

## 美年健康财务建模 民营体检行业未来增长空间有多大？

今天我们要做研究的这个赛道，是资本市场较为稀缺的赛道。自2015年借壳上市后，其从低点7.95元曾一度上涨至21.02元，涨幅达到164.4%。不过，2018年受“富海风波”等事件影响，其一路下挫，曾一度下跌至9.52元，跌幅达54.71%。



图：股价图

来源：wind

它，就是美年健康，我国民营体检机构龙头，主要从事体检、健康咨询、健康评估、健康干预等业务。

2019年，其实现营业收入85.25亿元，同比上升0.79%；归母净利润-8.66亿元，同比下降-205.58%；经营活动现金流净额12.60亿元；毛利率43.81%；净利率-8.37%。

2019 年, 其亏损主要由于当年计提了大额的商誉、无形资产减值准备。尽管如此, 本案仍然获得众多机构的青睐。从机构情况来看, 兴全基金, 汇添富基金, 银华基金, 嘉实基金均是其持仓机构。

不仅如此, 2019 年 10 月, 阿里及其一致行动人斥资 72.65 亿元收购美年健康 16.16% 的股份, 成为本案第二大股东。

看到这里, 在做研究前, 几个值得我们深思的问题来了:

- 1) 本案作为民营体检行业的龙头, 其收入增长主要靠什么因子驱动? 这些驱动因子应该如何测算?
- 2) 民营体检机构未来发展的空间有多大, 本案的竞争力和护城河在哪?
- 3) 经历了前期“假医生”事件之后, 其商誉大幅减值, 市值暴跌, 很多人关心一件事: 本案, 未来将会怎样?

今天, 我们就以美年入手, 来研究一下医药领域的产业特征。对相关赛道, 之前我们还对爱尔、恒瑞、药明、华兰做过研究, 订阅我们的专业版报告库, 查询相关报告, 深度思考产业逻辑。

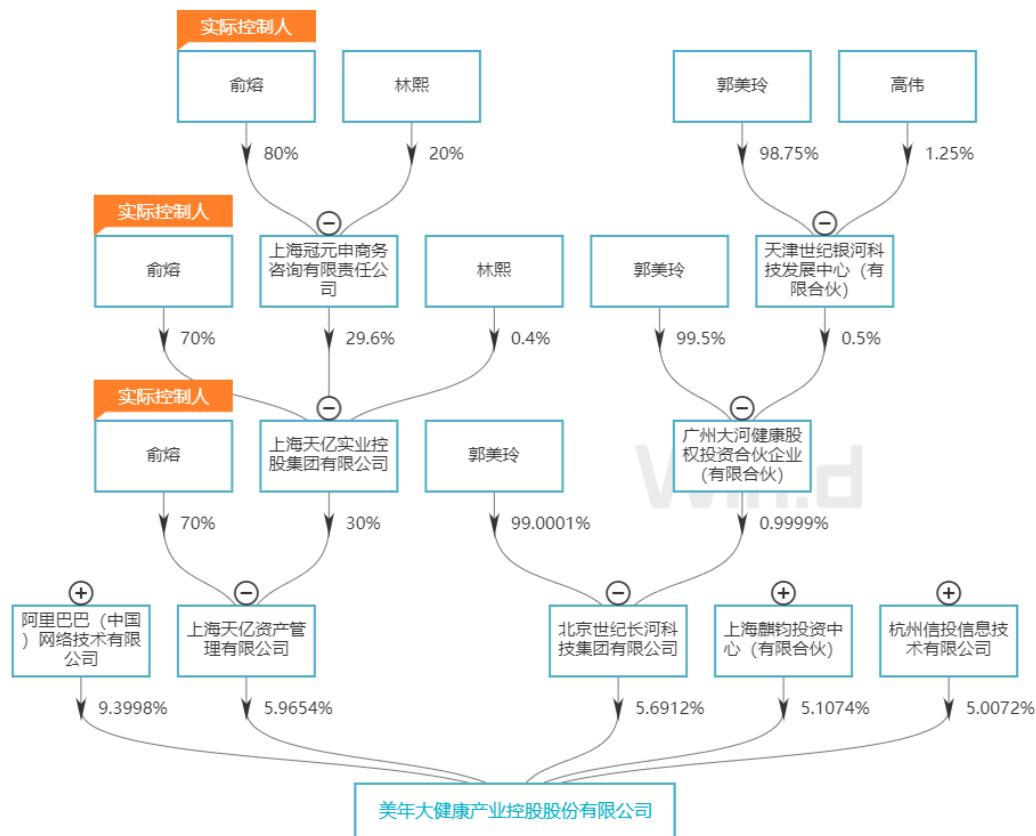
— 01 —



商业, 模式



美年健康，成立于 1991 年，2015 年借壳上市。大股东和实控人为俞熔及其一致行动人，合计持股 21.17%。阿里巴巴及其一致行动人，合计持有公司 19.49% 股份，是其第二大股东。



图：股权结构（截止到 2020 中报）

来源: wind

从机构持仓情况来看，截至 2020 年中报，本案的机构投资者包括兴全基金，汇添富基金，易方达，银华，嘉实等。

从收入结构来看，其收入主要来自于体检服务，收入占比 96.71%；其他服务收入占比 3.29%。



图: 收入结构 (单位: %)

来源: 塔坚研究

1) 健康体检业务——本案通过美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚、美兆体检等品牌, 提供健康体检服务。其中, 美年大健康与慈铭体检, 主要聚焦于中低端的体检服务; 慈铭奥亚, 则主要定位于中高端团体的健康体检与综合医疗服务; 美兆体检, 则定位于高端专业化体检。

2) 其他业务——主要包括基因测序业务、电子健康病例、远程医疗服务、转诊服务、健康保险、慢病管理等附加服务。

序号	服务项目		服务内容
1	健康体检服务	常规体检服务	一般检查, 内科, 外科, 眼科, 耳鼻咽喉科, 口腔科, 妇科(针对女性), 实验室常规、生化、免疫学检查, 常规心电图, X线检查, 超声等检查
		肿瘤早期筛查服务	检测人体的 10 项肿瘤标志物, 联检男性 7 项肿瘤(肝、胃癌、肠、胰腺、肺、前列腺、睾丸), 女性 8 项肿瘤(肝、胃癌、肠、胰腺、肺、乳腺、宫颈、卵巢), 进行早期肿瘤筛查
		体检报告解读	健康顾问或医学专家为客户提供体检报告解读服务, 并提供后续健康改善建议方案
2	疾病评估	疾病危险性评估服务	预测个人未来 5-10 年内患冠心病、中风、糖尿病、肿瘤等 19 种慢性疾病的危险性 根据个人健康状况及疾病发展趋势, 分析主要健康问题, 确定相关危险因素, 并提供基本健康改善指导原则
3	就医服务	为患者就医提供便捷服务	预约挂号、导医导诊、专家门诊与医疗服务、二次诊断、外派就医服务
4	健康咨询	健康信使	定期发送健康指导邮件/短信, 给予专项健康维护干预指导等, 帮助个人能更有效地针对自己的危险因素采取相应的措施
		预约电话咨询	24 小时热线电话, 提供预约服务, 医学及生理、心理健康问题解答服务, 并根据需要提供针对性的专家咨询服务
		专家面对面咨询	根据客户需求, 公司提供健康顾问或医学专家面对面的健康或医学咨询服务, 并提供后续健康改善建议方案
		健康讲座和沙龙	提供特聘医学顾问、全国知名专家的大型健康讲座和健康沙龙服务

图：公司体检服务项目

来源：塔坚研究

来看看这门生意的赚钱能力：

2017 年-2020 中报, 其营业收入分别为 62.33 亿元、84.58 亿元、85.35 亿元、18.14 亿元; 净利润分别为 6.94 亿元、9.73 亿元、**-7.14 亿元**、-8.49 亿元; 经营活动现金流净额分别为 14.45 亿元、15.39 亿元、12.60 亿元、-7.31 亿元; 毛利率分别为 46.96%、47.56%、43.81%、4.49%; 净利率分别为 11.14 %、11.50%、**-8.37 %**、**-46.77%**。

从业绩增速来看, 近三年营业收入年复合增速为 11%, 净利润年复合增速为-200%。其中, 2019 年度营业收入同比增速为 0.79%, 净利润同比增速为**-205.58%**。

需要注意的是，2019 年、2020 年半年度，本案均出现了亏损。其中：

2019 年——主要由于其计提商誉减值准备、无形资产减值 10.47 亿元，导致当年净利润出现亏损。若剔除减值影响，净利润为 3.33 亿元，同比下降 66%。

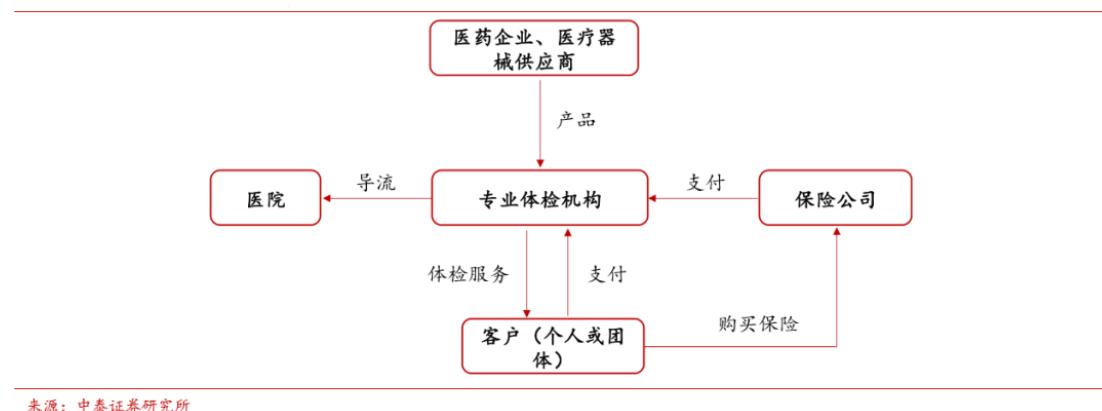
2020 年中报——主要受卫生事件影响，2020 年 2 月份基本不能营业，3 月份开始各地体检中心陆续开业，但受管控压力影响，当月收入水平仍处于低位。目前，其体检业务已经逐步恢复到往年同期水平。

从产业链上看，本案位于健康体检产业链的中游：

上游为医疗器械供应商，技术壁垒高，议价能力较强。代表企业包括迈瑞医疗（毛利率 65.24%），乐普医疗（毛利率 72.23%）等；

中游一般为医院、民营体检机构及医疗服务企业，代表企业包括美年健康（毛利率 43.81%）、瑞慈医疗（体检业务毛利率 38.22%）等。

下游为终端销售环节，主要为体检客户，分为个人和团体客户。



来源: 中泰证券研究所

图: 体检机构上下游产业链示意图

来源: 中泰证券研究所

2019 年, 其前五大客户的销售收入占营业收入比例为 5.66%, 集中度不高; 前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 12.73%, 集中度不高。

以上产业链和业务模式, 形成了本案特殊的财报结构:

总体来看, 相对于上游企业而言, 中游企业的固定资产占比比较高。主要由于体检机构需要不断采购较先进的检测设备, 资金投入较大。

与同业相比, 本案的固定资产占比相对较低, 主要由于并购、参股企业较多, 使得可供出售金融资产、商誉较高, 合计占比达到 29.04%, 从而拉低了固定资产占比。从绝对值上来看, 美年健康的固定资产金额较高, 约为瑞慈医疗的 2 倍。

从话语权角度看, 对比本案所在的中游来看, 本案应收账款占比相对较高, 主要由于瑞慈医疗的业务中包含一部分综合医院和专科医院, 而这部分业务的账期较短所致。

		总资产 (亿元)	货币资金占比	固定资产占比	商誉占比	预付款占比	应收账款占比
上游	迈瑞医疗	256	55.86%	10.55%	5.08%	0.81%	6.64%
	乐普医疗	159	12.58%	9.43%	16.98%	1.30%	13.84%
	万东医疗	26	19.23%	7.69%	0.00%	0.00%	11.54%
中游	美年健康	189	25.40%	13.76%	21.69%	1.06%	12.17%
	瑞慈医疗	41	16.41%	28.51%	0.00%	6.01%	7.12%

图: 资产结构

来源: 塔坚研究

从利润率的角度看, 上游的毛利率相对较高, 主要系上游医疗器械企业技术壁垒较高, 定价权较强。对比中游企业来看, 美年健康的毛利率水平较高, 主要由于其采购规模较大, 使其采购大型设备较市场价格便宜 30%。

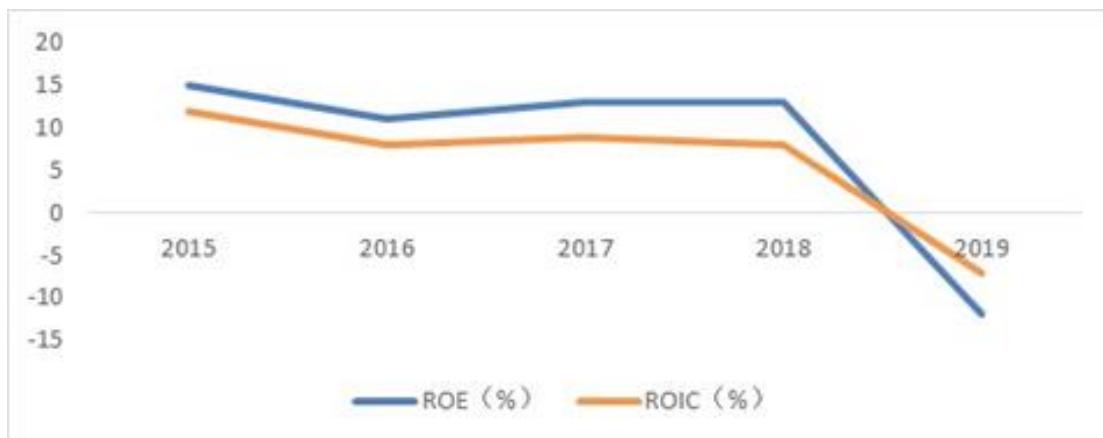
且随着门店数量上升, 管理标准逐渐趋于统一, 使得公司管理费用率远低于同业。而瑞慈医疗的管理费用率较高, 可能受其综合医院业务拖累。

		营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	现金流 (亿元)	销售毛利率 (%)	研发费用率 (%)	管理费用率 (%)	销售费用率 (%)	财务费用率 (%)	净利率 (%)
上游	迈瑞医疗	165.56	46.85	47.22	65%	9.64%	4.62%	21.78%	-2.46%	28%
	乐普医疗	77.98	17.24	20.00	72%	7.69%	7.52%	27.86%	3.59%	22%
	万东医疗	9.82	1.85	1.00	47%	10.00%	7.13%	14.77%	-2.14%	17%
中游	美年健康	85.25	(7.14)	12.60	44%	0.55%	7.07%	23.82%	5.14%	-8%
	瑞慈医疗	17.26	2,911.60	1.65	28%	0.00%	17.69%	13.76%	8.17%	-10%

图: 收入结构

来源: 塔坚研究

接着，来看一组塔坚研究整理的基本面数据：



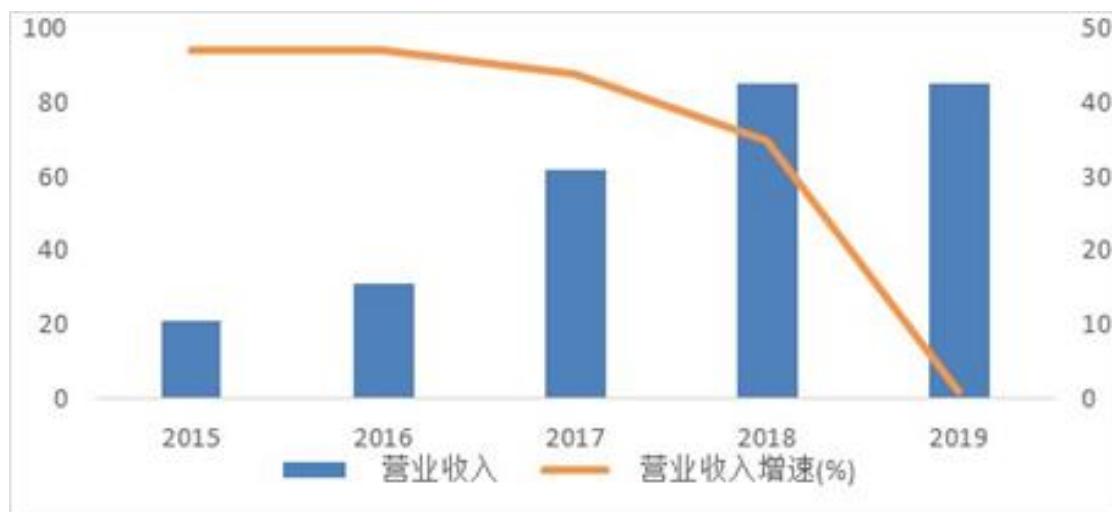
图：ROE VS ROIC (单位：%)

来源：塔坚研究



图：同行 ROE 对比 (单位：%)

来源：塔坚研究



图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元，%）

来源：塔坚研究



图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



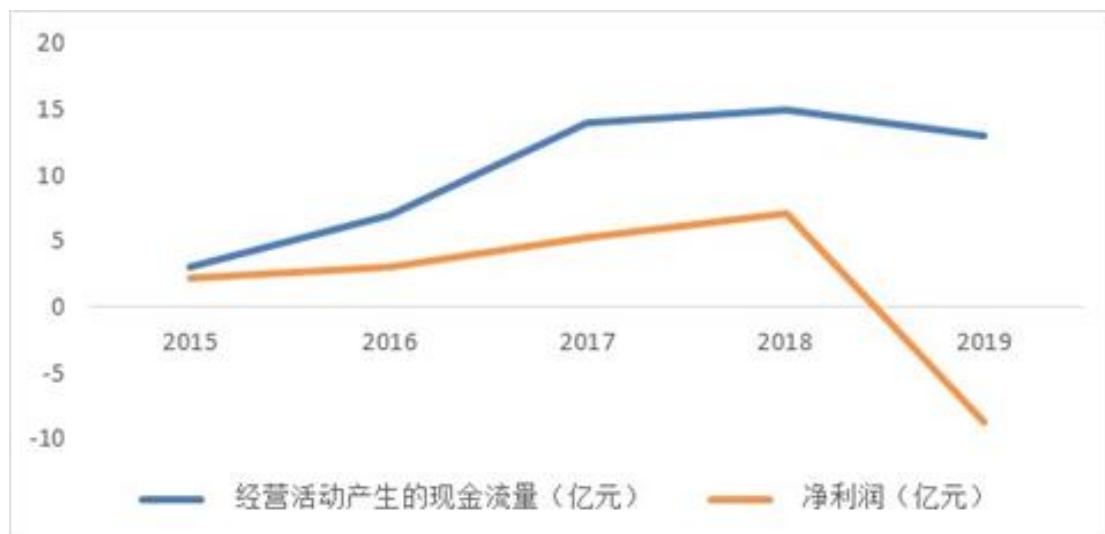
图：毛利率 VS 净利润率（单位：%）

来源：塔坚研究



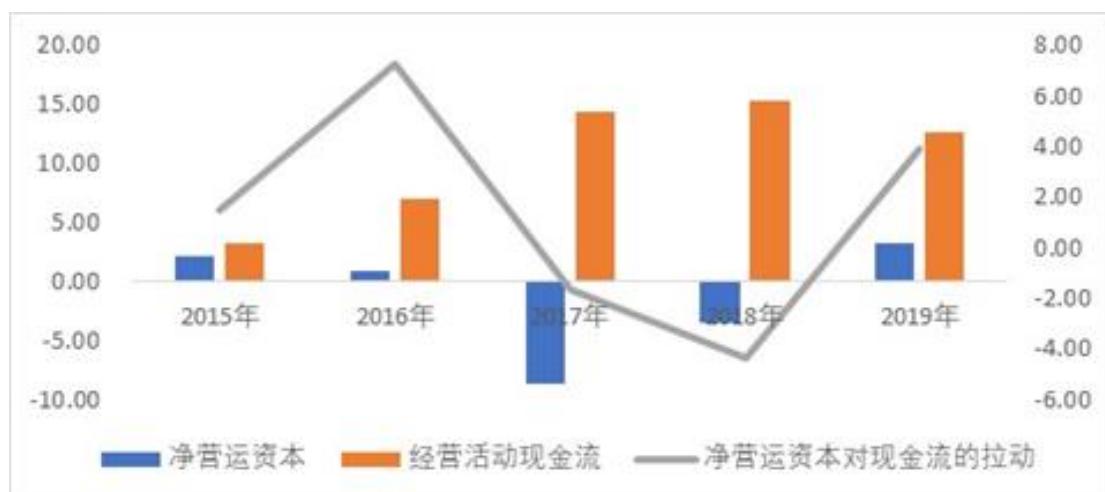
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



图：经营活动现金流及扣非归母净利润（单位：亿元）

来源：塔坚研究



图：净营运资本对现金流的拉动

来源：塔坚研究

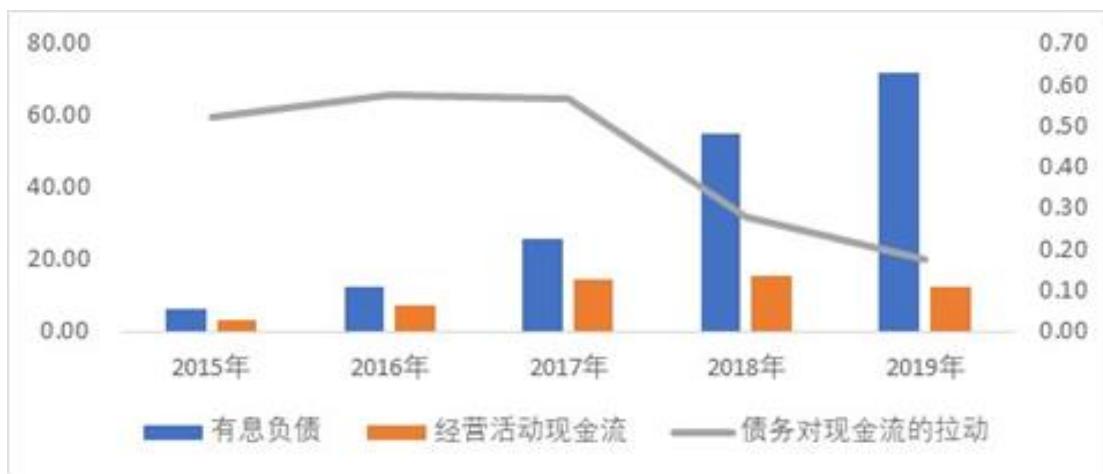


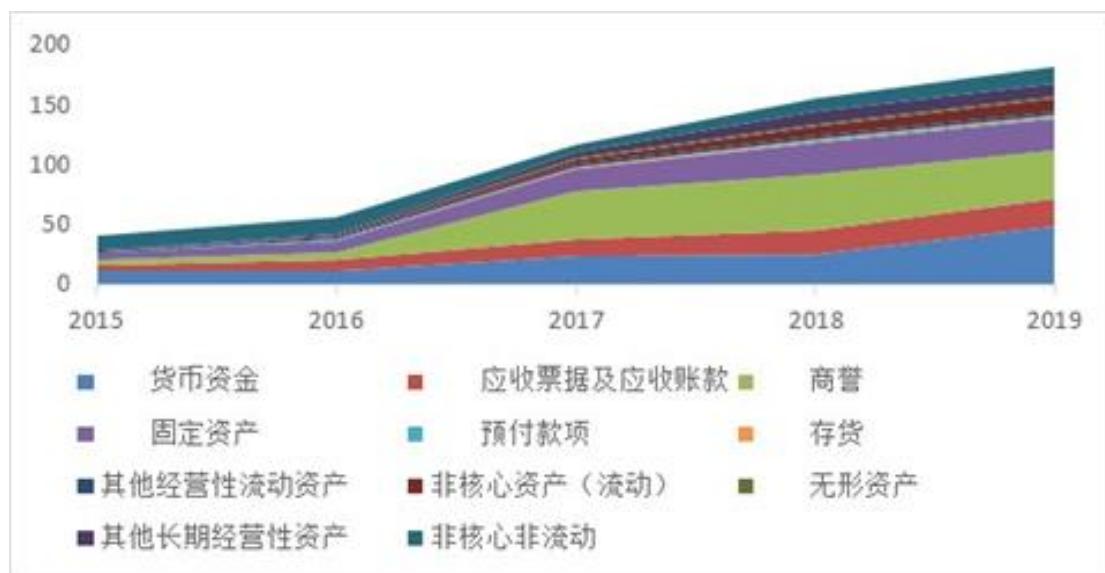
图: 有息负债对经营现金流的拉动

来源: 塔坚研究



图: 固定资产对现金流的拉动

来源: 塔坚研究



图：资产结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究



图：股价与可比乘数（单位：元，倍）

来源：理杏仁

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这个行业做建模，应该从什么地方入手？

## — 02 —



## 同行业，回报分析



在塔坚的投研体系之下，对任何行业做分析的核心，都始于回报分析。

本案近三年的 ROA 分别为 7.52%、6.75%、-4.05%; ROE 分别为 9.45%，12.5% 和 -11.84; ROIC 分别为 9%，7.73%、-6.5%。这个水平到底如何，我们来和可比公司做个比较：

	2015	2016	2017	2018	2019
ROE					
美年健康	8.52	10.23	9.45	12.5	-11.84
爱康国宾	5.54	-3.43	-5.18	6.23 (中报)	
瑞慈医疗	7.58	10.21	-6.72	-6.74	-10.33
ROA					
美年健康	11.08	7.23	7.52	6.75	-4.05
爱康国宾	2.53	-1.64	-2.09	2.6 (中报)	
瑞慈医疗	2.57	4.40	-5.64	-6.16	-5.3
ROIC					
美年健康	12.43	8.23	9	7.73	-6.5
爱康国宾	3.44	-1.71	-2.43	2.78 (中报)	
瑞慈医疗	4.08	6.72	-4.51	-3.68	-4.61

图：回报对比（单位：%）

来源：塔坚研究

	总资产周转率 (次)	销售净利率 (%)	资产负债率 (%)
美年健康	0.48	-0.08	56.90%
瑞慈医疗	0.54	-9.76	79.21%

图：2019 年回报拆分

来源：塔坚研究

美年健康近五年回报率均高于同业，主要由于其净利率和资产周转率较高。从核心指标拆解来看：

**总资产周转率**——美年健高略低，为 0.48 次；瑞慈医疗较高，为 0.54 次。近三年瑞慈医疗资产周转率变化不大，美年健康总资产周转率降低主要系其并购扩张较快，总资产增长较快所致。

**净利率**——2019 年，美年健康和瑞慈医疗均出现亏损。其中美年健康主要由于对其商誉、无形资产计提资产减值损失；而瑞慈医疗，主要系其采纳中国香港财务报告准则 16，导致于租赁期初录入更多相关费用，加之 3 家专科医院尚处于亏损阶段，拖累其净利润亏损。

**资产负债率**——行业整体处于较高水平，其中慈瑞医疗较高，为 79.21%，本案为 56.90%。

接下来，我们将分子、分母拆开，对比以下各家的资产情况、收益情况及运营效率。为了方便对比，我们以 2019 年为横截面。

2019年	美年健康	瑞慈医疗
资产类	货币资金	47.6
	固定资产	26.08
	商誉	41.04
	可供出售金融资产	12.27
负债类	短期借款	23.09
	长期借款	11.83
	应付债券	13.68
营运资本	存货	1.3
	应收账款	22.95
	应付账款	8.64
	预收账款	14.47
经营数据	预付账款	2.14
	营业收入	85.25
	净利润	-7.14
经营活动产生的现金流量净额		12.6
核心资产情况	固定资产对现金流的拉动	0.48
		0.14

图：2019年资产负债、营业收入

来源：塔坚研究

从收入规模来看，美年健康远高于瑞慈医疗。另外，经过上面的分析以及资产数据，可以看出，该行业的核心资产是固定资产。从单位固定资产带来的现金流情况来看，美年健康效率较高，单位固定资产可以带来 0.48 个单位的现金流。

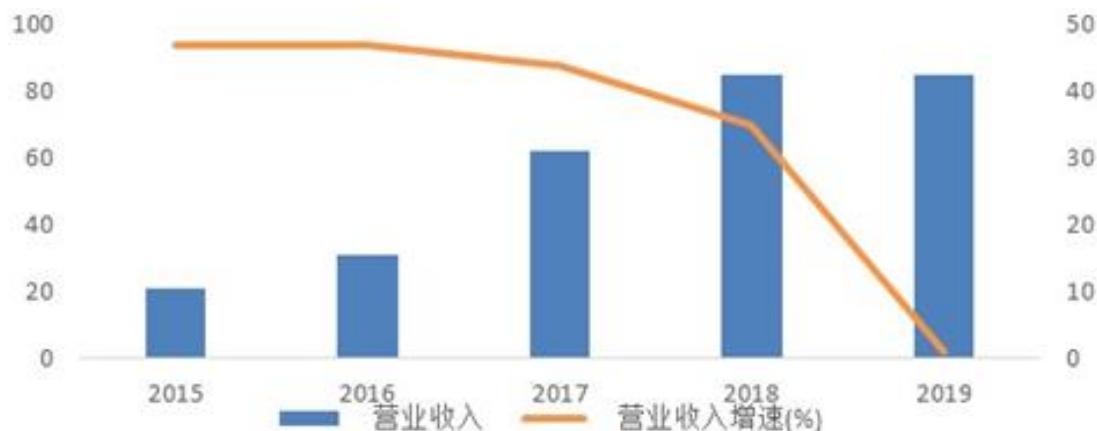
相对于同业来说，本案可供出售金融资产较高，主要系其体检中心的扩建主要借助并购基金，以先参后控的形式体外孵化，培育成熟后在择机装入上市公司所致。

— 03 —



增长，拆解





图：历史收入增速

来源：塔坚研究

从历史收入增速上来看，2015 年-2018 年，其收入规模快速增长，主要受体检中心数量扩张，从而拉动体检人次上涨所致。

其体检中心数量，从 2014 年的 94 家上涨至 2018 年的 633 家，年复合增速达到 88.84%。受此驱动，其年体检人次从 2014 年的 528 万增加到 2018 年的 2,780 万，年复合增速达到 73.97%。

截至 2019 年，本案已布局 703 家体检中心（含在建），全年体检人次超过 2,601 万（含参股体检中心）。



图：美年健康体检人次（单位：万人）；

体检中心数量（单位：家）

来源：开源证券研究所

不过，由于 2018 年底，本案广州门诊部爆出假医生事件，此后其收入增速一路下滑。2019 年，其收入增速仅为 0.79%。

综上，可以看出，本案的收入增长，主要依靠门店数量增长带来的体检人数增长，以及并购。

对于本案的收入测算，我们分体检业务、其他服务分别进行预测。其中：

1) 体检的收入预测，我们主要采用市占率法对其进行预测，计算公式为：

**体检业务收入=全国健康体检人次\*平均客单价\*民营体检机构占比\*市占率；**

2)对于其他收入,由于占比不高,我们简单采用增速法对其进行预测,

计算公式为:

其他收入=上一年收入\* (1+增速)。

下面,我们先来看其体检业务收入。

— 04 —



体检, 规模



先来看,全国健康体检人次:

随着居民健康意识逐步增强,近年来我国健康体检行业快速发展。医疗机构健康体检人次,从 2011 年的 3.44 亿人增长到 2018 年的 5.6 亿人,年复合增速达到 22.79%,占总人口的 40.43%。



数据来源:国家统计局、中国产业信息网、开源证券研究所

图: 我国医疗机构健康体检人次 (单位: 亿)

来源: 开源证券研究所

我国医疗机构健康体检人次，与总人口和体检覆盖率成正相关。

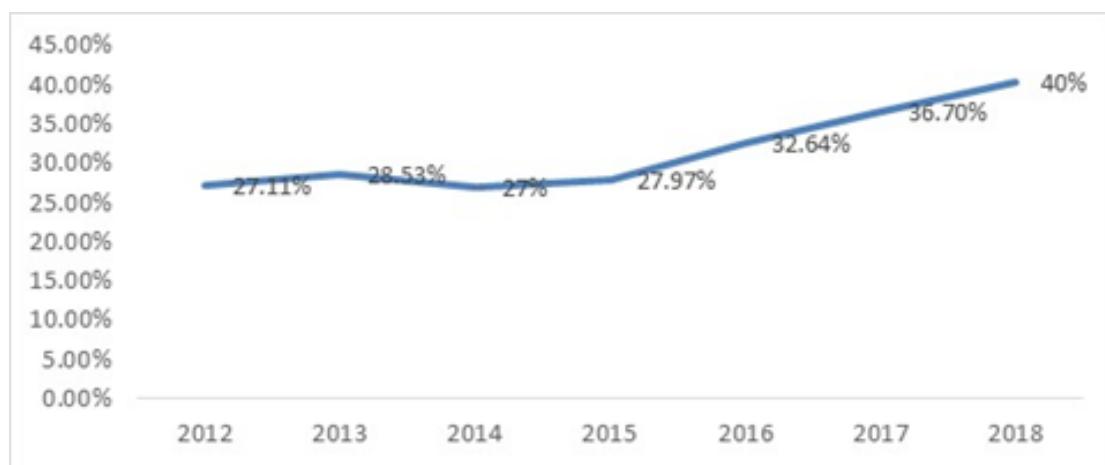
先来看总人口：

2019年，中国总人口为140005万人，首次突破14亿，同比增长0.33%，人口增量持续收窄，自然增长率逐渐放缓。

未来，随着生育率下降及老龄化加重，我们假设至2029年，我国人口维持2019年水平不变。

再看体检渗透率：

近年来，我国体检覆盖率从2012年的27.11%提升到2018年的40.43%，复合增速为6.89%。



图：我国体检覆盖率（单位：%）

来源：塔坚研究

不过,与德国(96.9%)、美国(74.2%)、日本(73.4%)等发达国家相比,我国仍处于较低水平。而造成我国与发达国家有较大差异的原因,主要在于德国、美国、日本的体检费用一般由政府、保险公司等支付,个人仅支付一小部分。

其中,日本的体检主要分为孕产妇及婴儿、学校健康体检、职业范围体检、居民健康体检、自发体检等类别。其中,个人仅负担一小部分费用,其余由政府、用人单位、保险公司等负担。因此,其体检覆盖率相对较高。

**图表1: 日本健康体检种类**

大类	主要特点
孕产妇、婴幼儿健康体检	地方自治体实施,可以用全额补助进行检查。
学校健康体检	教育委员会将依据学校保健法实施,在小学、中学、高中、高等专科学校、大学等所有学校进行。
职业范围健康体检	依据劳动安全卫生法、公务员法、尘肺法、结核预防法,企业出资进行健康体检,所有劳动者都有接受健康体检的权利和义务。
居民健康体检	基于老年人保健法、结核与方法、地方自治体将无偿对40岁以上的没有接受过职业范围健康体检的志愿者进行检查。
自发进行的健康体检	根据健康保险组合等的补助金进行的健康体检,依据本人意见,由自己出资进行健康体检。

资料来源: 前瞻产业研究院整理

图: 日本健康体检种类

来源: 前瞻产业研究院

对比我国的体检制度来看,医保并不覆盖体检费用。而用人单位的年度体检,一般作为福利,且劳动法中并未规定用人单位必须每年为职

工进行体检。因此，尽管我国目前仍以团体体检为主，但整体渗透率与发达国家存在较大差异。

那么，未来我国的体检渗透率是否有提升空间？我们从政策环境和收入水平两方面来看：

### 1) 政策以“提倡”为主：

我国政府层面，正逐渐倡导居民进行健康体检，同时进行一系列医疗改革，以达到预防为主，治疗为辅的目标。

2016 年，国务院《“健康中国 2030 规划纲要”》开始尝试发展健康产业，提倡前期健康生活以减轻后期治疗压力。2019 年，《健康中国行动<2019-2030>》更是强调健康必须关口前移，以有效节省远期医疗支出，健康体检将逐步成为国内健康管理不可缺少的重要环节。

时间	政策名称	颁布单位	主要内容
2010年12月	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	卫健委	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围；进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境。
2014年5月	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	国务院	加快推进公立医院改革；积极推动社会办医；扎实推进全民医保体系建设；巩固完善基本药物制度和基层运行新机制；规范药品流通秩序；统筹推进相关改革工作。
2016年10月	《“健康中国 2030”规划纲要》	国务院	加强健康教育；塑造自主自律的健康行为；完善健康保障；建设健康环境；发展健康产业；健全支撑与保障。
2017年5月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	激发医疗领域社会资本活力，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务。拓展多层次多样化服务；进一步扩大市场开放；强化政策支持；严格行业监管和行业自律；强化组织实施。
2018年6月	《健康体检中心管理规范(试行)》	卫健委	对健康体检中心的机构、质量、安全、监督四大方面提出管理规范。
2018年6月	《健康体检中心基本标准(试行)》	卫健委	诊疗科目、科室设置、人员配置、基本设施、分区布局、基本设备和管理提出基本标准。
2018年8月	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	国务院	有序推进分级诊疗制度建设；建立健全现代医院管理制度；加快完善全民医保制度；大力推进药品供应保障制度建设；切实加强综合监管制度建设；建立优质高效的医疗卫生服务体系；统筹推进相关领域改革。
2019年1月	《关于优化社会办医跨部门审批工作的通知》	发改委	支持社会办医，加快形成多元办医，优化社会办医疗机构跨部门审批工作。
2019年2月	《大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质促形成强大国内市场行动方案》	发改委	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019年7月	《健康中国行动（2019—2030年）》	卫健委	为积极应对当前突出健康问题，必须关口前移，采取有效干预措施。是以较低成本取得较高健康绩效的有效策略，是落实健康中国战略的重要举措。

资料来源：国务院，卫健委，发改委，中金公司研究部

图：政策引导社会资本办医并加强全民健康管理

来源：中金公司研究部

不过,需要注意的是,我国的政策目前仍以倡导为主,并无政策规定体检的必须性,以及费用报销的问题。

## 2) 收入水平上升,拉动消费升级:

随着人均可支配收入的增长,人们用于医疗保健的支出也会随之提升。

2013 年-2019 年,我国人均可支配收入逐年增长,从 2013 年的 1.83 万元增长到 2019 年的 3.07 万元,年复合增速为 9.01%。同期,居民人均医疗保健消费支出从 2013 年的 912 元增长至 2019 年的 1,900 元,年复合增速为 13.01%。

从各级城市的体检覆盖率情况来看,2019 年,人均可支配收入较高的 一、二线城市,其渗透率也明显高于三四线城市。其中,一二线城市体检覆盖率为 43%、39%,而三四线城市的体检覆盖率为 28%。

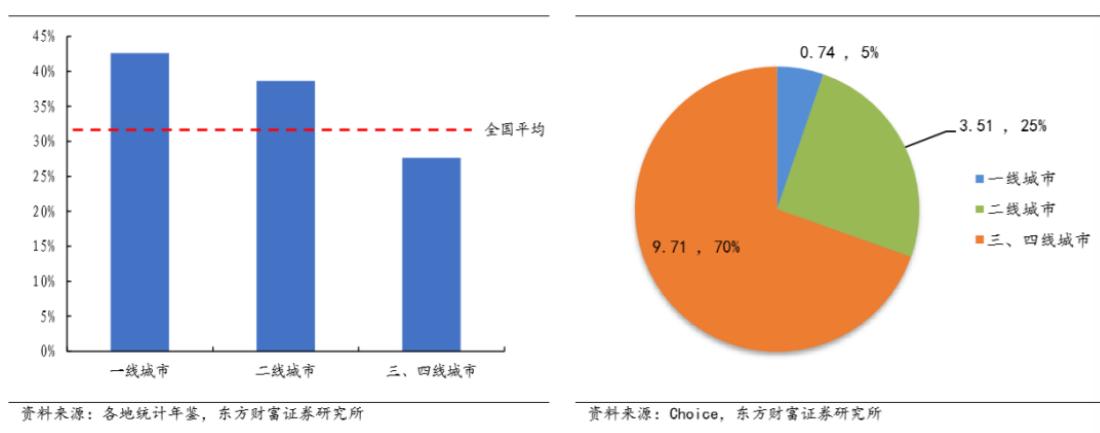


图: 2018 年一二线城市体检覆盖率/各城市人口结构

来源: 东方财富证券

综上，随着我国居民收入水平不断提高，尤其三四线城市消费能力的释放，加之政策鼓励和老龄化趋势的推动等一系列因素，未来体检渗透率会有较大提升空间。

不过需要注意的是，由于目前我国个人体检费用仍不能进行报销，而团检也仅依靠各用人单位的自觉自愿，我国体检渗透率提升仍是一个较长期的过程。

因此，我们假设，至 2029 年我国体检覆盖率达到 70%（接近日本目前水平），即年复合增速为 6.33%。

— 05 —



平均客单价



据测算，2011 年-2018 年，我国体检平均客单价从 104.36 元提升至 267.93 元，年复合增速为 14.42%。



图：行业平均客单价及增速

来源：塔坚研究

尽管近年来我国体检客单价在不断提升，但从其占人均可支配收入的比重角度来看，我国仅为 1% 左右，而美国、中国香港则为 2%，仍存在较大差距。

那么，未来我国体检客单价是否有提升空间，我们从以下几方面分别来看：

### 1) 新项目带来提价空间

根据 2014 年，中华医学会健康管理学分会和《中华健康管理学杂志》发布的《健康体检项目专家共识》中指出，我国体检项目采取“1+X”体系：

“1”为基本或必选体检项目，包括身高、体重、血压等体格检查项目、普通内外科查体等基本项目；

“X”为专项或备选体检项目，主要针对不同年龄、性别及有慢性病风险的人，进行专项筛查。如颈椎、腰椎检查、低剂量螺旋CT、肿瘤标记物检查、胶囊胃镜等。而这部分增加项目，则是客单价提升的核心驱动力。

以美年为例，包含胶囊胃镜的套餐价格达到 3650 元，而普通的套餐则在 400-600 元之间，两者之间相差 6-8 倍。而入职体检等基础类体检，则由于仅包含上面提到的基本或必选项目，价格更加便宜，在 100 元-400 元之间。

未来，随着个人对体检项目要求的提高，客单价也有望进一步提升。

## 2) 个检占比提升带来的平均客单价提升

目前，我国的体检客户结构，主要以团检为主，占比约为 70%，其余为个检。对比两者的价格来看，个检的价格高于团检。

以美年健康为例，2019 年，其个检的客单价约为 606 元，而团检则为 499 元，个检的客单价较团检增加了 21.44%。

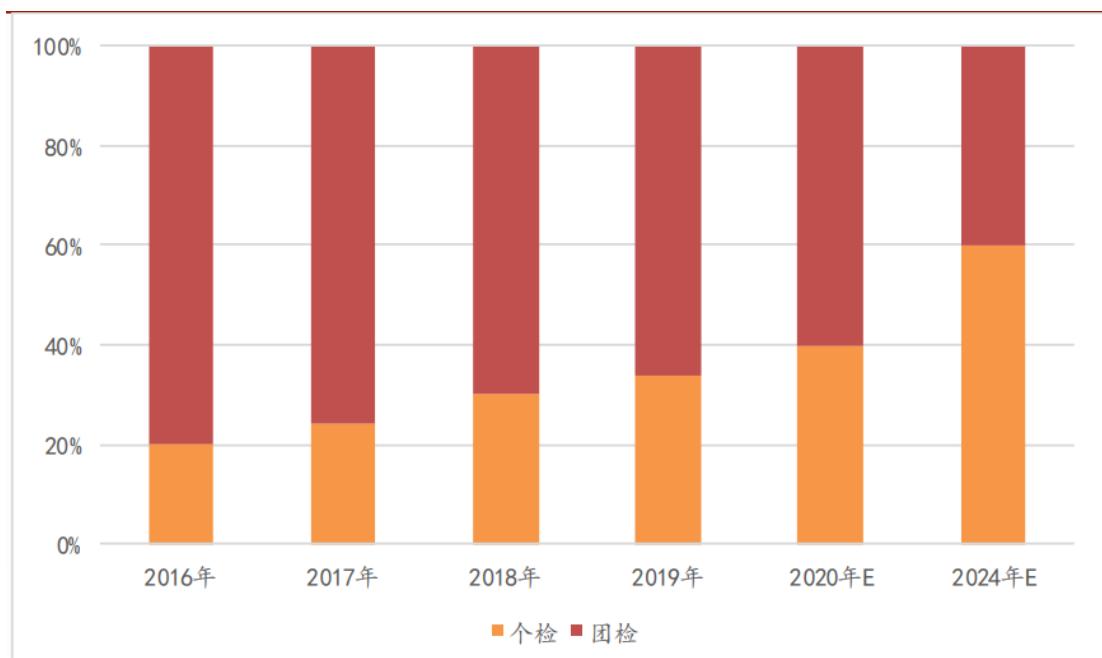


数据来源：公司公告、开源证券研究所。注：团检客单价包含了低价体检

图：美年健康个检客单价高于团检

来源：开源证券研究所

团检的价格相对较低，一方面，由于团检的体检项目相对较少且固定，通常无法根据单个职工个性化定制；另一方面，B 端客户议价能力强，导致客单价较低。因此，近年来，体检机构不断通过扩大个检业务规模以提升竞争力。以美年健康为例，2014 年-2019 年其个检业务占比逐年增加，从 20% 上升至 30% 左右。



数据来源：调研数据，财通证券研究所

图：美年健康个检占比 来源：财通证券研究所

综上，未来随着体检项目增加，以及个检占比的提升，我国体检平均客单价也将随之提升。

我们假设，2020 年受卫生事件影响，价格保持 2019 年价格不变，之后假设在不考虑人均可支配收入增长的情况下，我国平均客单价占人均可支配收入的比重至 2029 年，逐渐上升至美国、中国香港水平(2%)，即平均客单价的增速为 8%。

— 06 —



### 民营体检机构，规模占比



从我国体检参与者结构来看，公立医院占主导地位，其数量占体检机构总量的比重达到 72.3%，民营机构占比 19.6%左右，其他健康服务平台占 8.1%。形成以公立医院为主，民营专业体检机构为辅的市场格局。

公立医院的市场份额较高，主要系其具有受国家严格监管，公信度较强、且专家资源丰富、权威性高，体检检查出问题可以及时治疗等优势。不过，近年来，民营体检机构市场渗透率不断提升，从 2013 年 16.1%逐步提升至 2019 年的 19.6%，复合增速为 3.33%。主要由于以下几方面：

## 1) 价格优势

从价格上来看,由于公立医院的先天优势,在体检项目类似的情况下,公立医院的体检价格往往更高。我们从上海专业体检机构和三甲医院体检中心入职体检的项目和价格来看,两者的体检项目相差无几,不过民营机构的入职体检价格一般在 100-200 元之间,而公立医院则在 280-400 元之间,是民营机构的 2-3 倍。

公司名称	套餐名称	套餐价格	套餐项目
美年 (静安分院)	入职 A 套餐	88	科室检查(2 项): 外科、一般检查 实验室检查(2 项): 肝功能、血常规 医技检查(1 项): 胸部正位片 DR 其他(3 项): 材料费、体检报告解读、医生咨询服务
美年 (静安分院)	入职 B 套餐	142	科室检查(4 项): 耳鼻喉科、内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项): 肝功能、尿常规、肾功能、血常规 医技检查(3 项): 胸部正位、静态心电图检查(ECG)、腹部彩超 其他(3 项): 材料费、体检报告解读、医生咨询服务
慈铭 (徐汇分院)	入职 A 套餐	183	科室检查(2 项): 外科、一般检查 实验室检查(2 项): 肝功能、血常规 医技检查(1 项): 胸部正位片 DR 其他(3 项): 材料费、体检报告解读、营养早餐、医生咨询服务
慈铭 (徐汇分院)	入职 B 套餐	371	科室检查(4 项): 耳鼻喉科、内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项): 肝功能、尿常规、肾功能、血常规 医技检查(3 项): 胸部正位、静态心电图检查(ECG)、腹部彩超 其他(3 项): 材料费、体检报告解读、营养早餐、医生咨询服务
瑞慈 (静安分院)	入职体检套餐	192	科室检查(3 项): 内科、外科、一般检查 实验室检查(4 项): 尿常规、肝功二项、肾功能 1 项(肌酐)、血常规 医技检查(3 项): 胸部正位、心电图、肝胆胰脾双肾 B 超 其他(3 项): 体检报告解读、个检报告、早餐、医生咨询服务
爱康国宾 (静安区)	入职腹部彩超体检套餐	174	科室检查(3 项): 内科、外科、一般检查 A 实验室检查(4 项): 尿常规、肝功二项、肾功一项、血常规 医技检查(3 项): 胸部正位、心电图、腹部彩超 其他(3 项): 体检报告解读、个检报告、早餐、医生咨询服务
上海东方医院 (三甲医院)	入职体检	287	科室检查(5 项): 听力、视力、一般检查、内科、外科 实验室检查(4 项): 尿常规、肝功一项、肾功三项、血常规 医技检查(3 项): 胸片(DR)、12 导联心电图、肝胆脾 B 超 其他(1 项): 健康咨询
上海市同济医院(三甲医院)	入职体检套餐	408	科室检查(5 项): 五官科、眼科、一般检查、内科、外科 实验室检查(4 项): 尿常规、肝功能、肾功能、血糖、血常规 医技检查(3 项): X 线检查: 胸片、心电图、腹部 B 超 其他(2 项): 体检报告解读、健康咨询

数据来源: 公司官网, 中康体检网、各个体检中心天猫旗舰店, 东吴证券研究所

图: 上海专业体检机构和三甲医院体检中心入职体检对比表

来源: 东吴证券研究所

## 2) 业务专一, 服务优质

从交叉感染率上来看, 目前公立医院交叉感染率为 1.1%, 而专业机构则为 0.5%。公立医院的交叉感染率较高, 主要由于公立医院的体检, 大多在医院内部进行, 存在一定交叉感染风险, 而专业体检机构可通过医检分离, 有效降低医院交叉感染风险。

同时, 专业体检中心套餐设计更灵活, 尤其涉及到胶囊胃镜、影像诊断、基因检测等高端需求。且就医环境更舒适, 方式更便捷, 通过预约系统能做到几乎不用排队等候。

## 3) 具备组织灵活性, 扩张较容易

公立医院的供给则相对静态, 一般为单店经营模式, 很少联营。而专业体检机构, 则可以通过并购、自建等方式增加门店, 并下沉到各线城市。同时通过规模的扩张, 达到一定规模优势, 在采购设备等方面均能够获得一定话语权, 从而进一步提升其盈利能力。

综上, 考虑到上述民营体检机构相对于公立医院的优势, 未来其占比将会进一步提升。因此, 我们假设至 2029 年, 我国民营机构占比达到 30%。

— 07 —



## 体检，竞争格局



从竞争格局上来看，我国专业体检机构呈寡头竞争格局，2017 美年健康（含慈铭体检）以 25.33% 的市占率稳居首位。而爱康国宾、瑞慈医疗以 11.54%、4.39%，分列二、三位，行业 CR3 达 41.26%。

那么，未来美年健康的市占率是否有上升空间？我们从以下几点分别来看：

### 1) 渠道布局

近年来，本案不断通过并购的方式，快速布局体检中心。目前，本案共有体检中心 632 家，近三年新设体检中心 470 家，远高于爱康国宾（65 家）和瑞慈体检（25 家）。

从各家体检机构的布局来看，爱康国宾和瑞慈的布局主要集中在一二线城市，三四线城市较少。而本案在完成了对一、二线城市的布局后，快速布局三四线城市。2014-2019 年，本案 56% 新增体检中心来自三四线城市。

截至 2019 年，本案在三四线及其他城市共布局 212 家，远高于爱康国宾（13 家），瑞慈医疗（7 家）。

项目	美年健康 (慈铭体检)	爱康国宾	瑞慈体检
2019门店数量	632	143	54
扩张模式	产业基金, 基层扩张	聚焦一二线, 指向中高端	直营为主, 华东集结
近三年门店扩张数量	470	65	25
主要对一线城市门店数量			
北京	27	20	1
上海	22	10	13
深圳	13	7	1
广州	12	5	1
成都	23	7	2
杭州	10	6	1
已布局一线城市数量	19/19	19/19	12/19
已布局二线城市数量	30/30	10/30	10/30
已布局三四线及其他城市数量	212	13	7

资料来源: 各公司网站, 中金公司研究部; 注意: 单位: 家。美年健康门店总数为公司披露数据, 城市数据均根据网站统计

图: 截至 2019 年来本案与同行连锁扩张情况对比

来源: 中金公司研究部

而根据我们上面提到的, 三四线城市体检渗透率的数据来看, 虽然三四线城市的人口占比较多, 但渗透率明显低于一二线城市。加之, 未来伴随消费升级和日益严重的老龄化问题, 三四线城市医疗服务需求会逐渐释放, 体检市场空间更大。

而本案在三四线城市中布局较早, 规模较大, 未来将更加受益于三四线城市的渗透率提升。

## 2) 高端设备

在设备投入方面, 本案将 CT、核磁、胶囊胃镜作为体检中心的标准配置, 上市并表范围内体检中心 CT 覆盖率 98%、核磁覆盖率 67%、胶囊胃镜覆盖率 77%。

同时, 由于本案采用统一采购的模式, 提高了其对上游医疗器械厂商的议价能力, 因此, 本案的设备采购价格平均比市场价低 30%左右。从而是本案在相同体检项目下, 价格更便宜。

以其提供的“CT+MRI+胶囊胃镜+其他”的全方位套餐为例, 本案的价格为 3,650 元, 远低于其他竞争对手。



资料来源: 京东, 国元证券研究中心

图: 胶囊胃镜套餐价格对比

来源: 国元证券研究中心

### 3) 管理能力

从管理能力上来看, 虽然美年健康的体检机构数量较多, 但其通过加强内控、提高精细化管理水平等方式, 严格控制器管理费用率。近五年, 本案的管理费率明显低于其他可比公司, 且呈持续下降和趋势。



图：管理费用率对比

来源：塔坚研究

同时，为了增加体检机构的运营时间，本案还创新推出了下午非空腹体检项目，从而降低原本受空腹项目限制，需早上进行体检而对体检机构设备空置率的影响。

#### 4) 医师数量

对比医师数量来看，据美年健康年报中称，其共有近 4 万名院士、教授、主任医师等，不过从其员工构成上来看，其 2019 年，医务人员及分院保障人员共计 21853 人。按照其 2019 年的门店数量（703 家）计算，平均每家门店的义务人员共计 31 人。

由于各地的体检机构医师数量要求不尽相同，我们按照美年的人员配备要求来看：

其要求, 每个体检中心至少配备 2 名具有内科或外科副高以上专业技术职务任职资格的职业医师, 每个临床科室至少具有 1 名中级以上专业技术人员任职资格的职业医师, 并至少具有 10 名注册护士。

我们按照一个体检机构配备 8 个科室来计算, 每个体检中心至少需要 20 个医护人员, 美年健康基本符合其自身要求。不过, 由于其他体检机构并未披露具体的人员规模, 我们无法与其他机构进行对比。

综上, 本案在渠道布局、设备、管理能力等方面, 均优于其他竞争者, 预计未来其将持续保持优势地位。不过, 由于市占率的增幅我们很难预测, 因此, 我们在此处设置情景开关。

乐观情况, 我们假设未来三四线城市体检人次放量明显, 至 2029 年美年健康市占率达到 40%。

保守情况, 我们假设竞争对手加快三四线布局, 三四线体检人数增量不及预期, 至 2029 年美年健康市占率达到 35%。

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>1</b>	<b>体检收入</b>	3.65	4.52	5.01	5.64	5.64	5.64	6.00	6.38	6.78	7.21	7.67	8.15	8.67	9.22	9.80
<b>2</b>	<b>单量体检机构占比</b>	18.00%	19.00%	18.50%	18.60%	19.60%	20.64%	21.65%	22.72%	23.76%	24.80%	25.84%	26.89%	27.92%	28.96%	30.00%
<b>3</b>	<b>平均客单价</b>	238.29	269.68	265.43	267.83	270.45	270.48	292.08	315.45	340.68	367.94	397.37	429.78	463.80	500.59	540.62
<b>4</b>	<b>市占率</b>	12.43%	13.21%	24.87%	29.11%	26.16%	27.54%	28.92%	20.51%	31.69%	33.08%	34.46%	35.85%	37.23%	38.62%	40.00%
<b>5</b>	<b>体检收入</b>	20.59	24.74	31.42	37.87	42.64	46.70	109.84	138.52	173.95	217.61	271.28	337.09	417.61	515.94	635.77

图: 体检业务预测

来源: 塔坚研究(详情见估值表)

到这里，我们已经完成了其核心体检业务的收入预测。那么，其他业务收入要如何预测？

— 08 —



### 其他，收入

其他收入，包括软件收入、委托管理费、咨询费等收入，占比较小。2019 年，其他收入为 2.81 亿元，同比增长 1.76%。

由于该业务收入规模不高，且历史增速波动较大。因此，我们假设未来该业务收入增速维持 2019 年水平不变。

单位：亿元人民币（精算说明书）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
其他收入	0.45	0.55	0.65	0.91	2.74	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81

图：其他收入预测

来源：塔坚研究(详情见估值表)

至此，收入测算已经完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

— 09 —



### 逻辑，印证



综合以上数据, 塔坚研究计算出数据, 近三年的收入增速分别为 5.06%、21.36%、22.63%。这里, 我们再结合“季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法, 进行交叉验证。

**方法一: 季度反推**——通过中报与年报的历史关系, 反推出 2020 年收入增速。2016 年-2019 年, 其中报收入占全年收入的比重基本成上升趋势, 2018-2019 年占比已经达到 42%左右, 说明随着其业务结构调整和产品创新等因素, 其季节性影响已经逐渐缩小。



图: 中报营业收入与全年收入占比 (单位: 亿元, %)

来源: 塔坚研究

根据本案 2020 年中报数据, 其营业收入为 18.14 亿元, 同比增长-50.17%, 根据近两年历史中报收入占比 42%大致可倒推出 2020 年年收入为 43.19 亿元, 同比增速约-49.34%, 计算公式: 2020 财年收入=中报收入 18.14 亿元 ÷ 42% = 43.19 亿元。

**方法二：内生增速**——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率\*（1-分红率）。其历史平均分红率约为 10.41%，近五年平均 ROE 约为 7.67%，通过计算，得到内生增速为 6.87%。

**方法三：外部分析师预期**——这里我们选取 180 天内 8 家机构对本案 2020 年-2022 年的预测，收入增速为 6.35%、25.98% 和 19.13%，未来 2 年复合营收增速 15.75%；利润增速为 137.38%、213.81% 和 22.67%，未来 2 年复合利润增速为 14.31%，分析师一致预测目标价为 14.50 元。

其中：

**开源证券观点**——预测 2020-2022 年，三年营业收入增速分别为 0.5%、16.8% 和 20.1%。美年健康在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下，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。

**中泰证券观点**——预测 2020-2022 年，三年营业收入增速分别为 1.26%、26.38%、27.20%。考虑到美年健康是内地仅有的的体检行业上市公司，行业竞争格局进一步优化，量价齐升成长逻辑确定性较高。

**中金证券观点**——预测 2020-2021 年，两年营业收入增速分别为 0.5%、33.6%。美年健康是中国龙头，发展较快的民营体检龙头之一，通过基

层连锁与个检推广两个重要战略，其在体检中心数量与客单价格提升方面不断取得突破。阿里集团战略入股后，公司开启新的发展阶段。

整体来看，我们和其他机构有差异不大。虽然和中报反推结果有差异，但我们认为，从经营层面看，卫生事件对本案影响主要集中在一季度体检淡季（参考往年一季度占全年收入约 15%），随卫生事件防控形势逐步好转，从第二季度开始，本案业务已经逐步恢复，5 月-6 月，本案各体检中心到检人次、客单价、收入等指标部分已超过历年同期水平，因此我们假设 2020 年营收同比增速为 5.06%。

至此，收入层面已经分析完毕，接下来，还剩利润不、资本支出、营运资本等项目假设。

— 09 —



### 其他假设



对于利润表、资本支出计划、营运资本的数据和逻辑，详见报告库中的 Excel 建模表，在此我们简要列出几张对比表，供参考：

毛利率同行毕业对比一

## 1、可比公司毛利率对比分析

	2015	2016	2017	2018	2019
美年健康	47.95	48.31	46.96	47.56	43.81
爱康国宾	39.84	42.25	43.25	39.72 (中报)	
爱尔眼科	46.59	46.11	46.28	47.00	49.30
通策医疗	39.80	41.41	41.36	43.29	46.08
瑞慈医疗	34.88	37.86	37.14	28.11	28.04

## 营运资本同行业对比—

## 3、营运资本分析

	2015	2016	2017	2018	2019
应收账款 占收入比重	美年健康	6.54%	6.98%	5.52%	9.17%
	爱康国宾	9.22%	10.93%	17.25%	24.59%
	爱尔眼科	6.54%	6.98%	5.52%	9.17%
	通策医疗	0.90%	1.48%	2.28%	2.39%
	瑞慈医疗	13.61%	8.29%	9.47%	11.37%
预收账款 占收入比重	美年健康	4.55%	7.61%	8.76%	8.66%
	爱尔眼科	1.01%	1.03%	0.91%	0.97%
	通策医疗	0.08%	0.08%	0.67%	0.66%
	瑞慈医疗	0	0	0	0

— 10 —



## 建模，到底如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

.....

以上为本报告部分内容

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：专业版建模案例库，

## 建模部分，样图如下

### 以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
<b>负债和股东权益</b>													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK												

### 以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万元人民币，特殊说明除外)	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
<b>经营活动现金流</b>													
净利润	10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142			
折旧	702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088			
摊销	94	148	207	272	343	420	503	591	681	772			
财务费用	-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521			
(投资收益)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
(非经常性或非经营性损益)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
经营活动现金流量【期初-期末】	-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535			
长期经营活动负债增加【期末-期初】	68	77	83	90	95	96	93	85	72	54			
经营活动现金流量	8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000			
<b>投资活动现金流</b>													
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
非经常性或非经营性损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
非核心资产减少	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
(固定资产购建)	-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184			
(无形资产购置)	-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592			
(新增长期摊销费用)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
其他长期经营活动减少【期初-期末】	-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363			
投资活动现金流量	-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139			
<b>筹资活动现金流</b>													
(借短期借款)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
(财务费用)	44	67	60	63	73	102	159	247	368	521			
短期借款增加	-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312			
(归属于母公司股东的分红)	969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	55			
(归属于少数股东的分红)	-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823			
股东分红	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
股东与资本公积增加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
筹资活动现金流量	-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045			
<b>净现金流</b>													
期初货币资金	-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816			
新增融资货币资金	26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936			
新增融资货币资金的期末货币资金	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752			
<b>现金分配</b>													
所售资金	1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,515	5,224	4,776			
融资缺口【融资缺口=所售资金-期末货币资金】	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
期末货币资金	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752			

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有

这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅

**仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财**

**务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：**

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，*WACC* 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

**本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。**



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

— 15 —

除了这个案例，  
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

**价值洼地、安全边际**，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用 10 年时间，研究 10000 家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将近 5 年来关于研究体系的思考历程，近 3 年来的数百家上市公司研究案例，以及精选的数百篇优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

**我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。**

**【版权与免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

**【数据支持】** 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、

Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

**【参考资料，特此鸣谢】**

**【1】新时代证券：多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强，**

2020-5-22