

美年健康 (002044) 深度研究

柳暗花明，专业体检航母再起航

2020 年 09 月 04 日

【投资要点】

- ◆ **体检行业优质赛道，看好三四线市场需求释放。**中国健康体检行业尚处成长初期，2012-2018 年行业规模从 468 亿元增长至 1511 亿元，年复合增速高达 21.6%，未来受消费升级、居民预防需求增加等多因素催化，健康体检行业仍有望保持高速增长。从竞争格局来看，体检行业仍以公立机构为主，专业体检机构为辅（数量占比仅 8%），但近年来专业体检人次增速显著快于整体行业，市占率有望稳步提升。我们预测未来专业体检行业规模达到 586 亿元，其中人口基数大、消费升级潜力更高的三四线城市体或贡献 70% 以上增量。
- ◆ **公司龙头地位稳固，全国化布局日臻完善。**公司近年来通过先参后控的方式增加线下门店、实现渠道快速下沉。截止 2019 年，公司已在全国 294 个核心城市布局 703 家体检中心，其中三四线及以下城市占比 47.3%；全年接待 2602 万人次，以 24% 市占率领先于爱康国宾(12%)、瑞慈医疗(3%) 等竞争对手，稳居行业绝对龙头。
- ◆ **引入阿里战投，流量优势+数字化升级强化公司核心竞争力。**我们认为阿里入驻将为公司带来营销和管理系统的双重优势：一方面在支付宝、淘宝等平台的强大流量加持下，公司有望将营销渠道向线上转移，拓展 C 端客户，增强获客能力和品牌认知度；另一方面，阿里已派遣专业团队对美年 IT 系统进行优化，公司管理系统、终端信息安全系统有望顺利升级，促进管理成本不断降低、运营效率持续提升。
- ◆ **转型调整期已过，业绩有望加速回暖。**我们认为公司 2018H2 至今处于转型调整阶段，期间公司业绩承压主要系舆情事件、商誉减值、新冠疫情等因素所致。短期来看，前期压制因素已基本释放，公司 Q2 客流量已逐步恢复，20H2 业绩有望加速回暖：1) 受疫情防控影响，大量积压订单集中延迟至下半年，20Q3 公司体检订单均已处于饱和状态。2) 疫情期间公立医院资源主要用于各个科室的正常恢复和疫情防控，体检资源投入较有限，公司作为专业体检龙头目前已有部分体检客户回流，在疫情防控常态模式下预计仍将持续。3) 后疫情时期，大众对自身健康的关注得到显著提升，预防医学需求正处于增长态势，随下半年体检旺季到来，公司各体检中心有望迎来客流高峰。我们预计 2020Q3 公司将恢复盈利能力，全年业绩预计与去年持平；2021 年有望实现恢复性增长。中期来看，存量优化是公司未来业绩增长核心逻辑：一是通过调整订单结构、优化服务质量实现客单价上移和单店服务人次增加；二是凭借产品与服务创新不断强化品牌力、增强客户粘性；三是通过精细化管理，促进费用率持续下降。长期来看，我们看好公司向市场空间广阔的三四线城市持续下沉，充分享受基层蓝海市场需求释放红利，进而实现量的稳定增长。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价：19.98 元

东方财富证券研究所

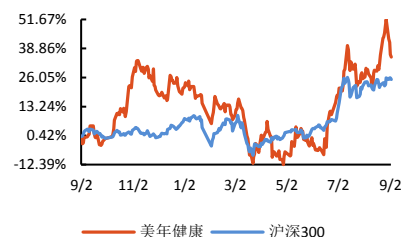
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	64898.33
流通市值 (百万元)	57182.09
52 周最高/最低 (元)	18.90/10.60
52 周最高/最低 (PE)	80.50/-54.09
52 周最高/最低 (PB)	9.96/5.76
52 周涨幅 (%)	35.13
52 周换手率 (%)	247.33

相关研究

【投资建议】

- ◆ 体检行业是高成长的优质赛道，未来增长将由需求释放所拉动；而公司作为行业绝对龙头将充分享受行业发展红利，同时我们坚定看好阿里入驻后带来公司经营层面的积极变化，业绩有望加速回暖。预计 2020-2022 年公司分别实现营收 85.87/108.00/131.73 亿元，同比+0.72%/25.77%/21.98%，分别实现归母净利润 0.81/9.79/13.30 亿元，同比+109.36%/1106.43%/35.92%，EPS 分别为 0.02/0.25/0.34 元，当前股价对应 PE 分别为 806.63/66.86/49.19 倍，参考眼科及口腔等医疗服务行业，我们认为公司 2021-2022 年估值相对较低。结合绝对估值法，给予公司 2021 年 80 倍 PE，对应未来 12 个月目标价 19.98 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8525.03	8586.81	10799.64	13173.29
增长率(%)	0.79%	0.72%	25.77%	21.98%
EBITDA（百万元）	1749.31	801.64	1799.36	2362.61
归属母公司净利润（百万元）	-866.47	81.14	978.81	1330.45
增长率(%)	-205.58%	109.36%	1106.39%	35.92%
EPS（元/股）	-0.22	0.02	0.25	0.34
市盈率（P/E）	—	806.63	66.86	49.19
市净率（P/B）	7.97	8.85	7.82	6.75
EV/EBITDA	34.75	84.92	37.52	28.14

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截至 2020-09-02。

【风险提示】

- ◆ 疫情对公司业绩影响超预期；
- ◆ 战略转型不及预期风险；
- ◆ 商誉减值风险；
- ◆ 合规质控风险

正文目录

1. 公司简介：深耕体检赛道的行业龙头	6
1.1. 历史沿革	6
1.2. 股权结构	6
1.3. 多年来深耕体检主业，上市后收入、利润维持增长	7
1.4. 财务分析	8
2. 专业体检行业：高成长的优质赛道	11
2.1. 健康体检行业尚处成长期，未来市场前景广阔	11
2.1.1. 体检行业规模快速增长，公立机构为主、专业机构为辅	11
2.1.2. 政策支持保障体检行业健康发展	12
2.1.3. 需求驱动行业扩容，体检行业未来成长空间广阔	13
2.2. 多重优势促占有率持续提升，专业体检行业步入成长快车道	15
2.3. 供需格局存优化空间，低线城市或贡献未来需求增量	18
2.3.1. 体检行业存在供需错配，尚存进一步优化空间	18
2.3.2. 专业体检成长空间巨大，低线市场或贡献主要增量	20
3. 全国化布局日臻完善，阿里入局促提能增效	22
3.1. 行业龙头地位稳固，凭资本优势实现连锁化扩张	22
3.2. 全产业链加固体检护城河，多元化服务提升品牌价值	23
3.3. 引入阿里战投，流量优势+数字化赋能强化公司核心竞争力	25
4. 外延扩张转向内生增长，业绩有望加速回暖	26
4.1. 转型调整阶段公司业绩短期承压	26
4.2. 聚焦短期复苏：负面因素逐步释放，业绩有望逐步回暖	31
4.3. 关注中长期增长：存量优化是核心逻辑	34
5. 盈利预测及投资建议	35
5.1. 盈利预测	35
5.2. 投资建议	36
6. 风险提示	37

图表目录

图表 1：美年健康发展历程	6
图表 2：美年健康股权结构（截止 2020H1）	7
图表 3：公司上市以来营业收入及增速	7
图表 4：公司上市以来归母净利润及增速	7
图表 5：2015-2019 年公司主营业务构成（分业务）	8
图表 6：2019 年公司主营业务构成（分地区）	8
图表 7：公司历年毛利率、净利率情况	8
图表 8：公司历年 ROE 水平	8
图表 9：可比公司毛利率（%）	9
图表 10：公司历年销售、管理费用率（%）	9
图表 11：2019 年公司销售费用明细	9
图表 12：可比公司销售费用率（%）	10
图表 13：可比公司管理费用率（%）	10
图表 14：公司历年资产负债率、流动比率	10
图表 15：公司短期、长期借款及应付债券余额	10
图表 16：公司经营活动现金流	11
图表 17：公司期末现金及现金等价物余额（亿元）	11
图表 18：我国健康体检人次（万人）	11
图表 19：我国健康体检市场规模（亿元）	11
图表 20：2018 年我国各类体检机构市场份额（按体检人次）	12

图表 21: 国家支持健康体检的政策文件	12
图表 22: 我国老龄化人口及趋势预测	13
图表 23: 不同年龄组平均医疗费用	13
图表 24: 我国高净值人群数量及年复合增速	14
图表 25: 人均医疗支出增速快于人均消费支出	14
图表 26: 我国体检覆盖率 (%)	14
图表 27: 各国体检覆盖率对比 (%)	14
图表 28: 我国健康体检客单价 (元)	15
图表 29: 中国大陆、中国香港、美国体检客单价及占人均可支配收入比例	15
图表 30: 专业医疗卫生机构体检人次及增速	15
图表 31: 专业体检机构市场规模及增速	15
图表 32: 医院、专业体检机构优劣势对比	16
图表 33: 公立机构体检资源较饱和	17
图表 34: 医院组织架构复杂, 不易连锁经营	17
图表 35: 医院、专业体检机构入职体检套餐对比	17
图表 36: 2018 年我国各类体检机构市场份额	18
图表 37: 专业体检机构头部公司对比 (截止 2019 年)	18
图表 38: 2018 年一二线城市体检覆盖率远高于三四线城市	19
图表 39: 2018 年各线城市人口结构 (亿元, %)	19
图表 40: 三四线城市人均收入较低	19
图表 41: 三四线城市人均可支配收入增速较高	19
图表 42: 2018 年各线城市人均体检人次 (人)	20
图表 43: 2018 年各线城市专业医疗机构占比 (%)	20
图表 44: 每千人拥有床位数 (张)	20
图表 45: 每千人拥有医生数 (张)	20
图表 46: 市场空间测算关键假设	21
图表 47: 专业体检市场规模测算	21
图表 48: 2014-2019 年公司门店数量及覆盖城市	22
图表 49: 2014-2019 年公司体检接待人次	22
图表 50: 美年健康全国门店分布情况	22
图表 51: 美年健康体检中心分布 (截止 2020H1)	23
图表 52: 美年、爱康在营门店分布 (截止 2020H1)	23
图表 53: 公司产业链向上下游拓展	24
图表 54: 美年健康产业生态圈	24
图表 55: 公司增值服务	24
图表 56: 公司“检、存、管、医、保”全程保障	24
图表 57: 公司旗下体检品牌主要定位及价格带	25
图表 58: 美年健康与支付宝开展合作	25
图表 59: 美年健康 618 体检狂欢节活动	25
图表 60: 公司单季度营业收入、归母净利润同比增速 (%)	26
图表 61: 2015-2018H1 公司单季度营业收入、归母净利润快速增长	27
图表 62: 2015-2018 年公司体检人次增速高于客单价增速	27
图表 63: 富海事件前后公司股价表现	27
图表 64: 公司固定资产余额	28
图表 65: 公司其他非流动金融资产余额	28
图表 66: 2019 年公司单季度营收增速减缓	29
图表 67: 2015-2020H1 公司单季度商誉余额 (亿元)	29
图表 68: 计提减值后 2019Q4 单季净利润大幅下滑	29
图表 69: 2019 年公司商誉减值准备具体事项	30
图表 70: 慈铭体检 2017-2019 年营业收入、净利润及业绩承诺	30
图表 71: 公司历年一季度利润均存在周期性亏损	31
图表 72: 20H1 公司营业外支出明显增长	31
图表 73: 公司质控措施	32

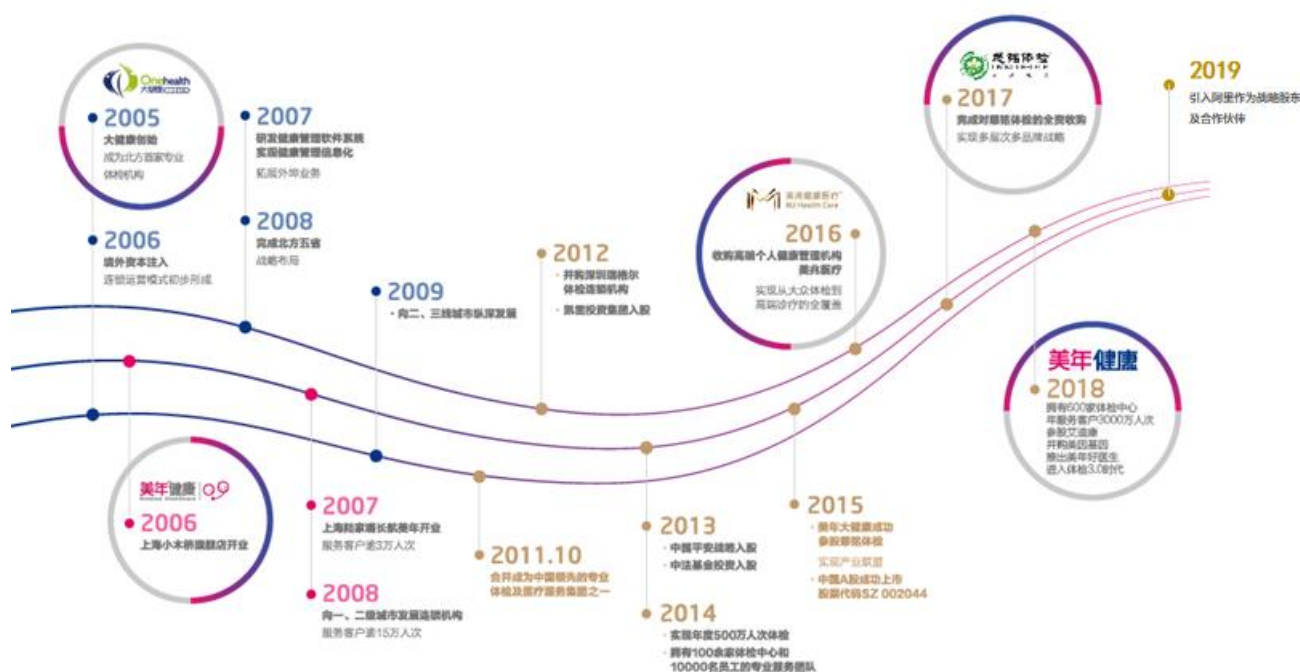
图表 74：2019 年 4 月被收购子公司业绩承诺及商誉余额.....	32
图表 75：20Q1 公司预收账款余额未出现大幅下滑.....	33
图表 76：20H1 公司业绩恢复情况.....	33
图表 77：公司整体客单价逐年提升	34
图表 78：公司团检、个检客户占比（%）	34
图表 79：公司单店收入、单店毛利率	34
图表 80：公司单店年服务人次（万人）	34
图表 81：业务拆分及预测	35
图表 82：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	36
图表 83：盈利预测	36
图表 84：可比公司估值	37

1. 公司简介：深耕体检赛道的行业龙头

1.1. 历史沿革

公司成立于 2004 年，其前身为北方首家专业体检机构美年大健康，目前是中国领先的健康体检连锁集团。公司于 2015 年 8 月在深圳交易所上市，2016、2017 年先后收购知名健康体检品牌“美兆”、“慈铭”，并于 2018 年正式完成中国内地版图的全覆盖。截至 2019 年年底，美年健康已在全国 294 个核心城市布局 703 家体检中心，拥有院士、教授、主任医师、医疗人员、健康顾问所组成的近 70000 人的专业服务团队，已成为国内规模最大的专业体检机构。2019 年 10 月，美年健康引入阿里巴巴集团、蚂蚁金服集团和云锋基金作为重要战略股东和合作伙伴，开启深度合作，进一步提升数字化、智能化发展水平。

图表 1：美年健康发展历程

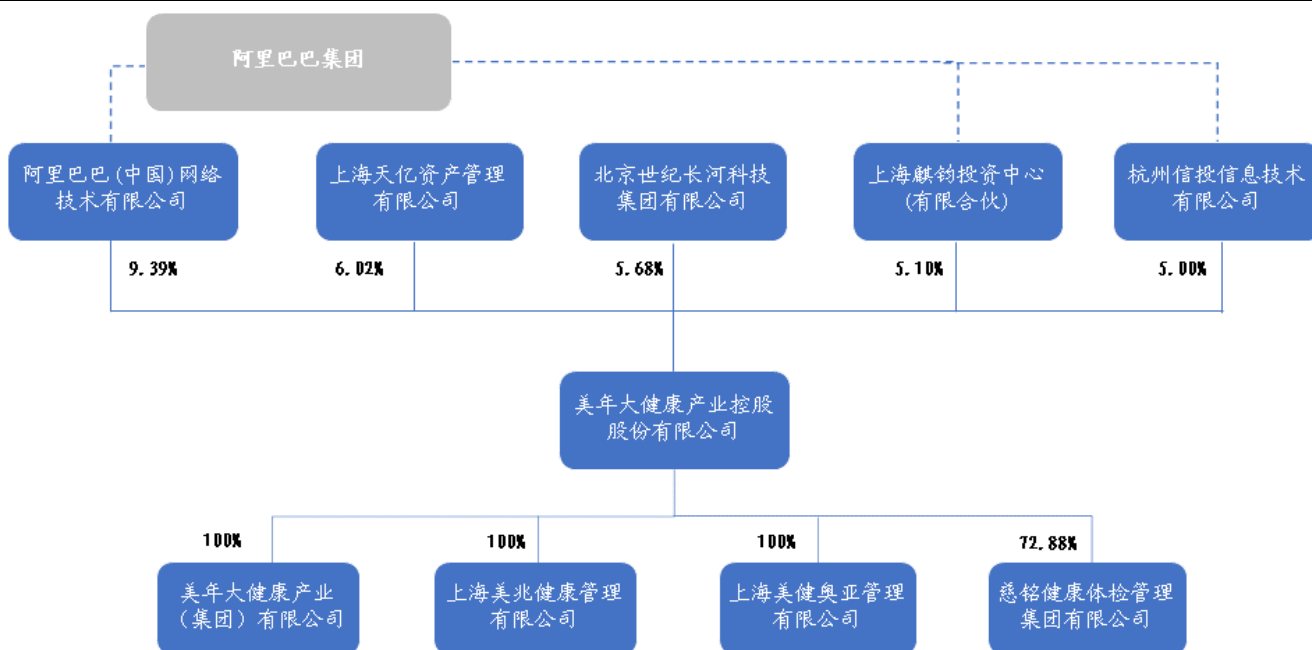


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构

阿里网络为公司第一大股东。2019 年 10 月，公司签订股权转让协议，向阿里网络、杭州信投、上海麒钧分别转让 5.58%、5.24%、5.34% 的股份。截止 2020Q1，阿里网络以 9.39% 股份成为公司第一大股东，其与一致行动人杭州信投合计持有公司 14.39% 股份，此外，阿里旗下云锋基金控股的上海麒钧以 5.10% 股份成为公司第二大股东；公司董事长俞熔及其一致行动人合计持股占比 21.17%，仍为公司实际控制人。

图表 2：美年健康股权结构（截止 2020H1）

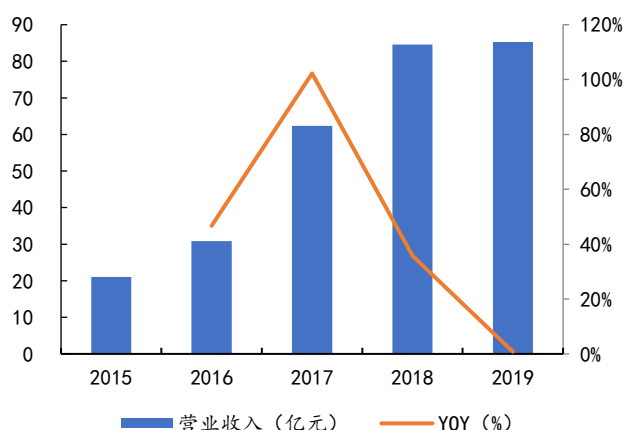


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 多年来深耕体检主业，上市后收入、利润维持增长

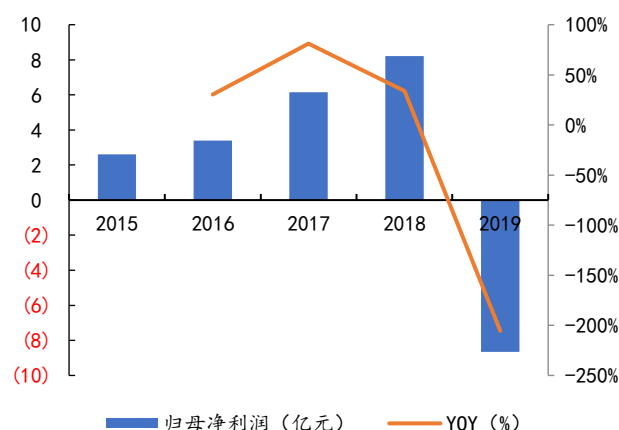
上市以来公司收入、利润实现较快增长，19 年来业绩短期承压。2015-2018 年公司营业收入、归母净利润均实现快速增长，CAGR 分别高达 59.1%、46.7%；毛利率、净利率分别维持在 45%、11%以上水平。2019 年以来受转型调整、商誉减值等因素影响，公司业绩短期承压，全年实现营业收入 85.25 亿元（同比+0.79%），归母净利润-8.66 亿元（同比-205.48%）。

图表 3：公司上市以来营业收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：公司上市以来归母净利润及增速

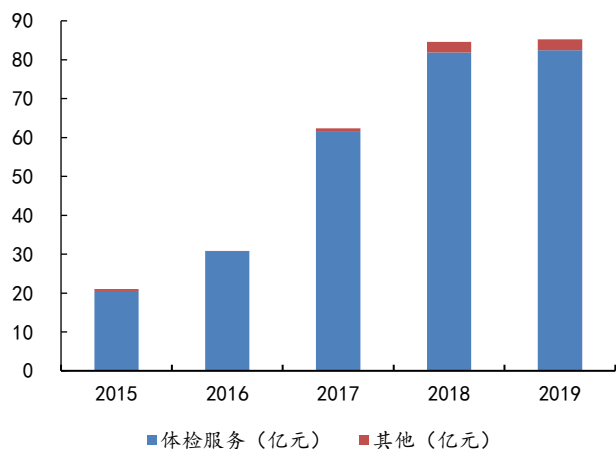


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

体检服务为公司核心业务。从业务结构来看，公司多年来深耕体检主业，2019 年公司体检业务占营业收入的 96.71%，业务集中度较高。分地区来看，华北、华东地区为公司两大核心市场，2019 年分别实现营收 29.02 亿元（同比

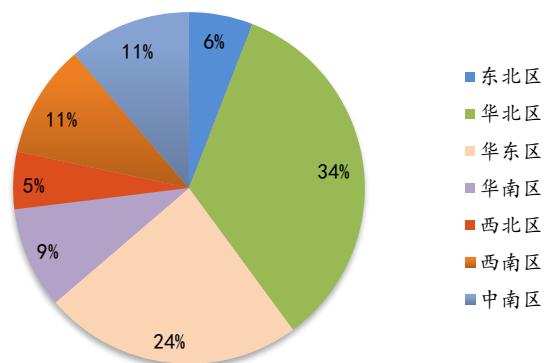
+2.44%)、20.29 亿元（同比+1.45%），占比 34%、24%；中南、西南、华南、东北和西北地区收入分别占比 11%、10%、9%、6%、5%。

图表 5：2015-2019 年公司主营业务构成（分业务）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：2019 年公司主营业务构成（分地区）

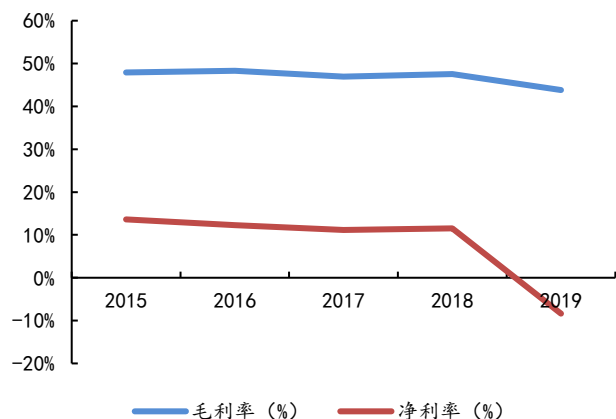


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.4. 财务分析

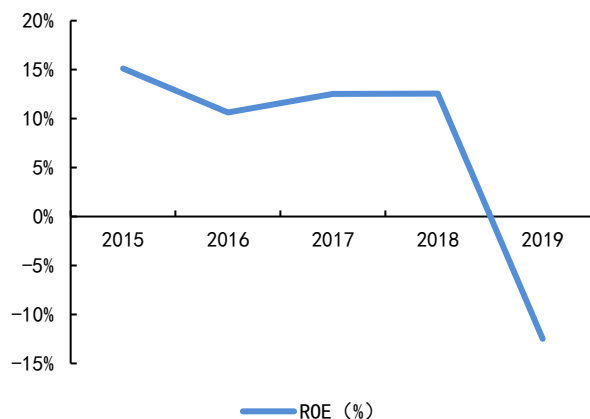
毛利率、净利率维持良好水平。2015-2018 年公司毛利率、净利率较为稳定，毛利率保持在 45%以上、净利率保持在 11%以上，在医疗服务行业可比公司中处于领先地位；2019 年受商誉减值及内部转型影响，毛利率略降至 43.81%，净利率下滑至-8.37%，相应 ROE 降至-12.48%。预计随商誉减值压力释放、经营情况回暖（这方面我们将在后文第四部分着重分析），公司毛利率、净利率有望显著回升。

图表 7：公司历年毛利率、净利率情况



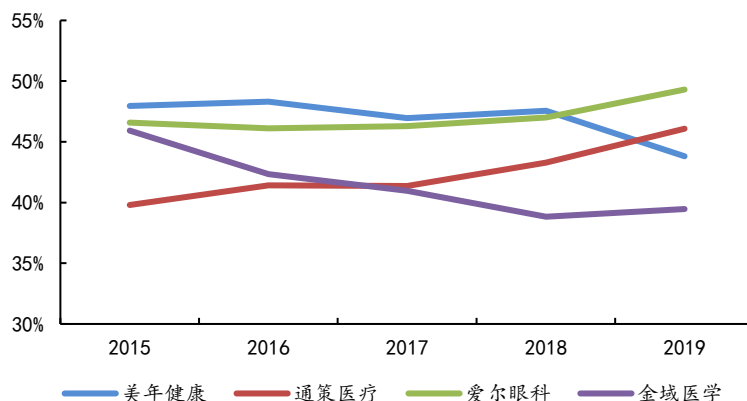
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：公司历年 ROE 水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

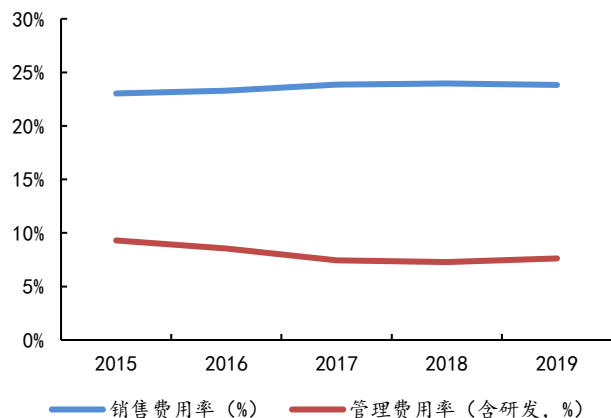
图表 9：可比公司毛利率（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

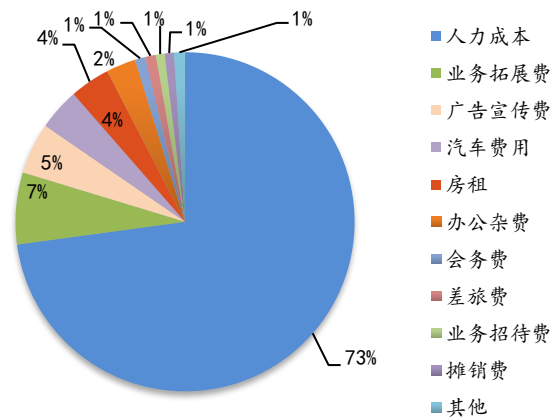
销售费用率较高、管理费用率逐年下降。2015-2019 年公司销售费用率均保持在 23%左右，高于其他可比公司，我们认为主要系公司注重营销推广及销售人员激励，导致营销投入较多。2019 年公司销售费用中约 70%为员工工资薪酬，销售人员人均收入 14.17 万元，远高于公司平均薪酬 9.13 万元，说明销售人员激励力度较大。2015-2019 年公司管理费率大幅低于其他可比公司，且呈持续下降趋势，主要系公司近年来持续加强内控、提高精细化管理水平所致。随着阿里入驻美年，公司营销、管理系统有望得到进一步优化，推动销售、管理费用率进一步降低。

图表 10：公司历年销售、管理费用率（%）



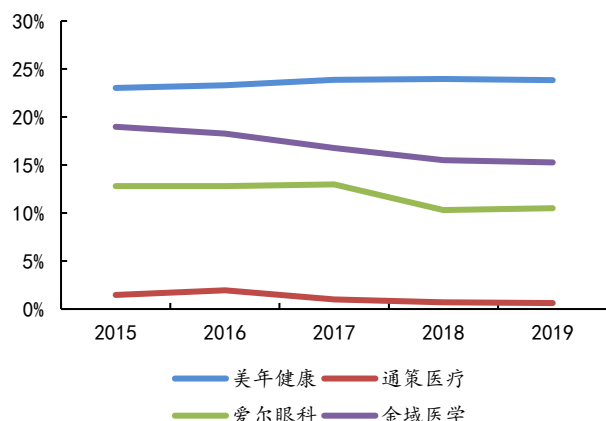
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：2019 年公司销售费用明细



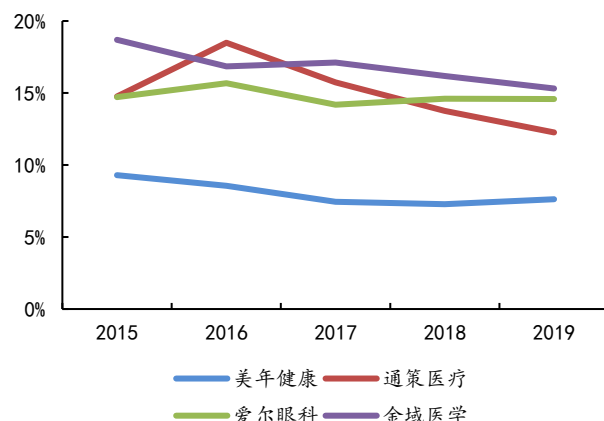
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：可比公司销售费用率（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

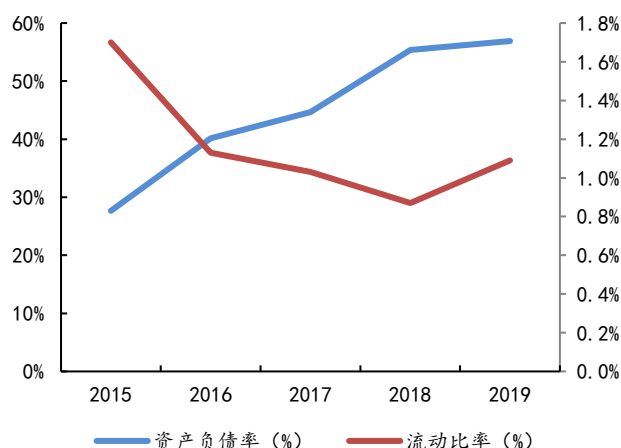
图表 13：可比公司管理费用率（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

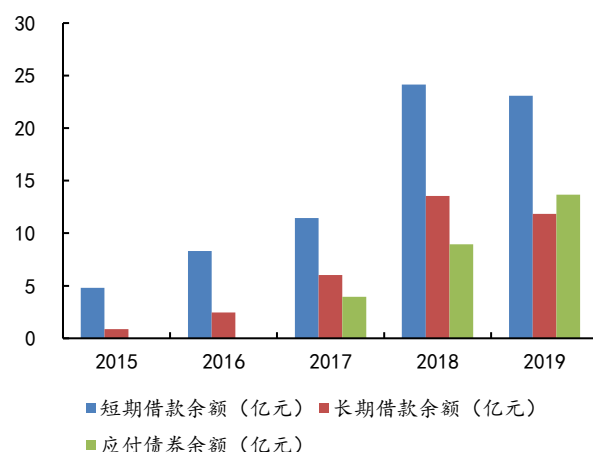
资产负债率上升较快，未来有望维稳。2015-2018 年受门店迅速扩张影响，公司借款及应付债券余额大幅增加，导致资产负债率不断攀升；2019 年随公司转型调整、并购扩张步伐放缓，负债率维持稳定，流动比率也缓慢上升。我们认为公司高速扩张期已过，未来新建及参股门店数量增长将持续放缓，资产负债率有望维持健康水平。

图表 14：公司历年资产负债率、流动比率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

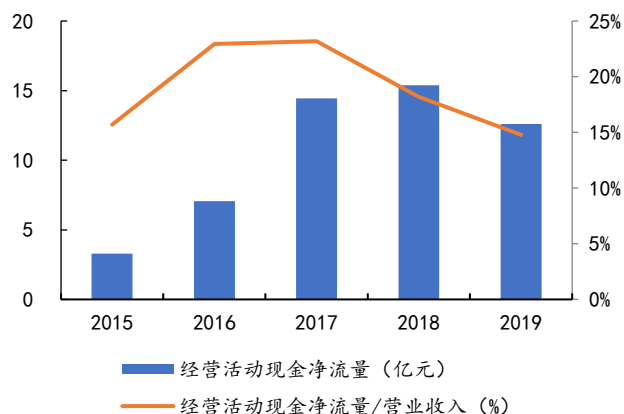
图表 15：公司短期、长期借款及应付债券余额



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

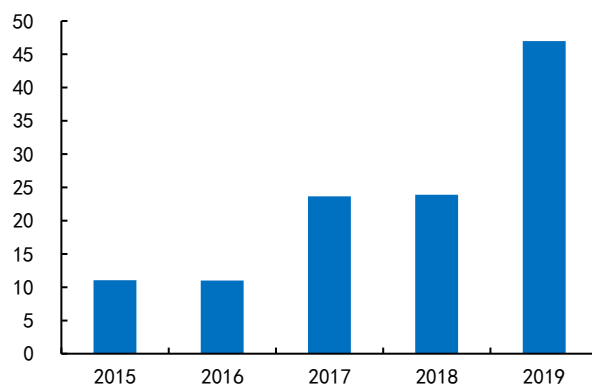
现金流较为充裕。2015-2018 年公司经营活动现金流保持较快增长，占营业收入比例均保持在 15% 以上；2019 年经营活动现金流有所减少，主要受当年净利润下滑所致，公司已于当年定增募资以补充流动资金，因而现金及现金等价物余额大幅增加。

图表 16：公司经营活动现金流



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：公司期末现金及现金等价物余额 (亿元)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

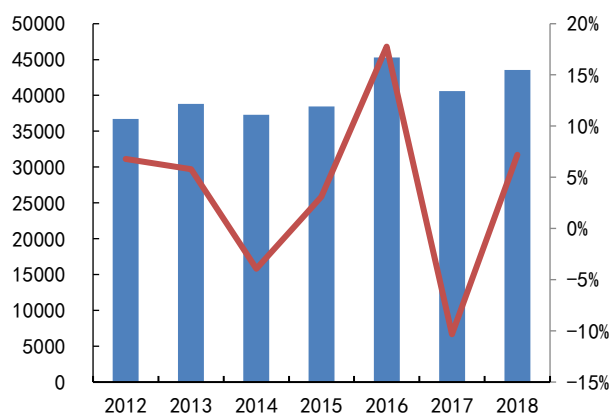
2. 专业体检行业：高成长的优质赛道

2.1. 健康体检行业尚处成长期，未来市场前景广阔

2.1.1. 体检行业规模快速增长，公立机构为主、专业机构为辅

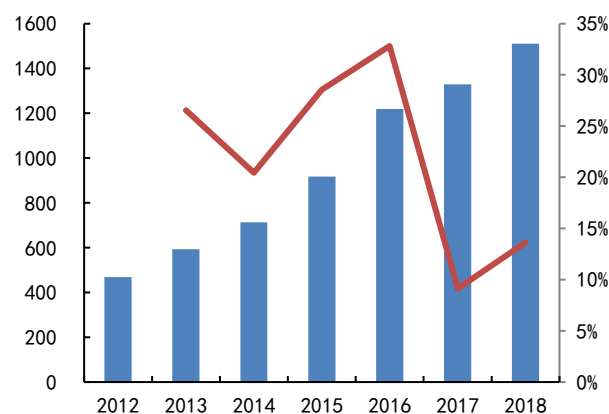
中国健康体检行业处于成长初期。根据中国卫生健康统计年鉴，我国健康体检人次从 2012 年的 3.67 亿人次增长至 2018 年的 4.35 亿人次，年复合增速为 2.9%；从市场规模来看，国内健康体检市场规模从 2012 年的 468 亿元增长至 2018 年的 1511 亿元，年复合增速高达 21.6%。未来随消费升级、居民预防需求增加，健康体检行业仍有望保持高速增长。

图表 18：我国健康体检人次 (万人)



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

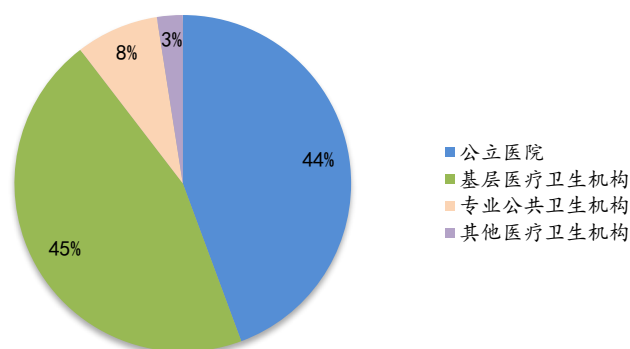
图表 19：我国健康体检市场规模 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

从各类机构竞争格局来看，健康体检行业以公立机构为主、专业体检机构为辅。中国卫生统计年鉴数据显示，2018 年全年体检人次为 4.35 亿人，其中中医院占比约 44%，基层医疗机构占比 45%，专业体检机构占比 8%，其他医疗机构占比 3%，最终形成了以公立医疗机构为主、专业体检机构为辅的市场格局。

图表 20：2018 年我国各类体检机构市场份额（按体检人次）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

2.1.2. 政策支持保障体检行业健康发展

健康体检行业持续获政策利好。近年来国家出台了一系列促进健康体检行业发展的政策文件：2016 年《“健康中国 2030”规划纲要》鼓励发展健康体检、咨询等健康服务提供更加个性化的健康管理服务；2018 年《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》强调严把准入门槛、规范健康体检机构设置管理；2019 年 7 月出台的《健康中国行动（2019—2030 年）》再次围绕疾病预防和健康促进两大核心，提出将开展 15 个重大专项行动，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变。我们认为在当前医保控费背景下，健康体检作为疾病预防的重要手段将长期受益于国家政策激励和支持，健康体检行业发展前景可期。

图表 21：国家支持健康体检的政策文件

时间	文件	相关内容
2009. 08	《健康体检管理暂行规定》	加强健康体检管理，保障健康体检规范有序进行。
2014. 05	《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，努力形成以非营利性医疗机构为主题、营利性医疗机构为补充的社会办医体系
2015. 06	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	加快推进社会办医疗机构成规模、高水平发展，不断满足人民群众多样化、多层次医疗卫生服务需求。
2016. 10	《“健康中国 2030”规划纲要》	鼓励发展健康体检、咨询等健康服务提供更加个性化的健康管理服务
2017. 02	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025 年）》	强调慢性病的二级预防，以血压、血糖、血脂、体重、肺功能、大便隐血等指标监测为重点，推进居民健康体检
2018. 10	《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》	严把准入门槛、规范健康体检机构设置管理、加强日常监管
2019. 6	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间
2019. 07	《健康中国行动（2019—2030 年）》	将疾病预防和健康促进作为健康产业的两大核心、开展 15 个重大专项行动，并纳入政绩考核

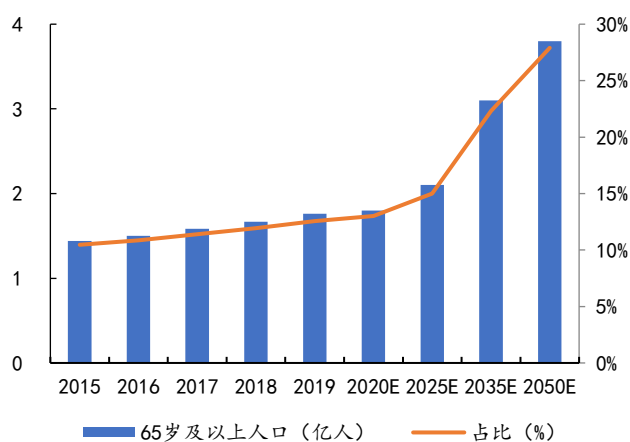
资料来源：国务院、卫计委，东方财富证券研究所

2.1.3. 需求驱动行业扩容，体检行业未来成长空间广阔

目前我国体检行业仍由需求拉动，长期来看人口老龄化+消费升级+健康意识提升有望促进潜在体检需求加速释放，带动行业持续扩容。

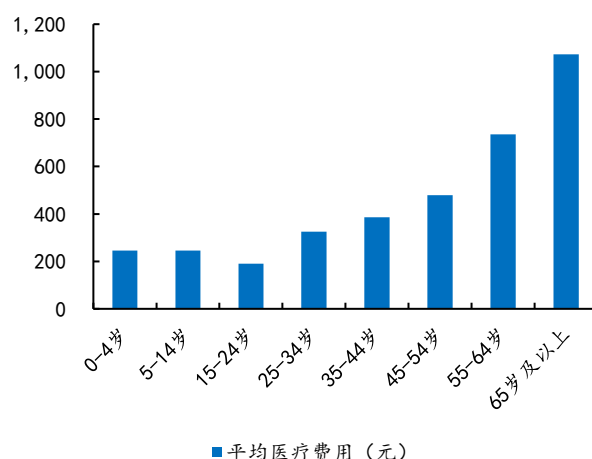
- ◆ **人口老龄化驱动体检需求逐步释放。**截止 2019 年，中国 65 岁及以上老年人口达到 1.76 亿人，占总人口的 12.6%。据中国发展基金会预测，到 2022 年左右，中国 65 岁以上人口将占到总人口的 14%，将由老龄化社会进入到老龄社会；到本世纪中叶，中国人口老龄化将达到最高峰，65 岁及以上老年人口占比将接近 30%，老龄化将对居民健康水平及社会治理构成重大挑战。鉴于老年人口慢病发病率较高、医疗支出较多，健康体检对预防老龄人口重大疾病、降低医疗支出愈发重要，老龄化趋势下体检需求有望逐步释放，驱动健康体检行业规模迅速扩容。

图表 22：我国老龄化人口及趋势预测



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

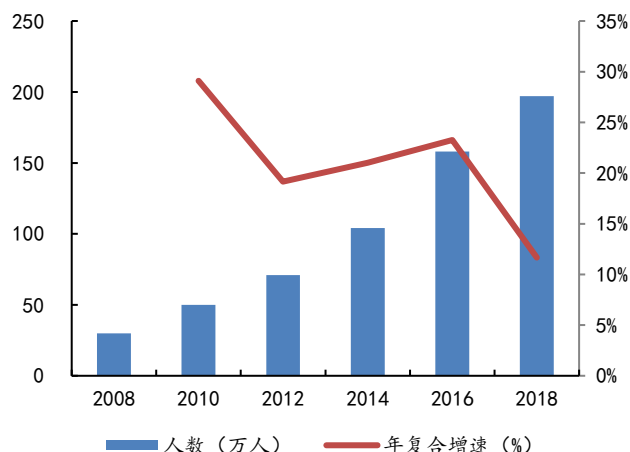
图表 23：不同年龄组平均医疗费用



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

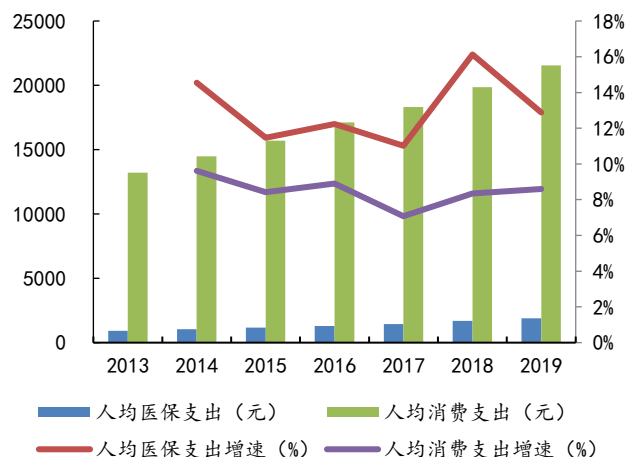
- ◆ **消费升级带动体检行业扩容。**2008 年以来，我国高净值人群（资产净值在 1000 万人民币以上的个人）数量逐年提升，年复合增速达 21%。随居民可支配收入不断升高，愿意为健康体检支出高额费用的高净值人群将会逐步壮大。我国每年约有超过 35 万人赴日本检查，人均体检费用 2-5 万人民币不等，说明我国高端体检消费存在较大空间。2013 年以来，医疗保健消费增速远高于居民人均消费增速，医疗保健消费占居民总消费的比例持续攀升，推动医疗保健市场规模不断增长，同时也为体检行业持续扩容提供基础。

图表 24：我国高净值人群数量及年复合增速



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 25：人均医疗支出增速快于人均消费支出

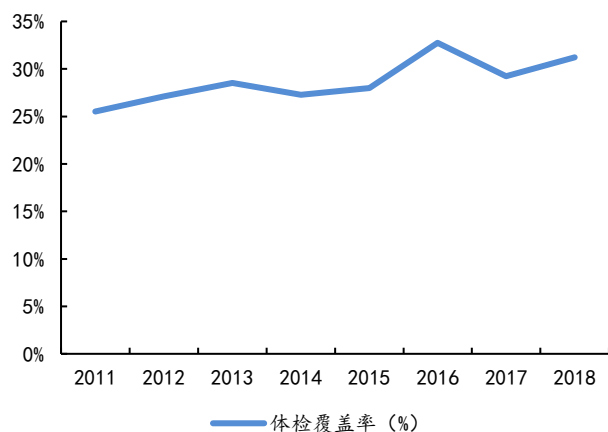


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

- ◆ **疫情催化健康意识提升，体检需求加速爆发。**新冠肺炎疫情对全球医疗体系带来前所未有的严峻考验，同时也为健康行业酝酿了庞大的市场机遇，而作为健康产业流量入口的体检行业无疑将迎来重要的发展机遇。我们认为疫情催化下居民健康意识及预防需求有所增加，对健康体检的关注度将持续提升，个人体检的意愿及频次都将进一步增加，推动体检行业规模快速增长。

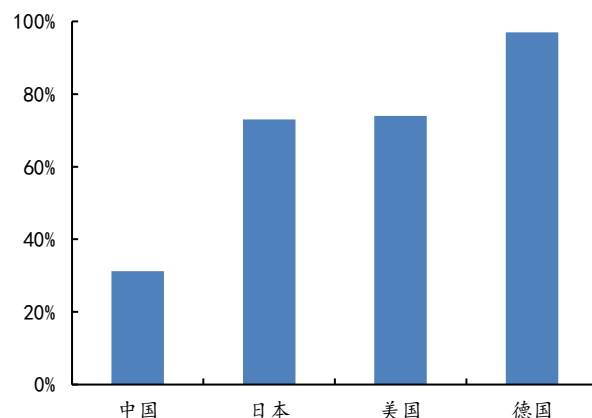
对标发达国家，我国体检行业在覆盖率和客单价方面仍有较大提升空间。从覆盖率来看，近年来我国健康体检人数持续增加，健康体检覆盖率已从 2011 年的 26% 提升至 2018 年的 31%；但同主要发达国家相比，美国、日本与德国的健康检查率已经高达 73%、74% 和 97%，我国整体健康体检覆盖率仍较低，有巨大提升空间。从客单价来看，2018 年我国健康检查整体平均客单价约为 263 元，远低于香港地区的 3000 元/人和美国 5500 元/人。我国健康检查客单价占人均可支配收入的比例约为 1.2%，与美国和香港 2.0% 的水平相比，还存在提升空间。随着我国居民收入水平、健康意识的提高，预计体检覆盖率及客单价将持续提升，推动行业规模进一步扩大。

图表 26：我国体检覆盖率 (%)



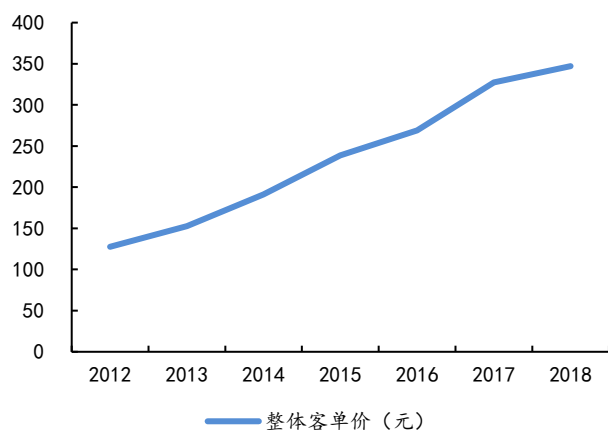
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 27：各国体检覆盖率对比 (%)



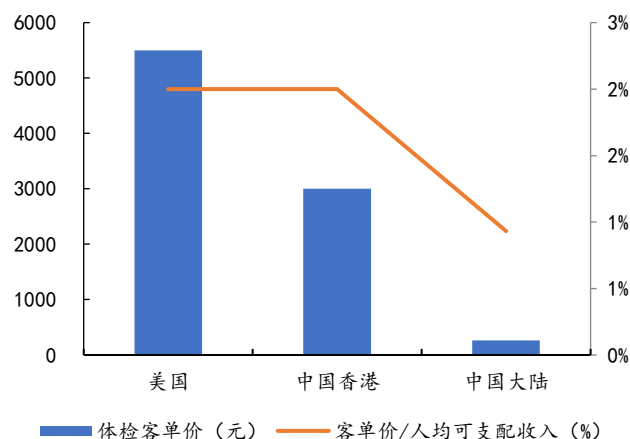
资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 28：我国健康体检客单价（元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 29：中国大陆、中国香港、美国体检客单价及占人均可支配收入比例

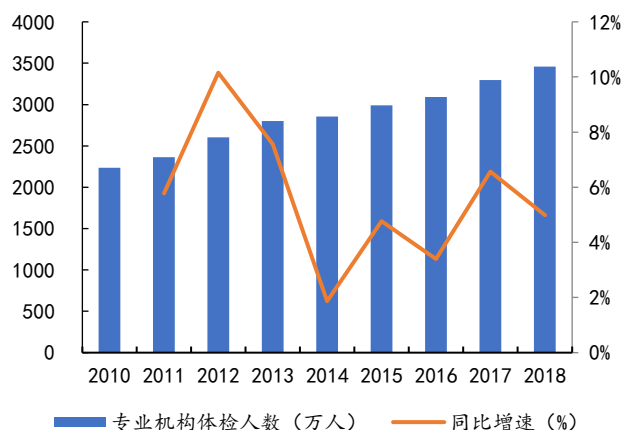


资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

2.2. 多重优势促占有率持续提升，专业体检行业步入成长快车道

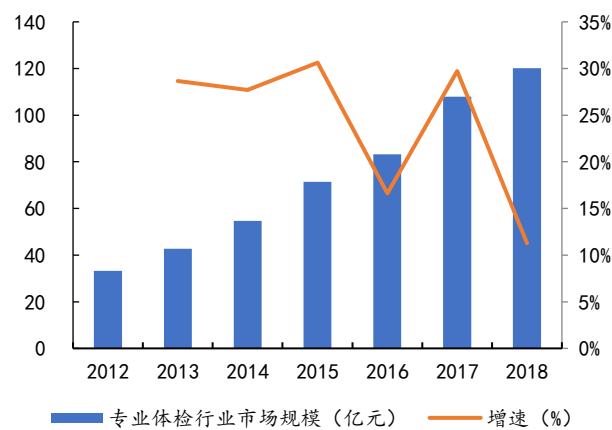
专业体检市场增速高于整体行业，占有率有望逐步提升。专业体检行业作为公立医疗机构的补充，近年来保持高速增长。从体检人数来看，专业体检机构体检人次从2012年的2605万人增长至2018年的3460万人，年复合增速达4.8%，高于整体行业增速的2.9%；相应市场份额提升至8.0%。与公立体检机构相比，专业体检机构能提供更加个性化、专业化的医疗服务及更好的医疗环境，可形成有效互补。据前瞻产业研究院预计，2019年专业体检机构市场规模达到185亿元，且未来有望保持15%以上的增长。

图表 30：专业医疗卫生机构体检人次及增速



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 31：专业体检机构市场规模及增速



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

公立体检机构医质可靠、设备齐全，目前仍是体检人群的主要选择。但我们认为专业体检具备特殊优势，有望从医院主导的体检市场中逐步突围：

优势一：公立医疗资源较为饱和，专业体检机构持续受益需求分流。

我国公立医疗机构服务内容广泛、人流量较大，体检部门服务的时间和场所相对紧张。面对体检市场丰富的需求层次和广阔的需求分布，稀缺且集中的医疗资源显得格格不入，服务内容单一的专业体检机构对医疗资源的补充势在

必行。参考第三方检测、第三方影像等细分医疗服务行业，我们认为专业化分工是大趋势，专业体检机构能够对医院体检形成部分替代。

优势二：专业体检机构组织灵活、易于连锁扩张

公立医院一般处于单点经营状态，不具备连锁经营的条件。而专业体检机构在组织架构及专业化经营方面存在明显优势，可通过并购或自建增加连锁门店。目前，以美年健康、爱康国宾等为代表的专业体检机构已在连锁扩张方面取得了一定优势。我们认为未来具备规模优势、服务质量好的专业体检机构仍将持续进行连锁扩张，对公立医疗机构形成数量替代。

优势三：环境优势，避免交叉感染。

专业体检机构实施医检分离，即只提供体检不负责治疗，可以最大限度地避免交叉感染。目前，公立医院感染率为 1.1%，而专业卫生机构的感染率仅为 0.5%。

优势四：专业体检服务内容多元化、价格优惠

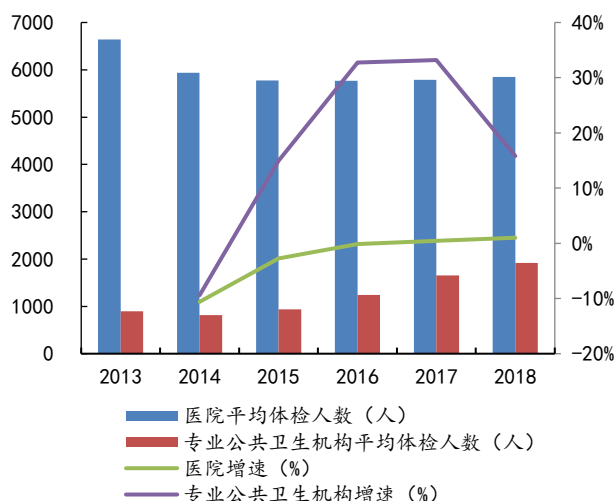
公立医院体检业务仅为辅助业务，体检服务内容较单一，存在排队等候时间过长、医师服务态度不佳、科室转诊机制不顺畅，并不适应中产阶层日益提高的个性化体检服务需求。而民营专业体检机构服务态度较好、服务流程简单省时，有望凭借差异化服务争夺中、高、低端客源人群，增强客户粘性。此外，相同的体检项目专业体检机构定价较低，可凭其性价比优势吸引客流，凝聚品牌力。

图表 32：医院、专业体检机构优劣势对比

	公立医院	专业体检机构
优势	医生资质较高	设备资源、客流量较为宽松，节省等待时间
	体检设备齐全	机构组织灵活、易于连锁扩张
	检出报告质量高	具备体检环境优势，避免交叉感染。
		服务态度好、服务内容多、价格优惠
劣势	客流量较多，体检资源紧张	医生资质较弱
	组织结构单一，不易连锁经营	设备力量相对不足
	医检不分离，易交叉感染	体检报告专业性相对不足
	服务内容简单，价格较高	

资料来源：东方财富证券研究所

图表 33：公立机构体检资源较饱和



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 34：医院组织架构复杂，不易连锁经营



资料来源：百度，东方财富证券研究所

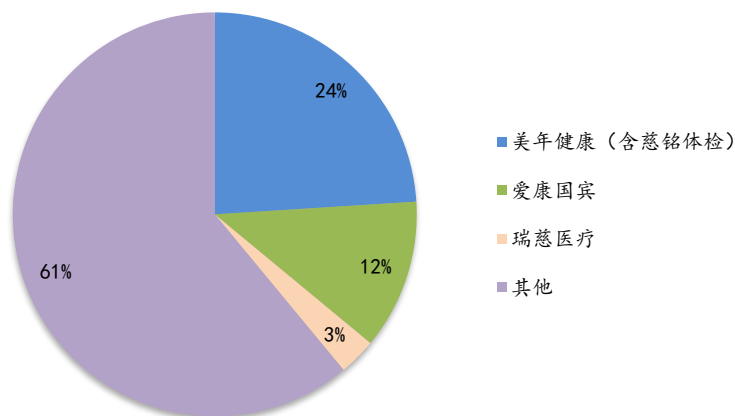
图表 35：医院、专业体检机构入职体检套餐对比

	上海长海医院体检中心	上海第八人民医院体检中心	上海美年大健康体检中心 徐汇总院	上海爱康国宾体检中心 陆家嘴分院
套餐名称	入职套餐（男女通用）	入职体检套餐（男女通用）	快速入职套餐（男女通用）	入职基础套餐（男）
服务内容	常规检测	常规检测	常规检测	常规检测
	心电图	心电图	静态心电图	静态心电图
	肝肾功能检测	肝肾功能检测	肝肾功能检测	肝肾功能检测
	血常规	血常规	三高疾病筛查	内外科检查
	胸部正位检查	胸部正位检查	胸部正位检查	胸部正位检查
价格（元）	278	274	148	135
服务时间	周一至周五 8:00-12:00	周一至周五 7:30-12:00	周二至周日 7:30-12:30	周一至周日 7:30-10:00

资料来源：康康体检网，东方财富证券研究所

竞争格局持续优化，美年健康、爱康国宾从竞争走向共赢。目前专业体检行业呈寡头竞争格局，美年健康（含瑞铭体检）以 24% 的市占率稳居第一，爱康国宾、瑞慈医疗以 12%、3% 市占率分列二三位，行业 CR3 达 39%。随着行业龙头美年健康、爱康国宾陆续被阿里收购，行业竞争格局逐步明朗：2018 年爱康国宾宣布接受阿里系的私有化要约，私有化完成后，阿里及其一致行动人持有爱康国宾股权 23.8% 的股权；2019 年美年健康与阿里签订股份转让协议，以 10.82% 的股份成为美年健康第二大股东。我们认为随美年健康、爱康国宾已从相互竞争走向合作互利，双方在阿里大健康产业布局下有望实现协同成长，行业竞争格局得到持续优化。

图表 36：2018 年我国各类体检机构市场份额



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 37：专业体检机构头部公司对比（截止 2019 年）

	美年健康（含慈铭体检）	爱康国宾	瑞慈体检
成立时间	2004 年	2004 年	2014 年
销售模式	直营+加盟	直营	直营+加盟
门店数量（家）	703	132	59
覆盖城市（个）	294	52	28
体检人次（万人）	2602	594（2017 年数据）	231
营业收入（亿元）	85.25	40.28（2017 年数据）	17.26
客单价（元）	501（剔除低价入职体检）	678（2017 年数据）	521
经营定位	深耕体检主业，巩固一二线城市优势，下沉三四五线市场	体检+疾病筛查+牙科服务，深度布局二三线城市，定位高端客户	专科医院+综合医院+体检业务，主要布局一二线城市，定位高端人群

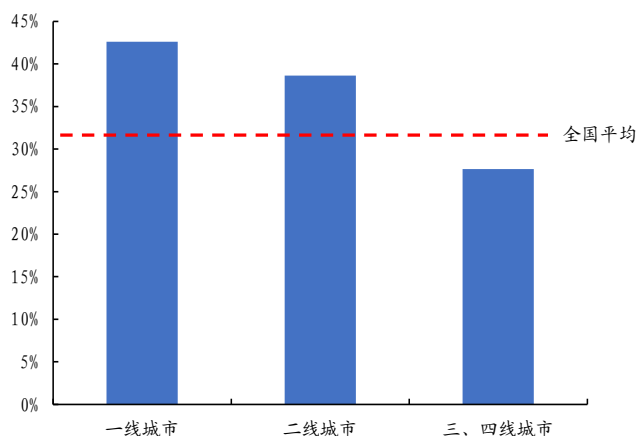
资料来源：公司公告，莫尼塔研究，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

2.3. 供需格局存优化空间，低线城市或贡献未来需求增量

2.3.1. 体检行业存在供需错配，尚存进一步优化空间

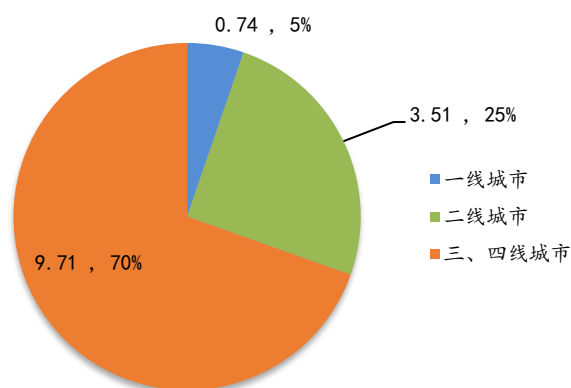
我们认为当前体检行业存在供需错配。从需求端来看，主要体现在人口、消费潜力与体检覆盖率的不匹配。首先，人口比重较低的一线、二线城市体检覆盖率（分别为 43%、39%）远高于全国平均水平（约 31%），而人口占比近 70% 的三四线城市体检覆盖率仅为 28%。其次从收入水平来看，各线城市分化较严重，2019 年一、二线城市人均可支配收入分别达 6.6 万元、4.6 万元，三四线城市仅为 2.4 万元，但三四线城市收入增速更高、消费升级空间巨大。我们认为未来随人口占主导的三四线城市消费不断升级，将释放更多体检消费需求，有望迎来广阔蓝海市场。

图表 38：2018 年一二线城市体检覆盖率远高于三四线城市



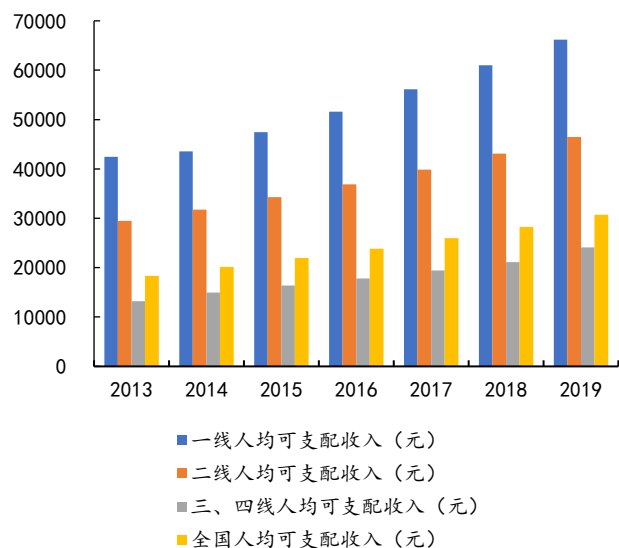
资料来源：各地统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 39：2018 年各线城市人口结构（亿元，%）



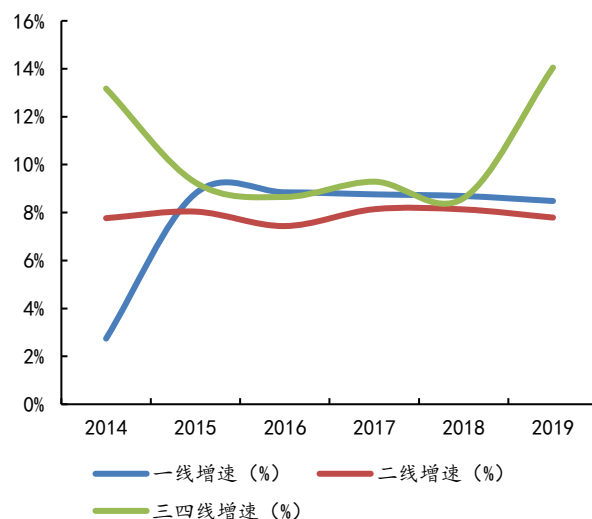
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 40：三四线城市人均收入较低



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

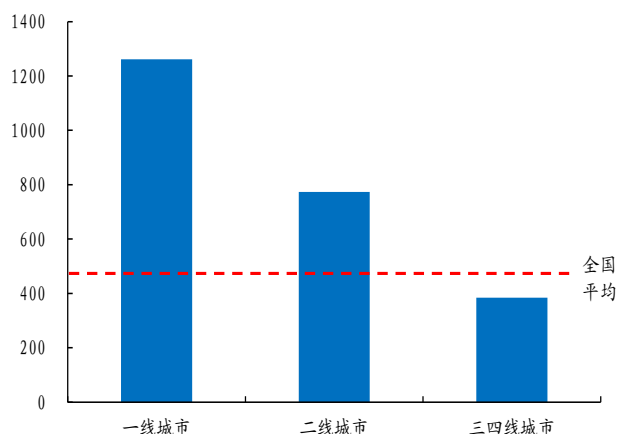
图表 41：三四线城市人均可支配收入增速较高



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

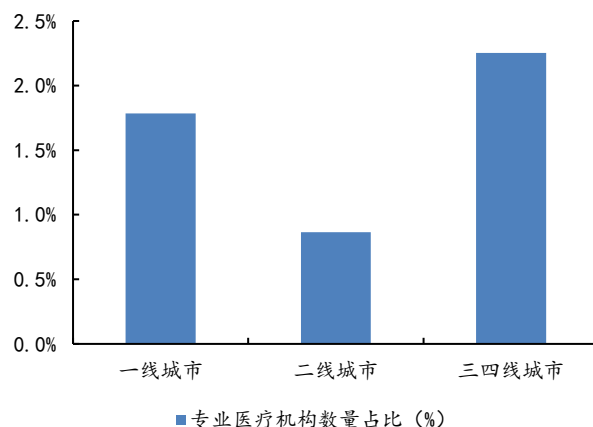
从供给端来看，主要体现在体检资源分布的不平衡。一二线城市体检资源充足，医疗机构数量远多于三四线城市，且竞争激烈（一二线公立医院、基层医疗机构占比较高，专业机构占比较少）；而三四线城市不论在医疗机构数量、医疗设备和医师资源方面均相对匮乏，有广阔的市场空间供进一步发掘。此外三四线城市门店低租金、低人力成本的特点也有望为专业体检机构持续下沉提供广阔的土壤。

图表 42：2018 年各线城市院均体检人次（人）



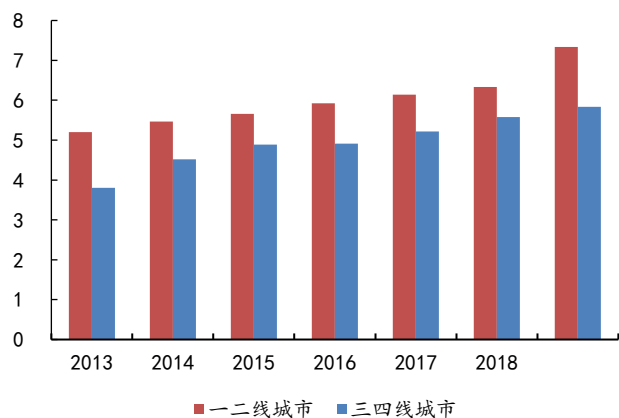
资料来源：各地统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 43：2018 年各线城市专业医疗机构占比（%）



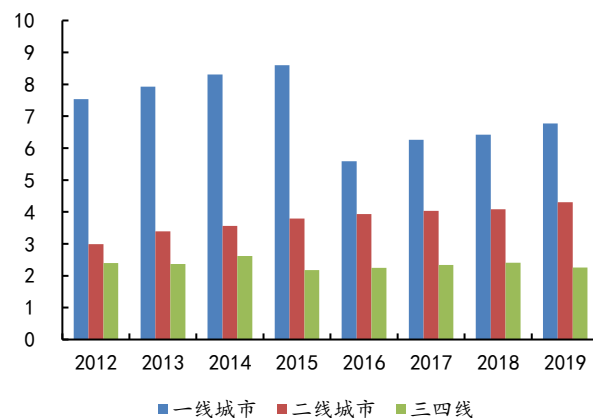
资料来源：各地统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 44：每千人拥有床位数（张）



资料来源：各地统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 45：每千人拥有医生数（张）



资料来源：各地统计年鉴，东方财富证券研究所

2.3.2. 专业体检成长空间巨大，低线市场或贡献主要增量

我们测算未来专业体检市场规模达到 586 亿元。鉴于一二线城市、三四线城市在人口、消费能力、竞争格局等方面存在较大差异，我们分别测算 2025 年一二线城市、三四线城市专业体检市场规模。根据专业体检市场规模=人口数*体检覆盖率*客单价*专业体检市占率，我们对各项指标分别进行假设：

1) 人口增速：参考一二线、三四线城市过去 6 年人口增速滚动平均值，一二线、三四线城市分别约 1.2%、0.20%，假设未来增速不变。

2) 体检覆盖率：根据各线城市目前体检覆盖率情况（一二线城市 40%，三四线城市 28%），参考历年体检人次、人口增速的匹配情况（2012-2018 年体检覆盖率年均提升 0.8%左右，我们判断在消费升级趋势下三四线城市需求将处于快速提升期，年体检人次提升略快），保守预计 2025 年体检覆盖率提升至 37%，其中一二线、三四线城市分别提升至 45%、34%。

3) 客单价：参考目前美年健康（整体客单价 320 元左右，含低价入职体检）、爱康国宾（整体客单价 700 元左右）、公立医院（整体客单价 500 元左右）。由于一二线城市竞争激烈，一二线城市客单价（400 元左右）反而低于三四线城市（500 元左右）。参考医疗保健 CPI 涨幅（年均提升 4%）及历年体检客单价

增速（年均 10%左右），我们保守假设 2020-2025 年各线城市体检客单价年均提升 7%左右。

4) 专业体检市占率：2019 年专业体检行业市占率约 10%（其中由于一二线城市专业体检机构数量占比较少，推测市占率稍低）。鉴于一二线城市专业体检机构竞争激烈、占比较低，我们认为专业体检机构在三四线城市更具下沉潜力，参考眼科专业机构下沉情况（体检和眼科赛道在政策、驱动力、竞争格局方面均具有可比性，近年来眼科专科医院亦步入下沉快车道，专科医院市占率 2012-2019 年均提升约 1%），假设未来一二线城市提升至 15%、三四线提升至 16%。

从测算结果来看，2025 年一二线市场规模 172 亿元，三四线市场规模 414 亿元，专业体检市场总规模达 586 亿元，相比目前有近 3 倍的增长空间。我们认为体检行业成长潜力巨大，其中三四线城市或贡献 70%以上增量。

图表 46：市场空间测算关键假设

关键假设	一二线城市	三四线城市
年均人口增速（%）	1.2%	0.2%
体检覆盖率年均增幅（%）	0.80%	1.00%
客单价年均涨幅（%）	7.00%	7.00%
专业体检市占率年均增幅（%）	1%	1%

资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 47：专业体检市场规模测算

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
一二线城市	人口（亿人）	3.98	4.03	4.07	4.12	4.17	4.22	4.27
	体检覆盖率（%）	40.0%	40.8%	41.6%	42.4%	43.2%	44.0%	44.8%
	客单价（元）	400	428	458	490	524	561	600
	专业体检市占率（%）	9%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
	体检市场规模（亿元）	636	703	776	857	945	1042	1149
三四线城市	专业体检市场规模（亿元）	57	70	85	103	123	146	172
	人口（亿人）	10.02	10.04	10.06	10.08	10.10	10.12	10.14
	体检覆盖率（%）	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%	33.0%	34.0%
	客单价（元）	500	535	572	613	655	701	750
	专业体检市占率（%）	10%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
合计	体检市场规模（亿元）	1403	1558	1728	1915	2119	2343	2588
	专业体检市场规模（亿元）	140	171	207	249	297	351	414
	人口（万人）	14.00	14.07	14.14	14.21	14.27	14.35	14.42
	体检覆盖率（%）	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%
	客单价（元）	470	503	538	576	616	659	705
	体检市场规模（亿元）	2040	2261	2504	2771	3064	3385	3737
	专业体检市场规模（亿元）	198	242	293	352	419	497	586

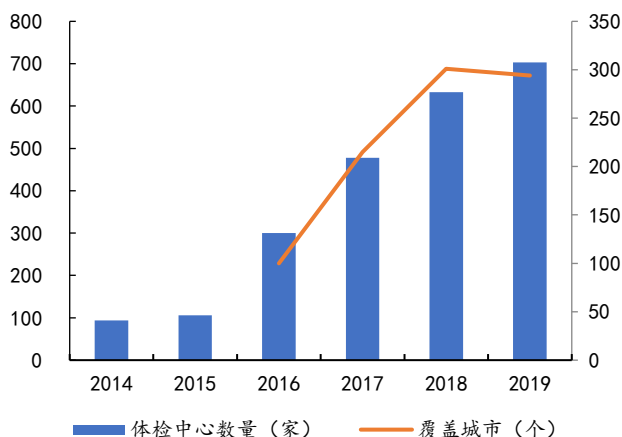
资料来源：国家统计局，各地统计年鉴，东方财富证券研究所

3. 全国化布局日臻完善，阿里入局促提能增效

3.1. 行业龙头地位稳固，凭资本优势实现连锁化扩张

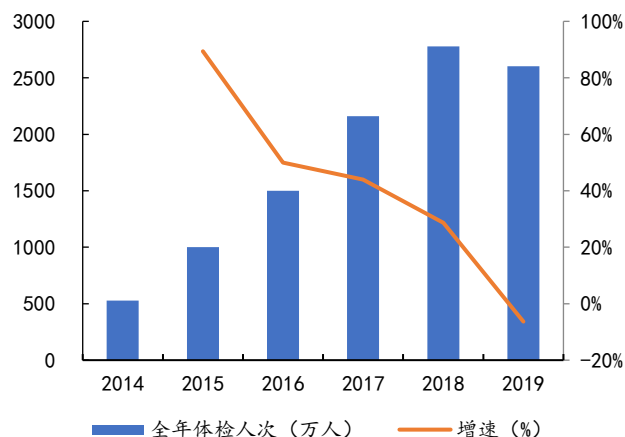
公司通过并购+自建实现横向扩张。2012 年以来，公司采取“重点城市与全国布局”的发展战略、“自建与并购”相结合的发展模式，迅速实现全国布局、网点快速扩张，成为行业绝对龙头。截止 2019 年，公司已在全国 294 个核心城市布局 703 家体检中心，在营 632 家（美年 499 家、慈铭 88 家、美兆及奥亚 45 家），其中一二线、三四五线城市分别占 52.7%、47.3%。体检门店的快速扩张带动公司体检业务量稳步增长，2019 年公司总接待 2602 万人次（含参股体检中心），2014-2019 年复合增速达 38%，体量远高于其他竞争对手，稳居行业绝对龙头。

图表 48：2014-2019 年公司门店数量及覆盖城市



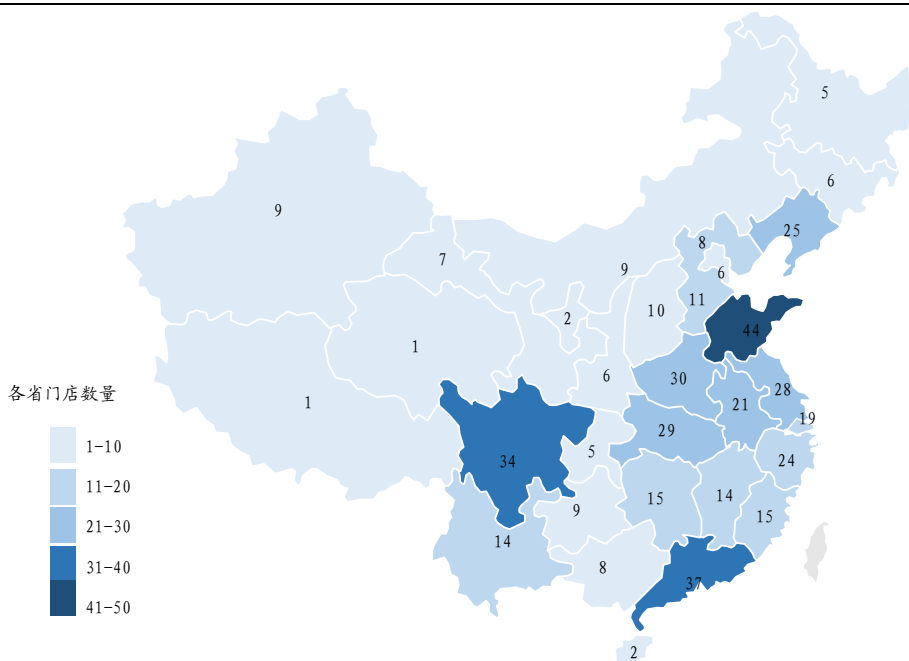
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 49：2014-2019 年公司体检接待人次



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

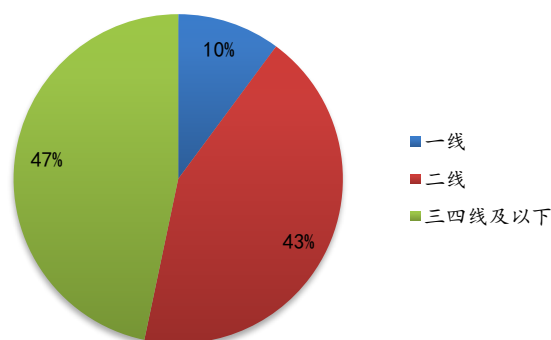
图表 50：美年健康全国门店分布情况



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

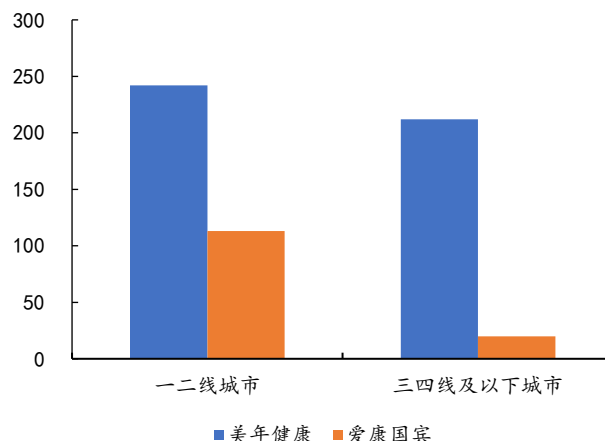
先参后控助力渠道下沉，低线城市布局日臻完善。2017 来公司依托自有资金及股东投资设立多只医疗产业基金，通过先参后控的方式增加线下门店、实现渠道快速下沉，尤其在人口众多、消费升级潜力更大的低线城市抢先布局，并远远领先其他竞争对手。截止 2020H1，公司三四线城市体检中心数量占比 47%，占据近半数。我们认为公司凭借强大资本优势向低线市场下沉将带动市场份额持续提升，未来有望充分享受行业高景气度。

图表 51：美年健康体检中心分布（截止 2020H1）



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 52：美年、爱康在营门店分布（截止 2020H1）



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.2. 全产业链加固体检护城河，多元化服务提升品牌价值

产业链不断延伸，打造协同生态圈。公司在深耕体检业务的基础上，还通过资源整合将产业链积极向上下游延伸，已形成健康数据管理、慢病管理、远程医疗、基因检测在内的健康产业闭环。通过参股朗润医疗等设备公司涉足上游器械；通过建立大数据分析平台和移动终端平台，加强慢病管理；后端服务方面，公司推出“美年好医生”等健康管理平台，探索“体检+保险”的健康服务模式，同时设立医学影像中心和专科门诊。我们认为体检行业是健康管理的最佳入口，公司在上下游领域的深度布局构筑起完善的健康管理产业生态圈，可实现协同效应、进一步增厚品牌价值。

图表 57：公司旗下体检品牌主要定位及价格带

	美年大健康	慈铭体检	奥亚健康	美兆体检
定位	大众	大众	中高端	高端
体检中心数量	499	88	45	
团检价格（元）	300+		1200+	1800+
个检价格（元）	400+		1800+	3600+

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.3. 引入阿里战投，流量优势+数字化赋能强化公司核心竞争力

融入阿里双 H 战略，流量优势+数字化赋能有望为公司提质增效。2019 年 10 月公司宣布引入阿里巴巴作为重要战略股东和合作伙伴，正式融入其大健康产业“双 H”战略（即 healthy、happiness），两者将在提升数字化、智能化方面开展深度合作。我们认为阿里入股后公司将在两个方面把握优势：一是整合阿里庞大的线上流量和自身产业链优势，实现线上线下协同发展；二是数字化赋能，阿里将从组织形态、业务流程、内部建设方面对公司完成数字化转型和精细化管理。

承接线上流量，C 端营销有望逐步发力。阿里拥有淘宝、支付宝等高流量平台，仅支付宝活跃用户便已超 7 亿。目前公司已与支付宝开展合作，通过“美年大健康”小程序即可完成线上体检预约、查阅体检报告等一站式服务。在阿里强大导流能力加持下，公司有望在 C 端宣传上占据流量优势，提升品牌认知度、增强客户粘性。此外，公司还在淘宝等电商平台举办“618 体检狂欢节”等活动促进营销升级，以更低成本、更准确定位、更高转化的方式将营销渠道向线上转移，拓展 C 端客户。

图表 58：美年健康与支付宝开展合作



资料来源：支付宝，东方财富证券研究所

图表 59：美年健康 618 体检狂欢节活动



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

数字化赋能降本增效。我们认为数字化赋能也为公司带来内外部体系的双重升级。对外，体检业务数字化升级将为公司降低运营成本；对内，精细化管理有望为公司提能增效。

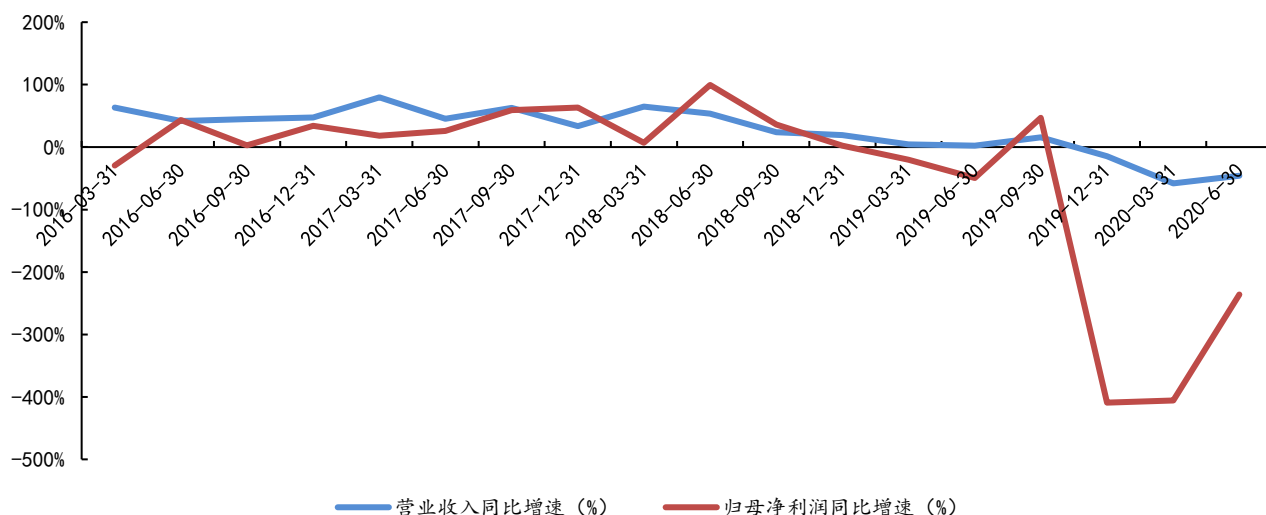
- ◆ **体检业务智能化升级：**引入阿里后，公司不断在体检领域推进 AI 和大数据运用。包括进一步扩大 AI 技术辅助筛查的应用领域、提高重大疾病筛查效率，2019 年公司引进 7 条人工智能管线，研发致力于实现脑、眼、肺、胃等多部位的 AI 辅助筛查，准确发现细小病灶；根据 AI 辅助诊断和基于大数据出具分析报告，将客户个人的体检数据与健康数据库进行比对，最终形成个性化的深度解读报告；优化检前、检中服务流程，利用 AI 技术建立用户健康画像，拓展会员体系等。
- ◆ **内部精细化管理：**阿里已派遣专业 IT 团队为美年定制开发并持续优化公司各类医疗信息化及财务软件系统，为中后台赋能，实现标准化、智能化、精细化管理。我们认为凭借阿里在 IT 系统、管理架构等方面的技术和经验优势，公司可实现软硬件系统全面升级，未来管理效率有望逐步提升。

4. 外延扩张转向内生增长，业绩有望加速回暖

4.1. 转型调整阶段公司业绩短期承压

从公司上市以来单季度业绩增速来看，以 2018 年广州富海事件为节点，公司发展可以划分为 2015-2018H1 高速增长期、2018H2 至今的转型调整期。我们将重点就战略转型期的公司业绩表现及催化因素作进一步梳理。

图表 60：公司单季度营业收入、归母净利润同比增速（%）

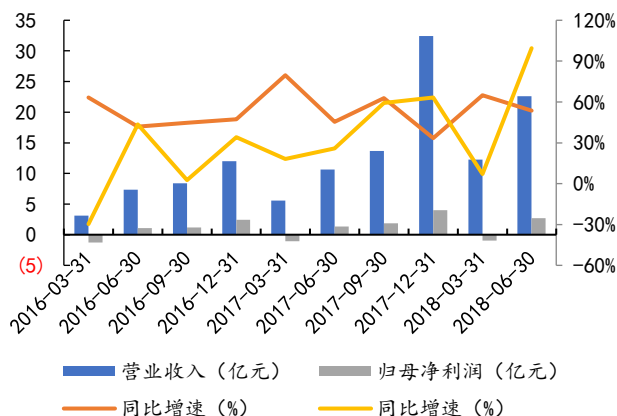


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2015-2018H1 为业绩高速增长期。公司上市后凭借资本优势加快并购扩张步伐，门店数量从 100 家快速增长至 600 家，营收平均增速亦在 50%以上。期

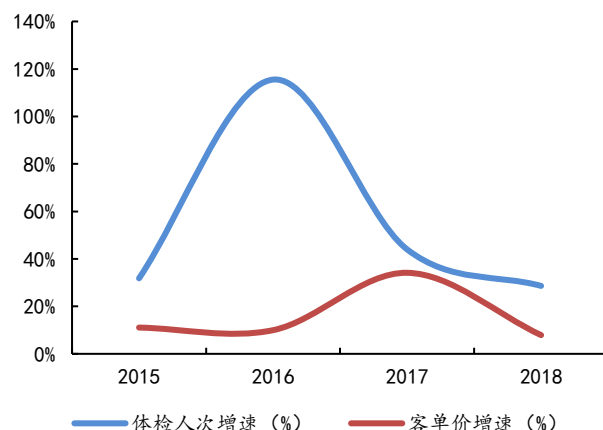
间公司更多的是通过外延并购实现粗放式增长，业绩改善主要来自量的提升（主要体现在体检人次增速高于客单价增速）。

图表 61：2015-2018H1 公司单季度营业收入、归母净利润快速增长



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 62：2015-2018 年公司体检人次增速高于客单价增速

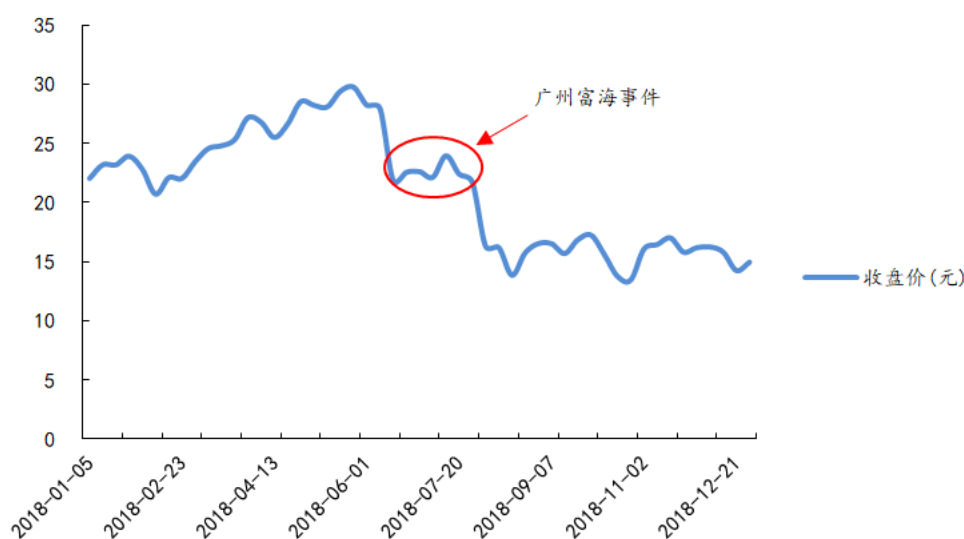


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018H2 以来，公司经历了海富门诊、商誉减值、新冠疫情等事件的多重冲击，营收、利润增速大幅下滑，进入深度调整阶段。

2018 年 7 月广州富海门诊事件是公司发展重要转折点。负面事件对公司短期声誉及股价均造成了一定冲击，部分客户回流到公立体检机构，导致业绩增速下滑。2018Q3、2018Q4 公司分别实现单季收入 22.81 亿元、26.40 亿元，同比增长 23.60%、19.20%，相比历年同期约 40% 的增速有所下滑。但此次事件冲击由公司内控疏忽造成，并未动摇公司基本面。随当前公司紧抓内控、规整牌照，舆情影响已边际减弱。

图表 63：富海事件前后公司股价表现

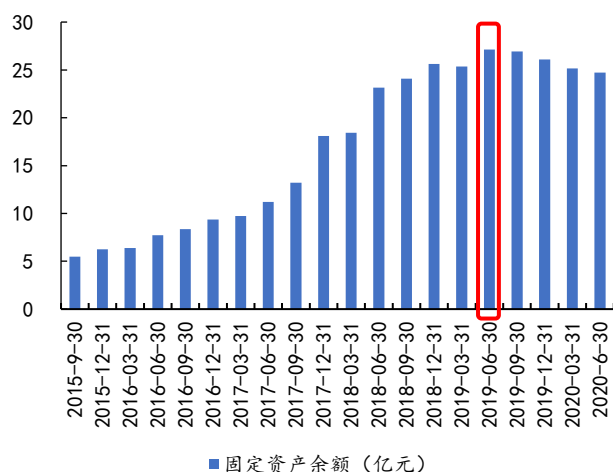


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2019 年是公司主动转型之年，经营战略调整、商誉减值是业绩短期探底的两大主因。

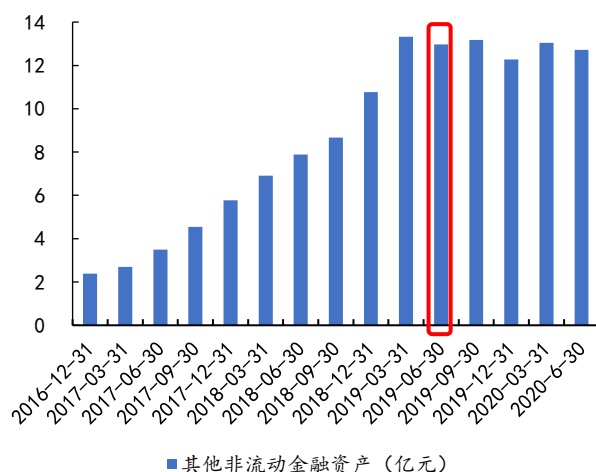
- ◆ 富海事件后，公司对自身“快马圈地”发展战略进行了反思和调整。过快的并购扩张并未能将被收购门店与自身品牌形成协同效应，反而拖累收入和盈利质量。从 19 年开始，公司更加注重存量门店改善，实行以合规和质量控制为核心的经营战略。我们也可以从财报侧面观察到这一战略变化：公司固定资产余额从 2016Q1 的 6.40 亿元增长至 2019Q2 的 27.12 亿元，而 2019Q3 后则保持稳定；其他非流动金融资产（主要为股权投资）从 2016Q1 的 10.83 亿元增长至 2019Q2 的 12.97 亿元，此后基本维持不变。我们认为美年健康大规模的“圈地运动”在 2019 年二季度已暂告一段落，截至 2019H1 美年健康在市场份额方面已经拉开了与主要竞争对手之间的差距，稳居专业体检行业龙头，此时美年健康有必要调整战略，从增量扩张转向存量运营。在此背景下，公司扩张步伐按下了暂缓键：2019 年公司体检中心净增加 70 家，大幅少于往年年均 200 家的增量；业务方面主动开展预约限流，减少低价订单，提升客户满意度，全年体检人次首次出现下滑，较上年同期下降 6.37%；公司全年实现营收 85.25 亿元，同比增长仅 0.79%。但从长期发展角度来说，外延式扩张向内生增长转化是优秀企业必经之路，存量逻辑才是支撑优秀企业持续成长的内在动力，美年健康的主动转型是以短期牺牲换长期利好。

图表 64：公司固定资产余额



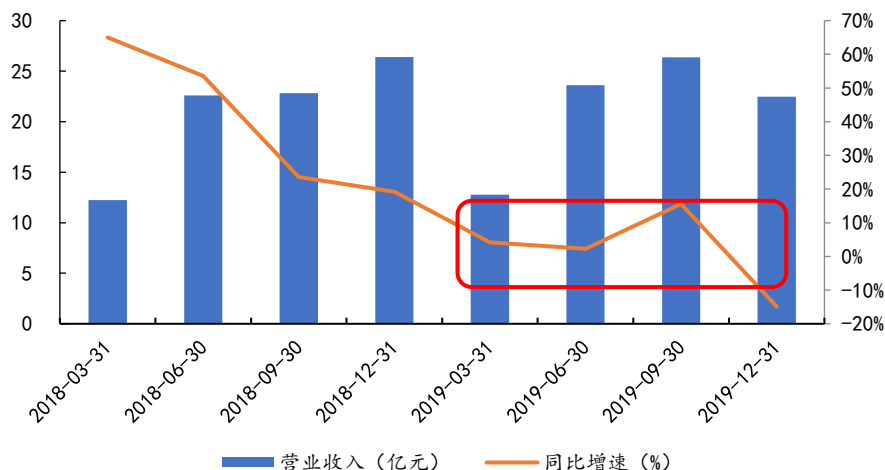
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 65：公司其他非流动金融资产余额



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

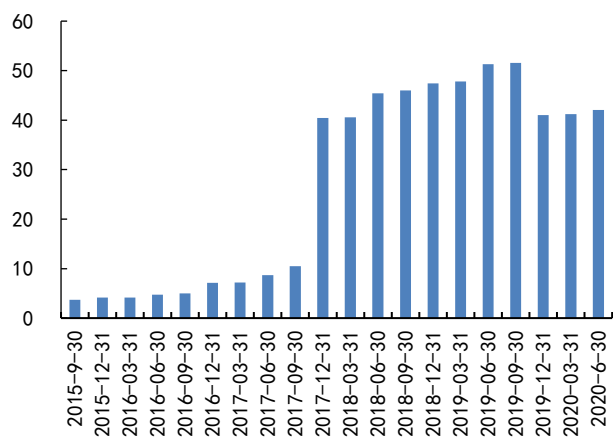
图表 66：2019 年公司单季度营收增速减缓



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

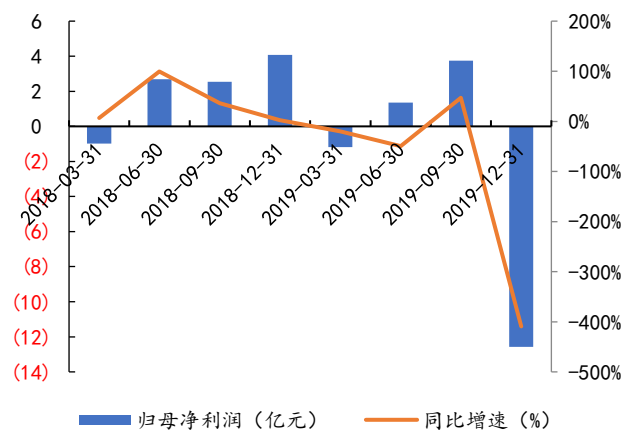
- 2019 年公司实现归母净利润-8.66 亿元，同比下滑-205.58%，主要系公司报告期内计提商誉减值准备 10.35 亿元导致同期净利润出现亏损。我们认为商誉减值主要因为：1) 受宏观经济下行及新冠疫情影响，部分门店客户到检数量有所下降，致使部分体检中心利用率不足；2) 2018-2019H1 新增体检中心较多，行业竞争加剧，导致业务受到分流影响，未能达到预期盈利状态；3) 公司 19 年进行战略转型，门店扩张放缓、部分门店管理模式调整，增量逻辑未能兑现；4) 部分地区团检客户招标形式变化，客户减少较多。以上因素导致 2019 年商誉资产组业绩不达预期。其中慈铭体检计提商誉减值 5.73 亿元，占比 55%，为本次减值最大单一事项。慈铭体检 2017-2019 年分别实现净利润 1.65 亿元、2.14 亿元、2.12 亿元，2017、2018 年均达标，2019 年受业务调整影响未能完成 2.48 亿元业绩承诺。本次计提减值尽管冲减了当期利润，但公司资产质量得到显著改善，符合公司战略瘦身、以质换量的转型路径。

图表 67：2015-2020H1 公司单季度商誉余额（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 68：计提减值后 2019Q4 单季净利润大幅下滑



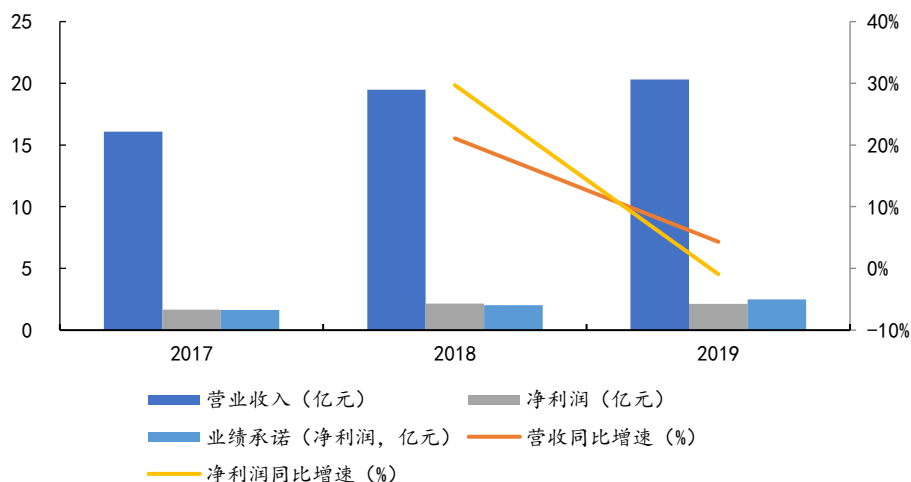
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 69：2019 年公司商誉减值准备具体事项

被投资单位名称或形成商誉的事项	计提金额（亿元）	已减值子公司商誉期末余额（亿元）
慈铭健康体检管理集团有限公司	5.73	22.9
深圳市鸿康杰科技有限公司	0.67	1.88
新新健康控股有限公司	0.96	0.58
安徽诺一健康管理有限公司	0.11	0.98
成都天府新区奥亚医院有限责任公司	0.45	0.09
成都锦江美年大健康维康体检门诊部有限公司	0.07	0.34
美年大健康产业集团南通有限公司	0.12	0.28
唐山美年大健康健康体检管理有限公司	0.02	0.34
海南美年大健康医院有限公司	0.09	0.26
武汉高信门诊部有限公司	0.11	0.18
新疆普惠安泰健康管理有限公司	0.07	0.19
株洲美年大健康健康管理有限公司	0.09	0.16
温州奥亚医院有限公司	0.19	0.06
杭州萧山美年金诚综合门诊部有限公司	0.19	0.06
杭州美溪医疗门诊部有限公司	0.03	0.19
普洱美年大健康体检中心有限公司	0.11	0.1
其他减值子公司	1.33	1.19
合计	10.35	29.80

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 70：慈铭体检 2017-2019 年营业收入、净利润及业绩承诺



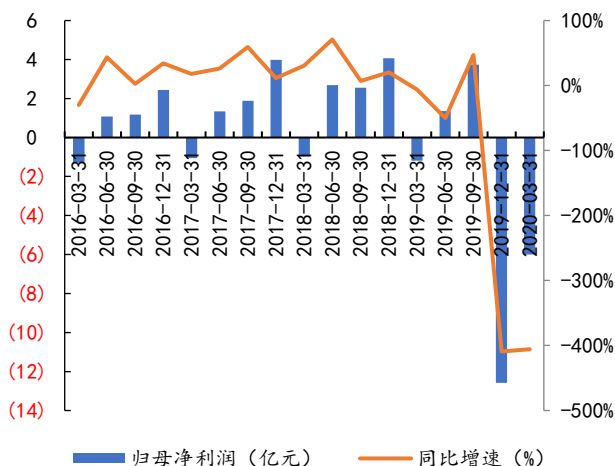
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

20 年新冠疫情冲击下公司业绩短期承压。2020H1 公司分别实现营收 18.14 亿元（同比-50.17%）、归母净利润-7.82 亿元（同比-4746.61%），我们认为业绩亏损主要系：1）上半年（尤其一季度）为体检淡季，公司历年同期均存在季节性亏损情况。2）疫情期间公司业务受冲击尤为明显，全国体检中心 1 季度停工限流天数占比达 56%，2 季度停工限流占比达 30%，且疫情缓解后部分门

店尚处休整复苏阶段；同时由于全国体检中心规模较大，部分固定成本如房屋租金、人员工资、设备折旧及装修摊销的基数仍较大，造成同比业绩大幅下降。

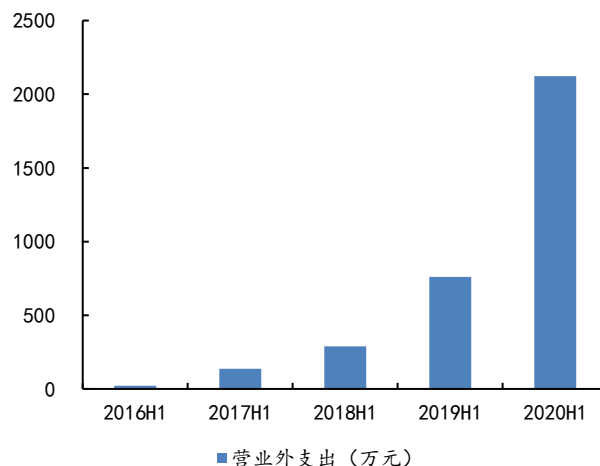
3) 疫情期间公司加大抗疫救灾方面的社会责任投入，包括第一时间集结全国 200 多名医护工作者驰援武汉、向武汉各大医院捐助冠状病毒核酸检测试剂和仪器 4.6 万人份、组织专家开展免费在线咨询问诊等服务，导致 20H1 营业外支出大幅增长 178.95%。我们认为疫情在短期内带给公司的业绩压力并非减少了体检需求，而是压制延后了订单，在疫情缓解之后预防需求更胜以往，长期来看也为公司带来利好。

图表 71：公司历年一季度利润均存在周期性亏损



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 72：20H1 公司营业外支出明显增长



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.2. 聚焦短期复苏：负面因素逐步释放，业绩有望逐步回暖

公司自 2018 年下半年至今仍处阵痛转型期，但近期我们从其经营及内部建设方面均可以看到一些复苏信号，公司业绩有望持续回暖。我们将着重对可能影响公司短期复苏的质控风险、商誉减值及新冠疫情等风险因素进行分析，并对 20 年业绩进行展望。

为防范合规风险，公司已全面加强质控管理。18 年舆情事件的负面影响虽已边际减弱，但为防范类似事件再次发生，公司主动加强合规及质控管理。美年持续加强规范四级医质管理体系（集团督查-省级巡查-市级检查-分院自查），质控水平行业领先；联合凯雷投资集团共同参股第三方独立医学检验机构艾迪康，进一步全面提升检验标准；全面升级上线鉴权合规及医技护人脸识别管理系统、血液检测实时追踪系统、放射影像和实验室质控体系，对全国体检中心日常管理工作进行实时预警、实时监督；实行体检中心亮证经营，医质管理公开透明，进一步加强医质管理、提高内控水平。

图表 73：公司质控措施

● 分级把控

实行三层负责制,对检验、放射、超声等项目依次初检及复检,最后由总检医生最终审核。总检医生 80% 以上由具有副高以上职称的体检分院医生担任。

● 复合质控

设立全国及区域影像质控中心、区域检验中心,设置医疗质量管理委员会,上报健康管理相关部门。

此外,特殊疑难的报告将送达医疗质量管理委员会执行专家会诊。

● 室内质控

按照国家健康管理相关部门的要求,对检验过程中的试剂和机器进行把控,找出实验室自身不能发现但已经发生的问题。

有针对性地组织讨论和解答问题,提高各实验室的检验水平。

● 36 小时出具个人健康体检报告

提供自取、邮寄、网络等多种获取方式。报告呈现完整详实的检后咨询和通俗易懂的个性化指导,方便开展必要的后续预防或跟踪。

企业健康报告:提供完整的年度企业员工健康状况和评估分析及历年数据对比,帮助企业进行员工健康促进及管理。

● 智能叫号系统

强大 IT 支持的智能叫号系统,是人性化、科学化的体检新体验。

● 飞行标本 操作规范

我们对体检制定了标准的服务规范和操作规程。从总检查、内科、外科、妇科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、检验科、放射科、超声影像科等 10 个科室分别建立必检动作的规范,保证“查”与“防”工作的准确性。

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

商誉减值压力得到释放，资产质量显著改善。2019 年计提减值后，截至 2020Q1 公司商誉账面价值为 42.06 亿元，占总资产比重（25%）仍较高。但我们认为公司在商誉减值压力已得到充分释放的前提下，20 年发生大量减值的风险较小：一方面随公司内部转型、引入外部资本，盈利水平、运营效率均有望得到较大改善；另一方面商誉占比较大的子公司业绩承诺期已过，现有业绩承诺的子公司主要分布于三四线城市，而低线城市体检市场潜力较大，在供给端催化下体检需求有望持续爆发，带动业绩达标情况持续改善。此外，公司在 20Q1 计提商誉减值时，已提前考虑新冠疫情对于 2020 年业绩的潜在影响，在商誉减值风险集中出尽的背景下，公司有望轻装上阵。

图表 74：2019 年 4 月被收购子公司业绩承诺及商誉余额

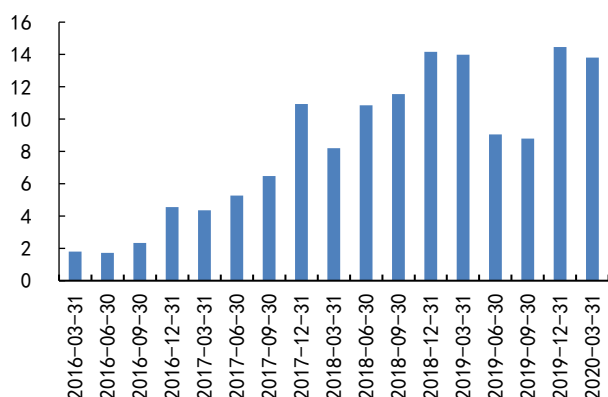
子公司	业绩承诺（净利润，万元）			2019 年计提金额（亿元）	商誉余额（亿元）
	2019	2020	2021		
西宁美年	620	670	720		0.17
安阳美年	550	600	650		0.14
驻马店美年	600	650	700		0.17
泸州美年	450	500	550		
聊城美年	400	450	500		0.1
宿州美年	400	450	500		0.11
庆阳美年	600	650	700		0.16
自贡美年	450	500	550	0.08	0.1
眉山美年	520	580	650	0.05	0.08
内江美年	450	500	550		0.13
唐山美年	650	700	750	0.02	0.34
随州美年	350	400	450	0.01	0.08

惠州美年	450	500	550		0.16
阜新美年	325	375	425		0.08
临沧美年	450	500	550		
桂林美年	900	1000	1100		
平顶山美年	700	750	800		0.19
兰州金茂	550	600	650		0.09

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

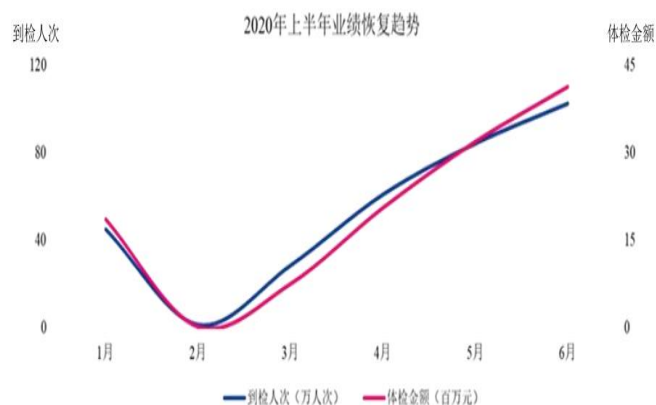
预收账款充当公司业绩蓄水池，疫情冲击后公司业绩逐步恢复。从财报来看，20H1 营收虽发生大幅下滑，作为该公司未来收入风向标的预收账款余额却一直维持在历史高点，这表明疫情冲击之下公司基本面并未遭到根本性破坏，因此短期来看，随着疫情影响逐步消散，公司高额的预收款会逐步完成营收转化，下半年业绩有望得到恢复。从经营层面看，疫情对公司影响主要集中在上半年体检淡季（参考往年一、二季度分别占全年营收约 15%、20%），随疫情防控形势逐步好转，4 月份公司业务有所恢复，5 月、6 月公司各体检中心到检人次、客单价、收入等指标都已逐步恢复到往年同期水平，部分甚至已超过历年水平。

图表 75：20Q1 公司预收账款余额未出现大幅下滑



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 76：20H1 公司业绩恢复情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

20 年下半年复苏信号明显，全年业绩有望恢复。从下半年经营情况来看，公司体检业务出现明显复苏。受疫情防控影响，大量积压订单集中延迟至下半年，三季度公司各体检中心订单均已处于饱和状态；由于疫情期间公立医院资源主要用于各个科室的正常恢复和疫情防控，体检资源投入较有限，公司作为专业的体检机构已有部分团检客户回流，在疫情防控的常态模式下预计仍将持续。此外，后疫情时期公司对员工的健康以及大众对自身健康的关注都得到了提升，预防医学需求正处于增长态势。随下半年国庆、中秋等节假日到来，入职团检、个检等业务有望迎来客流高峰。

我们认为积压订单集中释放、医院体检客户回流、居民健康体检意识增强将是下半年公司业绩逐步恢复的主要动力。同时考虑疫情影响具有一定的滞后性，预计 2020Q3 公司将恢复盈利能力，全年业绩有望与去年持平；2021 年有望实现恢复性增长。

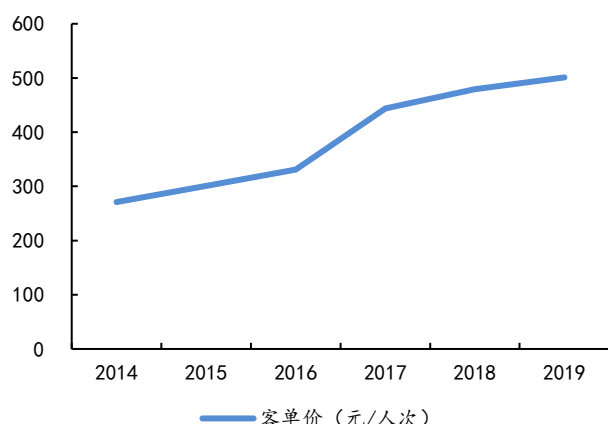
4.3. 关注中长期增长：存量优化是核心逻辑

长期来看，体检行业未来仍由需求驱动。三四线市场需求旺盛，消费能力提升快于一二线城市，未来三四线市场需求释放有望为行业规模提升贡献主要增量。公司作为体检行业龙头将充分享受行业发展红利。我们长期看好公司在三四线城市持续完善供给布局所带来的需求增长，量的提升仍能为公司未来十年业绩增长提供动力。

中期来看，我们认为公司依靠“快马圈地”的外延扩张时代已经结束，未来业绩增长更多依靠以单店运营改善为主的内生增长逻辑。其中客单价上移、产品服务创新、精细化管理水平的提升或成致胜因素。

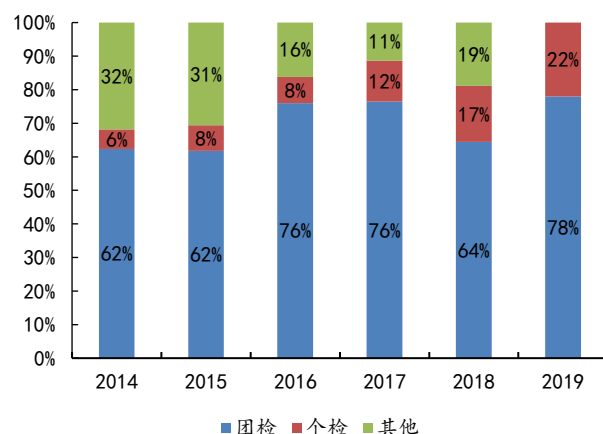
- ◆ **整体客单价有望持续提升。**18年来公司主动进行客户优化调整，通过减少低价订单、个检放量实现客单价稳步上移。2019年公司客单价501元/人次（不含少量低价入职体检），同比增长5%。与此同时，随公司对存量门店进一步加强成本费用管控，单店盈利水平及营运效率有较大改善空间。我们认为随当前行业竞争趋缓，美年已稳居行业绝对龙头，更凭借多年品牌积淀具备较强定价权；通过提高产品价格、优化业务结构，公司未来客单价有望继续上行，带动单店盈利能力不断改善。预计提价逻辑将为公司未来业绩增长提供中长期支撑。

图表 77：公司整体客单价逐年提升



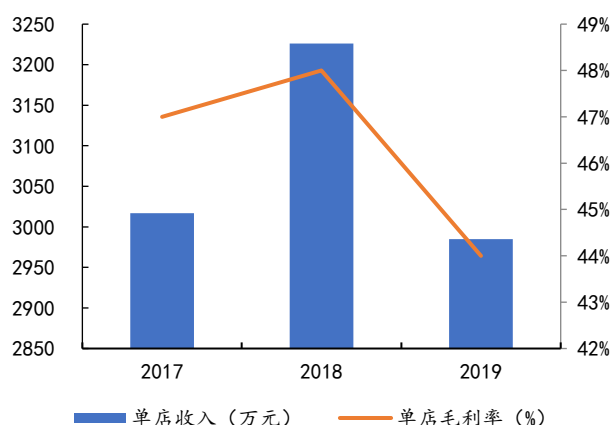
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 78：公司团检、个检客户占比 (%)

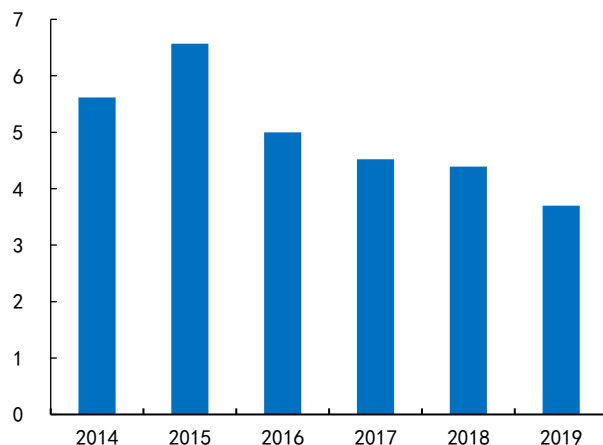


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 79：公司单店收入、单店毛利率



图表 80：公司单店年服务人次 (万人)



- ◆ **公司依托产品与服务创新能力将不断增强客户粘性、提升品牌力。**产品端公司未来将推出系列符合未来健康管理趋势的体检套餐品类与爆款单品,吸引更多高净值客户;同时增加特检项目,提升客户复检率。服务方面,为提升运营效率、减少客户排队时间,美年健康已在部分地区针对性推出“下午场”体检服务,以最大限度地盘活公司的运营资源,减少资源的闲置与空耗。未来公司有望通过持续的服务创新增强客户粘性,吸引公立机构客户回流。
- ◆ **看好阿里入驻的积极作用,精细化管理将促销售、管理费用大幅降低。**营销端,美年健康有望凭借阿里强大的电商渠道和流量优势,拓展获客渠道、降低获客成本、提升获客效率。中后台运营端,阿里已派遣专业团队对美年 IT 系统进行优化,公司管理系统、终端信息安全系统有望顺利升级,促进管理成本降低、运营效率提升。人才建设方面,公司通过学习阿里绩效管理制度,完善内部绩效管理和考核;借鉴阿里培训体系,从课程、方法等方面强化人才培养,绑定员工与公司长期利益;同时,阿里已向公司董事会派驻三位经验丰富的董事成员和一位财务总监,实现管理层及财务管理质量的进一步优化。我们坚定看好阿里入驻后对公司营销、运营和内部建设等方面带来的积极作用,未来精细化管理水平的提升有望促进公司成本费用管控能力持续增强,从而提振业绩。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

我们假设:

- (1) 受战略调整及疫情影响,公司门店数量增长放缓,我们判断公司未来仍将延续以内生增长为主的战略路径,扩张步伐更加谨慎稳健。预计 2020-2022 年运营及在建门店数量增速在 7% 左右;同时由于新店运营效率不及老店,并表后会对单店收入和利润造成一定拖累,新增门店数量增长放缓后将利好公司单店盈利水平进一步提升。
- (2) 受疫情影响 2020 年单店服务人次仍有所下降;随公司不断加强产品与服务创新,2021-2022 年客流量有望恢复增长。
- (3) 公司通过调整低价订单、提高个检比例实现客单价稳步上移,参考历年客单价增长情况,假设 2020-2022 年客单价分别提升 6%、8%、8%。
- (4) 阿里入局将显著提高公司营销效率及精细化管理水平。但 2020 年受疫情影响收入增长缓慢,各项费用开支基数仍较大,因此销售、管理费用率有所上升;2021-2022 年公司销售费用率、管理费用率有望稳步下降。
- (5) 2020-2022 年业绩显著改善,公司进行进一步商誉减值风险较小。

图表 81: 业务拆分及预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E

营业收入（万元）		845845.02	852502.61	858680.80	1079963.71	1317328.55
YOY（%）		35.70%	0.79%	0.72%	25.77%	21.98%
-体检业务	门店数（家）	633	703	750	810	860
	单店服务人次（人）	43886	37013	32941	35577	37711
	客单价（元）	295	317	336	363	392
	营业收入（万元）	818255.37	824426.08	829761.98	1045261.12	1270480.05
	YOY（%）	33.22%	0.75%	0.65%	25.97%	21.55%
-其他业务	营业收入（万元）	27589.65	28076.53	28918.83	34702.59	46848.50
	YOY（%）	204.11%	1.76%	3.00%	20.00%	35.00%
营业成本（万元）		443554.31	479023.11	516902.78	595375.61	702993.18
YOY（%）		34.17%	8.00%	7.91%	15.18%	18.08%
毛利率（%）		47.56%	43.81%	39.80%	44.87%	46.63%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5.2. 投资建议

体检行业是高成长的优质赛道，未来增长将由需求释放所拉动；而公司作为行业绝对龙头将充分享受行业发展红利，同时我们坚定看好阿里入驻后带来公司经营层面的积极变化，业绩有望加速回暖。预计 2020-2022 年公司分别实现营收 85.87/108.00/131.73 亿元，同比+0.72%/25.77%/21.98%，分别实现归母净利润 0.81/9.79/13.30 亿元，同比+109.36%/1106.43%/35.92%，EPS 分别为 0.02/0.25/0.34 元，当前股价对应 PE 分别为 806.63/66.86/49.19 倍，参考眼科及口腔等医疗服务行业，我们认为公司 2021-2022 年估值相对较低。结合绝对估值法，给予公司 2021 年 80 倍 PE，未来 12 个月目标价 19.98 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 82：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.05	WACC	6.55%
市场收益率 Rm	6.58%	半显性增速	25.00%
无风险利率 Rf	3.07%	永续增速	3.00%
风险溢价	3.51%	公司价值	88520.29
实际税率	25.00%	股票价值	78391.94
债务利率	6.50%	每股价值	20.28

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 83：盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8525.03	8586.81	10799.64	13173.29
增长率（%）	0.79%	0.72%	25.77%	21.98%
EBITDA（百万元）	1749.31	801.64	1799.36	2362.61
归属母公司净利润（百万元）	-866.47	81.14	978.81	1330.45
增长率（%）	-205.58%	109.36%	1106.39%	35.92%

EPS (元/股)	-0.22	0.02	0.25	0.34
市盈率 (P/E)	—	806.63	66.86	49.19
市净率 (P/B)	7.97	8.85	7.82	6.75
EV/EBITDA	34.75	84.92	37.52	28.14

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截至 2020-09-02。

图表 84：可比公司估值

股票 代码	股票 简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			收盘价 (元)	评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
300015.SZ	爱尔 眼科	2202	0.40	0.55	0.73	132.01	96.08	72.78	53.43	未评级
600763.SH	通策 医疗	747	1.84	2.35	2.95	126.63	99.15	78.98	233.00	买入
	平均	1475	1.12	1.45	1.84	129.32	97.62	75.88		
002044.SZ	美年 健康	654	0.02	0.25	0.34	806.63	66.86	49.19	16.72	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-02，爱尔眼科预测值来自 Choice 一致预期。

6. 风险提示

疫情对公司业绩影响超预期；
战略转型不及预期风险；
商誉减值风险；
合规质控风险

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8691.42	9465.83	10882.43	12425.96
货币资金	4759.52	5643.50	6313.83	7049.84
应收及预付	2508.88	2378.68	3005.27	3674.04
存货	129.62	142.39	163.03	192.88
其他流动资产	1293.41	1301.26	1400.29	1509.19
非流动资产	10227.20	10846.76	11379.36	11955.61
长期股权投资	162.09	227.48	292.86	358.24
固定资产	2608.36	2659.93	2708.82	2759.05
在建工程	59.48	47.41	36.32	24.91
无形资产	163.91	182.92	197.67	214.55
其他长期资产	7233.37	7729.03	8143.69	8598.85
资产总计	18918.62	20312.58	22261.79	24381.57
流动负债	7982.98	8487.16	9084.82	9839.36
短期借款	2309.07	2609.07	2509.07	2409.07
应付及预收	2311.08	2384.55	2907.03	3498.49
其他流动负债	3362.83	3493.54	3668.72	3931.81
非流动负债	2781.62	3581.62	3781.62	3581.62
长期借款	1182.79	1682.79	1782.79	1482.79
应付债券	1367.75	1667.75	1767.75	1867.75
其他非流动负债	231.08	231.08	231.08	231.08
负债合计	10764.60	12068.78	12866.44	13420.98
实收资本	3919.92	3914.25	3914.25	3914.25
资本公积	2439.94	2439.94	2439.94	2439.94
留存收益	1256.21	1337.35	2316.16	3646.61
归属母公司股东权益	7315.63	7391.10	8369.91	9700.36
少数股东权益	838.39	852.71	1025.44	1260.22
负债和股东权益	18918.62	20312.58	22261.79	24381.57

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8525.03	8586.81	10799.64	13173.29
营业成本	4790.23	5169.03	5953.76	7029.93
税金及附加	13.58	13.68	17.20	20.98
销售费用	2031.13	2146.70	2537.91	3095.72
管理费用	603.34	686.94	723.58	882.61
研发费用	46.65	51.52	54.00	65.87
财务费用	437.75	459.46	230.85	221.55
资产减值损失	-1046.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-47.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	135.61	128.80	269.99	245.49
资产处置收益	-6.14	0.00	0.00	0.00
其他收益	11.69	8.99	13.06	14.86
营业利润	-448.81	197.27	1565.39	2116.98
营业外收入	10.23	30.00	20.00	20.00
营业外支出	47.16	100.00	50.00	50.00
利润总额	-485.75	127.27	1535.39	2086.98
所得税	227.99	31.82	383.85	521.74
净利润	-713.74	95.45	1151.54	1565.23
少数股东损益	152.74	14.32	172.73	234.78
归属母公司净利润	-866.47	81.14	978.81	1330.45
EBITDA	1749.31	801.64	1799.36	2362.61

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1259.51	878.26	1422.29	1950.11
净利润	-713.74	95.45	1151.54	1565.23
折旧摊销	709.21	282.71	286.17	284.44
营运资金变动	-187.66	313.75	-48.61	47.02
其它	1451.70	186.35	33.18	53.41
投资活动现金流	-1440.39	-843.46	-578.78	-645.19
资本支出	-363.27	-611.22	-568.73	-570.14
投资变动	-764.15	-311.04	-230.05	-270.55
其他	-312.97	78.80	219.99	195.49
筹资活动现金流	2485.88	849.18	-173.17	-568.90
银行借款	5672.77	800.00	0.00	-400.00
债券融资	1303.54	300.00	100.00	100.00
股权融资	2007.73	-5.67	0.00	0.00
其他	-6498.17	-245.15	-273.17	-268.90
现金净增加额	2305.78	883.98	670.33	736.01
期初现金余额	2390.22	4759.52	5643.50	6313.83
期末现金余额	4696.00	5643.50	6313.83	7049.84

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	0.79%	0.72%	25.77%	21.98%
营业利润增长	-134.61%	143.95%	693.52%	35.24%
归属母公司净利润增长	-205.58%	109.36%	1106.39%	35.92%
获利能力 (%)				
毛利率	43.81%	39.80%	44.87%	46.63%
净利率	-8.37%	1.11%	10.66%	11.88%
ROE	-11.84%	1.10%	11.69%	13.72%
ROIC	9.97%	2.36%	6.39%	8.19%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.90%	59.42%	57.80%	55.05%
净负债比率	132.02%	146.40%	136.94%	122.45%
流动比率	1.09	1.12	1.20	1.26
速动比率	1.05	1.07	1.15	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.42	0.49	0.54
应收账款周转率	3.72	4.00	3.95	3.93
存货周转率	65.77	60.31	66.24	68.30
每股指标 (元)				
每股收益	-0.22	0.02	0.25	0.34
每股经营现金流	0.32	0.22	0.36	0.50
每股净资产	1.87	1.89	2.14	2.48
估值比率				
P/E	—	806.63	66.86	49.19
P/B	7.97	8.85	7.82	6.75
EV/EBITDA	34.75	84.92	37.52	28.14

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。