

美年健康 (002044.SZ) 提质增效成效显著, 体检龙头价值回归

2020 年 08 月 22 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
杜佐远 (分析师)
蔡明子 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

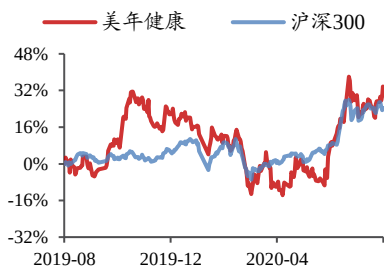
caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070001

日期	2020/8/21
当前股价(元)	16.67
一年最高最低(元)	17.50/10.60
总市值(亿元)	653.45
流通市值(亿元)	572.16
总股本(亿股)	39.20
流通股本(亿股)	34.32
近 3 个月换手率(%)	74.42

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 2020 年起盈利能力有望持续提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级

在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下, 公司逐步走出业绩低谷, 2020 年下半年有望进入量、价、质三重提升的拐点期, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 100 万、9.51 亿、11.77 亿, EPS 分别为 0.00/0.24/0.30 元, 当前股价对应 P/E 分别为 59456/69/56 倍, 2021-2022 年估值与其他医疗服务龙头公司相比具性价比, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 向前看, 美年健康开启全生命周期健康管理新阶段, 品质+科技驱动业绩成长

在健康体检行业发展历程中, 既有国家层面的政策支持, 也有非公机构间的激烈竞争, 公司在曲折中前进, 战术越来越精准, 目标越来越清晰: 将品质、科技创新作为核心竞争力打造, 未来 5 年将更多通过质量和全生命周期健康管理提升复购率与客单价, 进而带动单店业绩提升, 借助阿里巴巴线上渠道和流量, 以及自身 700 家体检中心的线下覆盖力, 突出专科优势, 稳固非公体检行业领导者地位。

● 阿里巴巴全方位助力公司战略、管理、业务、数字化转型与提升

1) 从战略看, 与阿里巴巴的合作既符合阿里巴巴“双 H”战略(healthy&happiness), 又符合美年健康“做大主业、建立生态、完成闭环”战略, 公司大到商业模式、小到员工考核、客户体验都在不断优化和改进; 2) 从管理看, 阿里巴巴将助力公司建设大数据驱动的业务中台, 有利开展大数据和信息化建设, 提升公司运营效率; 3) 从业务看, 美年健康已经全面对接阿里巴巴线上平台流量, 考虑电商平台的导流、协同效应, 未来在产品创新、数字化转型等领域将有更多的合作, 加上 2020 年下半年线下团检、个检回流, 公司未来业绩确定性高。

● 量价齐升长期趋势不改, 稳态收入有望维持 20%左右增长、净利率 10%左右

2020 疫情影响下, 团个检客户更加重视疾病预防和健康管理, 下半年团检客户从公立医院回流有望超预期, 客户结构优化; 个检占比提升是长期趋势, 通过体检内涵提升、个性化定制、下午场及阿里巴巴线上导流, 个检比例有望提升至 50%以上。

● **风险提示:** 受疫情影响, 团检客户可能延迟到检, 体检中心客流量恢复可预测性降低; 体检中心扩张过程中的管理风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	8,567	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	1	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	100.1	86386.8	23.9
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
P/E(倍)	79.6	-75.4	59455.5	68.7	55.5
P/B(倍)	10.0	8.9	8.9	7.9	6.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：非公体检龙头地位稳固，业绩走出低谷开始恢复.....	5
1.1、发展历史：快速扩张成为龙头后注重医质，进入稳健发展阶段.....	5
1.2、股权结构清晰，核心管理层均有持股.....	6
1.3、引进战投：阿里巴巴战略入股，助力美年健康二次腾飞.....	8
1.4、核心财务数据：经营向好趋势不变.....	8
2、量的构成及历年数据：团检为主，但个检比例在迅速提升；基层市场空间巨大，需要持续挖掘.....	13
2.1、“后非典”时期健康备受关注，出现体检热.....	13
2.2、健康体检市场快速扩容，渗透率有较大提升空间.....	14
2.3、量的数据：历史看，美年健康体检人次增加主要依靠规模扩张；未来重点在于单店人次提升.....	15
2.4、量的结构：行业与公司均以团检为主，美年健康个检占比领先行业提升.....	16
2.5、量的空间：基层地区是蓝海市场.....	17
3、价格构成及历年数据：公立医院体检单价高，增速慢；美年健康客单价提速快且稳，得益于服务内涵提升.....	19
3.1、价格水平：与地区充分竞争程度有关，公立医院体检价格单价高.....	19
3.2、美年健康：整体客单价增速稳定.....	20
3.3、民营体检机构客单价增长出现分化，美年健康提价幅度高于竞争对手.....	20
3.4、价的构成：个检套餐项目更多，客单价更高.....	21
4、量价提升的因素：科技和数据是核心驱动因素，人才、质控、销售作为保障和基础因素.....	22
4.1、核心因素一：阿里巴巴助力美年健康二次腾飞.....	22
4.1.1、阿里巴巴全面布局健康产业.....	22
4.1.2、阿里巴巴对美年健康的发展规划：打造全生命周期健康管理，开展多领域合作.....	26
4.1.3、阿里巴巴助力后美年健康商业模式逐步向多层次和健康管理体制转型.....	29
4.2、核心因素二：坚持科技及技术赋能，打造核心竞争力.....	31
4.2.1、持续引进高端项目打造技术护城河，提升检验质量.....	31
4.2.2、注重个性化服务，打造健康管理闭环.....	35
4.2.3、产业链延伸加快落地，科技与数据驱动长期成长.....	36
4.3、保障因素：重视医质、缓解医生短缺瓶颈，提升检验质量.....	36
4.4、基础因素：自建+体外培育，基层下沉打开量价空间.....	38
5、量价空间测算：量价齐升支撑业绩长期稳健增长.....	41
5.1、详细模型拆分.....	41
5.2、模型汇总、盈利预测.....	43
6、风险提示.....	44
附：财务预测摘要.....	45

图表目录

图 1：美年健康上市后快速扩张后走向稳健.....	5
图 2：董事长俞熔先生仍为公司实际控制人（截止到 2020Q1）.....	7
图 3：美年健康持续引进战略投资者.....	8
图 4：2015-2018 年美年健康营收稳步增长，2019 年受外部行业事件影响增速放缓.....	9
图 5：美年健康 2019 年前三季度业绩逐季改善.....	9
图 6：美年健康 2019 年和 2020 年 Q1 利润亏损.....	10
图 7：2017 年起美年健康 Q1 淡季亏损收窄.....	11
图 8：2019 年之前美年健康毛利率和净利率保持稳定.....	11

图 9: 提升医质、加强合规等因素造成 2019 年费用率小幅上升	12
图 10: 2016-2019 年美年健康应收账款和预收账款持续上升	12
图 11: 剔除疫情因素, 美年健康 Q1 预收账款持续上升	12
图 12: 美年健康近几年团检回款周期有所放宽	13
图 13: 我国城镇居民消费性医疗保健支出持续提升	14
图 14: 我国体检行业市场规模不断提高 (亿元)	14
图 15: 2016-2018 年我国医疗机构健康体检人次上升速度较快	15
图 16: 美年健康体检人次逐渐上升 (单位: 万人)	15
图 17: 美年健康体检中心数量逐年上升 (单位: 家)	15
图 18: 2017 年美年健康个检占比处于行业较高水平	16
图 19: 美年健康个检占比稳定在 25% 左右	17
图 20: 2017-2019 年瑞慈医疗团、个检客户数比例平稳	17
图 21: 2018 年美年健康 50% 以上门店分布在一、二线城市	19
图 22: 2013-2019 年美年健康客单价持续增长	20
图 23: 与爱康国宾相比, 美年健康客单价提升较快 (单位: 元)	21
图 24: 美年健康个检客单价高于团检	21
图 25: 核心、保障、基础三方位因素推动美年健康发展	22
图 26: 阿里巴巴发展为涵盖多企业的数字经济体	23
图 27: 中国大健康产业规模不断增长	24
图 28: 阿里健康全产业链深入医疗产业链各个环节	25
图 29: 健康服务行业产业链以体检行业为入口端	26
图 30: 美年健康营业收入 (亿元) 占民营体检机构比例逐年增加	26
图 31: 阿里巴巴助力美年健康在信息化建设、数据应用方面补短板	27
图 32: 阿里巴巴从财务、人力、战略等全方位助力美年健康	28
图 33: 美年健康+阿里巴巴实现全生命周期健康管理	28
图 34: 美年健康以客户为中心——从 B 端走向 C 端	29
图 35: 阿里巴巴与美年健康未来合作领域范围广阔	29
图 36: 美年健康商业模式逐步向多层次和健康管理體系转型	31
图 37: 美年健康持续引进高端设备、完善检查项目	32
图 38: 美年健康大型设备数量逐年上升 (单位: 台)	32
图 39: 美年健康从安翰科技采购金额增长迅速	33
图 40: 美年健康胶囊胃镜设备数量迅速提升	33
图 41: 无创冠脉核磁设备优于传统冠状动脉 CT、造影	33
图 42: 美因基因 2018 年完成业绩承诺	34
图 43: 自动乳腺超声系统可用于乳腺癌早期筛查	34
图 44: 美年好医生针对消费者需求提供个性化产品套餐	35
图 45: 美年好医生打造健康管理闭环	36
图 46: 美年健康机构、人员、设备资质要求标准严格	37
图 47: 美年健康基层下沉仍有空间 (2018 年数据)	38
图 48: 公司扩张模式包括自建、“先参后控”、基金体外培育等	39
图 49: 美年健康参股体检中心比例增加	39
图 50: 2014-2018 年美年健康销售人数持续上升	41
图 51: 美年健康销售费用率高于爱康国宾和瑞慈医疗	41
图 52: 美年健康控股+参股合计空间收入测算: 增速有望维持 20% 以上	43
图 53: 美年健康归母净利润测算: 净利率有望稳定在 10-15%	43

表 1: 爱尔眼科和美年健康在“黑天鹅”事件后及时采取应对措施	6
表 2: 美年健康员工持股激励充分	7
表 3: 2015-2019 年美年健康体检人次迅速提升（单位：万）	16
表 4: 一线及省会城市体检市场广阔	18
表 5: 基层地区美年健康单店覆盖人口更多	18
表 6: 民营体检中心价格更具优势	20
表 7: 美年健康客单价增速高于其他民营体检机构（单位：元）	21
表 8: 各地出台多项举措助力大健康产业发展	23
表 9: 阿里巴巴逐步布局大健康产业	24
表 10: 阿里巴巴派驻董事资历丰富	27
表 11: 美年健康传统商业模式定位大众体检市场，通过线下传统销售获取客户	30
表 12: 定增募集资金用于生物样本库、数据中心建设及系统升级、终端信息安全升级等项目	36
表 13: 集团各区域医护人员配置水平较高	37
表 14: 浙江公司 3 大影像质控中心，质控不断完善	37
表 15: 子公司业绩提升后由参变控	39
表 16: 通过并购基金培育体检中心	40
表 17: 美年健康收入模型拆分	42
表 18: 盈利预测和预测指标	44
表 19: 与同类上市公司相比，美年健康 2021-2022 年估值具备性价比	44

1、公司概况：非公体检龙头地位稳固，业绩走出低谷开始恢复

1.1、发展历史：快速扩张成为龙头后注重医质，进入稳健发展阶段

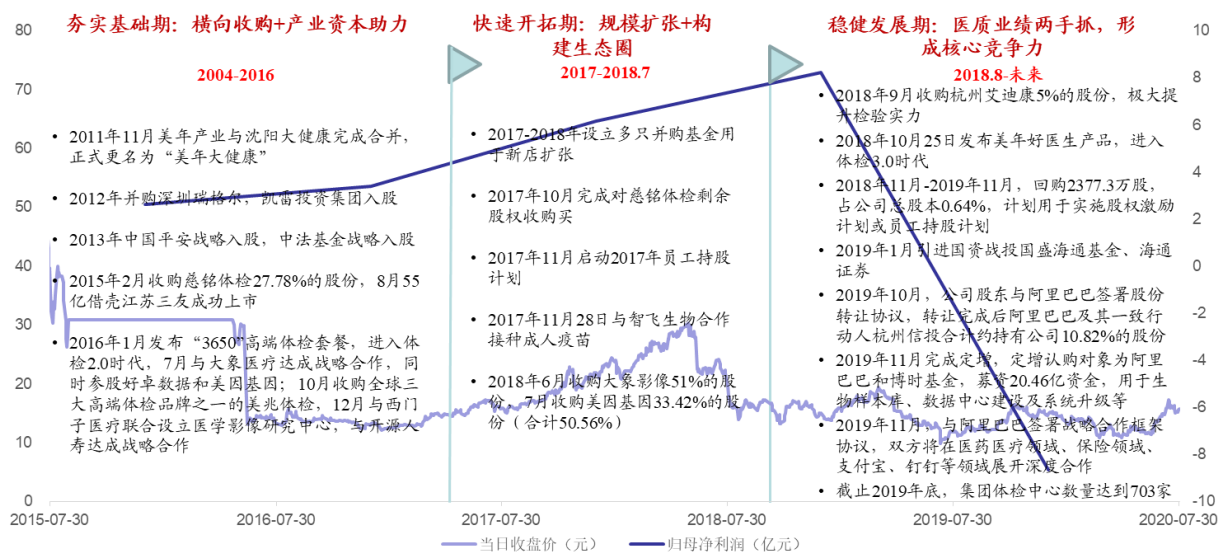
美年健康发展经历前期夯实基础、快速开拓，通过横向收购和产业基金并购迅速扩张，通过收购慈铭体检、慈铭奥亚、美兆健检，形成四大品牌协同布局，稳坐非公体检龙头位置。公司从 2018 年下半年开始进入到医质、业绩两手抓的稳健发展期，通过打造技术护城河、打造健康管理闭环、提升检验质量等举措强化核心竞争力：品质驱动、技术和数据驱动。目前，公司在专业检查、先进诊断、基因检测、健康管理、健康保险等赛道的战略布局和服务闭环初步构建完成，平台价值凸显。

夯实基础期（2004-2016 年）：横向收购+产业资本助力。2011 年 11 月美年健康产业与沈阳大健康完成合并，更名为“美年大健康”，目标即做到国内非公体检机构第一；借助产业资本、横向收购，规模跃居非公体检机构第二（2016 年收入第一是爱康国宾，后被美年健康超越）。同时推出“3650”高端体检套餐，引领行业检测服务革新。

快速开拓期（2017-2018.7 月）：规模扩张+构建生态圈。2017-2018 年美年健康抓住机遇快速扩张，同时做出差异化：设立多只并购基金（体外），培育新店，并向基层地区扩张；另一方面，以数据为核心开始生态圈布局。这一阶段，体检中心的快速复制推动公司收入及利润约 50% 的高增长。

稳健发展期（2018.8 月-未来）：医质业绩两手抓，打造核心竞争力。2018 年 8 月以来美年健康持续引进高端项目，打造技术护城河；注重产业链延伸，打造健康管理闭环；重视医质、缓解医生短缺瓶颈，提升检验质量。2019 年引进阿里巴巴战投，在战略、管理、业务、数字化等方面全方位提升。这一阶段，公司业绩将进入健康、良性增长期。

图1：美年健康上市后快速扩张后走向稳健



资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：蓝色曲线代表归母净利润（亿元，X-1 年年末归母净利润，对应左侧 Y 轴），紫色曲线代表股价（元，前复权，对应右侧 Y 轴）

龙头企业云更规范，抵御风险能力强，有能力引领民营行业技术和服务革新。

从历史来看，相比小企业，龙头企业受到行业“黑天鹅”事件影响首当其冲，但事后都是靠着建立严格的风控机制和质量管理机制，锻造了企业的“黄金甲”，增速更稳健。品牌形象好、医疗规范度高、客户利益至上、质量严格把关、需求刚性是优质企业能够从危机事件中恢复元气的根本原因（参考爱尔眼科 2012 和 2016 年经历两次行业事件，业绩均在次年就恢复正常）。

表1：爱尔眼科和美年健康在“黑天鹅”事件后及时采取应对措施

	爱尔眼科 2012“封刀门事件”应对措施	爱尔眼科 2016“魏则西事件”应对措施	美年健康 2018“广州富海”事件
影响机制	公众质疑准分子激光手术安全性，公司手术量下降	民营医疗机构公信力下降；公司白内障业务受影响	数例漏检误检事件，使得公众质疑美年健康医生资质和体检质量，品牌受损，部分客户流失
澄清	公司迅速公告澄清，并通过媒体、学术界科普眼激光手术安全性，后准分子手术的安全性得到了各方专家、中华眼科学会、眼科医师协会、卫生部等的认可		公司迅速发布澄清公告，并通过主流媒体消除“假医生”误解
内部管理	对现有管理和业务流程进行梳理和优化，强化公司总部的统筹规划、监督指导功能	持续完善	加大合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，并将加强信息化管理的投资和医疗专业人才储备建设，进一步提升完善内控体系，持续提高服务品质和医疗质量等级；核心制度执行高于行业标准
风控	制定和修订了一系列应急预案、手术培训、管理等规范性文件，加强媒体危机公关预警预防机制建设，落实较好	持续完善	不断强化美年健康特有的医疗质量四级质控体系，从集团、省级公司到分公司、分院进行抽查、巡查、督查和互查；在定增预案中提到要对系统安全进行升级；美年好医生套餐能够分散经营风险
医疗质量	针对 ICL 植入术，公司对医院管理、设备设施、手术室、人员资质等设置了严格的准入条件，明确了手术适应症、禁忌症、手术效果随访追踪的要求；针对准分子激光手术严格推行术前十八项安全检查，严把适应症关	白内障人才引进及学术交流正常进行，并成为了中国首批承接国际援助项目的非公医疗机构，为老挝、越南、缅甸 3 个国家的贫困白内障患者免费实施复明手术，医疗质量获认可	多渠道缓解医生短缺瓶颈，上线影像 AI 质控体系，与艾迪康合作提升检验质量
资本市场	2012 年 12 月 6 日，大股东爱尔投资迅速自起增持约 0.1% 的股份；2013 年初实施股权激励，激励 258 核心员工，占总股本 1.46%	2016 年底，爱尔眼科发布 2017-2019 年股东回报规划，即每年持续分红；2016 年 12 月发布定增预案，募集 17 亿主要用于医院建设和收购	2018 年 11 月，美年健康计划以不超过 17 元/股的价格回购 3-5 亿元，全部用于员工持股计划或股权激励计划

资料来源：公司公告、开源证券研究所

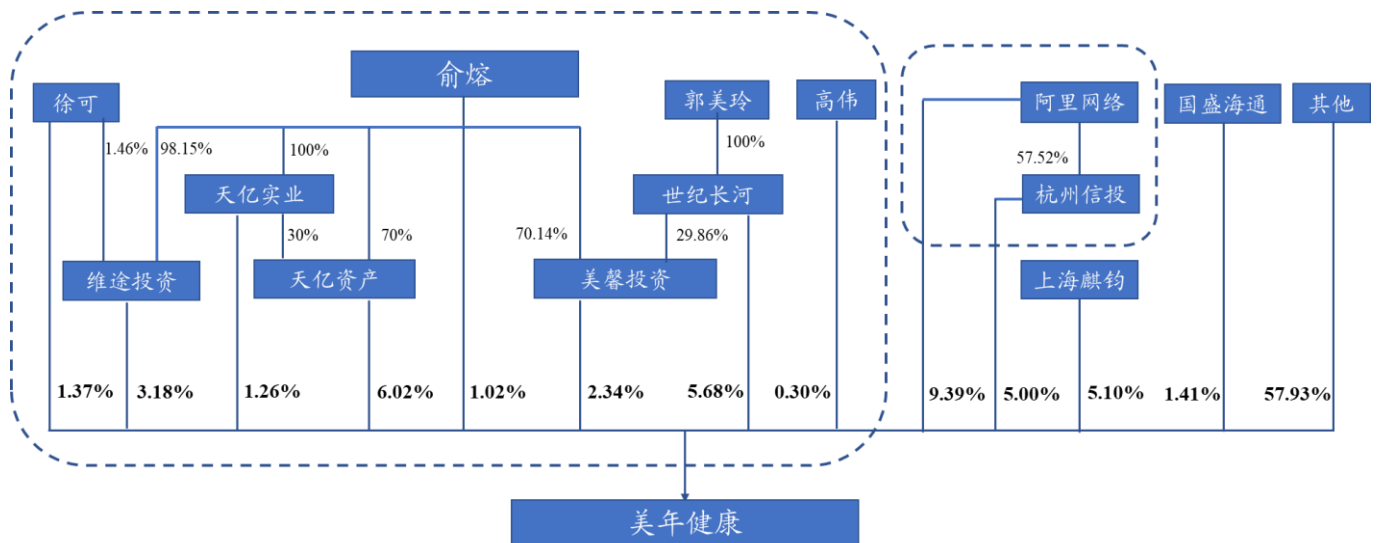
1.2、股权结构清晰，核心管理层均有持股

阿里巴巴战略入股后，阿里巴巴网络(9.39%)+杭州信投(5%)+上海麒钧(5.1%)

持有公司 19.49%股份，其中阿里巴巴网络（9.39%）超过天亿资产（6.02%）成为公司单一第一大股东。截止 2020 年 8 月 7 日，董事长俞熔先生持有公司 13.06%的股份（直接 1.02%+间接 12.04%），与其一致行动人合计持有公司 21.17%的股份，俞熔先生仍为公司实控人，公司控制权未发生变化，运营平稳。

核心管理层徐可、李林、林琳、崔岚均有持股：徐可（董事、总裁）、李林（高级副总裁、上海及华东区域总经理）、林琳（高级副总裁、COO、北京及北方区域总经理）、崔岚（职工代表监事、浙江省公司总经理）均持有公司股份，同时上述高管均参与 2016 及 2017 年员工持股计划。

图2：董事长俞熔先生仍为公司实际控制人（截止到 2020Q1）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

通过持续员工持股计划，高、中、基层员工激励充分，凝聚力强。在公司 2016-2017 年两次员工持股中，核心管理层、主要区域总经理、数千骨干员工均有参与，2016、2017 年两次持股计划的持股数量分别占当时公司总股本 2.89%、3.67%，对团队稳定和业绩持续增长起到了关键作用。2018 年 12 月 18 日-2019 年 11 月 15 日，公司回购股份数量为 2377.3 万股，占公司总股本的 0.635%，合计支付总金额 3 亿元，计划用于股权激励或员工持股。

表2：美年健康员工持股激励充分

日期	参与员工人数	股票数量（万股）	占公司总股本	成交价格（元/股）	复权价格（元/股）	成交总额（亿元）	锁定期	卖出时间及价格区间	收益率
2016.09.24	约 1000 人	7000	2.89%	13.25	12.19	9.28	12 个月	2017.12.13 出售完毕，成交均价 18.54 元	约 40%
2017.11.16	不超过 3200 人	14400	3.67%	19.09	13.25	19.09	24 个月	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

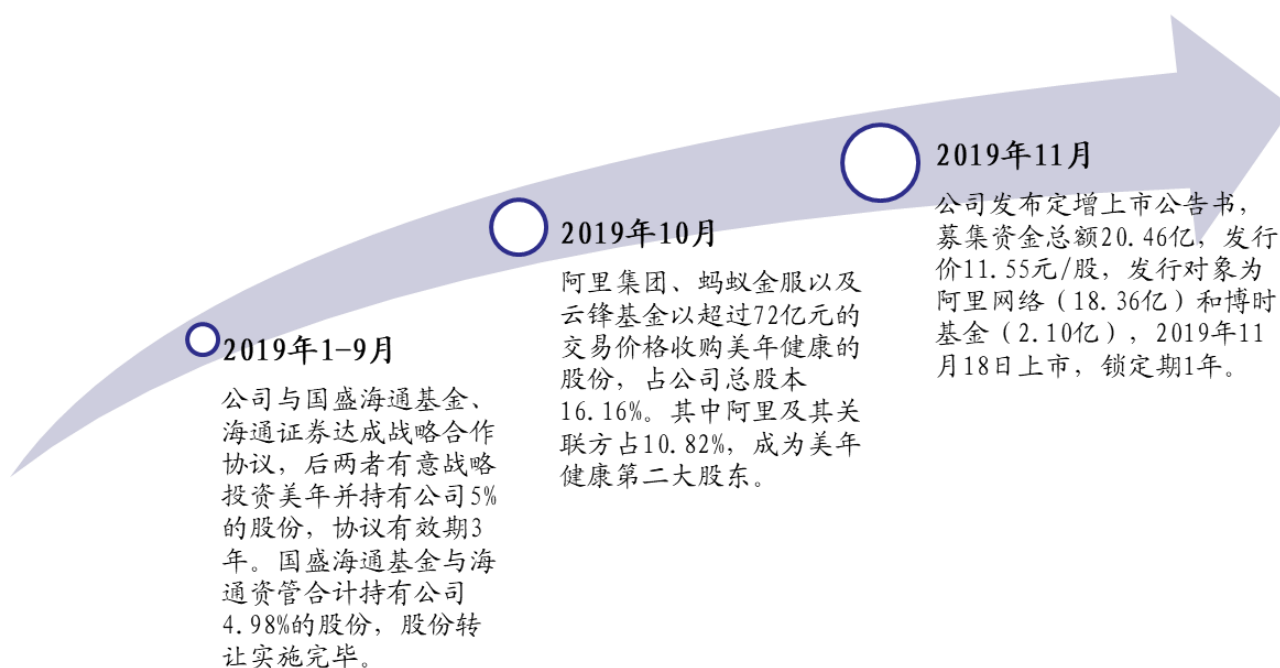
1.3、引进战投：阿里巴巴战略入股，助力美年健康二次腾飞

公司 2016-2018 年快速扩张战略是正确的，完成了全国布局下沉到了基层市场，稳坐非公第一的位置，其他竞争对手很难在规模上超越美年健康。有规模，才有市场。但在快速扩张过程中，公司组织、人才、质控体系相对滞后，公司有深刻认知——要通过创新、技术、数据驱动公司成长。作为一家拥有超过 700 家体检中心、超过 7 万名员工的企业来说，公司首先需要解决的问题是，统一全体员工的价值观并能在细节上量化，只有这样才能确保全国一盘棋，而信息化和数字化只是辅助手段。阿里巴巴无论是在价值观培养，还是技术手段，都是公司最合适的合作伙伴。

2019 年 10 月，阿里巴巴成为美年健康战略股东，与公司战略协同、互相赋能，助力行业稳健发展。阿里巴巴战略入股美年健康，符合阿里巴巴“双 H”战略（healthy&happiness）与美年健康“做大主业、建立生态、完成闭环”战略，是医疗健康领域优质资源整合、互相赋能的结果；同时，阿里巴巴的线上电商平台、C 端流量、人工智能技术等，将与美年健康线下庞大的客户群体、海量精准大数据形成 O2O 闭环，相互赋能、强势互补。本次战略合作将进一步提升公司在中国预防医学领域的龙头地位，夯实根基，全面提升公司核心竞争力。

新的改变（后文详细分析）：通过数字化和信息化，集团统一管理的手段和工具成熟化、高效化；通过派政委，员工思想得以统一；通过过程考核，营销导向转变为服务导向；通过数据沉淀与应用，单一体检转变为健康管理。

图3：美年健康持续引进战略投资者



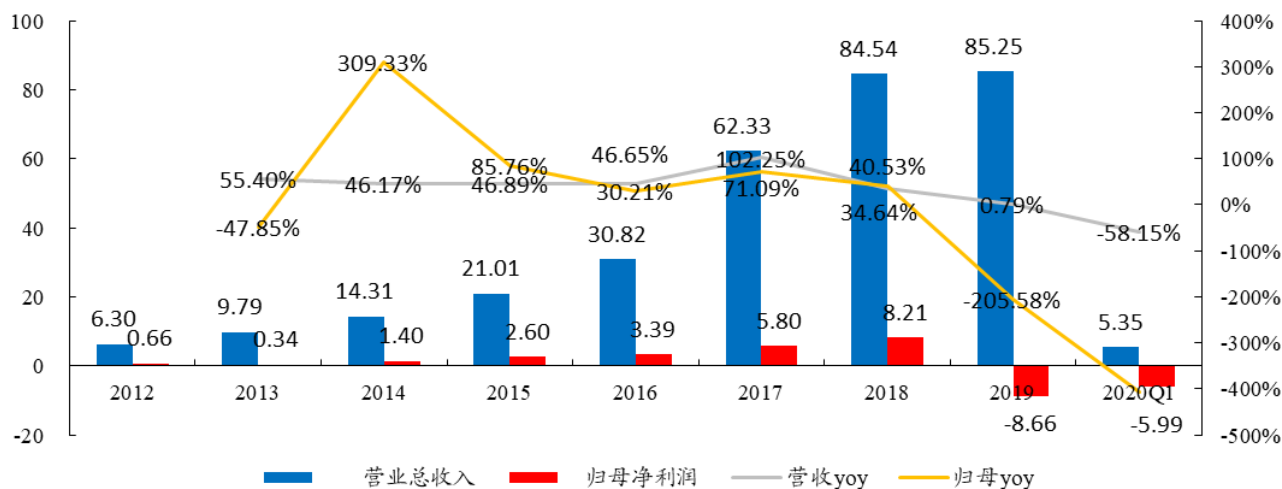
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、核心财务数据：经营向好趋势不变

美年健康在 2015-2018 上半年的快速扩张期中，收入利润保持 50%左右的高速增长，内生增速在 30%以上，主要靠量价齐升及规模扩张，2018 下半年公司严格把控体检质量、坚持提升服务质量，对体检中心接待人次和医护人员资质严格把控，把握好“量”与“质”的平衡，因此阶段性业绩有所放缓，从长远看更利于公司更加稳

健发展。公司 2018 年归母净利润 8.21 亿，较 2017 年同期 5.80 亿增长 40.53%——2018 年的业绩说明公司内部整改对整体业绩的负面影响有限。

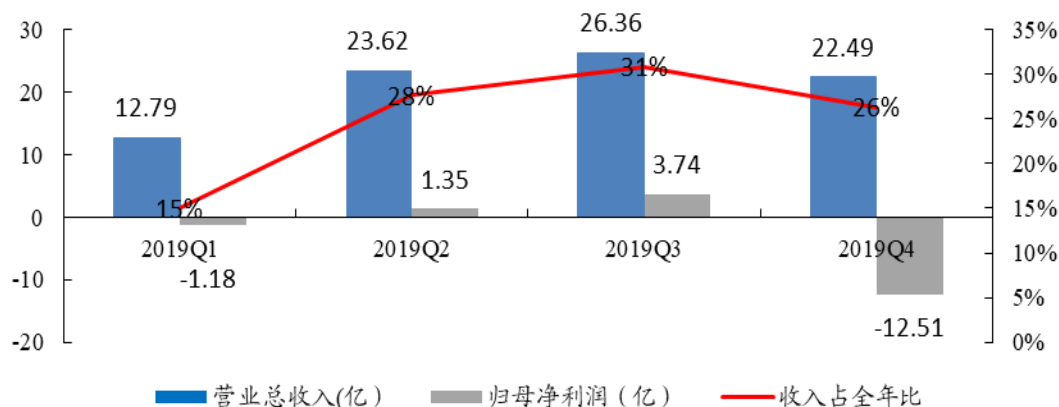
图4：2015-2018 年美年健康营收稳步增长，2019 年受外部行业事件影响增速放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 年，公司实现收入 85.25 亿 (+0.79%)，归母净利润-8.66 亿 (-205.58%)；扣非净利润-8.70 亿 (-222.24%)。前 3 季度业绩逐季改善，盈利能力回升，业绩回暖，但是 Q4 收入及利润增速下降，我们分析主要有几方面原因：1) 第 4 季度本是团检旺季，但是受到行业负面舆论影响，团检客户流失，2019 年第 3-4 季度总体检人次同比减少了 11.24%，2019 年并表单店服务人次减少了约 17%；2) 2019 年公司通过主动限制客流提升质量和客户满意度，对第 4 季度人次也有影响；3) 收入端减少，毛利率下降，影响利润 2.4 亿。

图5：美年健康 2019 年前三季度业绩逐季改善



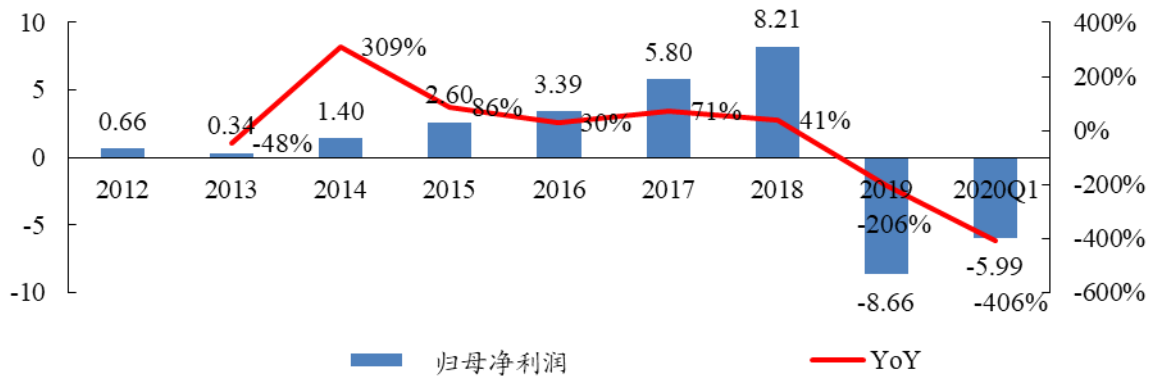
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 全年利润亏损，主要原因为：1) 2018 年的行业事件对业务开展带来了较大压力，公司限流提质，严控低客单，整体收入与 2018 年基本持平；2) 全年新并表 32 家体检中心，由于整体并表收入未能增长，成本大幅增加，这部分影响了约 2.4 亿的利润；3) 财务费用增加：发行美元债及增加银行贷款形式筹集资金，2019 年的财务费用比 2018 年增加了 1.92 亿；4) 医质提升及运营合规方面总体增加约 1 亿；5) 管理费用增加了 2538 万，用于搭建省级架构，强化运营管理；6) 销售费用增加 438 万；7) 考虑 2019 年业绩不及预期加上疫情影响，减值测试中考虑了新冠疫情给部

分公司带来的不确定性，和给出口、高端消费带来的不确定性，商誉减值 10.35 亿。考虑自 3 月以来公司体检客流有序恢复，从当前看我们判断今年继续减值的风险很小。

综上，叠加运营和一次性的减值及新准则调整，合计比 2018 年利润降低 16.9 亿。如单纯考虑运营变化，利润总额约为 4.19 亿。

图6：美年健康 2019 年和 2020 年 Q1 利润亏损

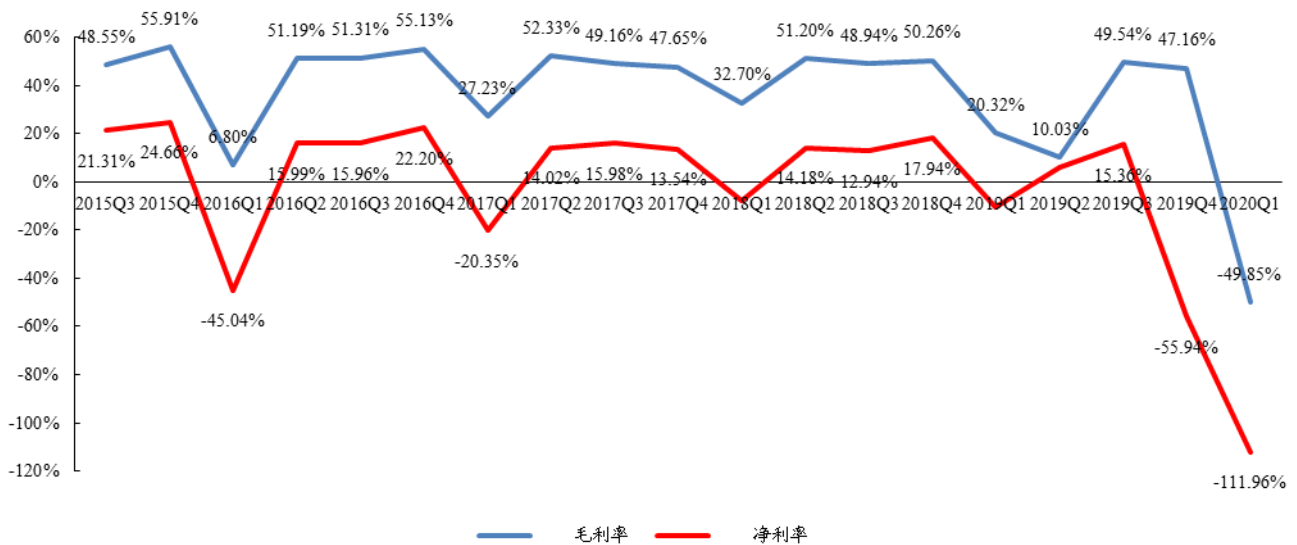


数据来源：公司公告、开源证券研究所

受疫情影响，2020 年上半年各地区收入较 2019 年同比下降，但随着 2020 年 3-4 月各地区体检中心逐步开业，业绩处于稳步恢复过程中，预计 2020 年下半年疫情影响将逐渐消除。

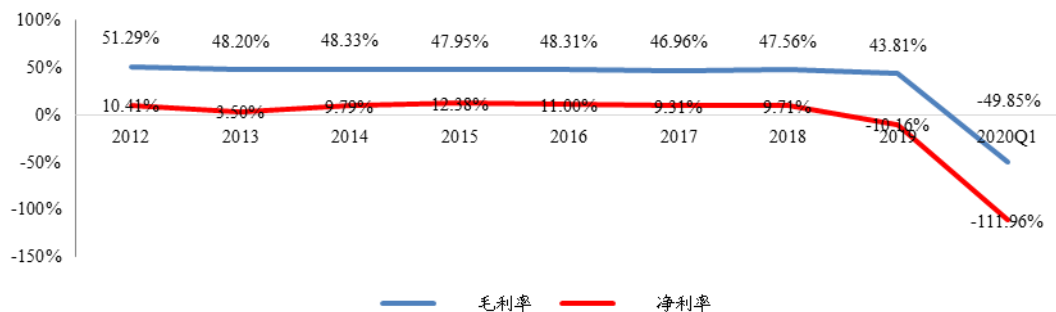
我们预计 2020 年下半年业绩有望快速提升的理由包括：1) 疫情下大型民企、事业单位及国有企业体检需求没有减少，只是时间延后，随着疫情消除将逐渐恢复；2) 疫情下部分国企单位体检预算增加，市场扩大，并且对员工健康管理提出了更高的要求，美年健康有阿里巴巴助力做数据及健康平台，有获客优势；3) 疫情对公立医院和竞争对手冲击较大，下半年美年健康团单回流可能超预期：公立医院承接量有限，部分排期已经到了第 4 季度，存在挤出效应；受疫情影响，2020 年上半年团检客户延迟到检，部分民营体检机构资金链紧张甚至有可能断裂；4) 美年健康部分体检中心推出下午场体检套餐，将增加单店接待能力。

从历年毛利率和净利率看，2012 至 2018 年美年健康毛利率、净利率维持较高水平，总体毛利率水平一直在 45% 以上，净利润水平也保持在 10% 左右的水平。历年一季度为体检淡季，收入占比小但各项成本正常支出，因此净利率为负。公司从 2017 年 Q1 起加大淡季营销力度，并注重高端项目推广，成效明显，淡季亏损收窄。

图7：2017年起美年健康 Q1 淡季亏损收窄


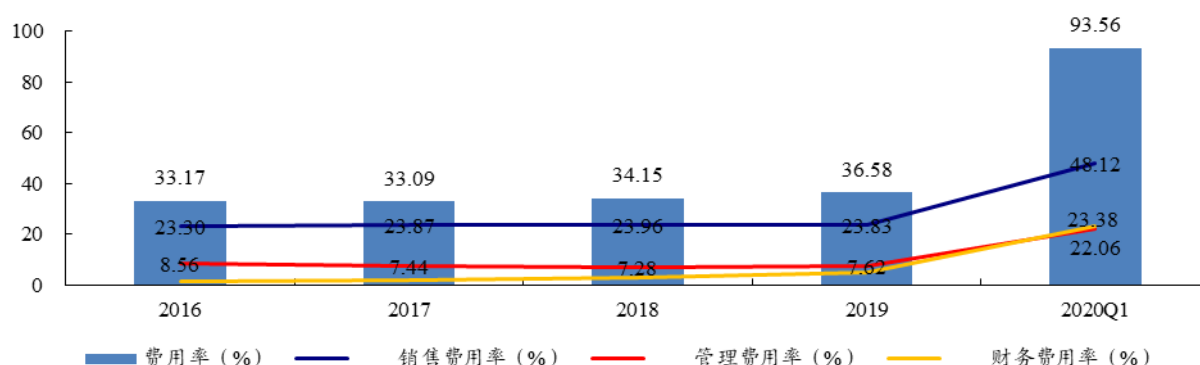
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 年公司毛利率小幅收窄，主要是由于受到行业负面舆论影响，团检客户流失，加上公司主动限制客流提升质量和客户满意度，体检人次降低，规模效应减弱造成毛利率小幅收窄。2019 年净利率为负，主要是由于 2019 年新并表 32 家体检中心造成成本大幅增加、财务费用增加、医质提升及运营合规费用增加、搭建省级架构造成管理费用增加以及商誉减值等原因，造成 2019 年净利润大幅下降，净利率为负。2020 年随着疫情影响逐渐消除、公司品牌形象和质控质量提升，加上阿里巴巴科技赋能，2020 年下半年业绩将逐渐回暖，预计毛利率和净利率也将恢复到历史水平。

图8：2019 年之前美年健康毛利率和净利率保持稳定


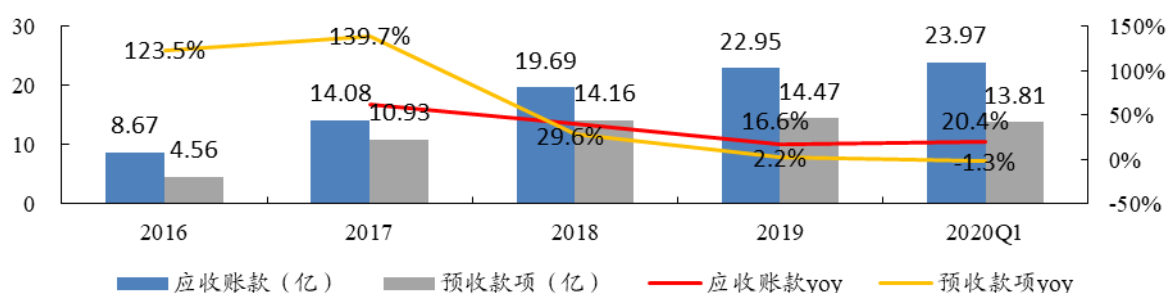
数据来源：公司公告、开源证券研究所

费用率来看，2016-2018 年公司期间费用率保持平稳，基本维持在 34%左右，2019 年费用率上升，主要是由于医质提升及运营合规费用增加、搭建省级架构造成管理费用上市、财务费用增加等原因。2020Q1 由于疫情影响公司在 3 月底大部分体检中心才恢复营业，体检人次恢复滞后，成本、摊销仍正常支出，造成费用率大幅提升。长期看，随着规模效应增强及阿里巴巴带来的数字化升级，公司期间费用率将稳中有降。

图9：提升医质、加强合规等因素造成 2019 年费用率小幅上升


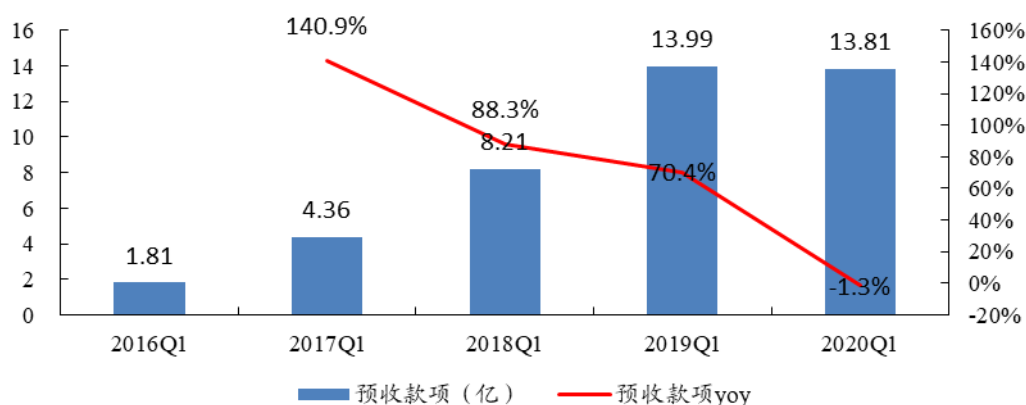
数据来源：公司公告、开源证券研究所

应收账款和预收账款是反映公司团检业务到检及预售情况的指标，其中应收账款主要反映团检客户签单情况，企业客户到检后确认收入，但一般有 1-3 个月账期才会回款；预收账款反映个检卡销售情况，C 端订单成交时形成预收款，客户到检后才确认收入。应收账款和预收账款持续提升表明美年健康的团检到检和个检预售业务趋势向好。

图10：2016-2019 年美年健康应收账款和预收账款持续上升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

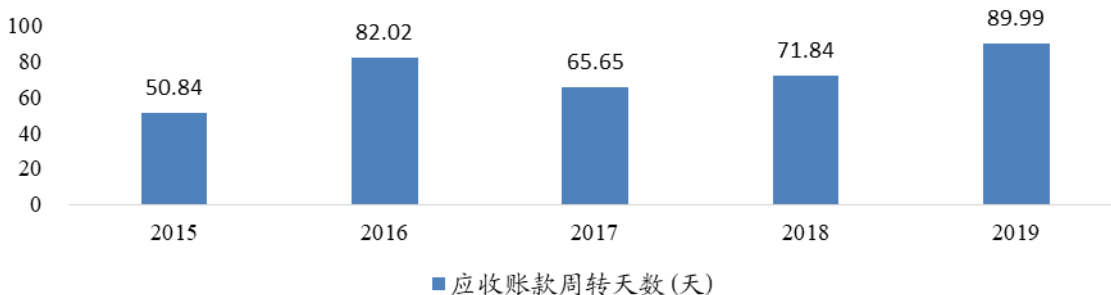
单季度看，除 2020 年 Q1 受疫情影响预收账款小幅下降外，2016-2019 年的第一季度美年健康预收账款持续上升。第一季度是体检行业淡季，美年健康在第一季度通过推出“新春卡”等个检套餐加大促销力度，实现了“淡季不淡”。

图11：剔除疫情因素，美年健康 Q1 预收账款持续上升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

应收账款周转天数主要反映公司的扩张策略及对团检客户的议价能力。在 2015-2018 年公司应收款周转天数稳定在 80 天以内，小幅上升，主要是在快速扩张期，在业绩驱动下对下游团检客户账期主动放宽，属于正常变化；2019 年美年健康应收账款周转天数同比增加了近 20 天，主要原因是受到 2018 年行业负面事件的影响，公司为了促进销售、提升团检客户数量，相应给予团检客户比较宽松的信用周期，应收账款周转天数增加。但公司回款天数阶段性拉长，随着公司医质提升、品牌形象修复、团检客户回流，预计公司回款周期将逐步缩短，改善现金流。

图12：美年健康近几年团检回款周期有所放宽



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、量的构成及历年数据：团检为主，但个检比例在迅速提升；

基层市场空间巨大，需要持续挖掘

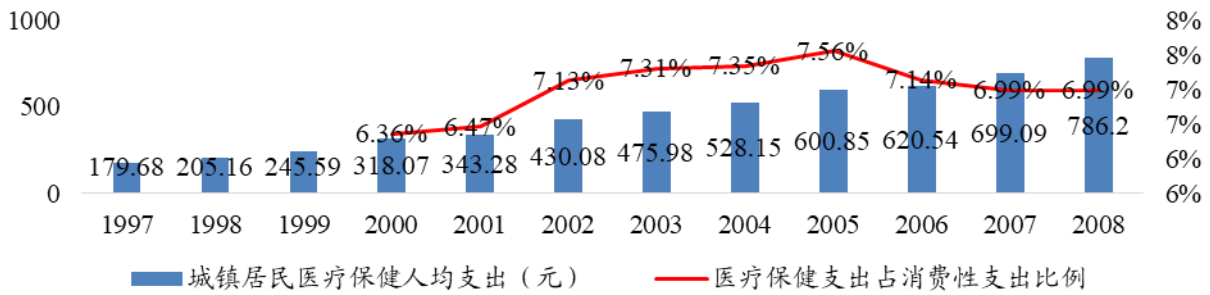
2.1、“后非典”时期健康备受关注，出现体检热

2003 年非典疫情过后，居民对自身健康关注度及保健支付意愿提升；以城镇居民为例，2003 年-2008 年的人均医疗保健支出呈稳步上升状态。在考虑物价上涨和通货膨胀的因素下，城镇居民医疗保健支出占消费性支出比例，从 2002 年-2005 年一直保持上升的态势。

在非典疫情的重灾区广州，也从 2003 年 5 月下旬开始迎来“体检热”。例如据广医附属医院提供的统计数据：2003 年 6-7 月，医院体检人数迅速增长，仅 2003 年 7 月份就接待个人体检 400 人、单位体检 1900 人，在 2003 年 8 月初即预计当月的体检人数与 2002 年同期相比将上升 30%。同时，医院的体检人群部分来自外地，且多选择高端体检为主。

正是看到了体检市场的巨大潜力，广州各大医院纷纷出招揽客，广医附属一院等三甲医院成立了体检中心¹。与此同时，非典疫情还催生了国内第一家以健康体检为主营业务的连锁化民营专业体检机构——慈铭体检。2004 年 9 月，慈铭体检正式成立，总部设立在北京。

¹ 资料来源：北京晚报，《携家带口去医院 广州兴起体检热》<http://tech.sina.com.cn/o/2003-08-12/1759220127.shtml>

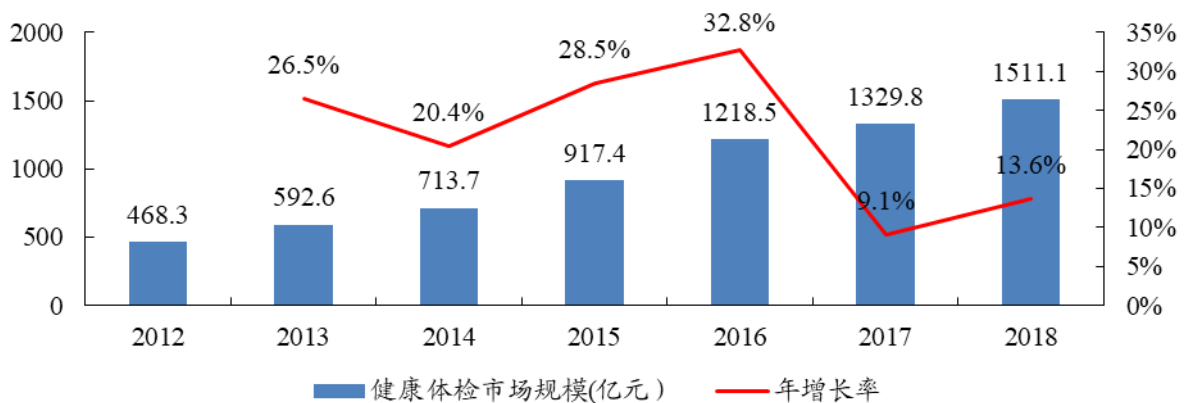
图13: 我国城镇居民消费性医疗保健支出持续提升


数据来源：国家统计年鉴、开源证券研究所

2.2、健康体检市场快速扩容，渗透率有较大提升空间

健康体检行业的市场需求旺盛，呈现井喷发展的趋势：2017年“健康中国”国家战略进一步深化实施，再次将健康促进和疾病预防提高到国家战略层面。随着健康消费升级，大众对“早发现、早治疗、早预防、早健康”的健康观念大幅提升，我国体检行业市场规模不断提高，从2012年的468.3亿元提升到2018年的1511.1亿元，CAGR 21.56%。

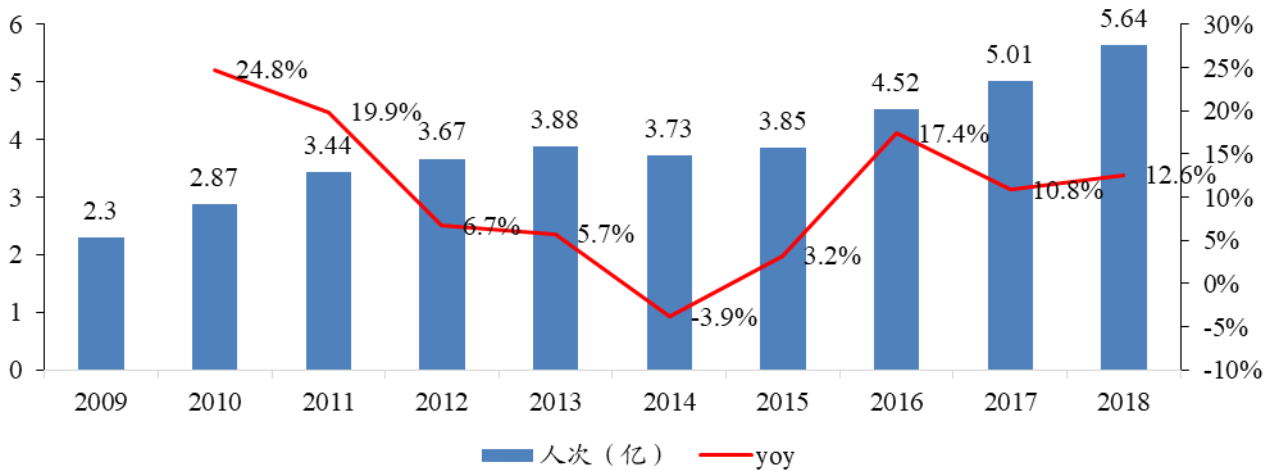
根据 Frost&Sullivan、艾媒咨询发布的 2016 年各国体检覆盖率，我国体检覆盖率为 32.7%，与德国、美国、日本分别为 96.9%、74.2%、73.4% 的体检覆盖率相比，我国体检覆盖率有较大提升空间²。近年体检行业规模及体检人次增长有放缓的趋势，我们认为历史数据反映的基本是城市居民的体检状况（2017 年一二线城市居民人口不到 4 亿），**城市居民体检目前是红海市场，体检人次提升空间在基层市场。**

图14: 我国体检行业市场规模不断提高（亿元）


数据来源：卫健委、艾媒咨询、开源证券研究所

² 资料来源：中国产业信息网，《2017 年中国健康体检行业渗透率及未来发展趋势分析》 <http://www.chyxx.com/industry/201803/622913.html>

图15: 2016-2018 年我国医疗机构健康体检人次上升速度较快

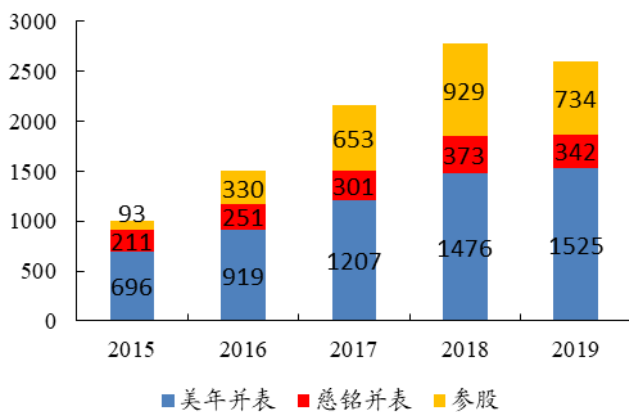


数据来源: 国家统计局、中国产业信息网、开源证券研究所

2.3、量的数据: 历史看, 美年健康体检人次增加主要依靠规模扩张; 未来重点在于单店人次提升

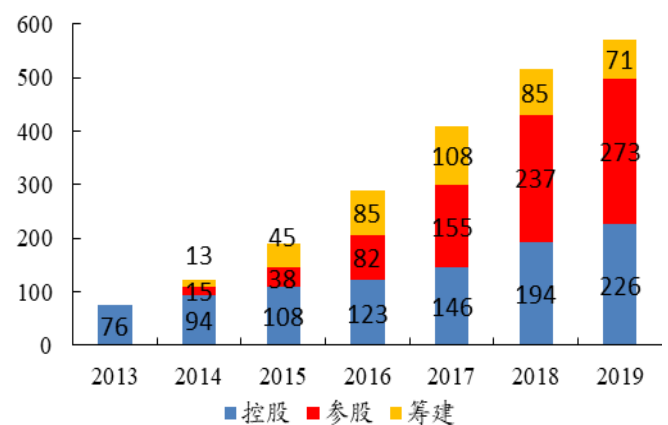
2017-2018 年的高速扩张是人次增量的核心驱动因素: 美年健康体检中心数量从 2017 年的 409 家增加到 2018 年的 516 家, 公司全年体检人次从 2017 年的 2161 万增加到 2018 年的 2778 万。2019 年公司覆盖 294 个城市, 已布局 703 家体检中心 (含在建), 全年体检人次超过 2601 万 (含参股体检中心), 健康流量入口龙头地位进一步得到巩固。(其中: 美年健康控股 226 家、参股 273 家、在建 71 家; 慈铭体检控股 60 家、参股 28 家; 美兆健检、慈铭奥亚合计控股 3 家、参股 42 家)。**在高速扩张期, 公司体检人数增长主要是由门店规模扩张驱动, 以 2018 年为例, 公司体检总人次 (体内+体外) 2778 万人次, 同比增长 29%, 其中 22.6% 是由体内/并表人次增加贡献的, 并表体检人次增长中又有 8% 左右是由单店人次增长所贡献。**

图16: 美年健康体检人次逐渐上升 (单位: 万人)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 美年健康体检中心数量逐年上升 (单位: 家)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 2015-2019 年美年健康体检人次迅速提升（单位：万）

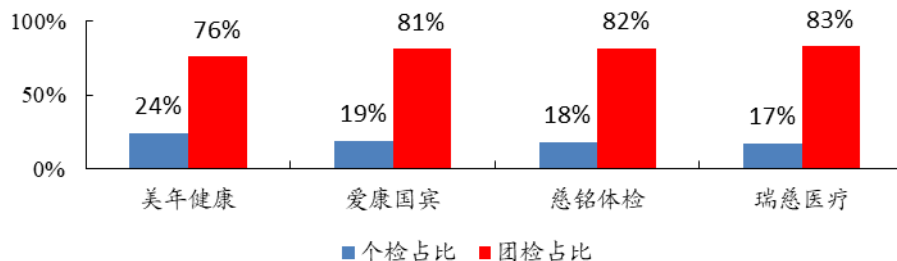
	2015	2016	2017	2018	2019
总人次/YOY	1000	1500/+50%	2160/+44%	2778/+29%	2602/-6%
并表人次/YOY	907	1170/+29%	1508/+29%	1849/+22.6%	1867/+1%
单店人次/YOY	5.5	6.5/+18%	7.25/+12%	7.8/+8%	6.46/-17%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

美年健康进入稳健发展期后，门店扩张速度预计较前期放缓，因此**未来体检人次增长将更多依赖于单店人次增长**。按照公司目前主要在上半场开展体检情况来看，单店最大承接量预计 10 万人次左右，2019 年美年健康控股单店接待人次接近 6.46 万人次，单店接待量还有较大提升空间。在具体措施上，例如上海等地推出下午专项体检套餐，将提升门店整体坪效。

2.4、量的结构：行业与公司均以团检为主，美年健康个检占比领先行业提升

从行业看，健康体检行业的客户以团体体检客户为主：团检客户大多来自企业、公司、机关等，通常作为员工福利消费，一般模式是由企业或单位与体检机构签订合同购买体检服务，企业或单位员工前往体检中心体检，费用由所在团体统一结算。当前市场上规模较大的民营体检机构团体客户占比都在 75% 以上。

图18: 2017 年美年健康个检占比处于行业较高水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

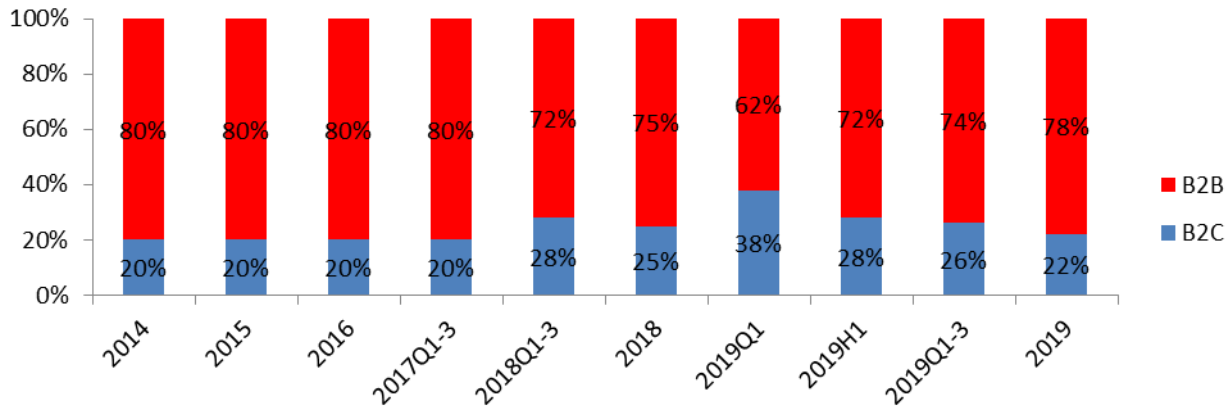
行业客户结构以 B 端为主，决定了体检机构主要精力应该放在 B 端客户的开发和维护上。巩固及强化 B 端的销售，有助于缩短体检机构的盈亏平衡周期，帮助企业及时回收资金，加快资金流转速度，减轻公司现金流压力。

但考虑到团检的支付者和使用者分离，团检的提升并不能真实反映客户对体检机构的认可度，我们认为个检比例这一指标非常重要，它表明体检机构的体检质量、品质和服务获得客户认可的程度，这是与体检行业最强大竞争对手——公立医院竞争最强有力的武器，也是提升客户粘性的前提。在策略上，提升 C 端客流量可以通过 B 端转化（例如员工给家人购买体检卡），或者线上导流。C 端客流增加可以充分利用体检淡季，既避免了医疗设备的闲置浪费，又科学分配体检任务，有效地减轻了体检中心人员的工作负担。

从美年健康自身看，疫情下团检的回流使得团检客户结构更加优化：1）目前美年健康即使是基层地区也是团检占主导，2020 年上半年疫情原因团检延迟到检、个检占比有提升，各区域 2020 年主要精力和投入仍在团检上，预计下半年团检占比将

提升；2）部分国企、事业单位等体检预算增加，市场扩大；3）公立医院因疫情防控和人手不足等原因存在挤出效应，同时民营体检机构服务质量不断提升，这类客户逐步接纳进入美年健康等非公医疗机构；4）团检客户中，党政机关、事业单位数量提升。

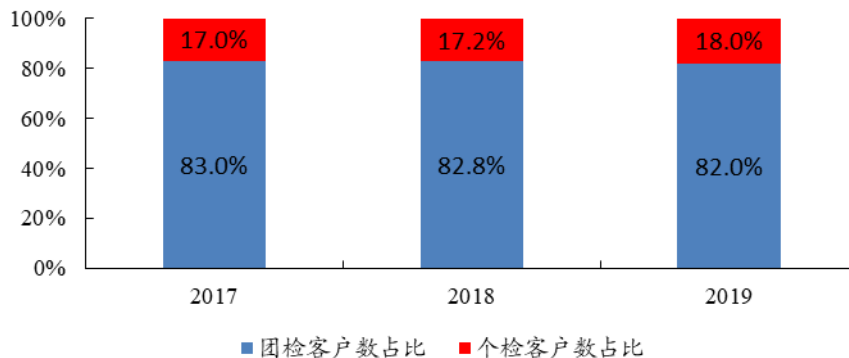
图19：美年健康个检占比稳定在 25% 左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

个检提升是长期趋势，各地区近年个检占比和客单价提升速度较快，美年健康也比竞争对手更早重视提升个检占比，爱康国宾和瑞慈医疗的团个检比例近几年变动不明显，但美年健康的个检占比从 2017 年的 24% 提升至 2018 年的 26%，2019Q1 个检比例提升到 38%，未来考虑阿里巴巴线上导流，预计个检比例有望提升至 50% 以上。

图20：2017-2019 年瑞慈医疗团、个检客户数比例平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、量的空间：基层地区是蓝海市场

人均 GDP 较高的一线及省会城市，常住人口基数大，体检市场广阔，尚未到天花板。以上海地区为例，公司目标客户群——私营企业+外资企业人数约 820 万人，上海地区美年健康有 14 家体检中心，按照单店 7 万人次/年的体检量估算，公司在上海约 100 万体检人次，市占率提升空间广阔。

表4：一线及省会城市体检市场广阔

区域	2019 年人均 GDP（万元）	2019 年常住人口
深圳	20.7	1344 万
南京	16.5	850 万
上海	15.74	常住人口 2400 万，目标客户群 私营企业+外资企业约 820 万
杭州	15.2	1036 万
江苏	12.38	8070 万
合肥	11.56	818.9 万
成都	10.26	1658 万
西安	9.31	1020 万
重庆	7.58	3124 万

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

竞争趋于激烈，基层地区格局更好，竞争对手逐步减少。无论是省会城市还是基层地区，区域体检市场中，公立机构占主导，但地级市美年健康单店覆盖人次高于一线和省会，地位相对较高，基层资源股东和省级政委将提升基层业务拓展能力。美年健康和公立医院更多体现的是区域医联体的合作，走向量、价、质三重提升的正向循环。

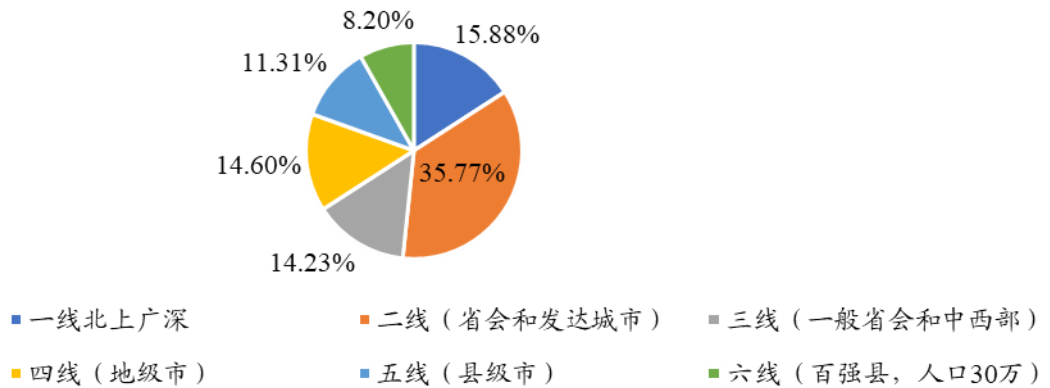
表5：基层地区美年健康单店覆盖人口更多

区域	常住人口（万）	公立+民营体检机构数量（家）	美年健康体检中心数量（家）	单店覆盖人口（万）	美年健康单店覆盖人口（万）
成都	1658	47+41	22	19	75
无锡	660	10+10	7	33	94
南京	850	134+15	7	6	121
苏州	1100	30+10	9	28	122
镇江	319.6	14+3	1	19	320
重庆	3124	28+19	9	66	347
南通	731.8	8+12	2	37	366
扬州	458.8	7+7	1	33	459
泰州	463	4+6	1	46	463
常州	473	11+15	1	18	473
淮安	493	5+6	1	45	493
宿迁	590	6+3	1	66	590
盐城	720	9+3	1	60	720

数据来源：国家统计局、企查查、公司官网、开源证券研究所

近几年公司也在大力布局基层地区。2019 年公司继续聚焦做大、做强主业的核心发展战略，重点城市与全国布局双管齐下。在巩固一、二线城市优势的同时，加大三、四线市场的深耕布局。2018 年公司体检中心中，约 50%的体检中心分布在三、四、五线城市及县级地区。

图21: 2018 年美年健康 50%以上门店分布在一、二线城市



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、价格构成及历年数据：公立医院体检单价高、增速慢；美年健康客单价提速快且稳，得益于服务内涵提升

3.1、价格水平：与地区充分竞争程度有关，公立医院体检价格单价高

体检客单价与城市规模、等级不成绝对正相关：健康体检市场曾经由于专业化程度较高、信息高度不对称，存在着价格战等现象。尤其是在一二线城市，体检机构数量多、项目重合度高，体检客单价低于竞争相对缓和的三四线城市。**目前性价比才是竞争中的核心竞争因素：**目前团检招标越来越市场化，都是公开公正的招标，企业单位从过去的注重低价转变为更看重性价比和服务质量，这才是美年健康能够取胜的核心因素。

虽然公立医院设备配置高、专家资源丰富、权威性高，在住院治疗方面具有前后端延伸服务，但公立医院体检中心人数达到上限后，受面积、预算、人员编制的限制难以扩容，因此降价促销动力小，价格长期高于民营体检机构。公立医院体检中心普遍运营时间长，规模增速较低。同时，公立医院体检中心单纯提价受政策限制，限制了客单价的增长空间和增长速度。**受疫情影响 2020 上半年团检客户较少，体检延后到 2020 年下半年，公立医院设备和人手有限，排期紧张，存在挤出效应。**

民营体检机构机智灵活，可以运用技术创新以及产品内涵升级等方式提升客单价，以美年健康为例：包含胶囊胃镜的套餐价格 3650 元，包含冠脉核磁套餐价格为 19800 元，新项目的引进在很大程度上扩大了民营体检机构的提价空间。

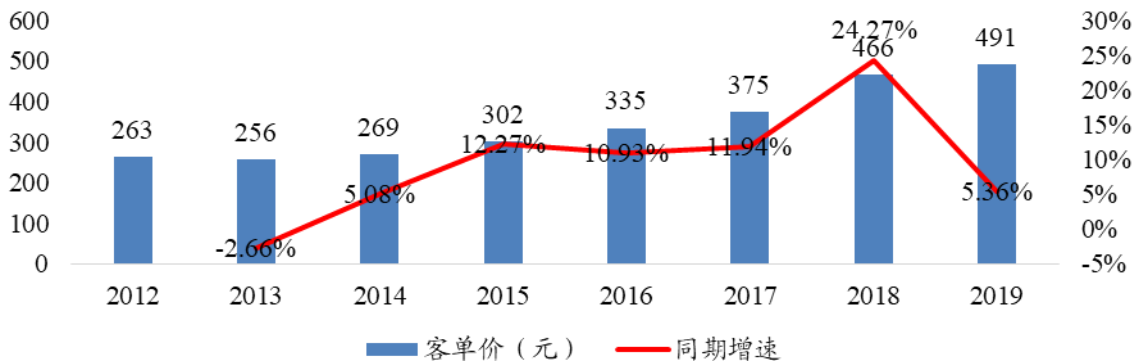
表6: 民营体检中心价格更具优势

类别	套餐价格	客单价增速	优势
公立医院体检中心	平均 1000 元以上	增速 10%	1、前后端的延伸（如住院的绿色通道） 2、一二线公立医院设备配置高，民营体检中心更多是国产设备（美年健康例外） 3、专家资源丰富，权威性高
民营体检机构	美年健康 2018 年 466 元/人 （剔除富士康） 慈铭体检 2017 年 522 元/人	8.62%（剔除富士康）	1、专业的营销队伍，服务质量更好 2、集中采购耗材、设备，成本更低，价格优势明显 3、连锁经营，便于获取大型集团客户

资料来源：公司公告、中国产业信息网、开源证券研究所

3.2、美年健康：整体客单价增速稳定

2012-2019 年度，美年健康的客单价处于平稳上升态势，主要是由于增加套餐体检项目、销售人员引导客户选择等因素带来客单价提升。2019 年美年健康剔除富士康的平均客单价为 491 元，同比增长 5.36%；相比往期，增速有所放缓，与宏观经济影响、行业舆论事件影响有关。

图22：2013-2019 年美年健康客单价持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、民营体检机构客单价增长出现分化，美年健康提价幅度高于竞争对手

民营体检机构的平均客单价低于公立医院体检，从趋势来看客单价将持续提升，但从实际数据看已经出现了分化，美年健康和慈铭体检近 3 年客单价 CAGR 高于爱康国宾和瑞慈医疗，我们分析主要原因是爱康国宾等主要分布在一线及省会城市，竞争激烈有关。

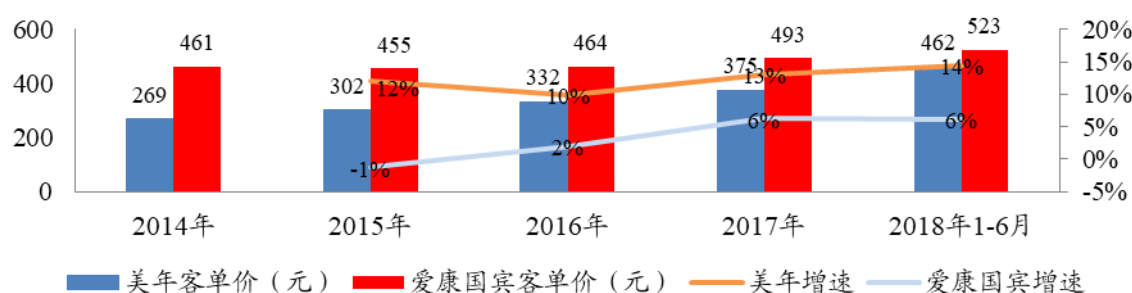
表7: 美年健康客单价增速高于其他民营体检机构 (单位: 元)

机构名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	近三年复合增长率
美年健康	263	256	269	302	335	375	466	491	13.59%
慈铭体检	383	437	430	457	472	519	522	547	3.67%
爱康国宾	422	433	461	455	464	493			2.26%
瑞慈医疗		411	449	499	492	489	504		0.33%

数据来源: 公司公告。开源证券研究所。

注: 美年健康、慈铭体检复合增长率为 2016-2019 年, 瑞慈医疗复合增长率为 2015-2018 年, 爱康国宾复合增长率为 2014-2017 年。

图23: 与爱康国宾相比, 美年健康客单价提升较快 (单位: 元)



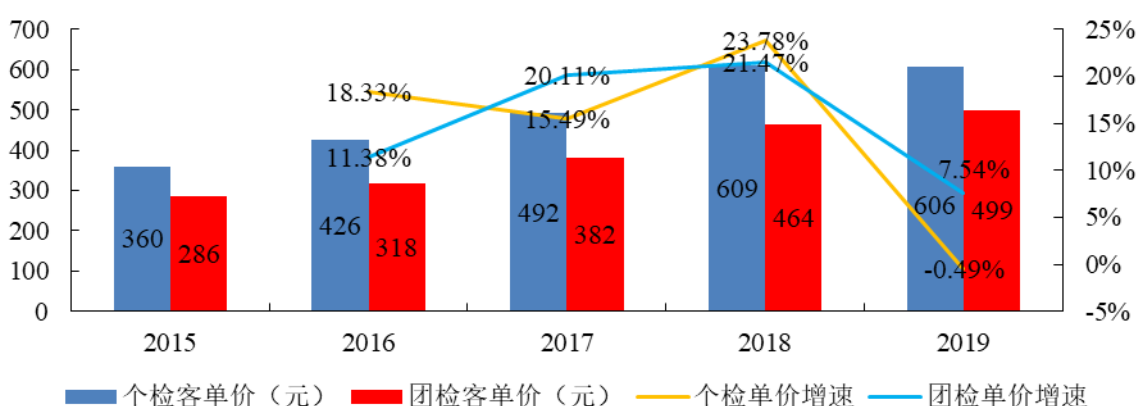
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

注: 美年健康的客单价包含了富士康和入职体检

3.4、价的构成: 个检套餐项目更多, 客单价更高

团检 B 端客户体检项目少、较为固定, 通常无法根据单个职工个性化定制, 且企业议价能力强, 团检客单价较低。而个检 C 端客户个性化定制服务, 可以自由增加体检项目, 客单价较高。以 2019 年为例, 个检客单价为 606 元, 团检客单价为 499 元, 个检客单价高出团检客单价 21.44%。

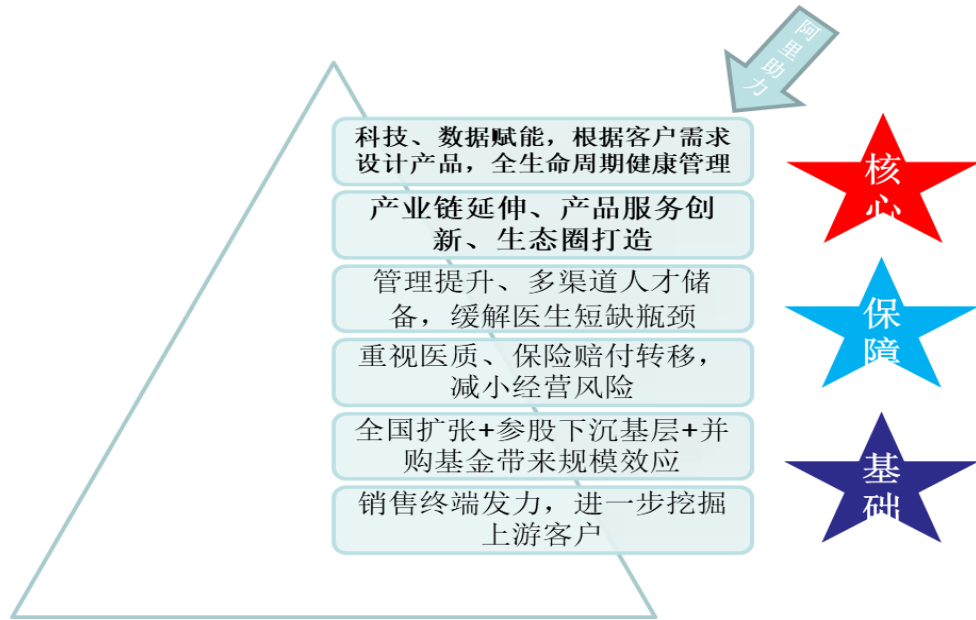
图24: 美年健康个检客单价高于团检



数据来源: 公司公告、开源证券研究所。注: 团检客单价包含了低价体检

4、量价提升的因素：科技和数据是核心驱动因素，人才、质控、销售作为保障和基础因素

图25：核心、保障、基础三方位因素推动美年健康发展



资料来源：开源证券研究所

4.1、核心因素一：阿里巴巴助力美年健康二次腾飞

4.1.1、阿里巴巴全面布局健康产业

阿里巴巴全面布局健康产业，对健康产业的期望：目标是实现社会数字化变革。阿里巴巴从20多年前最早的商务公司，一步一个脚印，发展电商、数字商业、数字金融、大数据物流、云计算，目前已经成为一个涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、第三方服务提供商、战略合作伙伴及其他企业的数字经济体。在如今这个数字经济时代，阿里巴巴的目标是不断挖掘社会经济与生活中的日益渐增的需求，将数字技术渗透至各个行业，实现整个社会的数字化变革。

图26：阿里巴巴发展为涵盖多企业的数字经济体



资料来源：阿里巴巴招股书、阿里巴巴集团官方网站、开源证券研究所

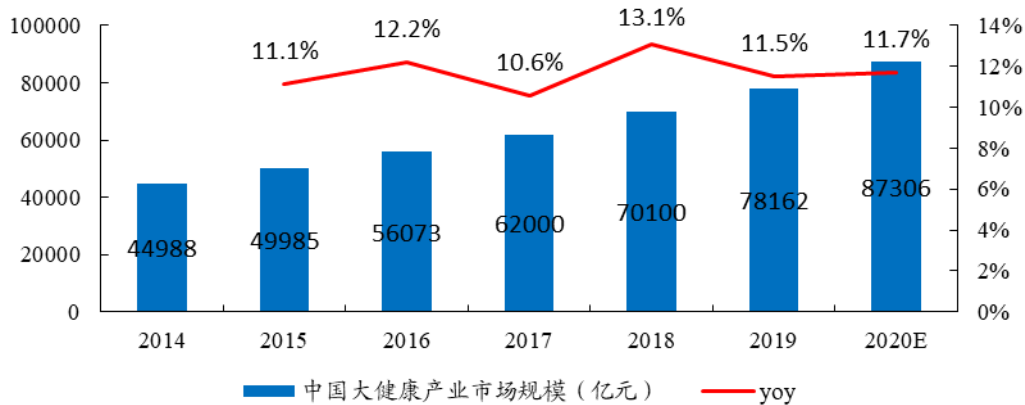
阿里巴巴认为大健康产业是未来 10-20 年内高度确定的一个朝阳产业。2019 年 7 月 31 日，国家卫生健康委透露我国心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病等慢性非传染性疾病导致的死亡人数占总死亡人数的 88%，导致的疾病负担占疾病总负担的 70%以上。由此国家增大力度推广和提倡国民的保健意识，推进健康中国建设国家战略，各地也相继出台多项举措助力大健康产业发展，并将发展大健康产业作为促进当地经济结构转型升级、推进供给侧结构性改革的着力点，以及新的经济增长点。“健康中国”战略明确指出：到 2030 年，健康服务业总规模将达到 16 万亿。同时，我国居民收入水平不断提高，消费结构升级不断加快，人们对生活质量的要求日益提高，健康产业迎来了前所未有的机遇和广阔的发展前景。

表8：各地出台多项举措助力大健康产业发展

地区	时间	政策
北京	2018 年 10 月	《北京市加快医药健康协同创新行动计划（2018-2020 年）》
江苏	2018 年 12 月	《关于推动生物医药产业高质量发展的意见》
山东	2018 年 7 月	《关于印发山东省医养健康产业发展规划（2018-2022 年）的通知》
广东	2018 年 12 月	《广东省卫生健康委办公室关于进一步加强健康体检机构管理有关工作的通知》
安徽	2018 年 12 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》
江苏	2018 年 4 月	《江苏省深化医药卫生体制改革规划（2018-2020 年）的通知》
上海	2018 年 4 月	《“健康上海 2030”规划纲要》
福建	2018 年 12 月	《关于加快推进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》

资料来源：前瞻产业研究院《中国大健康产业战略规划和企业战略咨询报告》、开源证券研究所

图27: 中国大健康产业规模不断增长



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

阿里巴巴在健康产业已有布局: 逐步布局形成合围, 深入医疗产业链各环节。借助自身 B2C 渠道、大数据、云计算等优势, 阿里巴巴自 2011 年起布局大健康产业。阿里巴巴对长期战略的布局是建立在未来 5 年-10 年该行业的发展潜力上的, 其一贯做法是下围棋。在不同投资领域开辟赛道, 在技术推进以及业务拓展下为客户提供更多服务, 为市场创造更大价值, 最终让各个投资领域形成合围。

表9: 阿里巴巴逐步布局大健康产业

平台搭建期 (2014-2015 年): 借壳中信 21 世纪, 组建健康“旗舰平台”	
2014 年 1 月	阿里巴巴联手云锋基金, 收购港股中信 21 世纪 54.3% 的股份, 金额 1.7 亿美元, 并将其更名为阿里健康。阿里健康即是阿里巴巴集团布局健康产业的旗舰平台。
2014 年 10 月	建立阿里健康云医院平台, 连接医患、药店、第三方服务方, 基本涵盖产业链主体。
2014 年 12 月	阿里健康与超过 300 家零售药房运营商 (其在中国共计运营超过 20,000 间实体零售门店) 签订合作合同; 利用 Alijk 移动应用, 打造 O2O 平台。
2015 年全年	公司持续聘请信息技术工程师及医药保健行业资深员工, 为扩张新业务做准备。
平台延伸期 (2016-2018 年): 扩大投资、注入资源, 扩张中追寻协同	
2016 年 2 月	CFDA 宣布暂停药品电子监管码, 阿里健康启动向 CFDA 移交中国药品电子监管码
2017 年 3 月	中国药品电子监管网系统停止更新
2016 年 5 月	联合百佳惠苏术、德生堂、康爱多等 65 家连锁药店成立“中国医药 O2O 先锋联盟”, 并在 2016 年与实体医院合作, 为成员药店提供“一分钟诊所”在线咨询服
2016 年 6 月	“码上放心”追溯平台正式上线, 对政府、企业、消费者提供产品追溯等服务。
2016 年 8 月	完成收购广州五千年医药连锁, 后更名为阿里健康大药房医药连锁有限公司, 获得 C 证
2018 年 8 月	天猫医药馆医疗器械及保健用品、成人用品、医疗和健康服务等业务注入阿里健康
2018 年 11 月	与支付宝达成战略合作, 在支付宝上设立独立的医疗健康渠道
平台完善期 (2019 年-未来): 注重技术引进, 继续布局全链条、全流程的医疗健康产业	
2019 年 1 月	公司和蚂蚁金服投资的浙江扁鹊承建的浙江省互联网医院平台发布, 截止 2019 年 9 月已入驻 130+ 家医院, 实现浙江地级市全覆盖
2019 年 3 月	公司、支付宝和武汉中心医院联合发布未来医院项目
2019 年 10 月	阿里巴巴集团牵头投资了爱康国宾与美年健康, 为公司开展体检业务合作奠定基础

2019 年 10 月

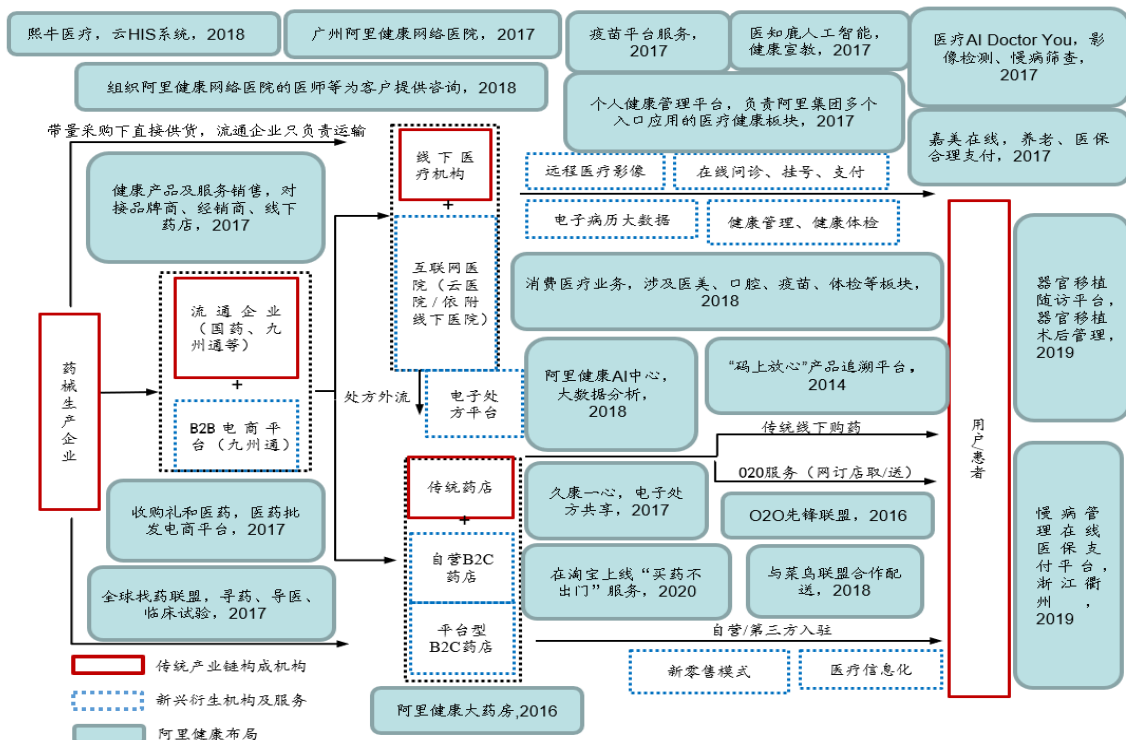
由阿里健康与浙江省衢州市政府共建的衢州慢病管理平台正式发布。该平台是全国首个慢病管理在线医保支付平台

2020 年 4 月

阿里健康推出“新冠核酸检测服务”，将线上流量导流至美年健康、爱康国宾、迪安诊断、博奥医学检验所等线下体检机构和 ICL

资料来源：公司公告、开源证券研究所

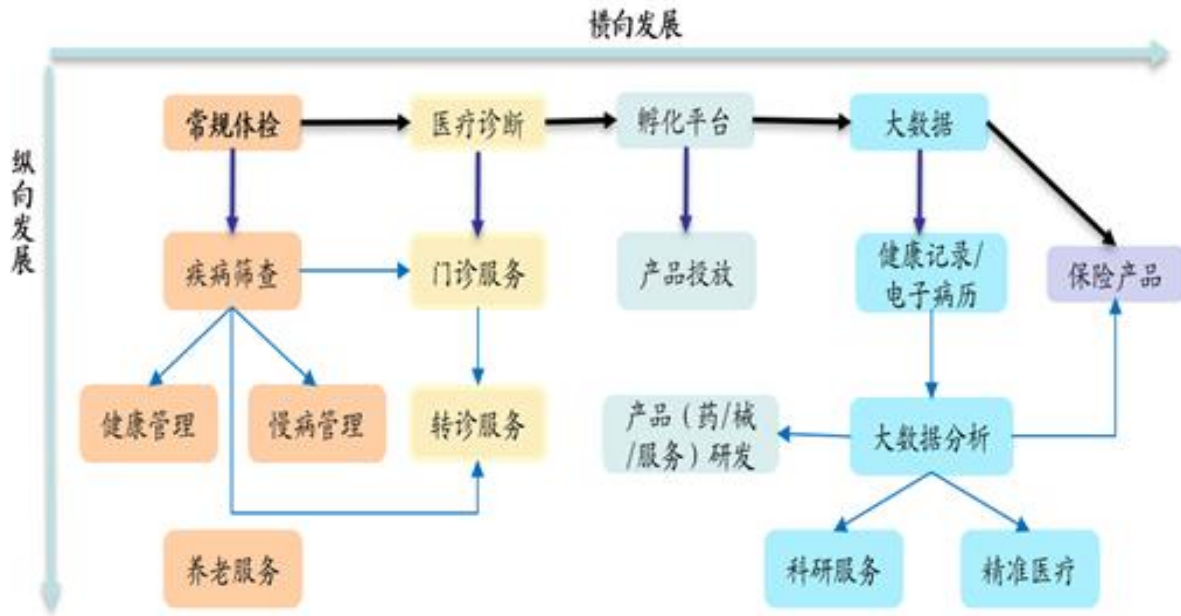
图28：阿里健康全产业链深入医疗产业链各个环节



资料来源：公司公告、开源证券研究所

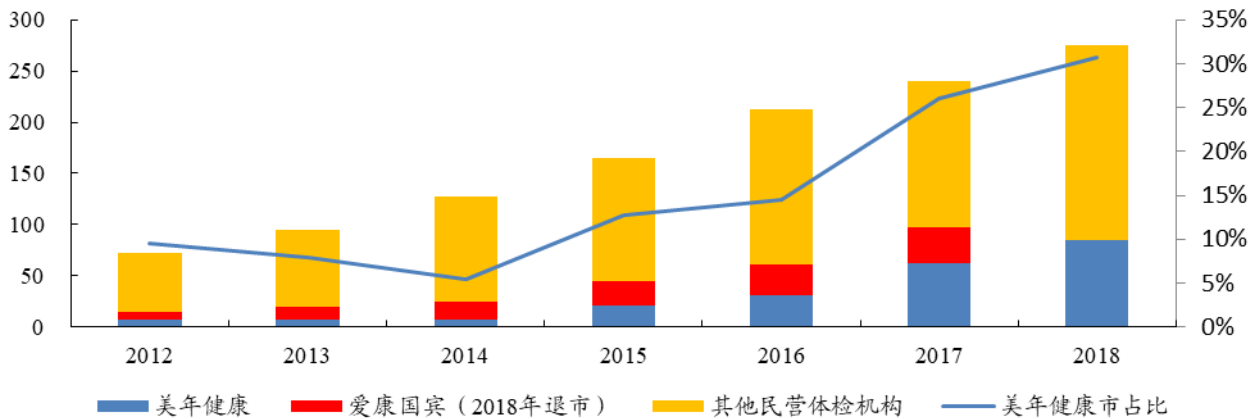
选择美年健康：体检是大健康产业的切入口。健康管理服务产业以体检行业为主导，占比 84%（2017 年）。体检行业是疾病医疗的预防端以及整个大健康产业链的入口端。利用体检项目为切入点，根据客户体检结果进行医疗服务、提供医药产品或保健品，针对老年人体检则可延伸至养老服务，由此覆盖所有大健康细分领域。阿里巴巴入股美年健康的考虑：1）美年健康是体检龙头，线下 700 余家门店，设备配置齐全，线上线下互补性强；2）价值观趋同。

图29：健康服务行业产业链以体检行业为入口端



资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图30：美年健康营业收入（亿元）占民营体检机构比例逐年增加

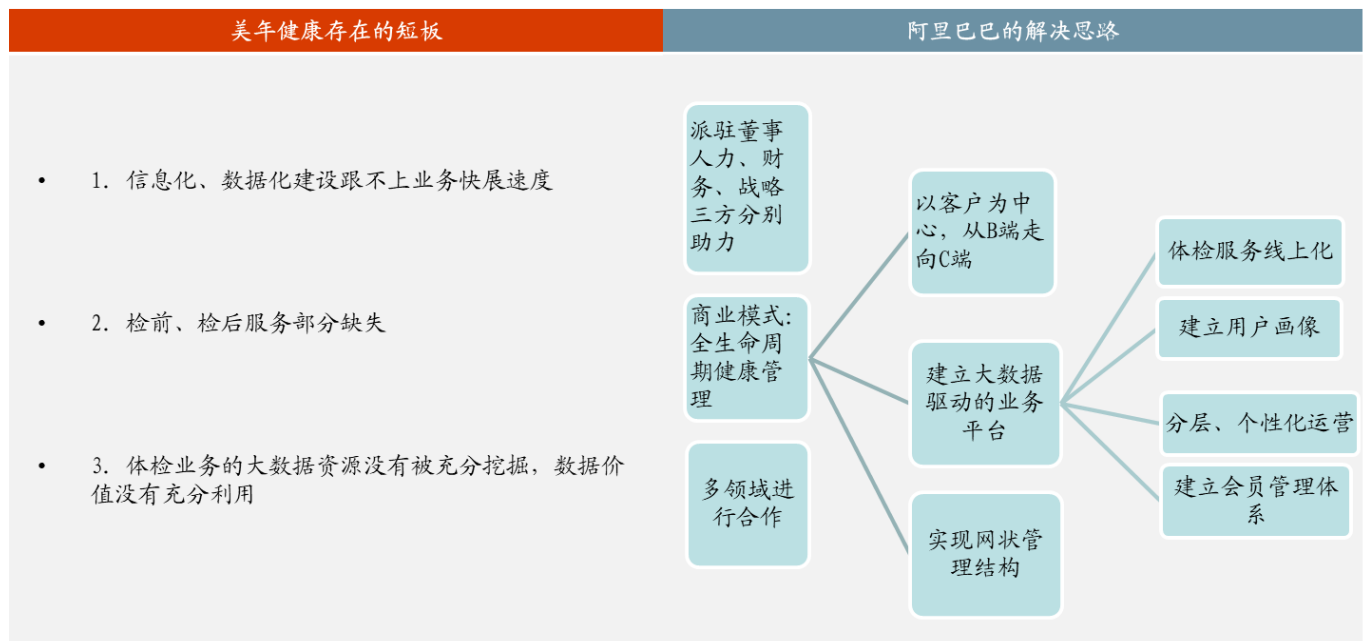


数据来源：公司公告、智研咨询、开源证券研究所

4.1.2、阿里巴巴对美年健康的发展规划：打造全生命周期健康管理，开展多领域合作

目前美年健康在信息化和数据化建设方面存在短板，体检业务沉淀的数据不能被充分挖掘，缺乏打造客户健康管理业务的系统支持，检前、检后服务部分缺失。阿里巴巴对美年健康的未来发展提出三点规划。

图31: 阿里巴巴助力美年健康在信息化建设、数据应用方面补短板



资料来源: 开源证券研究所

阿里巴巴对美年健康的发展规划一: 派驻董事人力、财务、战略三方助力。2020年5月, 阿里健康董事长朱顺炎出任美年健康董事。朱顺炎于2017年12月出任阿里巴巴大UC事业群总裁, 后于2019年6月出任阿里巴巴创新业务事业群总裁。2020年4月, 阿里网络前财务主管押志高出任美年健康财务总监。此外, 阿里巴巴还派了曾松柏、徐宏两位董事助力美年健康, 分管人力、财务。三位董事在阿里巴巴担任的职位高, 经历资深。派驻董事将助力美年健康的未来发展, 优化人员结构, 提高人力资源运营效率, 未来财务方面可以寻求到阿里巴巴的支持。

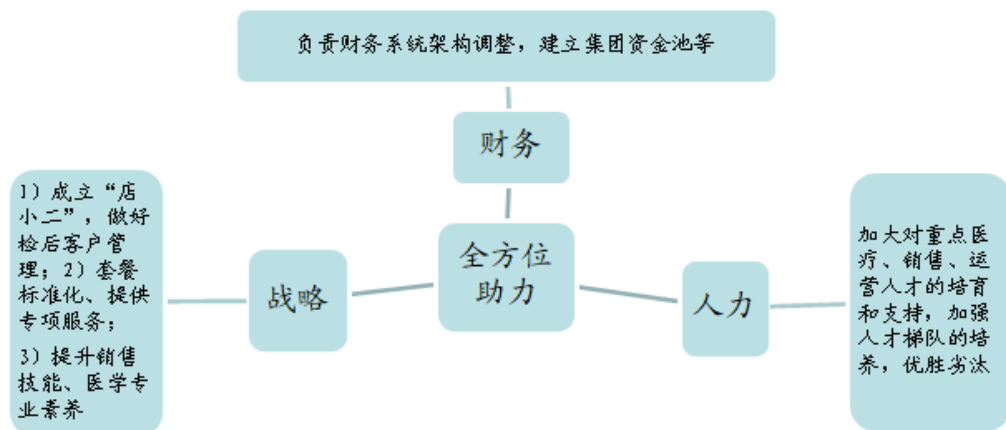
表10: 阿里巴巴派驻董事资历丰富

董事	简历
曾松柏 (人力)	1966年10月出生, 中国国籍, 硕士学历。现任蚂蚁金服集团CPO、阿里巴巴合伙人。历任英美烟草公司人力资源管理职务、百威英博中国区人事总监、麦当劳中国区人力资源副总裁。同时担任仁励窝网络科技有限公司(上海)有限公司董事。在阿里巴巴人力层面职位高, 在企业文化建设、人才选拔方面能力强, 目前阿里巴巴集团人员超过12万, 美年健康也超过6万人, 对人力资源的高效管理、优化提出了很高的要求。
朱顺炎 (战略)	1971年3月出生, 中国国籍, 毕业于华中理工大学计算机软件专业, 获得硕士学位。现任阿里巴巴集团创新业务事业群总裁。曾于2007年加入UC浏览器出任高级副总裁, 并负责UC浏览器的市场推广及商业化体系搭建。2014年6月, UC浏览器业务被阿里巴巴收购。此后, 朱顺炎在阿里巴巴先后担任阿里妈妈事业部总裁、UC浏览器总裁、大文娱新媒体业务总裁、阿里巴巴创新事业群总裁等职位。
徐宏 (财务)	1973年5月出生, 中国国籍, 毕业于复旦大学物理系, 拥有理学学士学位, 中国注册会计师协会会员。现任阿里巴巴集团财务副总裁。历任普华永道会计师事务所合伙人。同时担任红星美凯龙家居集团股份有限公司董事、阿里健康信息技术有限公司董事、苏宁易购集团股份有限公司董事、联华超市股份有限公司董事、上海逸刻新零售网络科技有限公司董事。

1979年6月出生，中国国籍，EMBA，博士在读。2007年至2019年期间在阿里网络担任财务主管、财务经理、高级财务经理、财务总监、银泰商业集团 CFO。2020年4月出任美年健康高级副总裁、财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

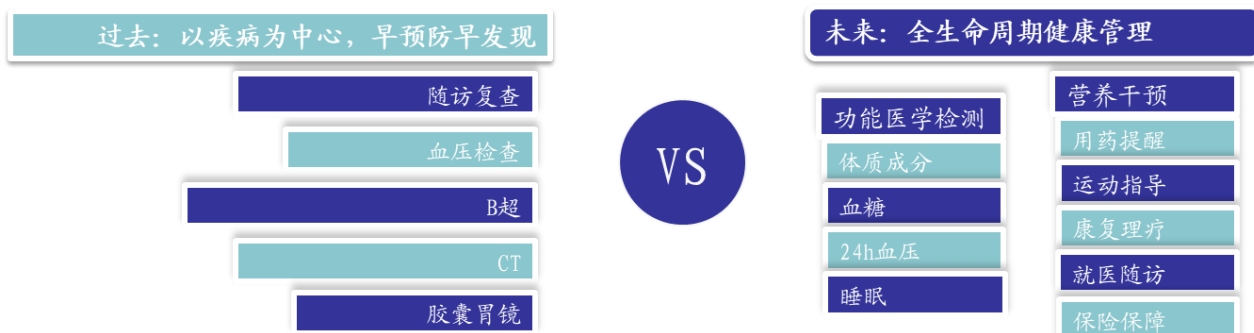
图32：阿里巴巴从财务、人力、战略等全方位助力美年健康



资料来源：公司公众号、公司官网、开源证券研究所

阿里巴巴对美年健康的发展规划二：全生命周期健康管理。实现全生命周期健康管理必须具备 3 方面的能力：以客户为中心、建立大数据驱动的业务平台、逐步实现网状管理。美年健康在数字化、智能化时代需要重新定义体检服务产业，大到商业模式，小到用户体验和服务，这样才能不断适应时代的变化，走在发展最前端。

图33：美年健康+阿里巴巴实现全生命周期健康管理



资料来源：公司公告、开源证券研究所

第一，以客户为导向，让客户满意。在阿里巴巴的价值观中，客户第一、员工第二、股东第三。客户服务满意度增长能够带动在现有客户规模下续签率的增长，此外，在提升客户满意度的过程中，能够发现更多客户需要的潜在服务的机会，从而提供更全面的服务，扩大市场规模，力争将阿里巴巴平台上的 7.3 亿年度活跃消费者都转化为美年健康的客户。在客户结构方面，不仅在 2B 端继续做大做强，同时通过开辟新赛道、研发新产品新服务，进入 2C 市场，以专业质量赢得客户、以科技驱动粘住客户、以服务体验留住客户，在未来 5 年内实现 B 端、C 端线上、C 端线下三分天下。

具体做法：销售和管理人员考核中加入复购率、满意度等过程指标；门店设立店小二客户人员，提供专业指导；要求销售考健康管理师，提升话术。

图34：美年健康以客户为中心——从B端走向C端

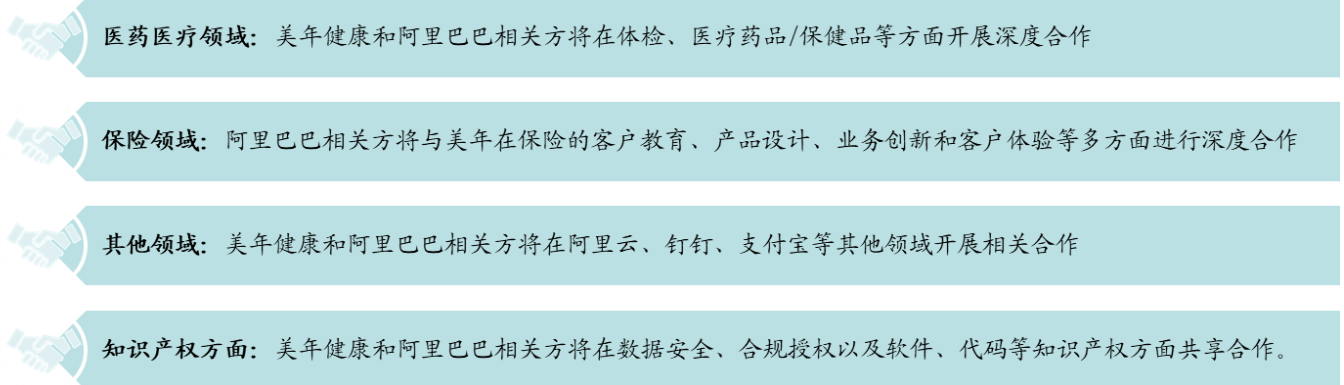


资料来源：公司公告、开源证券研究所

第二，建立大数据驱动的业务中台。大数据驱动的业务中台有 2 个核心元素：第一个元素是数据化企业的所有经营行为。企业的任何经营行为，例如一单销售、商品转移等经济行为和经济要素都被数字化地记录下来，完成数字采集；第二个元素是将收集到的数据通过实时计算运用到业务、销售、渠道管理等方面，全面提升业务效率。在大数据驱动的中台建设下，美年健康不仅是一个由 IT 支撑的公司，也是一个由 Data 支撑的公司，即得到 DT 的双向支撑。

阿里巴巴对美年健康的发展规划三：多领域开展合作。美年健康与阿里巴巴计划未来将在医药医疗领域、健康大数据和人工智能、保险领域以及在阿里巴巴云、钉钉、支付宝等其他领域开展相关合作。目前，支付宝已经上线了美年健康的体检预约服务，还提供了体检报告解读以及“健康码”查看服务；支付宝在 2020 年春节期间还推出了“集五福，迎新春”活动，福卡包括了 33000 套 1 元购美年健康大健康“新春五福家庭体检套餐”；此外，钉钉也已经在平台上进行美年健康体检服务的推送。美年健康联合阿里云举办“美年健康 AI 大赛”，向全球征集针对双高疾病风险预测优秀算法，促使心血管疾病可防可治。

图35：阿里巴巴与美年健康未来合作领域范围广阔



资料来源：公司官网、开源证券研究所

4.1.3、阿里巴巴助力后美年健康商业模式逐步向多层次和健康管理体系转型

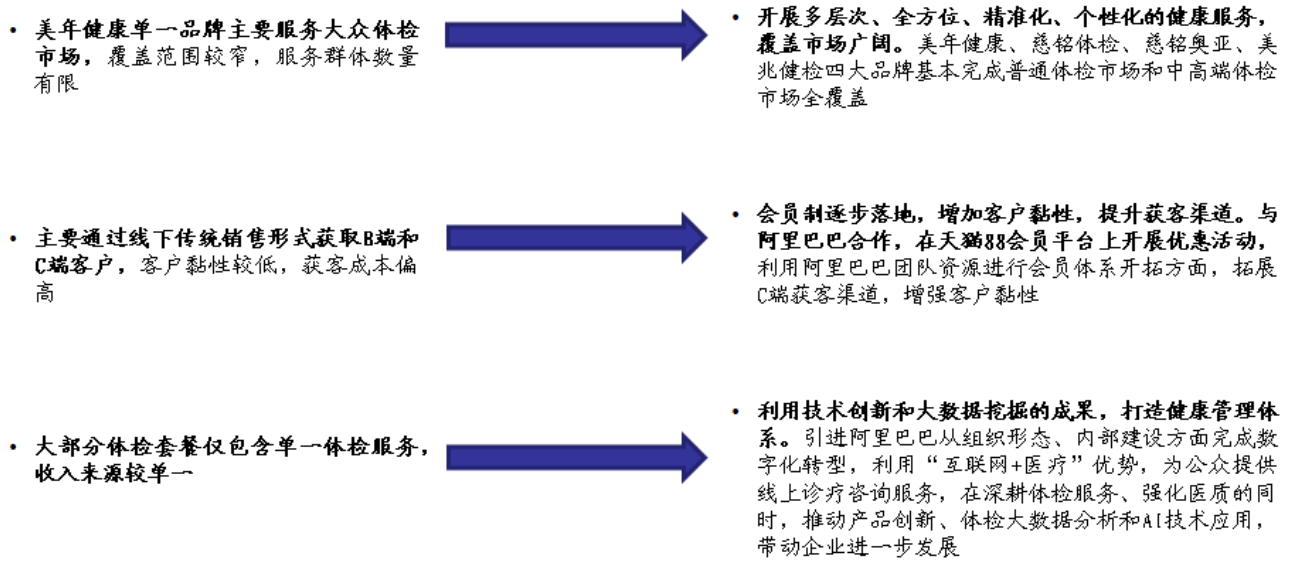
引入阿里巴巴战略合作后，美年健康商业模式逐渐转型：美年健康传统的商业模式是为客户提供单一的体检服务，定位服务于普通团检客户和大众体检市场，覆盖范围窄，销售形式采用传统线下地推形式，客户黏性低，获客成本高。引入阿里巴

巴战投后，美年健康单一品牌转向美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚、美兆健检四大品牌协同合作，服务于普通团检、大众健康体检、中高端团体健康体检、高端个人体检等多层次市场。运用阿里巴巴科技赋能，“互联网+医疗”优势打造健康管理体系，利用阿里巴巴团队资源进行会员体系开拓，增加客户黏性，提升获客渠道。

表11：美年健康传统商业模式定位大众体检市场，通过线下传统销售获取客户

机构	商业模式
爱康国宾： 整合线上线下资源	2007 年爱康网和国宾医疗成立爱康国宾集团，在合并之前，爱康网和国宾医疗分别采用两种不同商业模式：爱康网采用纯粹网络平台形式连接会员和医院，采取会员制，只做桥梁和管理、不经营任何医疗实体；国宾医疗则构建实体医疗网络，为客户提供健康体检服务。 爱康网和国宾医疗合并后整合了双方的渠道和实体资源，通过“IT+健康管理服务”的模式为会员服务 ，会员可以享受到健康评估、体检、健康专家咨询、健康保险等服务。
美兆健检： 定位高端，采用会员制	美兆健检成立于 1988 年的中国台湾，2003 年进入中国大陆，现在在全国范围内已有 28 家美兆健检，基本发达地区都已经有所覆盖。 美兆健检的定位是高端人群，主体方式推行会员制 ，为每一个会员建立详细的个人档案。会员是美兆健检未来的核心客户和目标市场，会员服务里面的最核心是稀缺的医疗资源，美兆健检所选的医疗资源是顶级的医疗城市里顶级医院中的医疗资源，未来的会员业务中，体检业务占比不超过 30%，公司会做非常多的增值性服务，为会员创造价值。
医康健医疗中心： 体检+诊断，与设备缺乏的 中小医院展开广泛合作	医康健医疗中心是香港体检公司在内地成立的体检机构。内地很多大型体检中心主要针对亚健康人群以及进行常规体检，而 医康健医疗中心采用“体检+诊断”的方式来运行 ，运用高端设备进行体检业务，在发现问题后还会邀请粤港专家来进行权威医学诊断，并开通绿色就医通道，根据客人需求安排他们到香港乃至海外治疗。基于此，医康健医疗中心的特色业务是和广大缺乏设备的中小医院合作，发挥设备优势和专家力量，为中小医院提供后台支持。在客户群体方面，医康健医疗中心主要针对高收入人群以及港澳台外商人士。
美年大健康（传统）： 定位大众体检市场，线下传 统销售获取客户	美年健康传统的商业模式是为客户提供体检服务， 定位服务普通团检和大众体检市场 ，覆盖范围窄，服务群体数量有限，通过 线下传统销售 形式获取 B 端和 C 端客户，收入来源较单一，客户黏性低，获客成本高。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图36: 美年健康商业模式逐步向多层次和健康管理體系转型


资料来源：公司公告、开源证券研究所

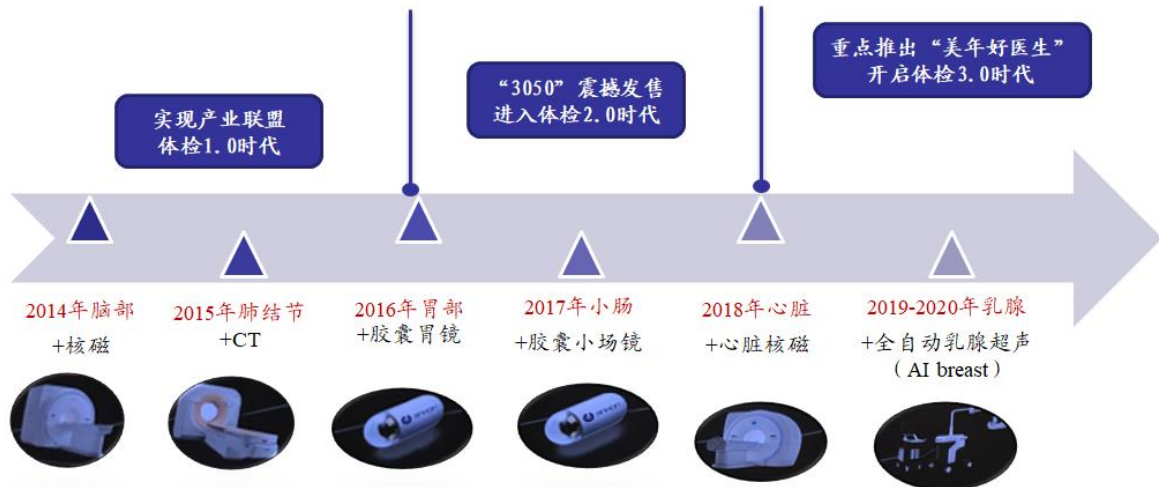
4.2、核心因素二：坚持科技及技术赋能，打造核心竞争力

4.2.1、持续引进高端项目打造技术护城河，提升检验质量

美年健康持续引进高端检验设备，不断推出具有创新性的优质体检项目：“3650套餐”、胶囊胃镜检查、“美年好医生”、“1+x 专项健康管理”产品等，**打造技术护城河，提升检验质量。**

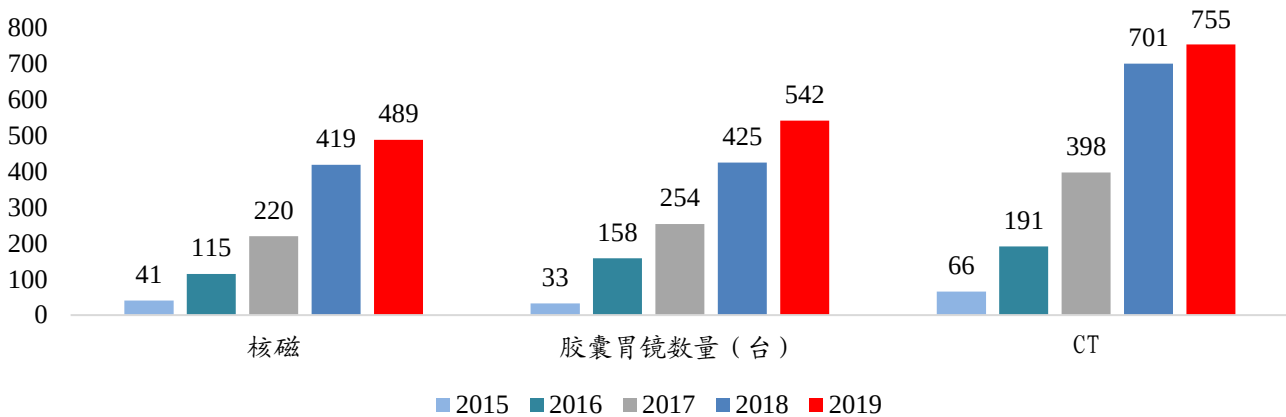
硬件设备上，美年健康采购西门子、飞利浦、东芝、联影、安翰等具有影响力的中外品牌。软件方面，通过运用西门子、飞利浦分析系统软件及微医、大象医疗等医疗资源，实现精准体检。持续加强 AI 人工智能辅助技术，在全流程智能体检平台“三级影像智能质控体系”放射影像基础上，继续进行检验科 LIS 医学系统智能升级。扩大 AI 辅助筛查技术应用范围，持续引进先进筛查设备，在现有低剂量螺旋 CT、胶囊胃镜、无创冠脉核磁、基因检测等先进技术和设备基础上，布局新一代乳腺 AI 筛查超声项目，为疾病的有效筛查构筑坚实基础。

图37: 美年健康持续引进高端设备、完善检查项目



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: 美年健康大型设备数量逐年上升 (单位: 台)

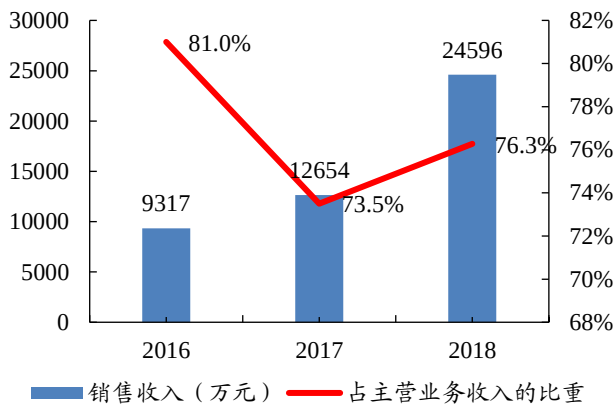


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2016-2017 年引入胶囊胃镜、小肠镜设备, 开创体检服务 2.0 时代。根据安翰科技招股书, 在体检市场, 日本和韩国都在体检中使用胃镜筛查提高胃癌早诊率, 2011 年日本的胃镜检查率就达到 8.57%, 而中国在 2015 年每年进行胃镜检查只有 2877 万例, 占总人口 2.2%, 且传统胃镜检查需要 1 小时 (虽然很多医院因为就诊人次多, 达不到这一要求), 还是侵入式检查, 不能在体检中心应用。

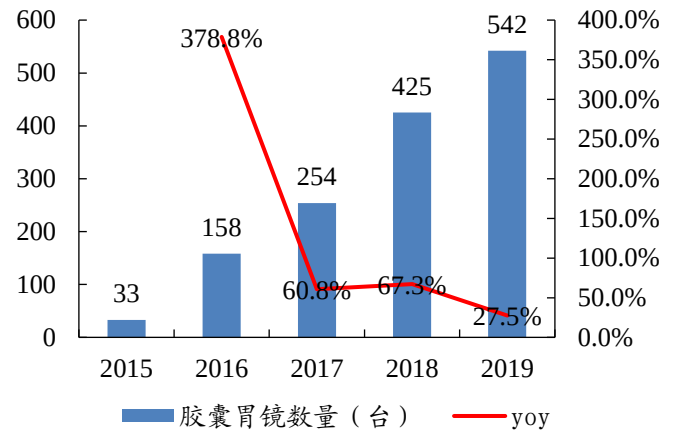
2013 年安翰科技“磁控胶囊胃镜”获得国家三类医疗器械审批, 成为世界上第一台可精准查胃的“胶囊胃镜”, 其精准磁控技术、专用芯片技术、人工智能技术、智能制造技术、微光学成像技术、无线传输技术、图像处理技术全部是自主研发, 技术壁垒极高。美年健康胶囊胃镜的设备数量从 2015 年的 33 台增长到 2019 年的 542 台, 采购总量逐年增长, 大型设备数量快速提升。

图39: 美年健康从安翰科技采购金额增长迅速



数据来源: 安翰科技招股说明书、开源证券研究所

图40: 美年健康胶囊胃镜设备数量迅速提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2018 年美年健康引进高端设备——无创冠脉核磁。目前国内只有少数民营体检机构引进了冠脉核磁，冠脉核磁单次价格较高（1.98 万元），但不需要打造影剂，仅需 12 秒即可完成 6 个基本心脏切面，缩短检查时间，为客户提供高质量的心血管疾病筛查服务。

图41: 无创冠脉核磁设备优于传统冠状动脉 CT、造影

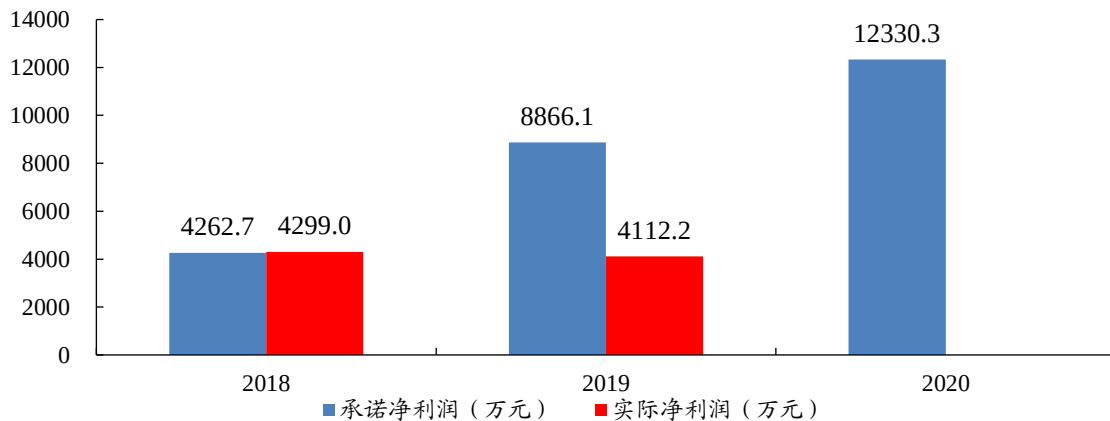


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

收购美因基因 48.6%股份，开拓基因检测业务。美因基因依托美年健康的大众健康体检客户平台，提供适合大众消费型基因检测产品，2018 年，美年健康控股美因基因，目前持有 48.6%股权，美年健康体检流量入口+美因基因数据沉淀将更好实现协同效应。

美因基因于 2016 年 1 月成立，2016 年收入不到 100 万。2017 年引入外部投资者后，进行了基因测序能力的拓展及市场销售力度的强化，2017 年营业收入达到 7849 万元。2018 年实现收入 2.03 亿元，净利润 4299 万元，超额完成 4262.7 万元的业绩承诺。2019 年净利润 4112.15 万元，未完成业绩承诺（8866 万），主要原因是基因检测市场尚在培育期，大众消费型基因检测产品销售 2019 年未完成全年计划，同时美因基因开发适合中高端健康人群的基因检测产品，新产品研发相关实验室批文获得时间较长，市场培育期较长、单价较高，销售业绩未达到预期效果。2020 年考虑其具有新冠核酸检测资质，能够承接美年健康体检中心核酸检测，以及肿瘤早筛、刚需基因等热点项目在疫情后期需求提升，美因基因有望保持稳健增长。

图42: 美因基因 2018 年完成业绩承诺



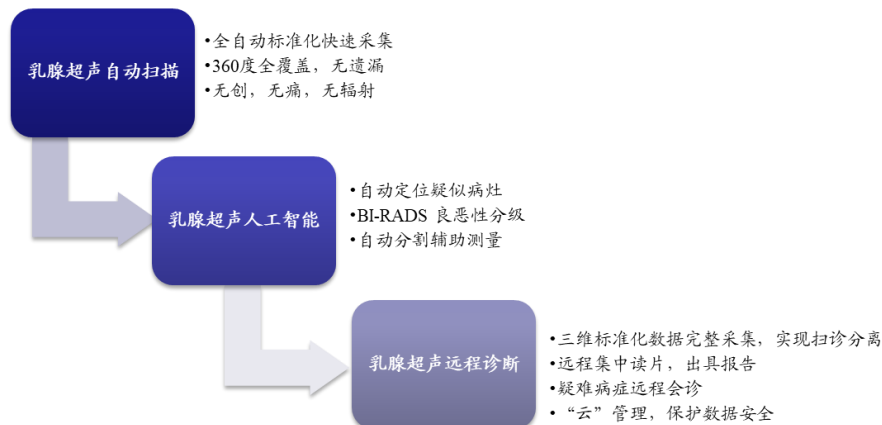
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2020 年推出 S9 大肠基因检测套餐, 可以早期筛查大肠癌。我国每年约有 38.8 万新发病例, 18.7 万死亡病例, 晚发现患者生存率仅约 11%, 早发现患者生存率可达 90%, 我国大肠癌早期检出率仅约 11.8%。S9 无创大肠基因检测可以更早筛查出大肠癌, 灵敏度高、特异性强, 无创、无痛、安全³。

2020 年引进自动乳腺超声系统。深博医疗的自动乳腺超声系统是国内首家获得创新医疗器械注册证、用于乳腺癌早期筛查的专用超声系统, 能结合人工智能对乳腺癌疑似病灶进行自动定位、良恶性分级和辅助诊断。自动乳腺超声系统+AI 辅助诊断系统可解决乳腺癌超声筛查漏诊率高、医生供需缺口大、优质医疗资源分布不均、无法进行有效大规模筛查、用户舒适性低等痛点, 有助于提高诊断的效率、精度、体验度, 进一步提高体检质量。

2020 年 2 月, 美年健康与浙江深博医疗技术有限公司签订《采购框架协议》, 将向深博医疗采购自动乳腺超声系统设备及配套隔膜框架, 预计 2020 年采购总额 3000 万元, 对应 50 台机器, 试点后有望全国复制进一步降低采购价格。在同等条件下, 深博保证给美年健康的采购价格优于全国其他所有的医疗机构, 高性价比也降低了美年健康的设备采购成本, 最终为客户提供优质、实惠的乳腺超声检查, 这是美年健康规模和产业链优势的体现, 议价能力强。

图43: 自动乳腺超声系统可用于乳腺癌早期筛查



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

³东莞美年大健康体检中心官网, <http://www.meiniantj.cn/medical/449.html>

4.2.2、注重个性化服务，打造健康管理闭环

为提高重大疾病筛查效率，进一步扩大 AI 技术辅助筛查的应用领域，实现体检的科学优化和重大疾病检出率双提升。2019 年美年健康在肺小结节 AI 筛查、消化道早筛、脑健康预警和干预、乳腺健康管理等多方面的创新赛道加速前行，引用 7 条人工智能管线，研发致力于实现脑、眼、肺、胃、乳腺等多部位的 AI 辅助筛查，准确发现细小病灶。

在产品创新方面，2019 年公司推出“美年好医生 1+X 系列”产品，进入健康体检 3.0 时代，根据用户需求提供个性化服务。区别于传统体检套餐，“美年好医生”依据疾病诊断“金标准”，聚焦单病种，针对心脑血管、糖尿病、肿瘤高发疾病和消费者的不同健康需求，定制个性化、多样化的慢病及防癌体检套餐，让消费者体验适合个体情况的健康体检、全流程的健康管理及无后顾之忧的健康保障。

图44：美年好医生针对消费者需求提供个性化产品套餐



资料来源：公司官网

美年好医生带来的优势包括：1）极大提升了 C 端客户粘性；优健康能够系统存储历史体检数据，作为电子健康档案保存；绿色通道、专家远程、健康咨询等增值服务充分涵盖。2）提升了 C 端客单价，美年好医生的套餐定价 999-4999 元不等，中位数 1799 元，相对 2018 年上半年个检 581 元的客单价有较大幅度提升，更能提升个检占比。3）加入保险赔付，运营风险降低。重疾保险（15-20 万）、复查费用保险（600-1200 元）、体检意外保险（20-35 万），公司有更多精力放在战略、产品创新升级、医质管理上。

图45：美年好医生打造健康管理闭环



资料来源：公司官网

4.2.3、产业链延伸加快落地，科技与数据驱动长期成长

2019 年 11 月美年健康定增募资 20.46 亿资金，用于生物样本库、数据中心建设及系统升级、终端信息安全升级等项目，其中生物样本库建设项目、数据中心建设项目有助于公司加速产业链延伸及提升医质管理能力，做大做强主业，加速产业链延伸落地。

表12：定增募集资金用于生物样本库、数据中心建设及系统升级、终端信息安全升级等项目

序号	项目名称	项目投资总额（万）	募集资金拟投入金额（万）
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

数据来源：公司公告、开源证券研究所

可以看到，生物样本库、数据中心建设都是依托公司在健康体检领域的基础优势上，做的产业链延伸，为公司大数据战略的实施提供坚实的基础支持，便于导入其他专业检查、先进诊断、精准评估、健康管理、智能诊断、专科诊疗、远程医疗等健康增值服务，能够为公司的长期发展奠定基础。技术创新、大数据应用、产业链延伸正在逐步成为美年健康的核心竞争力，也是公司区别于其他体检机构的差异化之体现，将是公司中长期最大的看点。

4.3、保障因素：重视医质、缓解医生短缺瓶颈，提升检验质量

目前，从机构资质、人员资质、设备资质来看，美年健康都做到了非常严格的标准，从之前的侧重保利润、业绩、人次变成质量和业绩要两手抓。

图46：美年健康机构、人员、设备资质要求标准严格


资料来源：公司公告、开源证券研究所

多渠道缓解医生（尤其是超声医生）瓶颈：1）给与有竞争力的薪酬待遇；2）上线人工智能辅助超声系统，降低人为漏检概率；3）筹建超声医学院，培养超声人才；4）国际主流超声厂商配套人才协助。

表13：集团各区域医护人员配置水平较高

区域	医护人员构成
成都	总人数 2423 人，医疗人员总人数 1524 人，占比 62.9%
广东	总人数 5780 人，医护人员总人数 3572 人，占比 61.8%
浙江	总人数 2894 人，医疗人员 1680 人，占比 58.1%
西安	总人数 828 人，医护人员总人数 466 人，占比 56.3%
上海	总人数 2330 人，医护人员总人数 1085 人，占比 46.6%
川渝	总人数 5950 人，医疗人员 2598 人，占比 43.66%
重庆	总人数 663 人，医疗人员总人数 267 人，占比 40.27%。
合肥	总人数 837 人，医护人员总人数 334 人，占比 39.9%

资料来源：各分公司公众号、公司官网、开源证券研究所

与艾迪康合作提升检验质量：检验科目前所有的采集、运送、检验都符合了国家卫生部的标准，此外，美年健康与艾迪康进行合作，主要目的就是要将美年健康的检验水平做到更高标准。

医质管理能力将有效提升：2018 年以来，美年健康大力加强了合规运营、医质规范方面的力度，与艾迪康合作提升检验质量、推出美年好医生、上线人脸识别和血液追踪系统等，逐一落地严格执行，确保运营稳健发展。2019 年公司质控工作加强，质量管理明显提升：1）引入 AI 阅片，提高阅片准确率；2）建立专家质控体系，与公立医院合作进行质量把控；3）上线影像 PACS 系统，利用医质管理软件提升质控水平。

表14：浙江公司 3 大影像质控中心，质控不断完善

	具体质控做法
放射质控中心	①人员：集中所有分院技师、诊断医师，统纳入省级影像中心进行管理

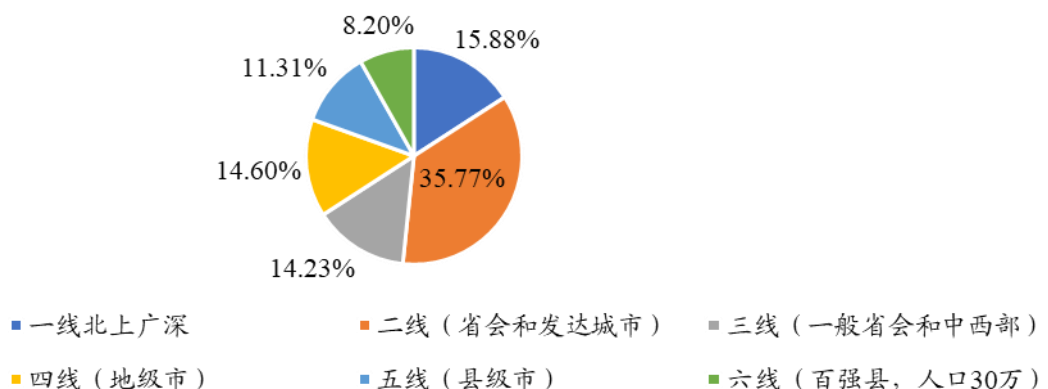
	②阅片：DR、CT、MRI 全部实施双审签名
	③质控：省级影像中心每月对放射技师、诊断医师进行质控检查。提供月度质控报告。抽查不合格医技，进一步培训或者进修，仍然不合格，劝退处理
超声质控中心	①人员：仍由各自分院进行岗位管理
	②阅片：仍由各自超声医师进修标准流图和描述并诊断
	③质控：省级超声质控中心每月对各分院每个医师进行质控抽查，包含切面、流图、描述准确性、结论准确性。上传图片的准确性进行一定比例的抽查；提供月度质控报告，抽查不合格医师，进步培训或进修，仍然不合格的，劝退处理
心电远程诊断中心	①人员：诊断统一纳入心电诊断中心
	②阅片：统一由心电远程中心进行医师分配并实时出具心电诊断报告，有重大阳性的实时通知到分院
	③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

资料来源：公司官网、公司公众号、开源证券研究所

4.4、基础因素：自建+体外培育，基层下沉打开量价空间

2019 年公司覆盖 31 个省市自治区、294 个核心城市，已布局 703 家体检中心（含在建），在营 632 家，其中 47.30% 的在营体检中心分布在三四五线城市，全年体检人次超过 2,602 万（含参股体检中心）。2018 年一线城市北上广深门店数量 87 家，占比 15.88%，实现基本覆盖，但中心城市周边新城区体检资源稀缺，仍有空间；二线（省会和发达城市）门店数量 196 家，占比 35.77%；三线（一般省会和中西部）门店数量 78 家，占比 14.23%。地级市和县级城市布局了 187 家体检中心，全国合计在营门店 548 家。目前美年健康在一、二线城市布局已经基本接近饱和，未来开店空间更多集中于三、四、五线基层地区。

图47：美年健康基层下沉仍有空间（2018 年数据）



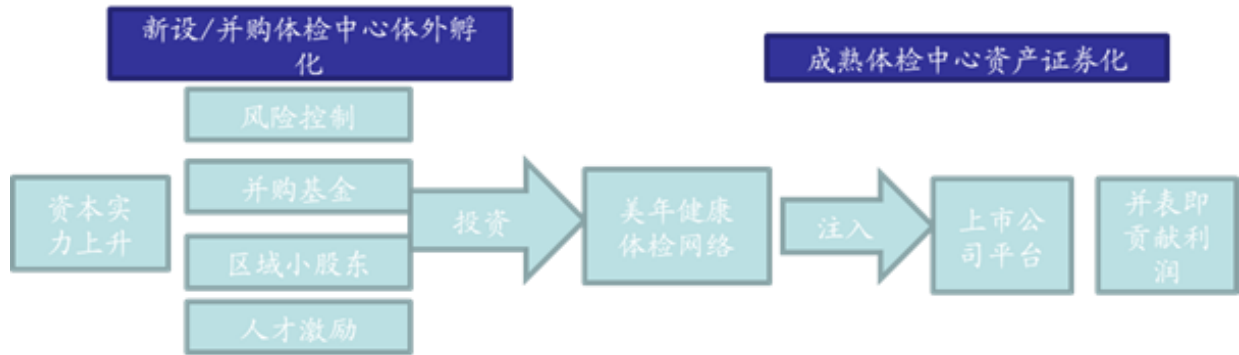
数据来源：公司公告、开源证券研究所

目前体检中心数量已远超竞争对手，原因在于公司率先采取“先参后控”和并购基金培育的扩张模式。公司在基层地区扩张，主要采取“先参后控”模式。“先参”是每新建一家体检中心，上市公司先参股 10%-20%左右，其余股份由并购基金和区域小股东持有。“后控”是体检中心经过 1-2 年的发展达到盈亏平衡后，再由上市公司出资收购至至少 51% 达成控股，收购价格为 PE 的 8-10 倍，一般不超过 5000 万

元。

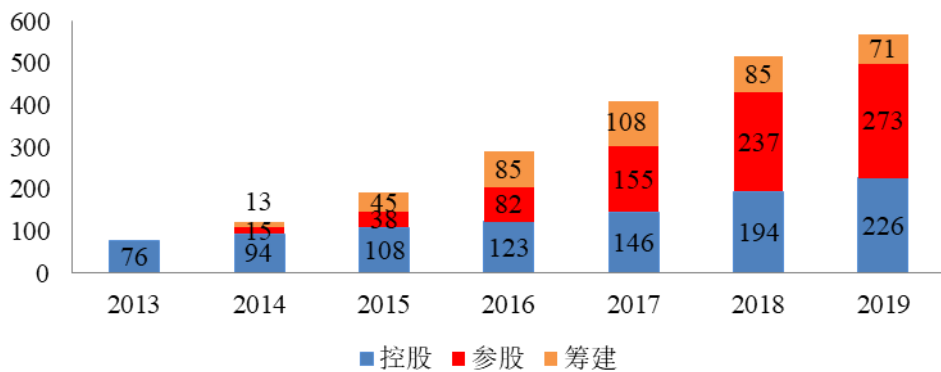
“先参后控”优点：①利用杠杆，前期投入少，减少了上市公司资金压力；②体检中心前期体外隔离，降低经营风险，参股转控股需完成业绩承诺，减少业绩波动；③与当地具有人脉资源的机构合作，保证新设体检中心的持续顺利运营，快速提升市占率。

图48：公司扩张模式包括自建、“先参后控”、基金体外培育等



资料来源：开源证券研究所

图49：美年健康参股体检中心比例增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表15：子公司业绩提升后由参变控

西宁	安阳	驻马店	泸州	聊城	宿州	庆阳	自贡	眉山	内江	唐山	随州	惠州	阜新	临沧	桂林	太原	平顶山	兰州	西宁
店																		金茂	
参股时间 (成立日期)	2016	2015	2016	2016	2017	2017	2016	2016	2017	2016	2012	2013	2016	2016	2017	2015	2008	2015	2016
参股比例	19%	10%	15%	16%	18%	19%	15%	16%	16%	16%	10%	15%	16%	15%	20%	13%	51%	51%	51%
控股时间	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4	2019.4
控股比例	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	80.13%	51%	51%	51%	68%	51%	76%	86%	100%
股权转让价格(万)	1587	1804	1728	1365	1056	1120	1620	1400	1575	1348	4550	1152	1330	1080	1867	2711	3250	1995	2205

西宁	安阳	驻马店	泸州	聊城	宿州	庆阳	自贡	眉山	内江	唐山	随州	惠州	阜新	临沧	桂林	太原	平顶山	兰州	西宁
2018 收入 (万)	2773	2004	2600	3372	1705	1869	2388	1970	3225	2463	4484	1798	3140	1647	2007	4168	13530	4208	4230
2018 净利 润(万)	601	283	450	82	32	8	549	68	560	78	173	10	275	137	207	1133	2026	755	384
2019Q1 收 入(万)	511	313	573	394	480	457	530	318	294	373	960	361	430	336	274	391	2516	663	536
2019Q1 净 利润(万)	-69	10	10	-225	8	-59	68	-113	-136	-121	-159	-33	-330	-26	-146	-144	189	47	-192
估值(万)	4960	4400	4800	3900	3200	3500	4500	4000	4500	3850	6500	3200	3800	3000	3850	7200	13000	5700	4500
收购 PE	8.25	15.54	10.66	47.78	101.3	455.7	8.20	58.60	8.03	49.38	37.60	316.8	13.81	21.86	18.60	6.35	6.42	7.55	11.72
					0	3						3							
承诺净利润	670	600	650	500	450	450	650	500	583.3	500	700	400	500	375	500	1000		750	600

数据来源：公司公告、开源证券研究所

目前一共有 6 只基金在上市公司体外培育体检中心，规模达到 59 亿，上市公司出资 6 亿，占比 10%。按投资一家体检中心需 3000 万计算，可培育约 200 家。根据披露数据，目前并购基金一共培育了 99 家体检中心。此种方式也被爱尔眼科、通策医疗、零售药店等连锁机构广泛采用。

表16：通过并购基金培育体检中心

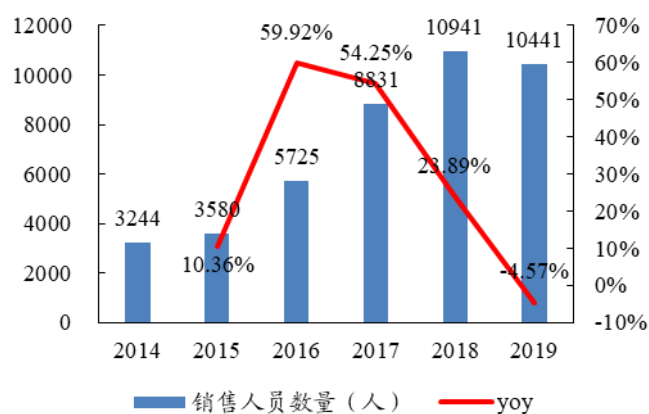
并购基金名称	公告日期	基金规模 (亿元)	出资方	上市公司 出资比例	备注
上海美年健康大健康一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2016/1/14	1	美年健康投资 100 万元、美年健康 9900 万元	100.00%	重点投资与公司主营业务相关项目
	2016/3/22	1.51	中融鼎泓 51 万元、美年健康投资 49 万元、中融鼎新 12850 万元、美年健康 2150 万元	14.56%	引入新的投资方
	2016/12/30	2.32	中融鼎泓 100 万元、美年健康投资 100 万元、中融鼎新 19170 万元、美年健康 3830 万元	14.56%	同比例增资
	2017/11/18	3.93	中融鼎泓 100 万元、美年健康投资 100 万元、中融鼎新 32570 万元、美年健康 6530 万元	16.87%	
福州美年健康医疗投资合伙企业（有限合伙）	2017/3/21	4.52	海峡汇富 0.2 万元、国投瑞银 29000 万元、亿达咨询 9500 万元、美年健康 6700 万元	14.82%	在贵州和浙江投资设立或并购 12 家体检中心
上海健亿投资中心（有限合伙）	2015/12/18	0.03	天亿资产 90 万元、俞熔 210 万元	0.00%	
	2017/4/16	5.02	天亿资产 100 万元、丝路华创 100 万元、美年健康 5000 万元、银河金汇 33300 万元、丝路华创资本 500 万元、长城国投 6200 万元、天亿投资 5000 万元	9.96%	投资目标公司从事“美兆健检”品牌体检中心开设项目

南通美兆健检美年健康产业并购投资基金（有限合伙）	2017/12/13	5.02	舜喜投资 100 万元、中孵创投 100 万元、美年健康 5000 万元、招商资管 30000 万元。杭州海立 10000 万元、天亿控股 5000 万元	9.96%	投资美兆健检、美年健康体检中心相关企业
美年健康并购基金合伙企业（有限合伙）	2018/1/26	10	中兵慧明 100 万元、平安财智 100 万元、德邦证券 79800 万元、美年健康大健康 20000 万元	20.00%	向上海美年健康科技增资，用于并购体检中心相关企业
嘉兴信文淦富股权投资合伙企业（有限合伙）	2017/6/26	26.02	信文资本 100 万元、中孵创投 100 万元、天亿投资 65000 万元、华泰资管 195000 万元	0.00%	控股股东设立，主要投资美年健康、美兆健检、慈铭奥亚体检中心

资料来源：公司公告、开源证券研究所

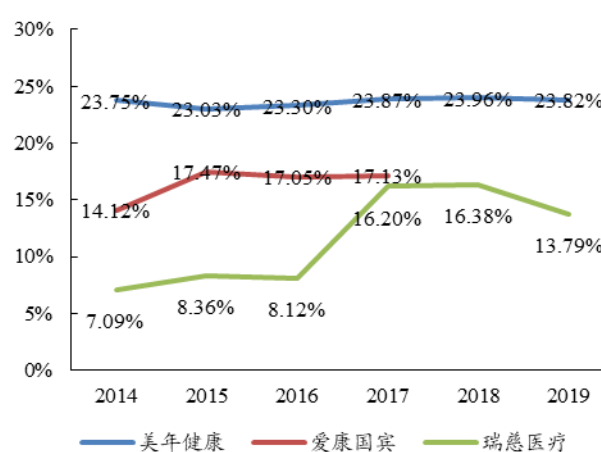
基础因素——营销端发力，提高销售员工单人产出。2019 年，美年健康销售人员数量为 10441 人，较 2018 年人数降低了 4.57%。2019 年，公司销售费用中，73% 为人工成本，即销售人员工资，2.82% 为办公杂费，房租 3.83%，其他项 1.05%。人力成本占比从 2016 年的 63% 提升至 2019 年的 73%，主要考虑公司过去几年快速扩张期，销售人员也需要扩充。从当前看，公司通过内部培训、提升销售人员医学专业素养、提高体检延伸服务和高端体检的销售力度，将加速销售队伍的优胜劣汰，销售费用率有望下降，人均单产提升。

图50：2014-2018 年美年健康销售人数持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：美年健康销售费用率高于爱康国宾和瑞慈医疗



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

5、量价空间测算：量价齐升支撑业绩长期稳健增长

5.1、详细模型拆分

假设：1) 预计 2021 年开始美年健康团检客单价保持 3% 增速，个检客单价增速维持 13-14% 水平，慈铭体检店客单价增速稳定在 5%。2) 预计随着门店规模的扩张和单店接待人次的提升，美年健康总体检人次未来保持 15% 左右的年增速，其中美

年健康控股店年增速 10%-15%。3) 随着公司经营趋于稳健, 规模效应将带来净利率的提升, 长期看公司净利率有望从历史 10%逐步提升至 15%左右。4) 根据公司中长期布局 1000 家体检中心的目标, 单店饱和状态下接待人次约 10 万, 对应总体检人次约 1 亿人, 假设在 2030 年实现。

表17: 美年健康收入模型拆分

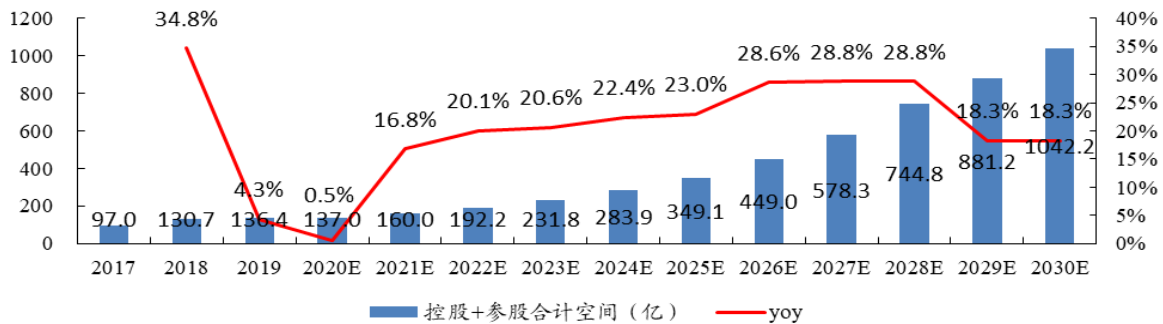
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
客单价													
美年健康团检客单价	401	503	508	523	539	555	572	589	607	625	644	663	683
yoy	5.00%	7.48%	1.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
美年健康个检客单价	561	551	579	636	713	805	918	1047	1183	1337	1510	1692	1895
yoy	14%	0.4%	5%	10%	12%	13%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%
慈铭体检客单价	522	547	569	597	627	659	691	726	762	800	840	883	927
yoy	0.58%	10.18%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
体检人次													
美年健康控股合计	1476	1525	1495	1719	1976	2273	2614	3006	3457	3906	4297	4641	4873
yoy	23%	3.32%	-2%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	13%	10%	8%	5%
团检	1255	1373	1345	1392	1561	1750	1960	2194	2454	2695	2879	3016	3070
个检	221	153	149	327	415	523	653	812	1002	1211	1418	1624	1803
团检占比	85%	90%	90%	81%	79%	77%	75%	73%	71%	69%	67%	65%	63%
个检占比	15%	10%	10%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	31%	33%	35%	37%
慈铭体检+参股	1302	1077	1055	1112	1250	1406	1616	1859	2381	3099	4109	4606	5299
yoy	36%	-17%	-2%	5%	12%	12%	15%	15%	28%	30%	33%	12%	15%
总人次	2778	2602	2550	2830	3227	3678	4230	4865	5838	7005	8406	9247	10172
yoy	28.61%	-6.34%	-2%	11%	14%	14%	15%	15%	20%	20%	20%	10%	10%
控股+参股合计空间	1,307,043	1,363,514	1,370,220	1,600,370	1,921,539	2,318,249	2,838,628	3,491,486	4,489,674	5,783,256	7,448,319	8,812,134	10,421,859
yoy	34.77%	4.32%	0.49%	16.80%	20.07%	20.65%	22.45%	23.00%	28.59%	28.81%	28.79%	18.31%	18.27%
报表收入	845,856	852,538	856,731	1,000,632	1,201,443	1,449,486	1,774,854	2,183,053	2,807,171	3,615,984	4,657,065	5,509,791	6,516,273
yoy	34.64%	0.79%	0.49%	16.80%	20.07%	20.65%	22.45%	23.00%	28.59%	28.81%	28.79%	18.31%	18.27%
净利率	9.70%	-	0.01%	10%	10%	10%	11%	11%	12%	13%	13%	14%	14%
归母净利润	82,065	-86,897	100	95,060	117,74	144,949	186,36	240,136	336,86	470,078	605,418	771,37	912,278

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
润（万）						1		0		1			1	
yoy		40.53%	- 205.89 %	100.12 %	94960.0 4%	23.86%	23.11%	28.57%	28.86%	40.28%	39.55%	28.79%	27.41%	18.27%
客单价 （元）	美年健康 因检客单价	401	503	508	523	539	555	572	589	607	625	644	663	683

数据来源：公司公告、开源证券研究所

通过客单价和体检人次的预测，可以看出未来 10 年公司收入仍未达到天花板，尽管可能出现增速放缓的情况（人次饱和），但**基于客单价的提升（包含了线上扩容、产业链延伸、大数据应用等因素），还将持续增长，未来市场空间具有极大的潜力。**考虑到公司门店扩张速度和每年的参变控数量无法精准预测，长期空间测算不作为业绩预测，看增速趋势更具意义。

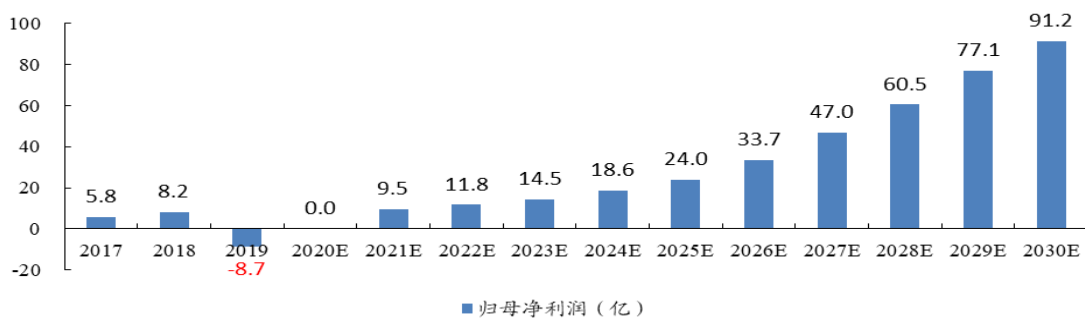
图52：美年健康控股+参股合计空间收入测算：增速有望维持 20%以上



数据来源：开源证券研究所

注：控股+参股合计空间为将体外门店纳入统计后的规模，2020 年之后的预测结果不作为业绩预测使用，增速更具参考意义。

图53：美年健康归母净利润测算：净利率有望稳定在 10-15%



数据来源：开源证券研究所。注：2023 年之后的预测结果不作为业绩预测使用。

5.2、模型汇总、盈利预测

在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下，公司逐步走出业绩低谷，2020 年下半年有望进入量、价、质三重提升的拐点期，预计公司 2020-2022 年

归母净利润分别为 100 万、9.51 亿、11.77 亿，EPS 分别为 0.00、0.24、0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 59456/69/56 倍，2021-2022 年估值与其他医疗服务公司相比具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表18: 盈利预测和预测指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	8,567	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	1	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	100.1	86386.8	23.9
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
P/E(倍)	79.6	-75.4	59455.5	68.7	55.5
P/B(倍)	10.0	8.9	8.9	7.9	6.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

表19: 与同类上市公司相比，美年健康 2021-2022 年估值具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				P/E(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300015.SZ	爱尔眼科	45.30	36.67	23.22	36.48	30.35	89	110	81	62
600763.SH	通策医疗	191.59	39.44	27.01	31.24	29.09	71	104	80	62
	可比公司平均		38.06	25.16	33.88	29.58	80	102	81	62
002044.SZ	美年健康	16.67	-205.6	100.1	86386.8	23.9	-76	59456	69	56

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：收盘日期为 2020/08/21；爱尔眼科、通策医疗数据来源为 Wind 一致预期。

6、风险提示

受疫情影响，团检客户可能延迟到检，体检中心客流量恢复可预测性降低；体检中心扩张过程中的管理风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5806	8691	6890	7740	9387
现金	2494	4760	4487	3455	5438
应收票据及应收账款	1969	2295	1336	2831	2356
其他应收款	397	385	328	469	528
预付账款	202	214	124	256	232
存货	127	130	114	135	177
其他流动资产	617	909	500	593	655
非流动资产	10548	10227	8378	9120	9375
长期投资	60	162	183	-44	-69
固定资产	2562	2608	2370	2533	2812
无形资产	165	164	179	203	228
其他非流动资产	7760	7293	5646	6429	6405
资产总计	16355	18919	15268	16860	18762
流动负债	6654	7983	5278	6116	7125
短期借款	2414	2309	1674	1885	2071
应付票据及应付账款	804	864	721	926	1129
其他流动负债	3437	4810	2883	3304	3926
非流动负债	2405	2782	1834	1470	978
长期借款	2250	2551	1694	1311	807
其他非流动负债	155	231	140	160	172
负债合计	9059	10765	7113	7586	8103
少数股东权益	730	838	839	1006	1214
股本	3122	3920	3920	3920	3920
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1257	2325	3638
归属母公司股东权益	6566	7316	7317	8267	9445
负债和股东权益	16355	18919	15268	16860	18762

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	2129	429	3257
净利润	973	-714	1	1118	1385
折旧摊销	565	709	557	622	722
财务费用	246	438	395	138	142
投资损失	-195	-136	-131	-156	-141
营运资金变动	-116	-188	1265	-1287	1150
其他经营现金流	66	1150	42	-7	-0
投资活动现金流	-2781	-1440	1398	-1199	-834
资本支出	831	429	-1024	703	112
长期投资	-711	-354	-21	36	25
其他投资现金流	-2661	-1365	353	-459	-696
筹资活动现金流	1242	2486	-3799	-262	-440
短期借款	1269	-105	-635	211	185
长期借款	1250	301	-856	-384	-504
普通股增加	520	798	0	0	0
资本公积增加	-1026	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-772	383	-2308	-90	-121
现金净增加额	0	2306	-272	-1032	1983

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458	8525	8567	10006	12014
营业成本	4436	4790	5380	5463	6560
营业税金及附加	12	14	17	13	16
营业费用	2027	2031	2142	2201	2566
管理费用	578	603	685	800	961
研发费用	38	47	69	40	48
财务费用	246	438	395	138	142
资产减值损失	26	-1047	0	0	0
其他收益	6	12	8	8	9
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	131	156	141
资产处置收益	-2	-6	0	0	0
营业利润	1297	-449	19	1514	1873
营业外收入	5	10	6	7	8
营业外支出	18	47	24	30	34
利润总额	1283	-486	1	1491	1847
所得税	311	228	0	373	462
净利润	973	-714	1	1118	1385
少数股东损益	152	153	0	168	208
归母净利润	821	-866	1	951	1177.4
EBITDA	2068	389	610	2151	2590
EPS(元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
营业利润(%)	43.5	-134.6	104.2	7942.1	23.7
归属于母公司净利润(%)	33.7	-205.6	100.1	86386.8	23.9
获利能力					
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
ROIC(%)	9.4	-3.2	0.5	9.4	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	56.9	46.6	45.0	43.2
净负债比率(%)	42.5	32.4	-6.0	4.5	-17.5
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.1	1.2
营运能力					
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	4.7	4.8	4.6
应付账款周转率	6.4	5.7	6.8	6.6	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.32	0.54	0.11	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.68	1.87	1.87	2.11	2.41
估值比率					
P/E	79.6	-75.4	59455.5	68.7	55.5
P/B	10.0	8.9	8.9	7.9	6.9
EV/EBITDA	33.5	177.0	107.7	31.0	25.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn