

证券研究报告·上市公司新股简评

耕耘连锁十二年 高端体检开新路

慈铭体检 (002710)

公司品牌优势突出

主业为体检连锁，是我国最早专门从事体检行业的民营企业之一，也是目前国内国内领先的体检连锁企业，目前全国拥有 42 家体检中心。公司在国内体检三强中成立最早、且作为首家上市企业，具有突出的品牌优势。

连锁下沉二三线市场、提升服务质量和次均毛利

公司未来收入增长有两大来源：第一，通过新设、加盟、收购等方式拓展二三线城市市场，扩大服务人次，公司上市后融资渠道更为多样，有望在拓展市场上加速发展；第二，提高服务质量和服 务层次，提升次均费用，随着民营医院政策的逐步放开，更多的优秀医疗人才参与到民营体检事业中，公司这类民营企业龙头的服务层次和服务价格都有较大提升空间。

募集项目：奥亚医院开拓高端

奥亚立足高端，配备多种高值检验设备，通过发展高值客户提升次均体检费用，为公司成长开辟新路。奥亚在 2012 年设立，在 2014 年有望逐步盈利，提升公司毛利水平，并进一步提升公司形象。

盈利预测与估值

由于发行数目不确定，假设按照发行 400 万股新股估算，14-15 年摊薄后 EPS 为 1.10、1.42 元。参考同类可比上市公司（爱尔眼科、通策医疗）估值水平，按照 2014 年 36-40 倍 PE 考虑，我们认为上市合理价格 39-44 元，供投资者参考。

风险提示

公司业务有季节性，存在短期业绩风险。

预测和比率

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	672	807	941	1097
营业收入增长率	17%	20%	17%	17%
EBITDA（百万）	130	186	217	265
EBITDA 增长率	26%	43%	16%	22%
净利润（百万）	96	105	137	176
净利润增长率	15%	9%	30%	29%
ROE	18%	17%	15%	16%
EPS（元）	0.78	0.85	1.10	1.42
P/E	56	51	41	32
P/B	10.4	8.9	6.2	5.3
EV/EBITDA	22	15	13	11

林柏川

linbaichuan@csc.com.cn

010-85130229

执业证书编号：S1440513010003

发布日期：2014 年 1 月 10 日

预计上市合理价格：39-44 元

发行数据

发行价格（元）	-
发行规模（万股）	0.00
发行后总股本（万股）	0.00
发行方式	网下配售,二级市场配售
发行日期	2014-01-14
上市日期	-
主承销商	海通证券股份有限公司
主要股东	
北京健之康业投资咨询有限 公司	36.02%

募股资金投向

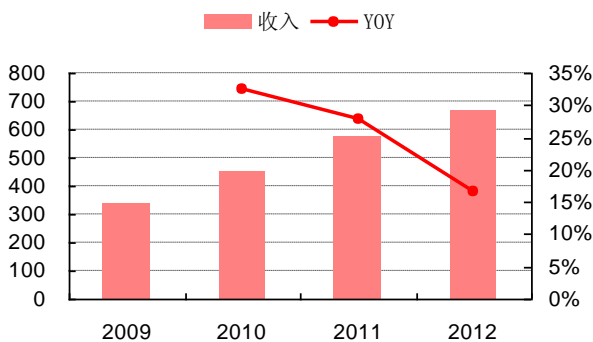
项目名称	金额（万元）
奥亚体检中心（旗舰店）新建项目	11,185.82
北京公主坟体检中心新建项目	1,852.47
大连星海新天地体检中心新建项目	1,484.56
管理信息系统项目	3,026.13
总金额	17,548.98



公司品牌优势突出

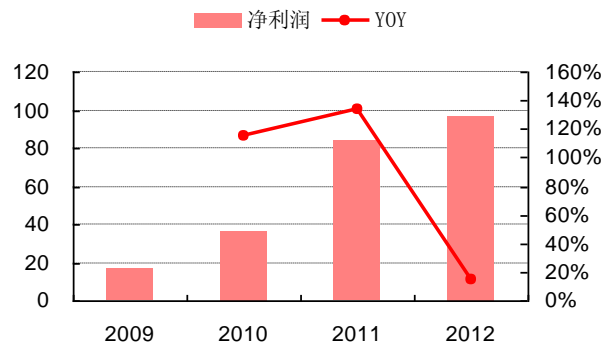
慈铭体检主业为体检连锁，目前主要收入来自北上广深等一线城市。公司从 2001 年起步，是我国最早专门从事体检行业的民营企业之一，也是目前国内国内领先的体检连锁企业，目前全国拥有 42 家体检中心。国内民营体检行业呈现“三家全国性连锁独大、多家地方性企业并起”的局面。慈铭体检、美年大健康和爱康国宾三家全国性连锁组成了体检行业的第一梯队。公司在这三家成立最早、且作为首家上市企业，具有突出的品牌优势。

图 1 公司销售收入（百万元）和增长率（%）



来源：公司年报，中信建投研发部

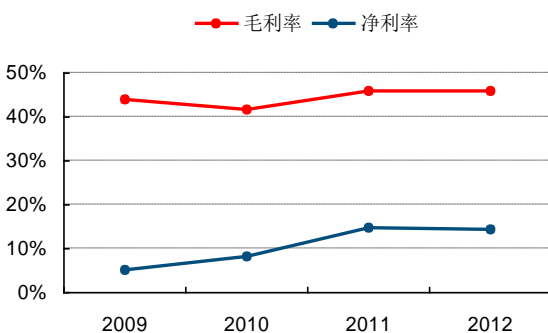
图 2 公司净利润（百万元）和增长率（%）



来源：公司年报，中信建投研发部

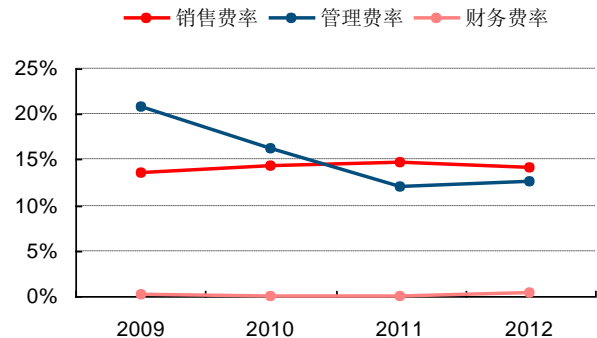
公司 2012 年和 2013 年的销售收入稳步增长，2013 年的增长来自奥亚、洋桥、临沂南坊、济南历下四家新开中心带来的客流增长以及整体的人均消费单价提高。2014 年随着新开中心逐步成熟，收入增长有望回升。

图 3 公司毛利率和净利率变化



来源：公司年报，中信建投研发部

图 4 公司费用率变化



来源：公司年报，中信建投研发部

公司 2011、2012 年毛利率略有提升，此外管理费用也有所下降，因此净利率水平显著提高。公司 2013 年 1-9 月毛利率 39%略有下降，主要原因包括：业务季度性因素使得 1-9 月毛利偏低，且新开店面较多使得毛利率较低。这一情况随着新开店面盈利更加稳定将有望得到改观。

现有业态：发展二三线城市市场、提升服务质量和次均毛利

据报道。2012 年全国健康体检人口约 1.5 亿人，市场规模在 500 多亿元，次均体检费用 300 元左右。1.5 亿



人次体检中的 80% 发生在公立医院机构，民营体检机构提供约 3000 万人次的服务，市场份额 70-80 亿元，次均费用 250 元左右。民营体检机构由于政策原因，医疗人才相对匮乏，因此通过类似“低价团购”的模式发展集团客户，迅速开拓市场。好处是可以快速扩大规模，缺点是服务毛利率偏低。

公司以往通过不断扩张网点数目扩大规模，目前已经拥有 42 家直营体检中心，2011 年体检人数 77 万人次，2012 年 79 万人次，2013 年 1-9 月 55 万人次。平均每个中心接待 2 万人左右，目前公司的服务人数增长进入稳中有升阶段；这和大中型城市的体检行业整体发展趋势一致，因此公司未来收入增长有两大来源：第一，通过新设、加盟、收购等方式拓展二三线城市市场，扩大服务人次，公司上市后融资渠道更为多样，有望在拓展市场上加速发展；第二，提高服务质量和层次，提升次均费用，这有赖于随着民营医院政策的逐步放开，更多的优秀医疗人才参与到民营体检事业中。

募集项目：奥亚医院开拓高端

公司此次募集资金 1.75 亿元，其中的 1.12 亿元用于奥亚体检中心建设。奥亚立足高端，配备多种高值检验设备，通过发展高值客户提升次均体检费用，为公司成长开辟新路。奥亚在 2012 年设立，在 2014 年有望逐步盈利，提升公司毛利水平，并进一步提升公司形象。

风险提示：短期业绩波动风险

公司收入存在季度性，四季度收入占全年收入的 35% 左右；公司 2012 和 2013 年一季度扣除非经常性损益后的净利润分别为 -1944 万元和 -4396 万元，公司预计 2014 年一季度扣除非经常性损益后的净利润仍然为负数。



分析师介绍

林柏川：北京大学医学部药学本科、药物化学硕士，曾供职于普华永道从事审计工作，2010年加入中信建投，现为医药行业分析师。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

机构销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622