-1936  
邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏  
电话 021-51097188  
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 投资摘要：王者依旧，拐点初显 .....	4
2. 体检龙头，全国布局，B/C 双管齐下 .....	8
2.1 门店全国性布局卓见成效 .....	8
2.2 设备配置具备当地比较优势 .....	10
2.3 引入战投阿里健康，升级智能健检 3.0 .....	12
3. 城市调研，管中窥豹 .....	14
上海市 .....	14
深圳市 .....	18
杭州市 .....	21
南京市 .....	27
合肥市 .....	31
重庆市 .....	34
成都市 .....	36
西安市 .....	39

## 图表目录

图 1：美年各省门店分布情况 .....	9
图 2：三线及以下城市门店占据近半数 .....	10
图 3：人口 1000 万以上城市门店数量和单店人口密度 .....	10
图 4：美年大健康股权结构图（十大股东） .....	12
图 5：基于大数据的体检数据平台构建逻辑 .....	13
图 6：“3.0 健康管理时代”理念 .....	13
图 7：上海美年系发展路径 .....	14
图 8：上海不同类别群体占比情况（%） .....	15
图 9：上海地区 18-20H1 到检金额（亿元） .....	16
图 10：上海地区 18-20 年 7 月 1-6 日到检额（万元） .....	16
图 11：广东省美年门店分布情况 .....	18
图 12：2020 年广东省月度营收同比增长（%） .....	19
图 13：2018-2020H1 广东省团检/个检占比及续约率（%） .....	19
图 14：杭州美年系发展路径 .....	21
图 15：杭州公司 2013-2020H1 收入情况 .....	23
图 16：杭州公司 2020 年 1-6 月情况 .....	23
图 17：2018 年舆情事件下，客户减少主要在企事业单位 .....	23
图 18：杭州公司 2016-2019 个检客单价情况 .....	23
图 19：2020H1 总体业绩受疫情影响 .....	24
图 20：2019H1 和 2020H1 签单情况 .....	24
图 21：2020H1 老单续签率增加 .....	24
图 22：2020 年 5 月和 6 月签单额恢复情况（万元） .....	24

图 23: 江苏美年发展路径.....	27
图 24: 江苏地区 2018-2020 年收入及增速情况 (万元、%) .....	28
图 25: 2018-2020 江苏区域客单价变化情况 (元、%) .....	28
图 26: 合肥美年发展路径.....	31
图 27: 合肥地区 2017-2019 收入情况 (万元) .....	32
图 28: 合肥地区 2017-2019 毛利率情况 (%) .....	32
图 30: 重庆地区 2016-2020 营收和净利润 .....	35
图 31: 重庆地区 2016-2019 团检/个检占比及客单价 .....	35
图 32: 成都美年发展历程.....	36
图 33: 2017-2020H1 四川省营收计划完成情况 (亿元) .....	37
图 34: 2017-2019 川渝地区控股门店营收和净利润 .....	37
图 35: 西安美年发展历程.....	39
图 36: 西安美年 2016-2019 年营收及增速 (亿元, %) .....	40
图 37: 西安地区 2016-2020 年单店收入及增速 (万元) .....	40
图 38: 西安美年 2016-2019 年个检体检人次和客单价 .....	41
图 39: 西安地区 2018-2019 年团检/个检金额占比 .....	41
表 1: 2019 年不同城市/地区美年经营净利率和渗透率对比 .....	7
表 2: 美年健康门店各线城市分布情况 (522 家官方公布) .....	8
表 4: 331 模式下合肥各分院接待量标准 (人次) .....	32
表 5: 合肥 5 家门店客单价变化情况 (元) .....	33
表 6: 重庆美年发展历程.....	34
表 8: 西安地区民营体检机构品牌和数量一览.....	39
表 9: 西安民营体检机构设备配置情况.....	40

## 1. 投资摘要：王者依旧，拐点初显

**美年健康稳坐民营体检机构龙头企业。**截止 2019 年底，美年健康已在 294 个核心城市布局 703 家体检中心，其中在营 632 家（美年 499 家、慈铭 88 家、美兆奥亚共 45 家），在建 71 家（美年 49 家、慈铭 5 家、美兆奥亚共 17 家），47.30%的体检中心分布在三四五线城市，一二线红海和三四五线蓝海兼具布局。受 2018 年舆情事件影响，公司 2019 年实行以合规和质量控制为核心的经营战略，为保障服务质量，门店严格限流运营，对公司业绩造成一定短期影响，但全年总接待量仍然达到 2602 万人次，稳居全国第一位，未来公司仍将精耕体检市场，实现市占率的进一步提升。

**因地制宜开设门店，细分品牌精选客户。**公司实行多品牌、多层次战略布局，满足不同消费层级客户需求。美年健康的门店布局涉及多个维度：城市等级（一二线城市/三四五线）、门店品牌（美兆/奥亚/慈铭/美年）、门店配置（旗舰店/标准店/准标准店）、地理位置、租金、当地医生匹配情况、管理团队等。每个门店都具有其不同的优势和劣势、问题和挑战，尤其是在超一线城市、一线城市和二三四线城市之间。我们走访多地，涵盖多个一二线城市，试图以点出发，了解美年近期运营状况，从蛛丝马迹出发，寻找企业运营的新征程。

站在当前这个时点，我们从不同门店的走访中总结出投资者近期最为关注的几个问题，以寻得企业拐点的确定性程度。

### 1. 2018 年舆情事件过去两年，目前影响几何？如何再度避免？

2018 年美年面对多个舆情事件后，公司全面进行战略调整，从原来的快速扩张门店产生规模效应调整为合规为本，2019 年全面升级合规控制，主要包括医生资格的管理、门店大型设备的备案和管理、报告过程指控体系的升级等，内部精耕细作，消化前期野蛮生长带来的负面风险因子，避免再次出现类似事件。在承压的 2019 年，公司门店历经相关部门检查都合格通过，充分印证了公司合规工作的成效，对公司未来的高质量发展提供保障。同时公司 2019 年引入阿里巴巴作为公司战略投资者，也进一步提升了公司品牌的知名度和信任度，为公司未来的科技化、数字化、平台化经营战略奠定基石。

根据这次调研门店情况看，各地区门店在合规和质控方面不断升级，以避免相关事件风险：

- (1) **AI 鉴权合规：**对医护人员实行人脸识别，通过系统审核后方可上岗；
- (2) **影像质控：**目前已经针对 CT、MRI、DR 三个项目检测进行质控，超声检测和心电项目预计在 2020 年上线 PACS 系统，推进质量控制，实现全体影像中央控制并抽查。美年建立了多重质控中心机制，100%实现双审，10-20%由省级质控小组进行抽查，10%由集团医疗中心抽查。
- (3) **临床质控：主要体现在 3 个方面。**(1) 明确操作规范，细化到客户回访、医生问诊时间、阳性检出率等数据。采用“体检卡”，检查刷卡进门，刷卡出门，明确医生服务客户时间；(2) 明确规定医生直检、器检比例，对阳性检出率过高或过低的医生进行抽查，了解具体原因；(3) 加强客户回访，后续将对

接阿里开发的系统，可对整体检查过程、回访情况进行跟踪。

- (4) **检验质控**：2020 年将全面对接艾迪康 LIS 系统，目前已经完成多个地区门店的测试，阿里信息化团队正在进行最后的项目匹配。
- (5) **重大阳性回访**：重大阳性跟踪回访，通过电话和短信方式进行提醒，尽量打电话催促到客户实际完成确诊；电话、短信方式预留，以应对未重视客户回头投诉。
- (6) **其他质控**：集团公司针对医疗管理 800 分进行质控评判。

## 2. 2020 年新冠疫情对公司经营和业绩有哪些影响？目前恢复情况如何？

2020 年年初的疫情事件对公司短期的经营恢复造成一定影响，但从国内疫情平息后的 Q2-Q3 业绩恢复情况来看，公司全年业绩可期。从公司门店调研情况来看，4 月复工复产后公司门店月收环比实现较大增长，7 月基本恢复至去年同期水平，部分门店 7 月同比实现较大幅度增长，我们分析主要有以下几个因素：

(1) 舆情事件历经两年逐渐平息，部分客户在 19 年选择公立医院或其他民营体检机构后并未得到显著性价比和服务体验，公司流失客户群有一定恢复，部分地区已明显出现续约率高于 2019 年；

(2) 前期疫情阶段部分中小体检机构难以持续经营，行业竞争格局优化，公立医院疫情阶段接诊人员严格控制，体检中心排期较满，以及居民处于防控疫情考虑不愿意去公立医院体检，客户群体由公立医院、其他民营体检机构溢出；

(3) 公司对销售人员进行调整，重新重视团检业务并积极开展相应推广工作，合规体系、设备体系、管理体系整新上线，对客户的吸引力有所提升。

## 3. 美年健康的拐点何时到来？

2018 年下半年到 2020 年上半年，美年受到舆情事件、引入战投、疫情事件影响，核心主业在一定程度上受到了扰动，然而我们观察近期业绩来看，已初显向好。从我们近期调研的地区来看，尽管体检作为非急需性医疗需求，尚未出现大规模累积反弹，但进入 Q3，整体业务恢复良好，环比和同比均有较大幅度提升，有望较大程度改善下半年乃至明年业绩：

- 上海地区：公司 2020 年 7 月 1-6 日期间，到检金额已同比超过去年同期。
- 广东地区：6 月份与 2019 年基本持平，7 月份目前增长良好，预期同比增速为 15%。
- 杭州地区：受到疫情影响，2020H1 签单量同比提升仅为 16%，而单月来看，仅 6 月份签单量同比提升 139%，预期 6 月份往后业绩恢复迅猛。
- 江苏地区：4 月份逐步复工，5 月份营业收入同期持平，南京 6 月份营收同比增长 20%，预计今年 7-8 月将成为体检旺季。



- 合肥地区：受疫情影响，1-3月基本无收入，4月开始逐步复工，目前客流量恢复良好，2家分院已经排期至8月下旬，预计8月底合肥地区完成全年业绩指标的45%-50%。
- 成都地区：受疫情影响，2020H1计划营收的95%，影响较为可控，预计下半年有望快速弥补。
- 重庆地区：5-6月业绩恢复较好。
- 西安地区：受疫情影响，2020H1体检人次为89743人，同比下降52%。但7月份经营状况开始回暖，日均客流量基本恢复到380人左右，全年目标信心较足。

从各地区上半年营收情况来看，公司有望在下半年实现业绩拐点，全年收入有望保持持平略有增长的良好态势。

#### 4. 阿里健康的加盟，为美年带来什么？

借助阿里在C端流量和IT架构方面的优势，两家企业将在to C端前台推广和中后台运营方面进行初步合作。除三位董事席位以外，阿里方面向美年输出超过60人的IT建设团队，致力于对以上两方面进行融合。

##### (1) 数字化建设：

- **对外方面**实行一体两翼：开发APP和小程序，建设一站式服务，形成美年健康服务用户平台，用户运营线上化，可利用支付宝平台完成购买、预约、报告解读及导入至阿里健康其他健康相关平台；基于体检结果形成用户画像，建立面向个人和企业的会员系统，赋能个性化营销和体检增值服务建立心智，从低频到高频，从体检服务到健康服务平台完成生态圈建设。
- **对内体系**实行管理云端化，赋能大数据与AI能力，提升医护效率与医质：SaaS云端化，600家门店统一管理，可快速响应和整合；打通生态系统，医护交互智能化，大幅度提高医护效率；数据与AI赋能，建设医质管理/医学诊断平台，提升医质。
- 建设美年数据与业务平台，打通数据与系统，赋能业务、员工与组织的运营、管理、决策效率。

##### (2) 线上业务重塑：

- **线上业务做品牌**：重新定位线上与电商运营，线上承担品牌宣传属性、做品牌，深挖礼品属性，主打入职快速，提高线上价格，以低消费费用率换取高净利率。
- **线下业务做业绩**：线下做成交，以1+X套餐为主，精准客户群体，抓住主干全面体检，实现大规模成交换取高收入。
- **线上与线下协同**：线上客户主要集中在北京、上海，两个城市用户比重超过40%，线下客户分布更为均匀，不同层级城市之间由于竞争态势差异存在利润差异，线上线下定价或存在冲击。线上强化品牌宣传，线下强化利润保障，统一品牌和价格形象，通过阶梯结算机制平衡不同城市内部水位差。

## 5. 美年的优势还在么？

我们认为在体检赛道，美年健康的龙头地位已经初步建成并将不断巩固，而前期的几大优势并没丧失：

**(1) 差异化+性价比服务应对公立医院竞争：**在一、二线城市，公立医院承接能力较为有限，且北京上海等地公立医院体检套餐定价较高，其主要服务对象为政府相关机构和大型国企等，而美年主要客户群体为民营机构，两者并不会构成直接竞争。同时，美年在自身的细分领域中套餐的性价比优势较强，可对其他中小规模的民营体检机构形成较大的竞争优势，市占率有望进一步提高。

**(2) 下沉市场广域布局获取蓝海盈利市场：**在 2016 年后，美年快速在低线城市布局。一方面，在低线城市，公司通过集团的供应链优势在设备配置上形成巨大的优势，运营成本较当地公立和民营具有显著设备优势、价格优势；另一方面，结合当地合伙人资源，吸引退休返聘医务人员、多点执业医师，并进行一定的病患导流的合作，且部分合伙人具备一定销售渠道，保证前期团检客户资源引入，快速占领市场。在低线城市竞争方面，美年具有“降维打击”，同时叠加地方低租金、低人力成本优势，盈利能力优于一二线城市，成为利润贡献主力军。

表 1：2019 年不同城市/地区美年经营净利率和渗透率对比

省/市	人口 (万人)	美年年体检人次 (万)	净利率 (%)	渗透率 (%)
上海	2423.78	101	~10%	4.17%
杭州	1036	41	15%-20%	3.96%
江苏	8070	176.72	~5%	2.19%
合肥	818.9	32.2	9-10%	3.93%
深圳	11521	125.86	9-12%	1.09%
重庆	3124.32	17.18	14%	0.55%
成都	1633	61.8	10%	3.78%
西安	1020.35	50	16%	4.90%

资料来源：草根调研，国元证券研究中心

注：江苏：2019 年有 10 亿元的商誉减值导致净利率为负，体检人次根据 2019 年营业收入和平均客单价计算

成都：为控股门店数据

广东：体检人数=(华南区营收\*广东门店数/华南区门店数)/客单价

**(3) 阿里健康加入布局，提升 C 端体验和竞争力，改善一二线红海低净利：**依托阿里健康 IT 建设平台，构建线上品牌和一二线城市 C 端导流，曲线避开一二线城市红海竞争，获取线上蓝海消费市场。

**投资建议：**公司是中国民营健检行业当之无愧的龙头企业，质量至上、体验改善、口碑修复下有望稳固团检地位；获得阿里健康 IT 数字化和 C 端流量赋能，品牌形象进一步提升，开启健检 3.0 健康管理新征程。受到上半年疫情影响，下半年业务正在修复中，远期空间和业绩改善客观，我们预计 2020-2022 年营业收入为 87.13/108.91/136.13 亿元，归母净利润为 0.41/8.36/10.45 亿元，对应 EPS 为 0.01/0.21/0.27 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情恢复不及预期；医疗质量风险；商誉减值风险等。

## 2. 体检龙头，全国布局，B/C 双管齐下

### 2.1 门店全国性布局卓见成效

截止 2019 年底，公司已在 294 个核心城市布局 703 家体检中心，在营 632 家（美年 499 家、慈铭 88 家、美兆奥亚共 45 家），其中 47.30% 的体检中心分布在三四五线城市；在建 71 家（美年 49 家、慈铭 5 家、美兆奥亚共 17 家）。2019 年，公司主动开展预约限流，减少低价订单，提升客户满意度，全年总接待人次为 2602 万人（含参股体检中心），较上年同期下降 6.37%，团检和个检客户占比为 78:22。

表 2：美年健康门店各线城市分布情况（522 家官方公布）

一二线城市		三线及以下城市
直辖市(39)		北京(9)、上海(15) 为一线城市，重庆(7)、天津(9)为二线城市
山东(58)	济南(9)烟台(5)青岛(3)	德州(3)东营(1)菏泽(6)济宁(3)聊城(1)临沂(8)日照(3)泰安(4)威海(2) 潍坊(4)淄博(1)枣庄(2) 寿光(1) 薛城(1) 禹城(1)
四川(41)	成都(22)	绵阳(1)德阳(1)乐山(1)遂宁(1)西昌(1)自贡(1)攀枝花(1)资阳(1)泸州(1)眉山(1)内江(1)广元(1)简阳(1)南充(1)仁寿(1)雅安(1)达州(1)宜宾(1)
江苏(33)	南京(7)南通(2)苏州(5)无锡(6)	常熟(1)常州(1)淮安(1)泰州(1)盐城(1)宜兴(1)镇江(1)宿迁(1)扬州(1)昆山(2)太仓(1)连云港(1)
河南(29)	郑州(6)	安阳(1)济源(1)焦作(1)开封(1)洛阳(2)漯河(1)南阳(2)平顶山(1)濮阳(1) 三门峡(1)商丘(1)新乡(3)信阳(1)许昌(2)周口(1)鹤壁(1) 驻马店(1) 巩义(1)
浙江(24)	杭州(7)宁波(3)台州(1)	湖州(1)嘉兴(1)金华(1)昆山(1)丽水(1)临海(1)衢州(1)温岭(1)义乌(1)
湖北(28)	武汉(10)	大冶(1)鄂州(1)恩施(1)黄冈(1)黄石(2)荆州(1)十堰(1)随州(1)仙桃(1)襄阳(2) 宜昌(1)广水(1) 咸宁(1) 钟祥(1) 荆门(1) 潜江(1)
辽宁(29)	大连(9)沈阳(7)	鞍山(1)朝阳(1)丹东(1)抚顺(1)阜新(1)葫芦岛(1)锦州(2)辽阳(1)盘锦(1)营口(1)铁岭(1) 本溪(1)
广东(49)	东莞(6)佛山(4)惠州(2)中山(2) 广州(11)深圳(15)	河源(1)梅州(1)汕头(1)韶关(1)阳江(1)清远(1) 云浮(1) 江门(1) 肇庆(1)
湖南(15)	长沙(4)	衡阳(1)湘潭(2)岳阳(1)张家界(1)株洲(2)常德(1) 益阳(1) 娄底(1) 怀化(1)
云南(15)	昆明(3)	红河哈尼族彝族自治州(1) 保山(1)楚雄(1)大理(2)临沧(1)普洱(1)西双版纳(1)玉溪(1)文山(1) 昭通(1) 曲靖(1)
山西(11)	太原(4)	晋城(1)晋中(1)临汾(1)吕梁(1)运城(1)侯马(1) 长治(1)
河北(11)	石家庄(3)	保定(1)沧州(1)邯郸(1)秦皇岛(1)唐山(2)廊坊(1) 邢台(1)
福建(19)	福州(3)泉州(4)厦门(4)	福清(1)龙岩(1)宁德(1)三明(1)晋江(1)漳州(1) 莆田(2)
安徽(20)	合肥(7)	蚌埠(1)亳州(2)马鞍山(1)铜陵(1)芜湖(1)六安(1) 安庆(1) 宣城(1) 宿州(1) 滁州(1) 淮南(1) 阜阳(1)
江西(14)	南昌(4)	抚州(1)吉安(1)九江(1)上饶(2)宜春(1)新余(1) 高安(1) 赣州(1) 景德镇(1)
广西(12)	南宁(4)	北海(1)桂林(3)柳州(1)钦州(1) 玉林(2)
新疆(9)	乌鲁木齐(3)	阿克苏(1)哈密(1)喀什(1)库尔勒(1)伊犁(1)石河子(1)
陕西(7)	西安(6)	汉中(1)
吉林(7)	长春(2)	吉林(2)松原(1)延吉(1)白城(1)
内蒙古(12)		包头(2)呼和浩特(3)通辽(2)乌兰察布(1)乌兰浩特(1) 赤峰(1) 鄂尔多斯(1) 呼伦贝尔(1)



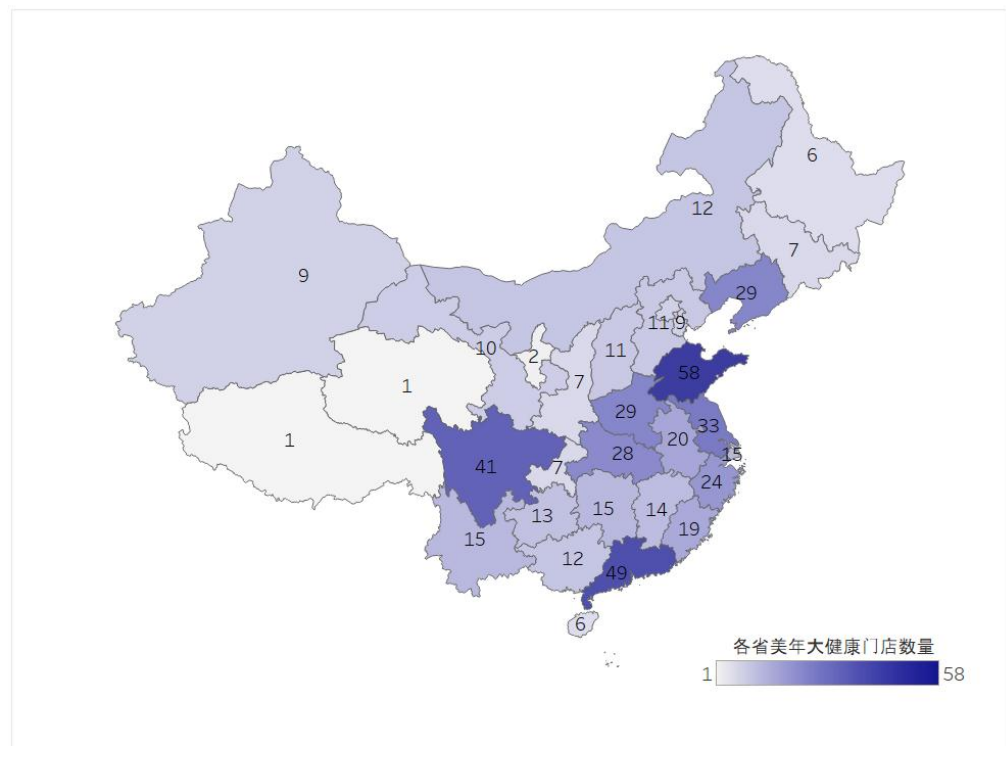
表 2：美年健康门店各线城市分布情况（522 家官方公布）

一二线城市		三线及以下城市
甘肃(10)	兰州(6)	平凉(1)庆阳(1)酒泉(1)天水(1)
贵州(13)	贵阳(6)	都匀(1)六盘水(1)兴义(1)毕节(1)凯里(1)遵义(1)黔南(1)
黑龙江(6)	哈尔滨(4)	牡丹江(1)鹤岗(1)
海南(6)	海口(4)	儋州(1)三亚(1)
宁夏(2)		银川(1)固原(1)
青海(1)		西宁(1)
西藏(1)		拉萨(1)

资料来源：公司官网，国元证券研究中心；

数据截止：2020 年 7 月 20 日

图 1：美年各省门店分布情况

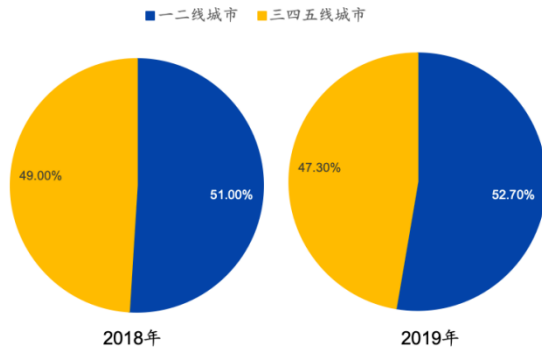


资料来源：公司官网/官方微信公众号，大众点评，草根调研，国元证券研究中心

数据截止：2020 年 7 月 15 日

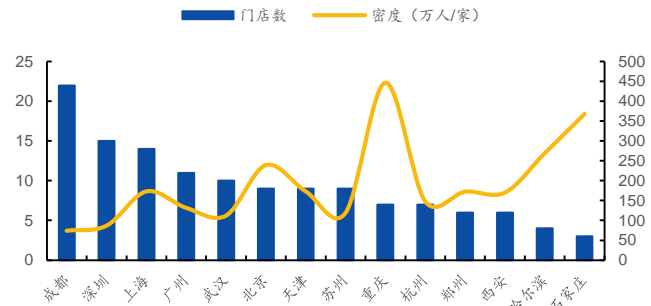
新增门店主要来源于下沉市场。根据公布的 522 家门店来看，门店主要集中于二、三线城市，低线城市下沉门店超半数。截至 2017 年 10 月，美年健康 280 家门店分布情况为：一线 33 家，二线 115 家，三线 49 家，四线及以下 83 家。截至 2019 年底，分布在三四五线城市的门店数比例为 47.30%，占据近半数。门店向更低线城市渗透，覆盖新疆的阿克苏、贵州的都匀、云南的保山、内蒙古的乌兰察布、西藏拉萨等地。

图 2：三线及以下城市门店占据近半数



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 3：人口 1000 万以上城市门店数量和单店人口密度



资料来源：公司官网，公开资料整理，国元证券研究中心

## 2.2 设备配置具备当地比较优势

下沉新开门店以旗舰店和标准店进行高水准配置，领先于当地水平。本次美年健康门店调研拜访了 17 家体检中心，覆盖各线城市，分别为上海 1 家（美兆分院）、合肥 2 家（滨湖分院和包河分院）、杭州 2 家（钱江分院和滨江分院）、南京 2 家（鼓楼分院和汉口路分院）、合肥 2 家（天鹅湖分院和滨湖分院）、深圳 2 家（宝安分院和深圳奥亚分院）、重庆 2 家（万象城分院和重庆美兆分院）、成都 2 家（成都奥亚分院和慈铭高新分院）、西安 2 家（科技分院和曲江分院）。二三线城市基本以旗舰店和标准店水平配置，而一线城市由于门店投入时间较早、场地限制较大等原因，在设备配置方面要逊于二三线城市，比如筹建于 2011 年的上海齐鲁门店，场地无法支持 MRI 这类大型设备，套餐中涵盖 MRI 项目的由客户凭核磁卡到其他门店完成检查。公立医院体检中心对于 CT、MRI 及超声等设备的配置较为忽视，对于医疗资源相对不足的下沉市场，配置情况更加不足。美年健康下沉门店从数量和品质上都要高于当地医疗机构，彰显在低线城市的竞争力。

**表 3：上海、合肥、南京、杭州等调研地区门店配置情况**

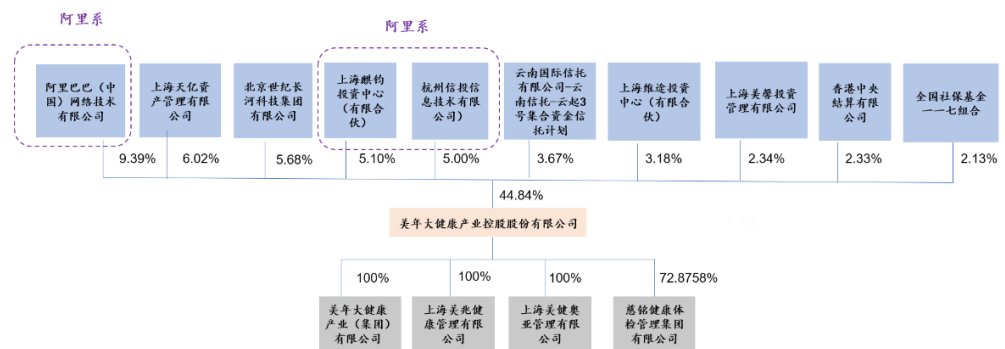
所处城市	分院名称	面积 (平方米)	设备	医师团队
上海	齐鲁分院	3500	有 CT, 因为场地限制没有 MRI 10 台超声, 8 条线全职, 2 条线周末多点执业	医生、护士各 40 人左右 8 个全职 B 超医生 2 个多点执业 B 超医生
	美兆世博	-	两台胶囊内镜设备, 1 台颅脑核磁共振 (东芝), 1 台 CT (飞利浦), 1 台普通核磁 (GE), 超声若干	-
新乡	宝龙分院	1600	1 台 CT, 1 台 MRI, 6 台超声, 1 台胶囊内镜	医生和护士 150 人左右
	玫瑰园分院	4300	2 台 CT, 2 台 MRI, 7 台超声, 1 台胶囊内镜	全职超声医生 7 名
合肥	滨湖	4600	2 台 CT: 联影 u510, 东芝 16 排, 明年三家店合计 7 台 2 台 MRI: 万东永磁, 朗润 1.5T DR: 韩国美思 (上述设备两店配置相同)	45 个医生, 副主任 5 个
	包河	4000	超声: 包河店 7 台迈瑞 (DC8), 4 台 M7, 滨湖店 11 台迈瑞, 其他是东芝、飞依诺	
杭州	滨江分院	4500	2 台 CT (西门子, 16 排低剂量螺旋 CT), 4 台核磁, 1 台 DR (联影), 一台胶囊胃镜, 彩超 9 台	常驻医护人员大概在 40-50 人左右
	钱江分院	4353	2 台 CT (西门子), 4 台核磁, 1 台 DR (联影), 一台胶囊胃镜, 彩超 9 台	
南京	鼓楼分院	8000	2 台 CT (16 排和 64 排各一台), 1 台核磁, 2 台 DR, 1 台胶囊胃镜, 6 台彩超	54 个医护人员, 医生和护士对半
	汉口路分院	4600	CT 和核磁: 联影	-
深圳	宝安分院	10000	3 台 CT、3 台核磁、14 台彩超、2 台胶囊内镜	医护人员共 76 人, 其中医师 30 人左右
	深圳奥亚分院	4500	2 台 CT (飞利浦 16 排、佳能 32 排)、2 台核磁 (1.5T 飞利浦)、9 台彩超 (飞利浦、迈瑞、佳能)、1 台 DR、1 台胶囊内镜	
重庆	万象城分院	6000	2 台 CT、2 台核磁、8 台彩超、1 台 DR、1 台胶囊内镜	医护人员 100 多位 (高级职称专家 20 人, 主治医师 25 人)
	重庆美兆分院	5500	2 台 CT (64 排、16 排)、2 台核磁 (1.5T)、5 台彩超 (西门子、飞利浦、东芝)、1 台 DR、1 台胶囊内镜	医师 19 人、护士 25 人、技师 9 人
成都	成都奥亚分院	4000	1 台 CT (64/128 排、飞利浦)、1 台核磁 (1.5T)、5 台彩超、1 台 DR、2 台胶囊内镜	医师包括高级职称 12 位、中级职称 19 位
	慈铭高新分院	5000	1 台 CT、1 台核磁、1 台 DR、8 台彩超、1 台胶囊内镜	医护人员共 73 位
西安	科技分院	3407	DR (万东)、永磁 (开普)、MRI (飞利浦)、CT (联影、飞利浦)	-
	曲江分院	3634	CT (64 排-西门子、16 排-联影)	-

资料来源: 公司调研数据, 国元证券研究中心

### 2.3 引入战投阿里健康，升级智能健检 3.0

2019 年 10 月，阿里网络及一致行动人杭州信投合计受让美年健康 10.82%的股权，成为美年健康第二大股东，随后又通过定增继续增持，成为美年健康的第一大股东，截至 2020 年 7 月，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及其一致行动人杭州信投共直接持有美年 14.39%股权，此外，阿里系云峰基金控股的上海麟钧持股 5.1%，成为公司第二大股东。阿里巴巴集团作为互联网最大的流量入口，一方面有望带动公司个检业务增长；另一方面，在现有基础上，阿里可以加速提升数字化、智能化发展水平，加强信息化中后台建设，共同构建协作创新技术平台，打造智能健检 3.0，为实现定制化与智慧化健康体检、健康管理服务打下坚实基础，全面进入“3.0 健康管理时代”。

图 4：美年大健康股权结构图（十大股东）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

阿里入股美年后，目前主要针对两方面进行赋能改善：数据化升级和线上业务。

阿里对美年的数据化升级的主要目标为开源节流、健康经营，将建设客户服务运营能力，提升客户服务体验，降低客户流失率；大数据赋能，做体检服务增值，拓展业务边界（做一些检后服务），提升业务收入；数据业务中台化，减员增效，改善医质，提升业务运营效率；沉淀数据技术体系，帮助建设具备大数据能力的队伍。

#### 数字化建设：

- **对外方面**实行一体两翼：开发 APP 和小程序，建设一站式服务，形成美年健康服务用户平台，用户运营线上化，可利用支付宝平台完成购买、预约、报告解读及导入至阿里健康其他健康相关平台；基于体检结果形成用户画像，建立面向个人和企业的会员系统，赋能个性化营销和体检增值服务建立心智，从低频到高频，从体检服务到健康服务平台完成生态圈建设。

图 5：基于大数据的体检数据平台构建逻辑



资料来源：阿里健康，国元证券研究中心

- **对内体系**实行管理云端化，赋能大数据与 AI 能力，提升医护效率与医质：Saas 云端化，600 家门店统一管理，可快速响应和整合；打通生态系统，医护交互智能化，大幅度提高医护效率；数据与 AI 赋能，建设医质管理/医学诊断平台，提升医质。
- 建设美年数据与业务平台，打通数据与系统，赋能业务、员工与组织的运营、管理、决策效率。

**线上业务重塑：**

- **线上业务做品牌：**重新定位线上与电商运营，线上承担品牌宣传属性、做品牌，深挖礼品属性，主打入职快速，提高线上价格，以低消费费率换取高净利率。
- **线下业务做业绩：**线下做成交，以 1+X 套餐为主，精准客户群体，抓住主干全面体检，实现大规模成交换取高收入。
- **线上与线下协同：**线上客户主要集中在北京、上海，两个城市用户比重超过 40%，线下客户分布更为均匀，不同层级城市之间由于竞争态势差异存在利润差异，线上线下定价或存在冲击。线上强化品牌宣传，线下强化利润保障，统一品牌和价格形象，通过阶梯结算机制平衡不同城市内部水位差。

图 6：“3.0 健康管理时代”理念



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心



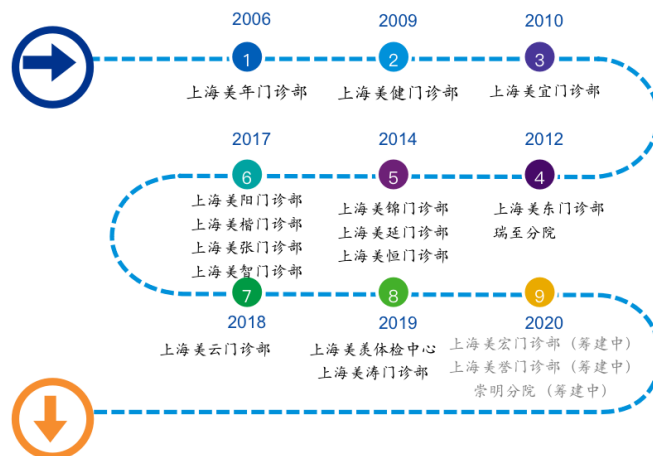
### 3. 城市调研，管中窥豹

#### 上海市

**上海市基本情况：**上海市人口约 2428 万，总面积 6340.5 平方千米。2019 年 GDP 达到 3.82 万亿元，同比增长 6%，排名全国各省/直辖市第 10 位，人均 GDP 达到 15.58 万元，位列全国各省/直辖市第 2 位。截至 2018 年底，上海市三甲医院共 66 家，仅次于北京市，上海市开展健康体检的医疗机构共 243 家，其中公立医疗机构 118 家，社会办医疗机构 125 家，主要包括美年健康、爱康国宾、慈铭、瑞慈、瑞美体检等，相对而言竞争红海。

**上海美年发展基本情况：**上海美年自 2010 年开业，体检收入至今翻十倍有余，客单价上升到近 500 元，2019 年累计体检超过百万人次。自 2014 年起，上海地区开店速度加快，目前共拥有 9 家控股公司、6 家参股公司和 3 家待开业（虹口、虹桥、金山），新开门店预期第二年可以实现盈亏平衡。目前上海美年控股公司总人数超过千人，其中医护人员占比达到 70%；参股公司千人规模，医护人员占到 4 成，上海美年个检占比约 15%。

图 7：上海美年系发展路径

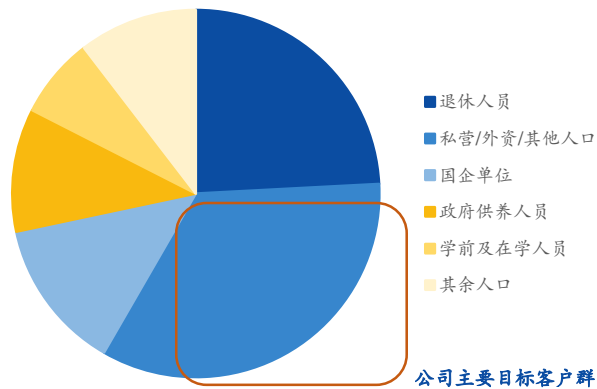


资料来源：大众点评，国元证券研究中心

#### 上海区域整体目标客户人口最少 820 万：

根据调查，上海地区体检目前覆盖总客户群 1400 万人，其中**私营/外资/其他人口 820 万人（其中私营 560 万人）**，是公司主要目标客户群体。从客户群体分布来说，美年和三甲医院不是直接竞争关系，公立三甲医院主要覆盖国企单位、政府供养人员等，而公司目前主要客户群为私营/外资企业。公司 2019 年体检百万人次，对目标客户群的覆盖率仍有较大提升空间，未来上海美年仍将以发展团检业务为主，通过改革激励机制，进一步调动医务人员的销售积极性，从而提升公司市占率。

图 8：上海不同类别群体占比情况（%）



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

### 门店设备配置整体优异，内部较为分化：

公司门店设备以进口仪器为主，与公立三甲医院相比具备竞争性。IVD 设备品牌为罗氏和贝克曼的自动化流水线设备，可在 4 小时内提供检测结果，结果准确性高，同时门店内配置两台胶囊内镜设备，一台颅脑核磁 MRI（东芝），一台 CT（飞利浦），一台普通核磁共振仪（GE），超声若干台。

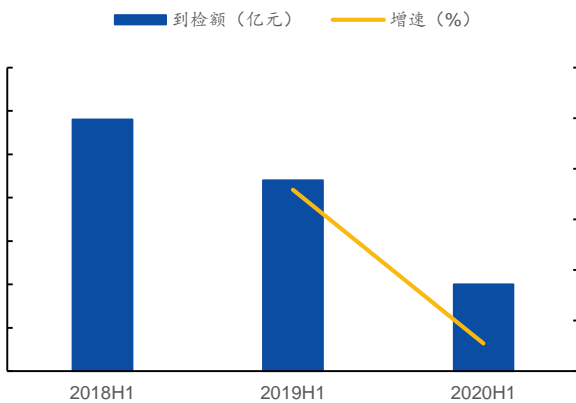
上海地区由于城市已成熟化，布局门店多数在成熟楼盘和写字楼等，部分门店大型影像设备引入存在一定困难，需要依赖全区协调配合。

### 经营状况逐步恢复，下半年恢复在望：

上半年业绩略受影响，下半年有望恢复。一季度为体检的淡季，叠加疫情影响，2020 年上半年业绩下滑明显，到检金额同比下降约 50%。近期随着国内疫情逐步缓解，公司业绩恢复迅速，2020 年 7 月 1-6 日期间，到检金额已经较大幅度超过 2018 年同期，业务恢复良好。

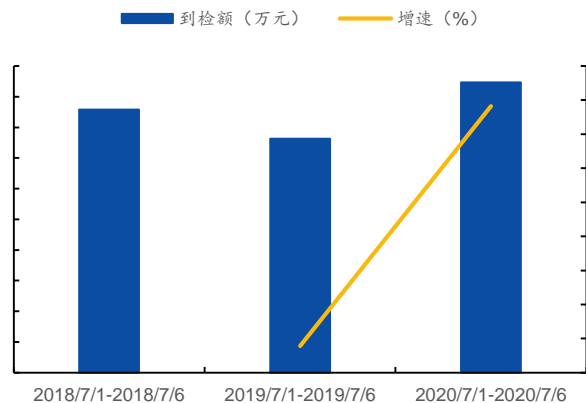
公司下半年业绩有望进一步保持良好的恢复态势，主要催化因素有两方面：（1）2018 年舆情事件的影响有所减弱，2019 年流失客户群体逐渐回流；（2）疫情期间，公立医院体检部门客流量下降以及其他个体民营体检机构经营不善将促使客流量向专业体检机构回流。

图 9：上海地区 18-20H1 到检金额（亿元）



资料来源：实地调研，国元证券研究中心

图 10：上海地区 18-20 年 7 月 1-6 日到检额（万元）



资料来源：实地调研，国元证券研究中心

### 上海区域后续工作重点：

- **严格执行“不预约、不体检”政策：**有利于减少出现爆单而导致的医护人员临时外聘费、医护人员加班工费等费用，分时段预约有利于推动下午场和晚上场的开展；
- **继续推进新技术，改变对医护人员的依赖：**原来 IVD 检测和影像类检测对人的依赖性较强，现在 IVD 检测已经基本实现自动化，影像类检测主要是采用 AI 系统帮助提升效率。对影像阅片进行 AI 初筛，划分成重大阳性、普通阳性、一般阳性三种情况，分别给予高资质医生、普通医生和年轻医生进行进一步阅片，若医生人工阅片和 AI 阅片产生相左结论，需要高年资医生复核，可有效提高工作效率和准确性，将对医务人员的依赖度乳腺超声和甲状腺超声都可以借助 AI 提高检测敏感性，准确度在 95% 以上，而医生阅片准确率在 75-80%。
- **分院实现盈利后，调整其考核机制，减少加班费等费用的支出，提升绩效带来的奖金驱动：**上海地区门店盈亏平衡点平均在 4000 万左右。2020 年 9 月 1 起，上海门店（仅限上海地区成熟门店，暂不拓展至全国地区）将执行新的绩效考核方式，调整后每个门店可以节约外聘劳务费、加班费、超劳务奖励。
- **新开门店计划：**上海地区预计门店达到 80% 接待量后才考虑新开门店。

### Q&A:

#### 1. 公司后续将如何发展 B 端和 C 端的销售业务？主要策略有哪些？

**公司重心仍然在 B 端市场：**目前 B 端市场市占率仍然较低。C 端（到店加项不计入）占比在 20%，但 C 端市场难以规范、服务较难，因此上海公司不会集中主要精力去发展 C 端市场，公司销售人员也有所缩减。目前上海地区门店平均客单价为 500 元左右，未来目标客单价是 600 元。三年内实现单门店 8000 万营收的目标，之后将进

入成本控制阶段，有望维持高毛利水平。2018 年舆情事件是由个检引起的。个检市场有利有弊，一方面可以快速见效并弥补团检订单流失的收入，但同时造成人力成本上升和团检客户满意度下降。上海地区不追求高开店速度，而是**精耕细作，细化销售群体，提高单店利润率。**

## 2. 公司引入战略投资者阿里健康后，具体在哪些方面产生影响？

**淘宝端个检导流：**在上海地区，阿里健康入股后试运营了淘宝端导流个检，但是对公司品牌效应有一定的影响，对上海地区可能是弊大于利。后续公司会更加精细化个检方式，而不是通过低价策略吸引客流。同时，客户可以通过支付宝端可以查询体检报告，公司也会对体检报告不断进行优化，提供更好的报告解读服务。

**智能预约+智能加项：**依赖支付宝的大数据功能，公司可以根据用户画像来从医学角度来推荐加项，并通过 App 预约来控制个检预算，实现合理加项并提高服务质量。未来公司还会推出会员制度，客户加入会员后可以获得免费加项。

## 3. 如何看待公司和公立医院之间的竞争？公立医院未来会大力发展体检业务吗？

**美年是和普通公立医院竞争，不是三级医院。**三级医院的品牌效应强，超高收入群体的支付能力较强，不是我们的核心客户人群，普通公立医院的客户才是我们的目标客户群体。疫情期间，公立医院体检业务受到影响，流量减少，在一定程度上推动了民营专业体检机构的发展。同时，专业体检中心的服务质量优于医院，在 2018 年舆情事件影响下转向普通公立医院的客户已经有所回流。**体检科室在公立医院仍然属于边缘科室，不是公立医院发展的主流方向。**

## 4. AI 系统仍然存在一定的漏诊情况，公司如何避免这个问题？

AI 的作用是进行筛查，准确率超过 98%，而医生准确率仅 80%。AI 系统对 CT 片进行筛选，重大疑似阳性的 CT 片会由经验丰富的医生复核，一般疑似阳性的 CT 片由普通的医生复核，没有问题的 CT 片由初级医生复核。

## 深圳市

**深圳市/广东省基本情况：**广东省人口约 1.15 亿人，下辖深圳、广州、佛山等 21 个地级市，2019 年全年 GDP 10.77 万亿，全国排名第一，人均 GDP 达 9.35 万元。根据公司推算，广东全省的体检存量市场规模约 20 亿元，年增速高达 12%，预计潜在市场规模为 575 亿元。广东省体检市场中仍由公立医院主导，占比约 90%，民营企业仅占 10%。广东全省的年体检人次约 430 万人次，整体客单价约为 700 元。

**深圳市/广东省美年基本情况：**广东地区目前共有在营门店 49 家，其中美年 35 家、慈铭 7 家、奥亚 5 家、美兆 2 家。一二线城市布局门店相对更多，高端品牌都开设在更发达的城市。深圳共布局门店 13 家，包括美年 8 家、慈铭 3 家、奥亚 1 家、美兆 1 家，是广东省布局门店最多的城市。广东作为公司布局门店较多的地区，贡献全国总营业收入的 10%。

图 11：广东省美年门店分布情况



资料来源：公司材料，国元证券研究中心

### 门店设备配置优异：

- **影像类检查：标准门店**以宝安分院为例，该分院配置 1 台 DR、3 台 CT、3 台 MRI、14 台超声和 2 台胶囊内镜，日接待量上限可达 600 人，目前受疫情影响控制在 400 人左右。高端品牌以深圳奥亚保利分院为例，配备有 1 台 DR、2 台 CT、2 台 MRI、9 台超声和 1 台胶囊内镜，每天接待量上限为 150 人，日均客流量控制在 100 人左右，保证高端客户的服务质量。
- **门店合规医护配置：**宝安分院共有医护人员 80 人左右，其中常驻医生约 30 人（主任医师超过 10 人），医护人员配置合理。



### 医疗质量控制管理:

#### ➤ 可监控的质量体系

广东美年引入 **ISO15189 标准实验室**，同时严格实施质量控制，要求将所有分院的技师与诊疗医师集中纳入省级影像中心进行集中管理，DR、CT、MRI 阅片全部实施双审签名，每个月对放射技师、诊断医师阅片结果进行质控抽查，提供影像阅读的质控报告。

#### ➤ 可衡量的服务结果——院长负责制

广东公司为各个分院的院长制定一系列详细的评分原则，制定院长负责制，将院长的薪酬与多个不同维度的指标挂钩，包括门店营业收入、利润、服务等，提高院长主动性，优化服务质量。

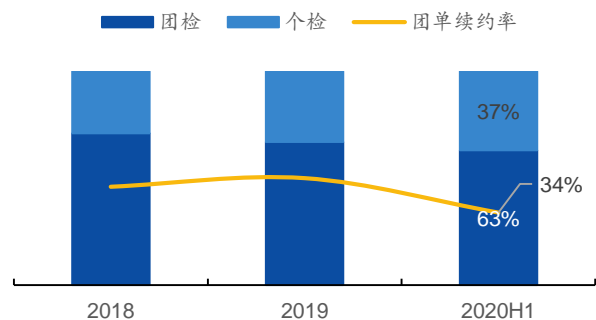
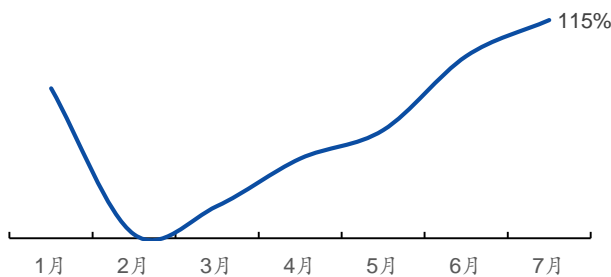
### 经营状况在疫情后恢复情况良好:

**疫情后业务基本恢复:** 受新冠疫情影响，广东地区 2 月份业绩同比 2019 年同期下滑明显，但在疫情得以控制后逐步恢复，6 月份已经基本恢复去年同期水平，7 月份预计有 15% 左右增长。

**预计 2020 年营业收入同比减半，利润保持稳定。** 公司预计 2020 年营收将同比下降 50%，但利润将维持去年相同的水平，主要通过控制成本来实现，预计全年将节约部分成本，主要包括：(1) 疫情期间房租下降，同时通过削减销售人员数量降低销售成本；(2) 通过减少新开门店数量、缩减部分门店的面积；(3) 疫情期间政策减免社保、税收等节约成本。

图 12: 2020 年广东省月度营收同比增长 (%)

图 13: 2018-2020H1 广东省团检/个检占比及续约率 (%)



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

## Q&A

### 1. 广东公司对成本端的控制是否有可持续性?

**销售费用的控制是可持续的。** 销售团队规模削减以提高人均创收，销售人员重点服务团检客户，广东区销售人员数量减少，但是团检客户数量未有明显下降，个检客户数量有所降低，公司计划将通过开展电商业务来弥补个检客户的流失。疫情期间的政策

补贴带来的成本降低是不可持续的，但占比较小。

## **2. 公司收入端是否存在接受公立医院无法满足客户的挤出效应？**

公司早期客户有部分来自医院引流，主要是通过和一些公立医院签订医联体合作，接受医院引流的客户，并为阳性检出者提供医院的绿色通道。目前公立医院无法满足所有的客户需求，存在挤出效应：一些医院的体检科室占地面积较小，接待量有限，部分医院体检预约已排期至 2021 年。此外，政府要求公立医院以疾病诊治业务为重心，不鼓励医院大力发展体检业务。

## **3. 广东地区控股门店和参股门店的经营管理是否存在差异性？**

参股门店与控股门店的管理策略无差异，都是公司统筹管理，参股门店的当地投资者不参与公司经营管理。不同城市竞争情况不同，四五线城市竞争相对较弱，公司在当地具有定价权，不会设定较低的折扣价。

## **4. 未在公司续约的客户主要流向公立医院还是其他民营体检机构？续约率降低的原因是什么？**

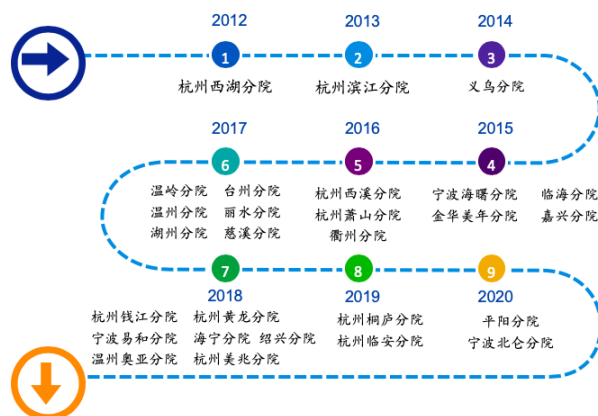
2019 年广东全省续约率约 50%，损失的客户少部分流向公立医院，大部分流向其他体检机构。2020 年续约率仅为 30%+，主要是由于疫情影响下超过 50% 的客户推迟体检时间。

## 杭州市

**杭州市/浙江省基本情况：**浙江省人口约 5850 万，下辖杭州、宁波、温州、绍兴、湖州、嘉兴、金华、衢州、舟山、台州、丽水 11 个城市（含 36 个市辖区）。2019 年浙江省 GDP 达到 6.23 万亿元，同比增长 6.8%，位列全国第四位，人均 GDP 达到 10.87 万元，位列全国各省第 2 位。杭州市面积 1.66 万平方公里，常驻人口 1036 万人。浙江三级医院共有 113 家，其中杭州地区有 30 家，公立医院及疗养院占据全省体检业务的 80% 以上；民营体检品牌较多，包括爱康国宾、慈铭、第一健康、瑞慈、迪安、全景、名流、艾迪康、艾博等。

**浙江美年发展基本情况：**美年自 2012 年起进入浙江省，2015 年后加快布局，核心区域布局已基本完成，地级市均已布局分院，目前正向县级区域拓展。截至 2020 年 6 月，美年在浙江省拥有 26 家在营分院和 4 家筹建分院（嘉兴慈铭奥亚分院、诸暨分院、宁波北仑分院及杭州城北分院）。以钱塘分院和湖滨分院为例，目前两家分院开业面积分别达到 4325 m<sup>2</sup> 和 4500 m<sup>2</sup>，设有常规体检区和 VIP 贵宾体检区。

图 14：杭州美年系发展路径



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

### 门店设备和人员配置优异：

- **采血室：**共配置 6 个通道，开放通道数量取决于客流量，预约人数超过 300 人后 6 个通道全部开放。采血室旁配备急救室，防止出现晕针等突发情况。
- **影像类检查：**以滨江分院为例，配置一台 DR、两台 CT、四台 MRI、13 台超声设备和一台胶囊内镜，能在较大程度上满足中高端客户的需求。核磁项目检查耗时较长，人均检测时间为 10 分钟，主要在下午进行，客户需要提前 2 周预约。胶囊内镜检测项目全程耗时 2 小时，上机时间约 15 分钟，每日接待量在 6-8 人。
- **门店医护人员配置合理：**单个门店常驻医护人员为 40-50 人，占有所有医护人员的 80%，客流高峰时段会聘请外部人员。医生和护士比例在 1:1 到 1:2 之间，医生主要以大型医院的退休人员为主，临床经验丰富；护士整体较为年轻，重在服务。

### 医疗质量控制管理:

➤ **与浙大市一医院集团签订医联体合作:** 打通预防、筛查、诊断、治疗一体化服务体系, 在绿色通道、医疗质控、人才培养方面进行全面合作。

- (1) **质控:** 市一医院每月巡查旗下所有体检门店, 并定期进行内部制度考核。
- (2) **人才培养:** 医生资源稀缺, 尤其是超声、眼科和女外科三个科室。美年从医学院招聘临床毕业生, 由市一来进行带教培养后在美年入职。
- (3) **绿色通道:** 对美年客户开辟就诊绿色通道。

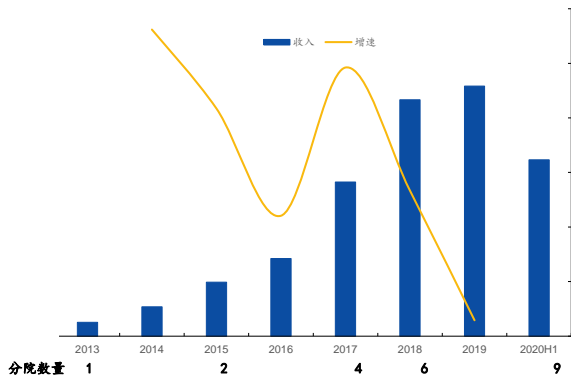
### ➤ **质量控制系统全面上线**

- (7) **影像质控:** 目前已经针对 CT、MRI、DR 三个项目检测进行质控, 超声检测和心电项目预计在 2020 年上线 PACS 系统, 推进质量控制, 实现全体影像中央控制并抽查。美年建立了多重质控中心机制, 100%实现双审, 10-20%由省级质控小组进行抽查, 10%由集团医疗中心抽查。
- (8) **临床质控: 主要体现在 3 个方面。**(1) 明确操作规范, 细化到客户回访、医生问诊时间、阳性检出率等数据。采用“体检卡”, 检查刷卡进门, 刷卡出门, 明确医生服务客户时间;(2) 明确规定医生直检、器检比例,对阳性检出率过高或过低的医生进行抽查, 了解具体原因;(3) 加强客户回访,后续将对对接阿里开发的系统, 可对整体检查过程、回访情况进行跟踪。
- (9) **检验质控:** 2020 年将全面对接艾迪康 LIS 系统, 目前已经完成在杭州、嘉兴的测试, 阿里信息化团队正在进行最后的项目匹配。
- (10) **重大阳性回访:** 重大阳性跟踪回访, 通过电话和短信方式进行提醒, 尽量打电话催促到客户实际完成确诊; 电话、短信方式预留, 以应对未重视客户回头投诉。
- (11) **其他质控:** 集团公司针对医疗管理 800 分进行质控评判。

### 经营状况逐步向好:

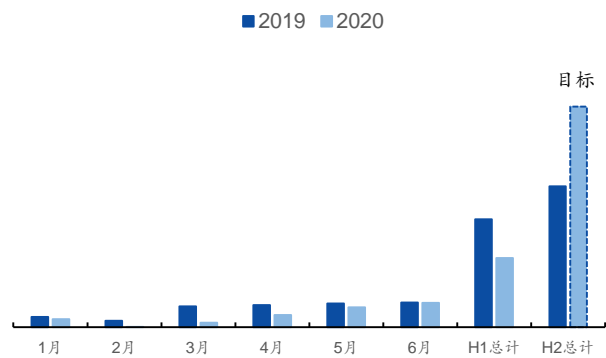
- **杭州美年业绩持续保持正增长。**2018 年舆情事件影响有限, 浙江省各门店注重健康教育、开展医联体合作, 客户黏性相对较强。
- **老店 (滨江、西湖、西溪等)** 预计营收有望超过 4000 万/店, 日均接待人次达到 300-400 人 (含下午场)。次新店 (桐庐等) 预计营收在 1000 万元/店, 尚未达到盈亏平衡点。新店 (台州、义乌、杭口、衢州) 预计在今年下半年相继开放下午场。
- **毛利率和净利率水平:** 门店毛利率在 40-50% 之间; 高毛利率的原因主要是营业收入高, 稳定在 4000 万以上, 而固定成本相对较为稳定。

图 15: 杭州公司 2013-2020H1 收入情况



资料来源: 草根调研, 国元证券研究中心

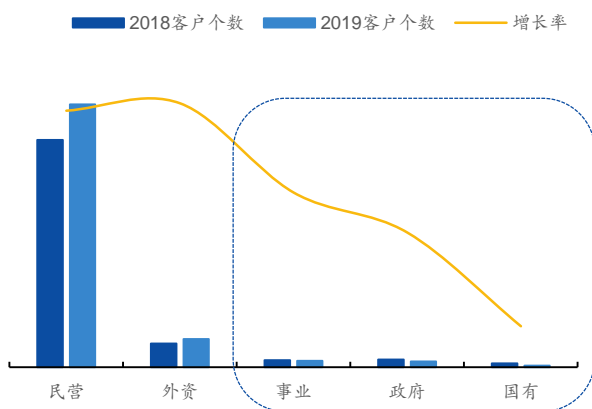
图 16: 杭州公司 2020 年 1-6 月情况



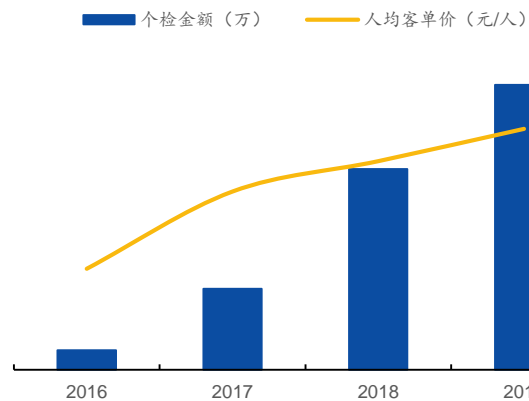
资料来源: 草根调研, 国元证券研究中心

**2018 年舆情事件影响:** 相对可控, 杭州公司 2019 年同比提升 8%, 个检营业收入同比提升 40%, 客单价由 820 元提升至 950 元, 同比提升 15%。2018-2019 年团检客户数量达到约 3500 余个, 净增加约 500 家。同时, 从 2018 年和 2019 年客户结构来看, 民营和外资客户仍然保持较高增速及占比, 而企事业单位、政府、国有企业转向公立医院较多。

图 17: 2018 年舆情事件下, 客户减少主要在企事业单位 图 18: 杭州公司 2016-2019 个检客单价情况



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心



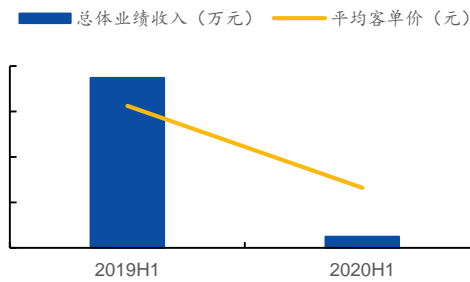
资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

➤ **2020 年疫情事件影响:**

受疫情影响, 2020H1 业绩下滑明显, 接诊人次、平均客单价、人均到检业绩额等均出现一定程度下降。2020H1 整体收入同比下降 35%; 接诊人次下滑 26%, 平均客单价由下滑 9%至 430 元, 人均到检业绩额下滑 31%, 个检金额下滑 13%。

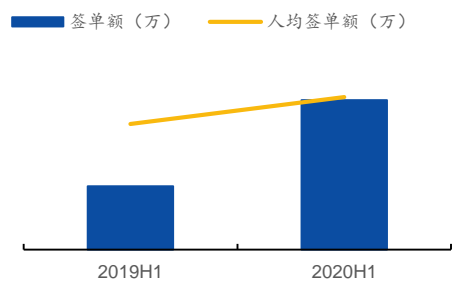


图 19: 2020H1 总体业绩受疫情影响



资料来源: 国元证券研究中心

图 20: 2019H1 和 2020H1 签单情况

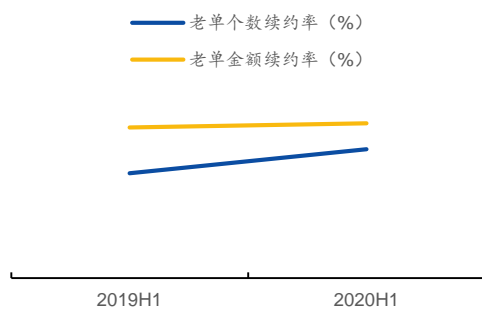


资料来源: 国元证券研究中心

**2020 年 5-6 月份积蓄力量, 2020H2 后劲有力:**

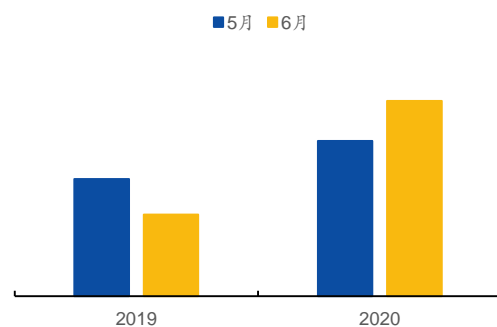
- **签单额:** 2020 年 6 月, 杭州美年业务恢复迅猛, 2019M6/2020M6 签单金额同比提升 139%。从半年度签单额业绩看, 2020H1 签单额同比增加 16%, 人均签单额同比增加 22%。上述签单额的提升将有序转化为下半年的收入确认贡献。
- **复签率:** 2020M5/M6 复签率分别为 10%和 21%, 主要是由于 6 月部分老客户增加, 预计全年老单续签率在 30-40%之间, 相对较低, 而吸纳新客户的成本相对较高。2018 年舆情事件后, 公司部分优质客户流失, 2019 年续签率只有 35%。因此, 公司提出企业健康服务 3.0 概念, 在健康体检的基础上提供心理检查服务, 拟通过打造差异化竞争优势来提高客户粘性。
- **客单价:** 2019M6/2020M6 客单价分别为同比提升 16%。

图 21: 2020H1 老单续签率增加



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

图 22: 2020 年 5 月和 6 月签单额恢复情况 (万元)



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

**精简营销, 提升效率:**

- **过去:** 一支团检运营团队进行无差别应对; **现在:** 分别成立小企业部 (网络化部队)、行业部 (金融、政府等) 及企业中台 (服务/支付等支持)。
- **销售在岗人数有所减少:** 由去年同期的 410 人约 5%, 精简人员有利于提高产能,

人均签单水平较去年同期提升 22%。

- 减少分院和体检过程中的过度营销，严格考核医护达到岗位质量标准，设立淘汰机制。

#### 个检产品策略：品牌化运营，节点化考核

- **统一品牌效应**：采用统一对外形象和卡面设计。
- **独立个检渠道**：开发独立个检运营渠道，设计独立产品运营。
- **分季度节点考核**：1-4 月份考核“开门红”，5-6 月份考核常规卡，7-8 月份考核淡季卡，9-12 月份考核闲时卡。

#### 个检的获客渠道：个检是未来趋势，开发健康大使扩大个检比例

个检的获客渠道主要有两种：

(1) 纯个检，这部分的金额在提升，2020 年占比预计在 28%左右，人数占比相对较低，可能只有 55%，预计后续会增加；

(2) 客户家属，这部分金额占比 60-70%。企业团检的福利无法保证每年都稳定，因此个检是未来获得稳定收入的趋势。公司积极普及个检的意识，实施“健康大使”开发策略，利用健康大使的高影响力去开发更多的个检客户，同时可以对健康意识进行很好的普及，让客户形成规律性的体检，保证个检客户的稳定性。

#### Q&A:

##### 1. 为什么市场上普遍认为医院出具的体检报告质量优于民营体检机构的体检报告？公司在优化体检报告上是否有一些措施？

体检报告的质量包括内容可信度和报告品质两方面：(1) **可信度**：浙江美年和浙大市一医院接团签订医联体合作，公司出具的报告质量也是得到了浙大市一医院医生的认可；(2) **报告品质**：美年出具的体检报告相比医院而言较为简单，公司正在逐步提高体检报告内容的丰富性、可读性和可视性，比如在文字描述的基础上增加 CT 图、心电图、超声图等。

##### 2. 公司如何看待和医院以及其他民营体检机构之间的竞争关系？

美年和公立医院不是竞争关系。虽然高净值客户会优先选择公立医院，但体检市场规模足够大，医院和民营体检机构均能占据一定的市场规模。而且民营体检机构的兴起反而促进了体检行业的发展，以上海为例，在民营体检机构出现后，上海公立医院的客流量反而有了较大提升。

### 3. 杭州市/浙江省的体检市场规模有多大？2019 年渗透率达到什么水平？

**杭州市：**杭州市人口为 1036 万，2019 年民营机构和公立医院渗透率合计约 30%。除去儿童和 65 岁以上老人，杭州至少有 600 万人的体检群体。

**浙江省：**浙江省人口为 6000 万，目前浙江地区大部分县级市还未开设新店，渗透率低于 30%，一个地区的人口至少要达到 30-40 万的规模才可以支撑一个体检中心的经营。浙江省民营体检机构在整个体检市场中市占率为三分之一。

### 4. 如何理解美年门店在下沉市场中的竞争力和收益率？

在杭州等省会城市，体检机构较多，市场充分竞争，在招标、竞价等情况下，客单价会受到一定的影响，美年在杭州市的地位是中端医疗机构。而在县级市，美年在设备（双 CT、核磁）配置、环境、服务、报告信息化、医疗质控等方面具有优势，在体检市场属于高端品牌，竞争力更强，当地县级公立医院竞争力相对较弱。但县级市场存在医生招聘难的痛点，因此县级分院招聘医护人员时提供的薪资待遇也由于杭州市。此外，同一个体检套餐在县级市的价格更高，因此收益率也相对较高。

### 5. 2020 年受到疫情影响，团检体检行业预算发生了怎样的变化？

公司团检客户中 70% 为民营企业，30% 为事业单位和少量国企。疫情对 2020 年上半年的体检客流量造成了一定的影响，多数团检订单的体检时间推迟，学校等事业单位开始逐渐接受非公立医疗机构提供的体检服务，个人体检的意识也有所提升。不同团检单位具体的应对措施如下：

- **行政单位：**体检正常，预算未提高，基本安排在杭州市三甲医院，部分事业单位开始选择非公医疗机构；
- **国企单位：**体检福利正常进行，其中约 10% 的国企单位由于疫情的原因，体检预算增加 20-30%，主要是由于公立医院体检预约排期较满，部分国企单位客户选择民营体检机构；
- **中等规模民营企业：**15-20% 的企业属于不确定期限的延期，剩余大部分企业的体检都推迟至 2020 年下半年；
- **小型民营企业：**受疫情影响较大，30% 的企业取消福利体检，30% 的企业推迟或降低体检预算。

### 6. 杭州公司 2016-2019 年个检人均客单价逐年提升，从 2016 年的约 400 元提升至 2019 年的 950 元，原因是什么？

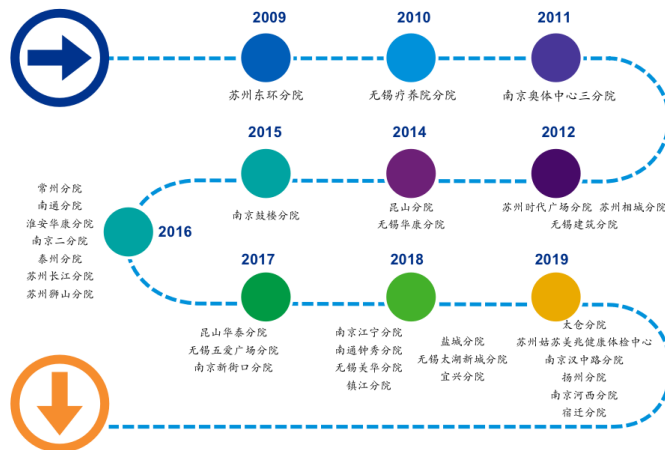
个检客单价提升主要有两个原因：首先，早期公司提供的套餐选择很少，价格整体偏低，现在套餐种类更加丰富，可以满足不同人群的需求，高端套餐提升了平均客单价水平。其次，公司有专业的健康顾问负责健康意识教育，让人们意识到体检对于疾病预防的重要性，人们选择的体检项目也日益增多，平均客单价得到有效提升。

## 南京市

**江苏省基本情况：**江苏省人口约 8070 万人，下辖南京、苏州、无锡等 13 个设区市，全部进入百强，是唯一所有地级市都跻身百强的省份。2019 年江苏省 GDP 达到 9.96 万亿元，同比增长 6.1%，位列全国各省份第 2 位，江苏人均 GDP 达到 12.36 万元，位列全国各省第 3 位。浙江面积 1.66 万平方公里，常驻人口 1036 万人。从全省的体检业务竞争格局看，大部分地区仍然是公立医院主导优质市场，其中南京、苏州等 10 个城市的公立医院合计 237 家，民营体检机构 91 家。

**江苏美年发展基本情况：**2009 年起在苏州开了第一门店，2015 年后加快布局，核心区域布局基本完成，目前共有 **33 家在营分院，3 家在建分院**，全省 13 个地级市中覆盖了 11 个地级市，只有徐州市和连云港市尚未有门店分布。分地区来看，苏北尚未在县级市建设分院，苏南地区所有县级市均有分院，发展程度较高。目前江苏地区所有门店医务人员合计 1774 人，销售人员合计 1081 人。南京四个分院医护人员合计 200 多人，总经营面积约为 15000 平方米，日均客流量为 200 人左右。公司团检和个检比例大约是 7: 3。

图 23：江苏美年发展路径



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

### 门店设备配置合理：

- **影像类检查：**以鼓楼分院为例，配置 2 台 DR、2 台 CT、1 台 MRI、6 台超声和 1 台胶囊内镜，能够较大程度上满足中高端客户需求。胶囊内镜全程耗时 2 小时，上机约 15 分钟，平日接待量预计在 4-5 人/天（汉口路分院）。
- **门店合规医护配置合理：**以鼓楼分院为例，医护人员为 54 人，医生和护士基本持平。

### 医疗质量控制管理：

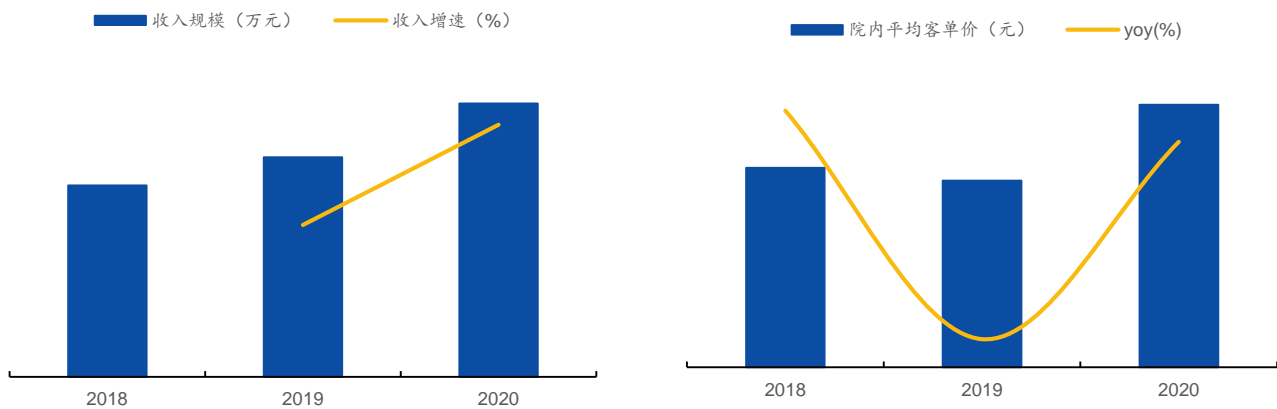
- **B 超医生和内科医生有专门的配检人员：**B 超医生和内科医生都有配检人员完成对客户的服务，医生专注于检验。
- **AI 系统提高阅片质量：**公司引进 AI 系统后，如果医生阅片的结果和 AI 阅片的结

果有差异，会让其他医生复核，如果出错率比较高，会对该医生进行问责。

### 经营业绩比较稳定，疫情过后业绩恢复迅速：

- **江苏美年业绩增长较为稳定。**近几年江苏指标完成率较高，在全国各省排名前五，包括在 2020 年疫情期间，影响也相对较小。
- **2020 年疫情影响较小：**往年 3 月份是体检旺季，今年 2-3 月份受疫情影响客流量几乎为零，4 月份逐步复工，5 月份江苏美年营业收入基本和 19 年同期持平，6 月份营业收入超过去年同期，业绩恢复较好，其中南京 6 月份营收同比增长 20%，主要是由于 2-3 月份的体检预约延迟至 6 月份。往年 7-8 月份是体检套餐夏季促销的时间段，预计今年 7-8 月将成为体检旺季。

图 24: 江苏地区 2018-2020 年收入及增速情况(万元、%) 图 25: 2018-2020 江苏区域客单价变化情况 (元、%)



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

- **销售人员相对较少，销售费用率较低：**江苏美年的销售政策独立于集团和其他分公司，自成立起就注重人均产出的提高。同等规模收入的地区，江苏区域销售人员规模较小。江苏美年采用和当地投资者合作的模式，投资者和公司管理层关系维护较好，在当地人脉资源丰富，客户开发成本相对较低。

### 2020 年客单价会持续提升：

- **客单价：**2020H1 客单价为 450 元，同比 2019 年提升 10%，一方面是由于客户结构的调整，另一方面是由于江苏区域的 3 个美兆分院和 3 个奥亚分院都属于高端分院，美年的部分客户分流至美兆分院和奥亚分院后，极大提升了江苏区域整体客单价水平。
- **复签率：**江苏美年团单的稳定性比较强，公司鼓励大客户签订 2-3 年的合同，因此复签率比较高，2017-2019 年均超过 60%，2020H1 为 50%左右。未来在保证客单价提升的同时，要保证高水平的复签率，一方面需要维持和老客户的关系，另一方面要增加优质客户的比例。



**2018 年舆情事件影响：**2019 年净利率下降明显。江苏区域控股分院大多为老分院，近几年新开分院都是参股分院或加盟分院，对老分院造成一定的分流。同时，参股分院不参与集团财务并表。此外由于 18 年舆情事件造成公司合规成本大幅增加，比如公司全面实施血液跟踪系统、人脸识别系统，对净利润形成一定影响。

#### 控制开店速度，降低运营成本：

- **未来 2 年开店速度放缓：**苏南地区县级市场都基本覆盖，苏北地区已经在地级市布局。未来 3-5 年，江苏区域不鼓励、不反对新开分院，但是会控制开店速度；同时，公司允许开设加盟店，但不会投入主力团队去经营管理。
- **降低运营成本：**江苏地区不允许关店，会采取相关措施降低运营成本，比如减少租赁面积，通过退掉或者转租出去的方式进行成本转移。

#### 参股分院发展势头良好，销售费用分配合理化

- **参股分院贡献率较高，但其业绩没有纳入集团财务报表：**参股门店多数是近几年发展起来，发展势头良好，新开分院第一年营业收入基本超过 1000 万元，第二年超过 2000 万元。未来 2-3 年参股分院对业绩的贡献率会比较高，但是营业收入暂时不会纳入集团财务报表。
- **合理化销售费用：**以往参股分院的销售人员归入控股公司旗下，这是不合理的，会对集团销售费用产生影响。因此需要按照参股比例不同确定参股公司和集团销售人员的配比，从而确定销售费用的配比。

#### Q&A:

**1. 如果体检市场不扩容，公司是否会加速开店？既然新开店会造成分流，那么净利润是够可能降低到 1-2%？**

江苏区域不会继续新开门店，多数地区体检市场仍然是由公立医院主导，民营体检机构竞争激烈，客单价不断降低，利润率也会持续下降；一家体检机构发展到成熟阶段，价格战并不是好的策略，对体检机构来说，价格已经不是唯一的竞争因素。

**2. 公司近三年利润率较低，原因是新开门店没有盈利还是客单价较低？经营最好的分院的利润率为多少？**

体检行业利润率在 10% 以上。利润率低的原因主要是江苏控股的分院都是老店，近几年新开的门店均为参股门店，对老店有一定的分流影响。以苏州园区老门店为例，该分院建筑面积为 1300 平方米，营业收入为 3000 多万元，每年房租 100 多万元，盈利水平较高，但因为新店的分流，导致利润率下降。房租是影响门店盈利能力最大的成本因素，如果房租/营收低于 10%，利润率可以达到 15%-20%，如果房租/营收比例较高，利润率可能只有 10%。



### 3. 公司如何保证个检回头率？

近三年个检回头率均不足 20%，2019 年春节期间体检的 3000 人和 2020H1 的 3000 人，重叠人数仅 600 人，其余 2400 人是由于没有去维护客户关系而造成其流向公立医院或其他民营体检机构。未来公司会采用会员制度去提高个检回头率。

### 4. 南京市体检市场空间有多大？

从 2019 年南京公立医院和计价民营体检机构营业收入看，省人民医院实现营业收入达 1.2 亿元，人均客单价 1500 元，爱康国宾 6 家分院实现营业收入共 1.5 亿元，瑞慈 3 家门店 2019 年实现营业收入 1 亿左右。公司增加的客流量必定是从公立医院和其他民营体检机构流失的客户。南京市人口为 850 万，平均客单价不低于 500 元，教育机构不低于 800 元，国家机关单位 1500 元左右，体检市场空间足够大。

### 5. 一家新店从诞生到发展成熟的路径是怎样的？

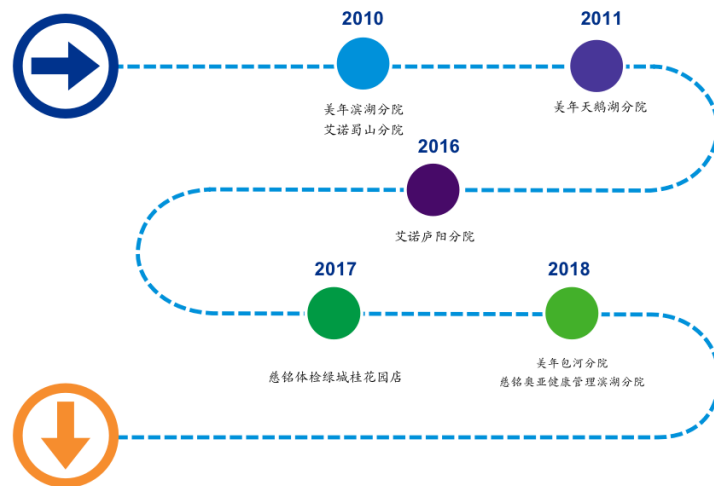
新店从成立起经过三年的阶段性发展达到成熟期，一家 2000 平方千米的门店发展到成熟阶段的日均客流量为 250 人，平均客单价为 400 元，按照美年 300 个开店日计算，年营业收入为 3000 万元，称为饱和营业收入。新店第一年需要达到饱和收入的三分之一（1000 万元），第二年需要实现饱和营业收入的三分之二（2000 万元），第三年实现 3000 万元的营业收入。

## 合肥市

**合肥市基本情况：**截至 2019 年，合肥市下辖 4 个区、4 个县、代管 1 个县级市，总面积 11445.1 平方千米，常住人口 **818.9 万人**。2019 年合肥市实现地区生产总值 **9409.4 亿元**，人均生产总值 **11.56 万元**。主要体检机构包括美年、名流、爱康国宾、安医、省立等，从竞争格局看，美年在合肥地区民营体检机构中优势明显。

**合肥美年发展基本情况：**合肥美年成立于 2014 年，旗下有美年、艾诺（2018 年收购）、慈铭三大品牌，控股 4 家公司，参股 1 家公司，门店数量 **7 家**（美年 3 家，艾诺 2 家，慈铭 2 家）。2018-2019 年营业额由 8000 万元增长至 1.26 亿元，客单价水平约 500 元，体检人次合计 32.2 万人次（其中美年控股分院 25.4 万人次，艾诺体检 6.8 万人次），2019 年团检和个检比例为 **77%：23%**。

图 26：合肥美年发展路径



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

### 门店设备配置优异：

- **CT 和核磁：**滨湖分院（3 台 CT，2 台核磁），包河分院和天鹅湖分院（2 台 CT，2 台核磁），艾诺蜀山分院（没有 CT），艾诺庐阳分院（1 台 CT）。

### 医疗质量控制管理：

- **“331”管理模式：**为了进一步提高医疗服务质量，公司推出“331”管理模式，即 3 小时体检完毕、30 分钟内科室排队等候以及 1 个核心（少排队、保市场、查的准）。如果体检时间超过 3 小时，分院会赠送 1 项健康体检项目（5 个项目里选一个）给客户。“331”管理模式的目标是在降低接待量的同时提高客单价，同时保证业绩和服务质量。
- **彩超项目是关键：**（1）与安医附院彩超室合作，对美年彩超医生进行考核，完善考核体系；（2）限制彩超医生阅片数量，提高阅片准确率。

表 3: 331 模式下合肥各分院接待量标准 (人次)

分院	7:00-7:30	7:30-8:30	8:30	9:00
	团检		散约	
滨湖分院	109	109	70	70
包河分院	90	90	60	60
庐阳分院	54	54	36	36
蜀山分院	50	50	50	-

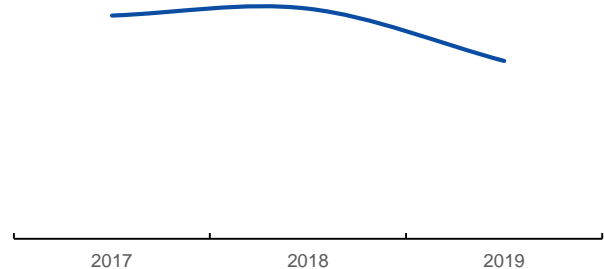
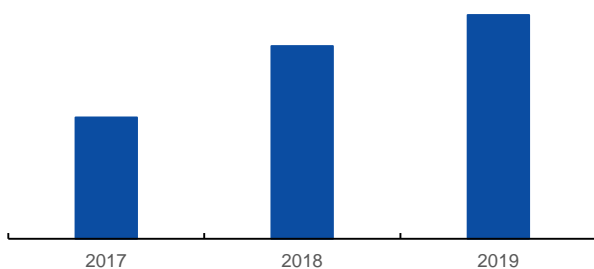
资料来源: 草根调研, 国元证券研究中心

**经营状况逐步改善:**

- **2020 年疫情事件影响:** 2020H1 业绩受到一定影响, 5 家控股门店共实现营收 5499 万元, 其中 2-3 月基本无收入, 美年滨河分院和天鹅湖分院业绩较好, 共实现营收约 4000 万元, 完成预算指标的 190%。艾诺 2 家门店实现营收 650 万元。民营企业中 20-30%取消或下调体检预算, 其余企业也将体检时间往后延迟, 国企以往每年增加 5-10%体检预算, 今年没有增加预算。6-7 月门店恢复良好, 其中天鹅湖分院已经排期至 8 月下旬, 预计今年 8 月底完成全年业绩指标的 45-50%。长远来看, 疫情过后有利于公司接触新客户, 疫情期间很多很多小型民营体检门店受影响较大, 行业竞争格局优化。
- **2018 年舆情事件影响:** 2017-2019 年合肥美年毛利率 40-50%左右, 维持较高水平。受 2018 年舆情事件影响, 2019 年门店接待量降低, 同时增加的新店毛利率较低, 导致 2019 年整体毛利率略微下滑。

图 27: 合肥地区 2017-2019 收入情况 (万元)

图 28: 合肥地区 2017-2019 毛利率情况 (%)



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

**其他经营数据:**

- (1) **团检和个检占比 (金额):** 19 年团检和个检比例为 71%: 23%, 2020H1 团检和个检比例为 72%: 20%, 基本保持稳定。
- (2) **复签率:** 19 年老客户复签率为 58% (不包括个检)
- (3) **获客成本:** 销售变动率控制在 16%, 包括销售提成、奖金、客户接送费用、交流会费用等; 公司在淘宝等第三方平台的成本为美年 20-30 万, 个检广告费

用主要是通过置换形式（比如送下午场 CT 卡）获取，成本较低

- (4) **客单价**：合肥门店客单价整体呈上市趋势，其中天鹅湖属于高端门店，客单价在 1000 元左右。低价格套餐比例的下降是 2020 年客单价提升的重要原因。2020 年 6 月，包河分院、天鹅湖分院、蜀山分院和庐阳分院四家门店客单价同比 5 月均有所提升。

**表 4：合肥 5 家门店客单价变化情况（元）**

分院	2019 年	2020 年 5 月	2020 年 6 月
滨湖分院	519	586	564
包河分院	576	628	698
天鹅湖分院	1047	976	1196
蜀山分院	189	231	253
庐阳分院	354	332	426

资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

## Q&A:

### 1. 为什么合肥美年毛利率很高？

门店的经营成本主要包括固定成本（房租、设备等）与人工成本（薪资待遇），试剂耗材等变动成本占比较小。大型设备的使用率是影响毛利率最大的因素，以 CT 为例，合肥美年 CT 设备运转速度快，一台 CT 上午可以为 120-150 个客户提供检测服务，而公立医院一台 CT 上午只能服务 50 个客户，因此合肥美年的 CT 设备使用率较高，人均成本更低，因此毛利率高。

### 2. 公司对下半年业绩的预期如何？

目前，合肥公立医院的体检预约已经排期至 2020 年 10-12 月，公司可以把从公立医院流失出来的客户锁定成自己的客户，从而提高客单价，预计未来客单价有望从 500 元增加至 700-800 元。

### 4. 合肥市体检市场规模有多大？

合肥 800 万人，公立医院和民营体检机构体检人次合计 150-200 万人次。

### 5. 合肥美年电商平台收入占比如何？

2019 年电商平台收入为 1800 万元。2020 年 6 月总营业收入约 1500 万元，其中约 200 万元来自电商平台，占比 13%，未来电商平台收入占比有望持续上升。

## 重庆市

**重庆市基本情况:**重庆市作为国内四大直辖市之一,人口约 3124 万人,面积达 82402 平方千米,下辖 26 个区、8 个县和 4 个自治县。2019 年重庆 GDP 总额达 2.36 万亿元,同比增长 6.3%,人均 GDP 达 7.58 万元。重庆市体检市场由公立医院主导,公立医院体检中心有 28 家,在重庆主城区主要包括陆军军医大学的 3 家附属医院及重庆医科大学的 2 家附属医院,合计占据重庆主城区体检市场约 50% 的份额,其他公立医院占 30% 左右。重庆市民营体检中心共 13 家,年营业收入合计约 4 亿元。

**重庆美年发展基本情况:**公司于 2011 年在重庆市开设了第一家门店,2014 年开设第二家门店,2017 年后在重庆加快布局,2017-2019 年间先后开设 7 家门店。目前公司在重庆市共开设 9 家门店,按品牌划分,包括 5 家美年、1 家慈铭、2 家奥亚、1 家美兆。

表 5: 重庆美年发展历程

序号	分院名称	成立时间	参/控股
1	美年江北海尔路分院	2011 年	控股
2	美年巴南分院	2014 年	参股
3	美年九龙坡万象城分院	2017 年	控股
4	慈铭奥亚江北分院	2017 年	参股
5	慈铭奥亚江南分院	2018 年	参股
6	美年涪陵分院	2018 年	参股
7	美年万州分院	2019 年	参股
8	慈铭江北新壹街分院	2019 年	参股
9	美兆爱融汇分院	2019 年	参股

资料来源:草根调研,国元证券研究中心

## 门店设备配置:

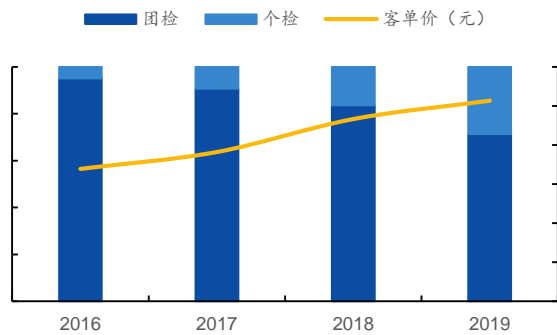
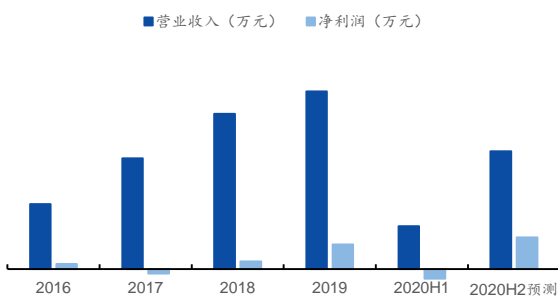
- **采血室:**美兆定位高端市场,其采血室采用了加温的舒适枕托,可以同时达到防止着凉与扩张血管的目的,同时对不同人群采用不同型号的一次性防勒止血带。
- **影像类检查:**美年万象城分院配有 1 台 DR、2 台 CT、2 台 MRI、8 台超声和 1 台胶囊内镜,日接待量上限为 500 人,目前控制在 400 人左右。定位高端的重庆美兆分院配有 1 台 DR、2 台 CT、2 台 MRI、5 台超声和 1 台胶囊内镜,日接待量不超过 100 人次,保证服务质量。
- **电测听力室:**美兆分院配备有特色的电测听力室,采用了丹麦的尔听美仪器,是目前全球公认的航空航天人员听力检测方法。
- **门店医护人员配置合理:**重庆市公司管理的 2 家美年分院、1 家慈铭分院与 1 家美兆分院目前共有医生 85 名、技师 39 名、护士 143 名,其中职称在副高级以上的有 35 名,占医生总数的 41%。

**经营状况逐步向好：**

- **重庆地区业绩持续保持正增长。**2018 年舆情事件对重庆公司影响有限，重庆公司 2 家美年门店 2019 年实现营收同比增长 14%，净利率增长明显，平均客单价约为 510 元左右。2019 年营收中团检收入占比 71%，个检收入占比 29%。
- **受疫情影响，2020H1 出现亏损，但恢复情况较好。**2020 年上半年受新冠疫情影响，重庆公司 2 家美年的净利润略有亏损。5-6 月业绩恢复较好，实现较正常净利润水平问题不大。

图 29：重庆地区 2016-2020 营收和净利润

图 30：重庆地区 2016-2019 团检/个检占比及客单价



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

**Q&A:**

**1. 重庆地区的个检占比相对其他地区更高的原因是什么？**

2019 年个检占比从 2018 年的 18% 提升至 30%，主要原因室公司通过开发更具吸引力的个检套餐来引导个检客户的增加，预计个检占比在未来 2 年内提升至 40%。

**2. 重庆门店的客流量上限和目前的客流量情况如何？**

2 家美年门店目前都已经达到接待量上限。万象城分院达到 400 人，海尔路分院达到 350 人。目前主要实行预约制，除一些特殊情严格执行“不预约不体检”的制度，目前团检订单已经排到 9 月份。慈铭、美兆两家新开店尚未达到饱和客流量。

**3. 重庆地区疫情后业绩恢复情况如何？**

恢复情况较好，4 月第一家分院开始逐步恢复营业，整体恢复至去年同期的 50-60%，5 月份业绩恢复至去年同期的 70-80%，6 月已经完全恢复去年同期水平，7 月业绩超过去年同期水平。

**4. 2019 年净利提升的原因是什么？**

公司 2019 年净利率有较大提升，主要归因于管理体系的优化与人力成本的控制，此外销售费用从 2018 年的 38% 下降至 33%，促使利润率进一步提升。

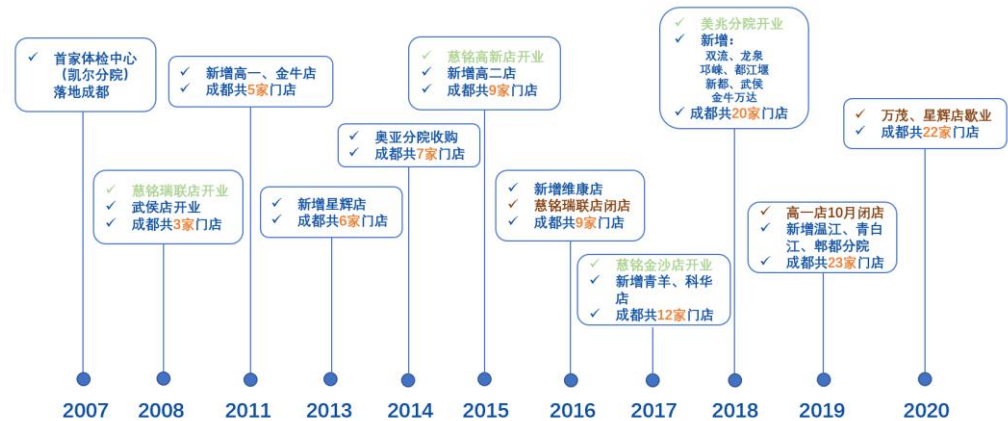


## 成都市

**成都市/四川省基本情况：**四川省常住人口约 8375 万，占地面积 48.6 万平米，下辖成都、绵阳、泸州等 18 个地级市和 3 个自治州。2019 年四川全省 GDP 达到 4.66 万亿元，人均 GDP 达到 5.57 万元。据不完全统计，全省共有 244 家体检机构，其中公立医院 158 家，占 65.6%，私立机构 86 家（美年 48 家），占 34.4%。成都市作为四川省会，常住人口约 1633 万人，占地 1.43 万平方公里，2019 年实现 GDP 1.70 万亿，人均 GDP10.34 万元。

**成都市/四川省美年发展基本情况：**公司 2007 年在成都市开设首家门店，2008 年完成 3 家门店的初步布局并稳步发展，2017 年后加快新门店布局，截至目前成都市共有门店 22 家，包括美年 18 家、慈铭 2 家、奥亚 1 家、美兆 1 家。美年在四川全省共有门店 48 家，除了甘孜、阿坝两个自治州外其他地级市公司都有门店布局。

图 31：成都美年发展历程



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

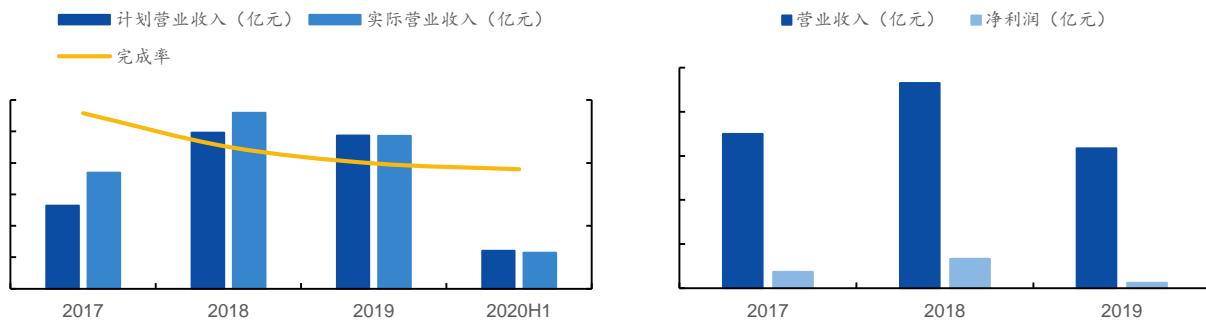
### 门店设备配置优异：

- **影像类设备：**成都美年 22 家门店共配置有 CT 32 台、核磁 18 台、胶囊内镜 23 台。
- **其他特色设备：**公司部分门店配备有全乳腺溶剂超声、全心功能血流监测、亚健康筛查设备、冠脉核磁、自动乳腺容积超声等独特或优质检测设备。
- **门店医护人员配置：**四川全省所有门店共有医师 800 余人、护士 1200 人、检验师 150 人、技师 170 人。

**整体经营状况较好：**

- **四川地区整体经营情况良好。**受 2018 年舆情事件和 2019 年公司转型策略的影响，2017-2019 年营业收入分别约为 7 亿元、11 亿元、10 亿元，2019 年营业收入有所下滑，同比下降 13%，利润下降至 2000 万元左右。四川公司客单价相对较高，2019 年客单价为 550 元。
- **疫情期间营收受影响，目前恢复情况较好。**受疫情影响，2020H1 营收为过 2 亿元，完成计划营收的 95%，疫情得到控制后恢复情况较好。

图 32：2017-2020H1 四川省营收计划完成情况（亿元） 图 33：2017-2019 川渝地区控股门店营收和净利润



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

**实施一体化管理制度，有望降低成本。**公司计划建设成都财务共享中心，推动财务职能专业化及体系化建设，在该财务共享中心将通过流程优化大幅提升会计核算标准化及效率，有望有效降低成本。同时，在总部、平台分支机构加大财务管理及决策支持的资源投入，打造“价值型”财务模式。

**Q&A**

**1. 四川地区疫情后恢复情况如何？**

疫情后恢复情况较好，疫情期间很多客户的体检计划被推迟，目前的订单已经排期至 9 月。根据当前预约情况来看，7 月份营业收入有望和去年同期持平，8-12 月将是业务的增量期，下半年整体业绩有望突破去年同期。

**2. 成都市的销售团队整合后，签单客户引向的品牌与门店如何分配？**

销售团队会根据客单价的不同将客户分配到对应品牌门店，个检客单价高于 4000 元或者团检客单价高于 2000 元的客户才会被分配去美兆门店，而奥亚作为中高端适用于客单价在 1000-1200 元之间的客户，在门店的选择上采用地域就近原则将客户引向最近的门店。此外，部分特殊门店存在特殊分配原则，如金牛分店专门提供职业病体检服务。

### 3. 四川地区各类客户人群的比例是多少？

四川省个检占比占比 30%，团检占比 70%，团检中企业（包括民营企业和国企）占比 50%，金融、保险、银行等单位占比其次，党政机关占比相对较小。此外，近几年公安机关、监狱的订单数量有所上升。

### 4. 成都地区以外的门店经营情况如何？是否都是参股店？

成都以外的门店一半以上都属于控股门店，很多门店在开设早期属于参股门店，但后续被收购后成为控股，比如西昌门店开店 9 个月后被公司收购，目前乐山、绵阳、广元、遂宁、自贡、眉山的门店都属于控股门店。成都以外的地区竞争相对较弱，公司在当地有一定的定价权，运营能力较强。和成都门店经常需要参与招投标不同，其他地级市的门店多数情况下可以直接签单。此外，地级市门店的参股或控股股东在当地拥有一定资源，可以为地方门店引流。

### 5. 参股店如何进行管理，是否与控股门店存在竞争关系？

目前只有成都郊县的参股门店与市区门店有一定的竞争关系，公司计划将整个成都区域纳入统一协调管理范畴，正在与各参股门店的大股东逐项落实并明确责任和权利。未来参股门店的股东可以将经营权交给美年协同管理，也可以在确立全责并划定区域的情况下实施封闭经营并完成业绩指标。

### 6. 四川地区是否有门店扩张计划？

目前暂无扩张计划，未来将根据市场情况决定，成都以外人口较多的几个地级市在市场开拓后有可能继续新开门店，今年受疫情影响暂无扩张计划。

## 西安市

**陕西省/西安市基本情况：**陕西省常住人口约 3876.21 万人，总面积 20.56 万平方千米。2019 年陕西省 GDP 达到 2.58 万亿元，人均 GDP 达到 6.66 万元。西安市常住人口约 1020.35 万人，占地 1.07 万平方公里，2019 年实现 GDP 9321.19 亿元。西安市有体检机构 65 家，其中 医院（含非公立医院）体检中心 44 家，民营体检中心（在营业）共 7 个品牌 21 家门店，美年有 5 家分院，普惠体检 8 家分院，爱康国宾 2 家分院。据不完全统计，西安年均体检人数约 300-350 万人次。

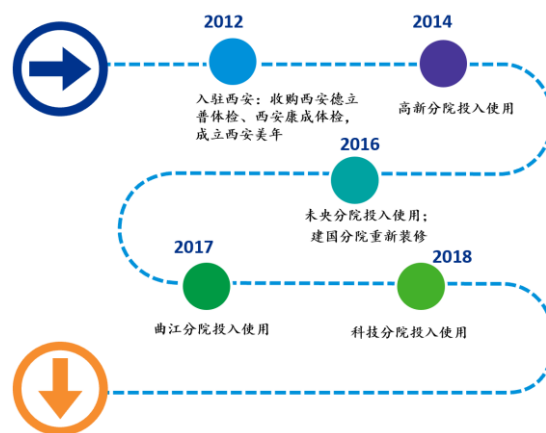
表 6：西安地区民营体检机构品牌和数量一览

序号	民营体检机构	分院数量
1	美年大健康	7（含美兆 1 家）
2	普惠体检	8
3	爱康国宾	2
4	智行体检	1
5	熙康体检	1
6	新华健康	1
7	美惠·欧莱福	1
合计	7 个品牌	21

资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

**西安/陕西美年发展基本情况：**2012 年美年入驻西安，斥资 3000 万元收购西安德立普体检、西安康城体检，成立西安美年大健康健康管理有限公司，目前已开设西安分公司和汉中分公司，其中西安 6 家分院（含 1 家美兆），汉中 1 家分院。此外，公司已完成宝鸡、咸阳、渭南和榆林四个城市的建院选址，预计 2021 年覆盖全省。西安地区 5 家美年控股分院总营业面积超过 16000 平方米。

图 34：西安美年发展历程



资料来源：公司演示材料，国元证券研究中心

**门店设备配置优异:**

- **影像类设备:** 西安美年大健康设备配置数量占优, 5家分院共拥有5台MR(4台1.5T超导, 1台永磁)、5台胶囊胃镜和5台数字化肝彩超, 各类设备配置总数和单店平均配置设备数均优于同行。

表 7: 西安民营体检机构设备配置情况

	美年	爱康国宾	普惠体检	智行体检	熙康体检	新华健康	美惠.欧莱福
门店数量	5	2	8	1	1	1	2
MR (1.5T 超导)	4	0	1	0	0	0	1
MR (0.35T 永磁)	1	0	1	0	0	0	0
CT	10	1	3	0	1	0	2
胶囊胃镜	5	0	3	0	0	0	0
红外热成像	6	1	3	1	0	0	2
数字化肝彩超	5	0	0	0	0	0	0

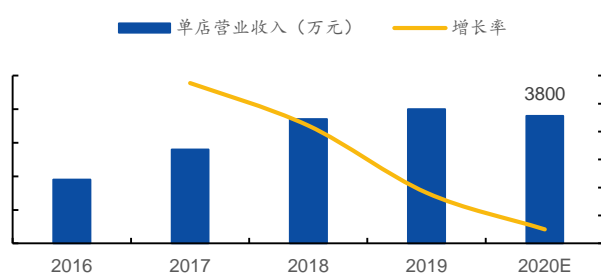
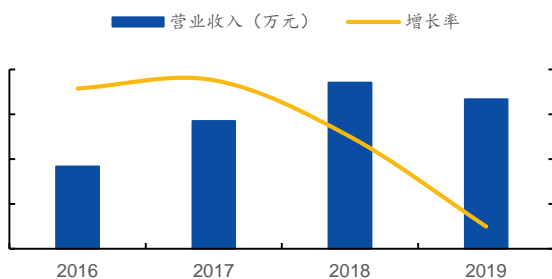
资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

**经营情况稳定, 疫情影响逐渐消散:**

- **西安地区业绩稳定, 受舆情事件影响 2019 年略有下滑。**2016-2018 年公司业绩稳定增长, 受 2018 年舆情事件影响, 2019 年 5 家控股门店实现营收 1.67 亿元, 同比下降 10%。
- **预计 2020 年受疫情影响单店收入略有下降, 7 月业绩恢复良好。**2016-2019 年公司单店收入增长稳健, 2020 年受疫情影响, 同比小幅下滑 5%。7 月份门店日均客流量基本恢复到 380 人左右。疫情带来当地竞争结构优化, 核心连锁民营及中小型民营面临资金链紧张或断裂问题。
- **2019 年业绩下滑主要由于个检的下降, 团检受影响较小。**2019 年个检客户的体检人次和客单价都有所下滑, 体检人次同比下降 35%, 客单价降至 380 元, 同比下降 5%。2019 年个检营收占比从 2018 年的 23% 下降至 16%, 个检总营收同比下降 38%, 团检营收与去年基本一致。

图 35: 西安美年 2016-2019 年营收及增速 (亿元, %)

图 36: 西安地区 2016-2020 年单店收入及增速 (万元)

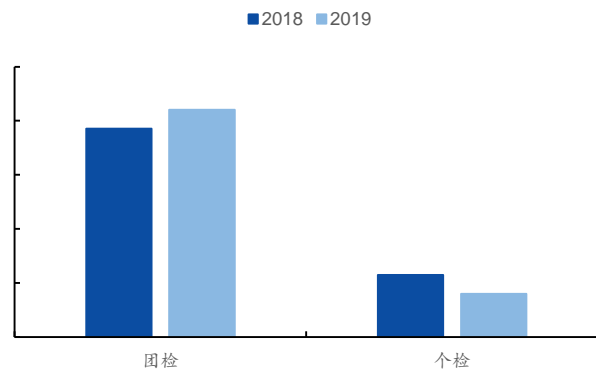
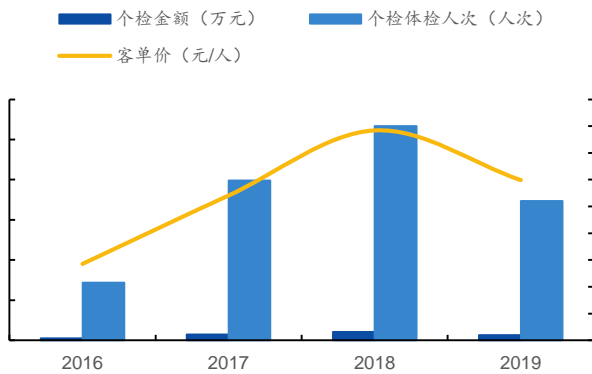


资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

图 37: 西安美年 2016-2019 年个体检人次和客单价

图 38: 西安地区 2018-2019 年团检/个检金额占比



资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

资料来源: 公司演示材料, 国元证券研究中心

### Q&A:

#### 1. 西安市体检市场竞争格局如何?

西安体检市场约有体检机构 **65 家**左右, 年体检人次约为 **300-350 万**人次, 其中美年约占 **50 万**人左右, 主要的竞争对手包括普惠、爱康等, 但是不论从**营业额、利润、客流量**来看美年都是**第一**。

近年来**公司客单价有所提升**, 普惠及其他一些小机构开始打“价格战”, 现金流周转有一定的问题, 上半年出现工资拖欠情况, 目前普惠已经有 **4 家**门店关店。

未来三年, 公司将注重品牌专业的建设, 提升客户黏度, 利用科技力量提升服务质量, 预期三年可以在陕西做到一家独大。

#### 2. 2018 年舆情事件对公司的影响?

**2018 年舆情事件影响有限**。陕西市场相对比较闭塞, 媒体力量虽强, 但公司的客户关系维系较好, 影响较小。**同行影射性言论影响更为深远**, 同行业务员搜集相关负面报道, 事件持续发酵, 对公司影响较大。目前, 公司的服务人次约 **40-50 万**人次/年, 医疗质量、品牌营销都有所改善, 但事件的影响仍然存在。公司应对该事件的**对抗方式**主要包括: (1) **血液追溯码**上线; (2) 与**艾迪康**合作, 用国际标准的 **ISO15198** 实验室背书。在陕西的国家双随机抽查结果中, 美年的 **6 个**门店全部合格, 获得 **99 分**。

#### 3. 疫情后的恢复情况?

西安地区竞争对手以中小企业居多, 目前多数尚未开业甚至已经倒闭。**7 月份公司业绩开始回暖**, 客流量基本恢复正常, 6 月之前日接待量限制在 **50 人**, 而目前各门店日均客流量基本都恢复到 **380 人**左右。



#### 4. 2020年医务人员规模缩减的原因有哪些？

疫情原因没有主动减少医务人员，主要是一些高龄医务人员因为身体状况的原因离职。

#### 5. 阿里入驻对公司的影响？

从公司内部来说，阿里的入驻使得体检报告升级换代，支付宝品牌为公司导流，客户可以通过支付宝直接预约体检、阅读体检报告，便捷性优势明显。同时，线上线下业务分开管理，阿里的电商平台有利于拓宽销售渠道，在线上推出差异化产品。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5806	8691	9162	11253	13670
现金	2494	4760	5700	7090	8631
应收账款	1969	2293	2004	2505	3131
其他应收款	397	385	436	545	681
预付账款	202	214	235	294	368
存货	127	130	141	176	221
其他流动资产	617	911	646	643	640
<b>非流动资产</b>	10548	10227	9663	9673	9727
长期投资	60	162	60	60	60
固定资产	2562	2608	2314	2003	1682
无形资产	165	164	164	164	164
其他非流动资产	7760	7293	7125	7446	7821
<b>资产总计</b>	16355	18919	18826	20926	23397
<b>流动负债</b>	6654	7983	7337	7927	8652
短期借款	2418	2309	2800	2800	2800
应付账款	773	863	847	1059	1323
其他流动负债	3463	4811	3690	4068	4529
<b>非流动负债</b>	2405	2782	2987	3739	4489
长期借款	1354	1183	1933	2683	3433
其他非流动负债	1051	1599	1055	1056	1056
<b>负债合计</b>	9059	10765	10324	11666	13141
少数股东权益	730	838	844	964	1111
股本	3122	3920	3920	3920	3920
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1297	1937	2786
归属母公司股东权益	6566	7316	7657	8297	9145
<b>负债和股东权益</b>	16355	18919	18826	20926	23397

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1539	1260	1711	1280	1436
净利润	973	-714	47	955	1192
折旧摊销	565	709	324	326	328
财务费用	246	438	230	258	263
投资损失	-195	-136	-15	-15	-15
营运资金变动	-116	-188	441	-111	-151
其他经营现金流	66	1150	685	-134	-180
<b>投资活动现金流</b>	-2781	-1440	-305	-186	-186
资本支出	831	429	0	0	0
长期投资	711	354	-102	0	0
其他投资现金流	-1238	-657	-407	-186	-186
<b>筹资活动现金流</b>	1242	2486	-466	296	291
短期借款	1274	-109	491	0	0
长期借款	750	-171	750	750	750
普通股增加	520	798	0	0	0
资本公积增加	-1113	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-189	859	-1706	-454	-459
<b>现金净增加额</b>	0	2306	940	1390	1541

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8458	8525	8713	10891	13613
营业成本	4436	4790	4705	5881	7351
营业税金及附加	12	14	13	13	16
营业费用	2027	2031	2352	2559	3267
管理费用	578	603	1307	1035	1293
研发费用	38	47	20	20	20
财务费用	246	438	230	258	263
资产减值损失	-26	-1047	0	0	0
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	15	15	15
<b>营业利润</b>	1297	-449	104	1144	1421
营业外收入	5	10	5	100	100
营业外支出	18	47	50	50	50
<b>利润总额</b>	1283	-486	59	1194	1471
所得税	311	228	12	239	280
<b>净利润</b>	973	-714	47	955	1192
少数股东损益	152	153	6	119	147
<b>归属母公司净利润</b>	821	-866	41	836	1045
EBITDA	2107	698	658	1728	2012
EPS (元)	0.26	-0.22	0.01	0.21	0.27

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
营业利润 (%)	53.8	-134.6	123.2	1000.4	24.2
归属母公司净利润 (%)	40.5	-205.6	104.7	1954.1	25.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	47.6	43.8	46.0	46.0	46.0
净利率 (%)	9.7	-10.2	0.5	7.7	7.7
ROE (%)	12.5	-11.8	0.5	10.1	11.4
ROIC (%)	12.4	-0.2	2.9	12.5	15.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	55.4	56.9	54.8	55.7	56.2
净负债比率 (%)	51.33	53.95	55.04	55.14	54.66
流动比率	0.87	1.09	1.25	1.42	1.58
速动比率	0.85	1.07	1.23	1.40	1.55
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.48	0.46	0.55	0.61
应收账款周转率	5	4	4	5	5
应付账款周转率	6.48	5.86	5.50	6.17	6.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.32	0.44	0.33	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	1.87	1.95	2.12	2.33
<b>估值比率</b>					
P/E	75.33	-71.34	1518.97	73.95	59.17
P/B	9.41	8.45	8.07	7.45	6.76
EV/EBITDA	31	93	98	37	32

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188