

江苏三友 (002044.SZ) 服装行业

评级：增持 维持评级

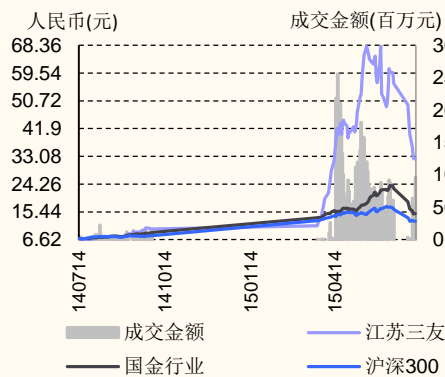
公司研究

市场价格 (人民币): 35.37 元
 目标价格 (人民币): 42.00-42.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	277.88
总市值(百万元)	9,835.34
年内股价最高最低(元)	68.37/6.62
沪深 300 指数	4106.56
深证成指	12038.15



相关报告

1. 《健康体检第一股上市, 看好体检龙头价值》, 2015.7.1

体检行业潜力大, 把握龙头投资机会;

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-0.074	0.132	0.259	0.380	0.501
每股净资产(元)	1.56	2.59	3.02	3.81	4.67
每股经营性现金流(元)	0.12	0.05	0.49	0.50	0.67
市盈率(倍)	-95.40	76.04	156.84	107.06	81.25
行业优化市盈率(倍)	17.68	28.34	47.66	47.66	47.66
净利润增长率(%)	N/A	N/A	736.59%	46.50%	31.77%
净资产收益率(%)	-4.74%	2.08%	14.92%	17.32%	18.65%
总股本(百万股)	224.25	224.25	955.00	955.00	955.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **A 股健康体检第一股上市, 投资标的稀缺:** 专业健康体检行业的出现已有十年之久, 但资本市场一直没有相关投资标的。此次美年大健康借壳江苏三友上市成为 A 股首个也是唯一的健康体检公司标的。
- **体检行业是朝阳行业, 孕育千亿机会:** 专业健康体检是蓝海市场, 未来 28% 的行业复合增速及千亿市场容量, 属于朝阳投资行业 (当前 100 亿); 专业体检机构专业化、标准化、连锁化的市场定位和资源属性, 决定了这一新兴服务业态具有投资的潜力。
- **市场进入整合期, 公司龙头价值凸显:** 国内专业健康体检行业进入了龙头整合阶段, 集中度的提升将是未来三年市场的主流趋势。美年大健康借助资本的力量将率先走上并购扩张之路, 当前无论从门店数量、渗透区域、服务人次来看, 美年大健康作为龙头体检机构已经把握住市场发展节奏, 未来与慈铭体检的整合将更显示出 1+1>2 的协同效应。
- **公司率先探索大健康产业的入口价值:** 在加速网络下沉、优化服务流程、提升产品内容的同时, 美年大健康还将致力于打造中国最大最权威的个人健康数据中心、最大最专业的医生多点执业网络、最大最高效的慢病防治体系, 并搭建中国最大健康医疗创新企业成长平台, 探索大健康产业链的延伸。

盈利预测

- 在对公司开店节奏的中性假设条件下, 我们预计公司 2015、2016、2017 年按照增发摊薄后股本 (9.55 亿, 不考虑非公开发行) 测算 EPS 为 0.26 元、0.38 元、0.50 元, 其中没有考虑后续慈铭体检股权的收购。如果公司门店扩张乐观, 业绩有超预期可能。

投资建议

- 健康体检行业是朝阳行业, 专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头, 在体检行业的深度整合与附加值提升的价值, 维持“增持”评级, 建议把握千亿市场的龙头投资机会。

风险

- 扩张整合风险; 经营质量风险; 审批风险; 市场竞争风险。

孙笑悦 联系人
 (8621)60230233
 sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

A 股健康体检第一股——投资标的稀缺	6
美年大健康是国内专业健康体检机构龙头	6
拥有最强大的全国网络布局	6
过去三年门店扩张速度最快	7
各大区域结构布局均衡	8
当前处在收入规模高速增长阶段	10
拥有业内最多的体检客户数量	11
与慈铭体检强强联合改变行业格局	13
公司投资价值 1：龙头地位形成先入为主的優勢	14
医疗机构服务半径范围内的排他属性形成相对稀缺价值	14
B2B 的商业模式使团体客户倾向选择网点多的龙头体检机构	15
规模效应体现在集团化采购和经营费用的边际效用递减	15
连锁制的盈利业态将形成市场新进入者的门槛	15
龙头企业对产业链上下游的吸附能力将产生马太效应	15
公司投资价值 2：借助资本加速并购扩张的能力强	15
专业体检行业是相对资本密集型产业	15
行业的整合兼并和网点下沉将更依赖于资本的获得能力	15
美年大健康在借助资本扩张速度方面领先	17
公司潜在投资价值 1：服务内容的价值提升空间	18
体检项目附加值的提升	19
服务内容的提升空间	21
检前检后流程的完善，提供差异化服务	22
公司潜在投资价值 2：发掘大健康产业的入口价值	24
健康体检在医药产业链的卡位价值	24
健康入口：向健康管理中心纵深发展	26
渠道入口：创新产品的投放平台和孵化平台	26
数据入口：大数据价值	27
龙头公司将在产业链探索充当先锋	28
盈利预测&投资建议	28
附 1：健康体检行业发展具有持续的生命力	30
社会老龄化推动体检市场发展	30
慢病推动体检市场专项检查的兴起	31
国家医疗改革战略从重治疗转向重预防	32
体检是投资，而不是消费	33
结论：中国健康体检市场空间及成长测算	34
附 2：专业体检是更具吸引力的细分市场	37
当前专业健康体检机构市场占比较低	37

专业体检机构挤占公立医院市场份额的逻辑.....	37
政策鼓励民营医疗机构利于专业体检发展.....	39
结论：中国专业健康体检市场空间及成长测算.....	39
附 3：美年大健康业务运作模式.....	42
服务内容涵盖多层次人群.....	42
全程管理的业务运作模式.....	42
销售模式以直营销售为主.....	43
风险提示.....	45

图表目录

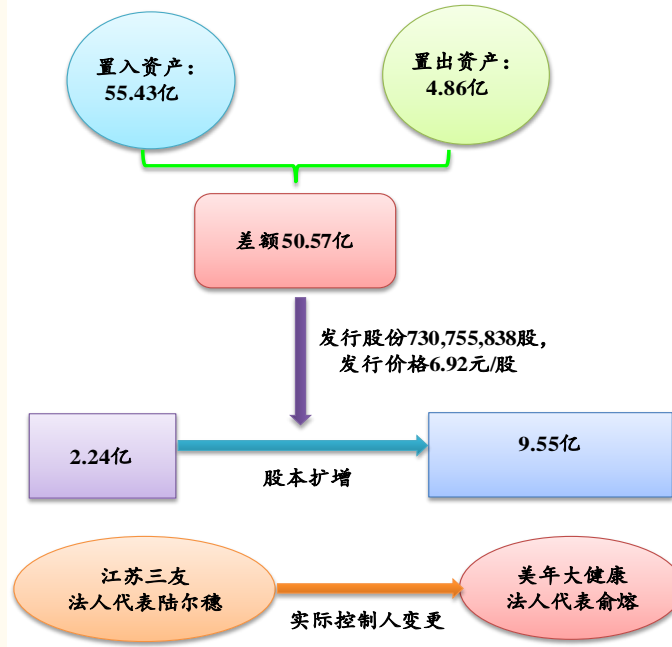
图表 1: 美年大健康借壳江苏三友上市	6
图表 2: 龙头体检机构体检中心数量对比	6
图表 3: 龙头公司开店速度对比	7
图表 4: 美年大健康全国网络布点	8
图表 5: 美年大健康收入按地域划分(2014 年)	9
图表 6: 美年大健康收入按地域划分历史情况	9
图表 7: 爱康国宾销售收入按地域划分	10
图表 8: 慈铭体检销售收入按地域划分	10
图表 9: 美年大健康历史业绩高速增长	11
图表 10: 龙头公司毛利率对比	11
图表 11: 龙头公司净利率对比	11
图表 12: 爱康国宾年度体检人次	12
图表 13: 慈铭年度体检人次	12
图表 14: 美年健康客户结构以团体客户为主	12
图表 15: 爱康国宾体检收入主要来自团体客户	12
图表 16: 慈铭体检 2012 年收入结构	12
图表 17: 美年大健康客户结构增长情况(万人)	13
图表 18: 美年大健康整合并购慈铭体检改变市场竞争格局	14
图表 19: 龙头公司整合进程	16
图表 20 龙头公司最新全国门店数对比	16
图表 21: 2020 年一二三线城市分别可容纳的专业体检机构店数	17
图表 22: 资本将在行业发展中继续扮演重要角色	17
图表 23: 美年大健康融资扩张之路	18
图表 24: 美年大健康具有战略意义的并购交易	18
图表 25: 专业健康体检机构服务内容	19
图表 26: 男性恶性肿瘤发病率&死亡率 (1/10 ⁵)	20
图表 27: 女性恶性肿瘤发病率&死亡率 (1/10 ⁵)	20
图表 28: 全国恶性肿瘤发病率 (1/10 ⁵)	20
图表 29: 全国恶性肿瘤死亡率 (1/10 ⁵)	20
图表 30: 疾病筛查集中领域和检测手段	21
图表 31: 爱康国宾收入细分	22
图表 32: 爱康国宾收入细分	22
图表 33: 健康体检服务流程	22
图表 34: 中国实行全面体检	23
图表 35: 美国实行个性化体检	24
图表 36: 专业体检机构在医疗产业链的位置	25
图表 37: 体检机构在大健康产业的卡位	25

图表 38: 美兆集团与美年大健康商业模式比较	27
图表 39: BUPA 健康产业链扩张方向	28
图表 40: 1990 年中国人口结构图	30
图表 41: 2000 年中国人口结构图	30
图表 42: 2010 年中国人口结构图	30
图表 43: 2011 年中国人口结构图	30
图表 44: 中国高血压、糖尿病、高血脂人数 (百万)	31
图表 45: 全国恶性肿瘤发病率 (1/10 ⁵)	31
图表 46: 中国癌症发病率、死亡率 (1/10 ⁵)	32
图表 47: 世界癌症发病率、死亡率 (1/10 ⁵)	32
图表 48: 中国人均医疗花费相对较低、增速快	33
图表 49: 美国人均医疗花费相对较高、增速缓慢	33
图表 50: 卫生总费用占 GDP 占比逐年攀升	33
图表 51: 政府卫生支出和占比逐年上升	34
图表 52: 城镇居民人均医疗保健支出占年消费支出比重稳定	34
图表 53: 农村居民人均医疗保健支出占年消费支出比重逐年增加	34
图表 54: 中国健康体检参与者保持较高增长率	35
图表 55: 中国的体检覆盖率显著低于发达国家	35
图表 56: 中国健康体检市场容量测算假设条件	36
图表 57: 中国健康体检市场容量测算	36
图表 58: 健康体检市场分类	37
图表 59: 医院体检部门 vs. 专业体检机构	38
图表 60: 政策鼓励民营医疗机构发展	39
图表 61: 中国专业体检市场容量测算假设条件	40
图表 62: 中国专业体检市场容量预测	40
图表 63: 专业体检市场增长潜力更大	40
图表 64: 各种体检业态市场潜力比较	41
图表 65: 美年大健康产品服务内容	42
图表 66: 美年大健康业务运作模式	43
图表 67: 美年大健康销售模式	44
图表 68 美年大健康员工构成	44

A 股健康体检第一股——投资标的稀缺

- 2015 年 6 月 30 日，美年大健康借壳江苏三友上市获批，成为 A 股首家也是唯一一个健康体检公司标的。

图表 1：美年大健康借壳江苏三友上市



来源：国金证券研究所，公司公告

美年大健康是国内专业健康体检机构龙头

- 美年大健康成立于 2004 年，是中国健康体检行业的龙头体检机构，拥有最多的体检门店和服务人次。公司总部位于上海，服务网络辐射 30 个省的 50 多个城市，拥有 100 余家体检门店，2014 年年体检人次超过 530 万人。

拥有最强大的全国网络布局

- 拥有最多的体检中心。美年大健康拥有最强大的全国网络布局，截止到 2014 年年底，通过自建和并购的方式共计拥有~110 个体检门店，是健康体检连锁机构中网络布点最多的公司。下图是截止 2014 年年底，各大龙头公司体检中心数量对比：

图表 2：龙头体检机构体检中心数量对比

总部	体检公司	连锁店数	成立日期
上海	美年大健康	109	2004
北京	爱康国宾	58	2007
北京	慈铭体检	~50	2004
上海	瑞慈体检	25	2000
西安	普惠	21	2005
上海	红鬃马	20	2004
北京	天健阳光	11	2002
北京	九华	11	1997
天津	民众	6	2008

来源：国金证券研究所，公司资料，截至 2014 年底

过去三年门店扩张速度最快

- 在过去三年里，美年大健康通过并购整合和自建的方式，保持每年二三十家店的扩张速度，其扩张速度远远快于同业竞争对手。我们认为美年大健康上市后，将充分利用资本平台，其扩张速度将会更快。

图表 3：龙头公司开店速度对比

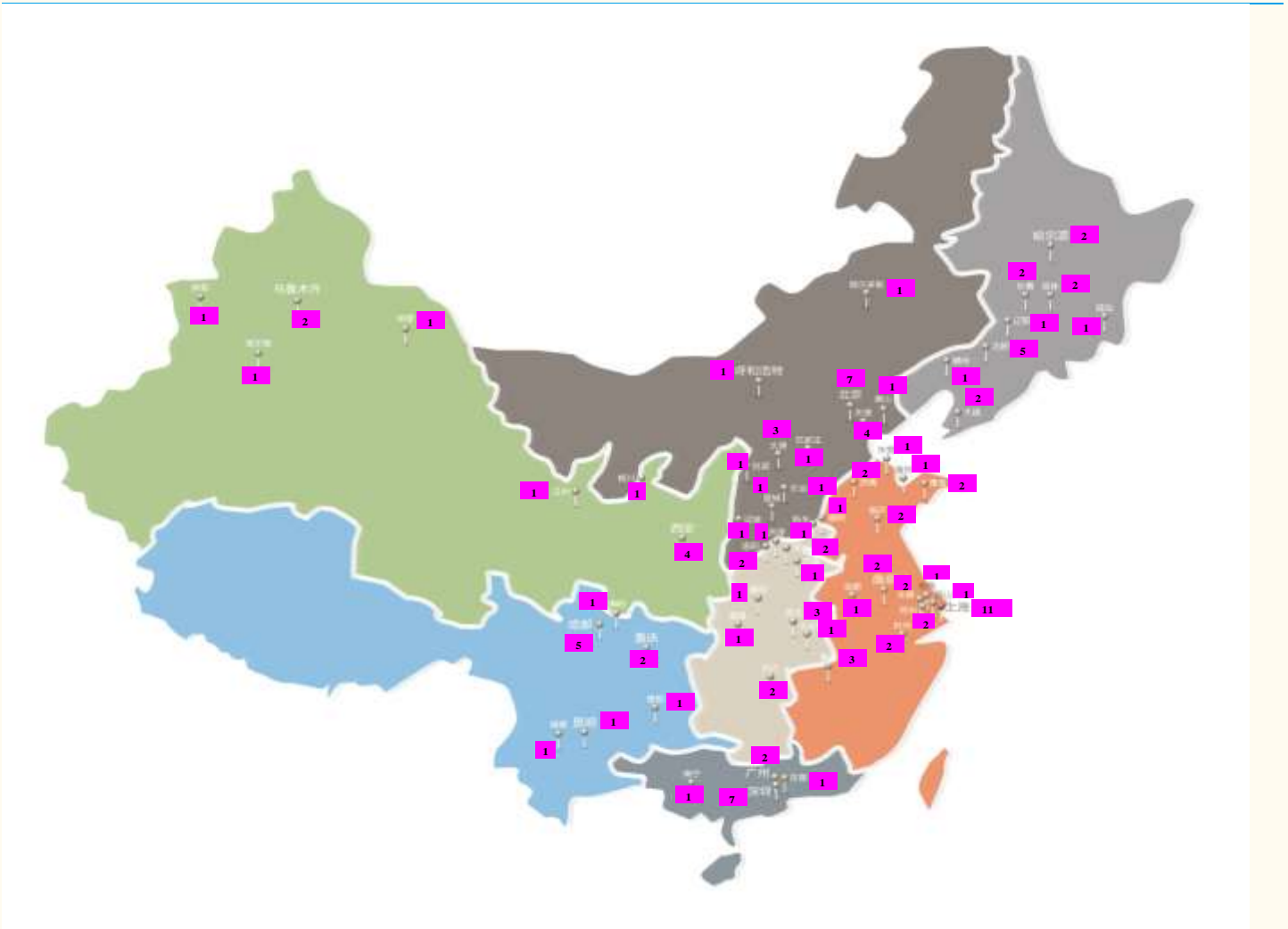
年份	2010	2011	2012	2013	2014
美年大健康	<13家	31	52	75	109
增量			21	23	34
爱康国宾	21	26	36	45	58
增量		5	10	9	13
慈铭	31	33	35	38	45
增量		2	2	3	7

来源：公司资料，部分数字预估，国金证券研究所

■ 美年大健康率先将网络布局下沉至三四线城市

- 当前国内健康体检公司中，从门店数量、服务人次、收入规模等指标来看，美年大健康、爱康国宾、慈铭体检、瑞慈体检是前四大体检公司。
- 与其他竞争对手主要将网点布局在东部的一线城市相比，美年大健康是唯一一个已经将网络布局下沉至三四线城市的龙头体检公司。通过并购和自建的方式，在东中西部的 30 多个省的各线城市布有体检中心。

图表 4：美年大健康全国网络布点

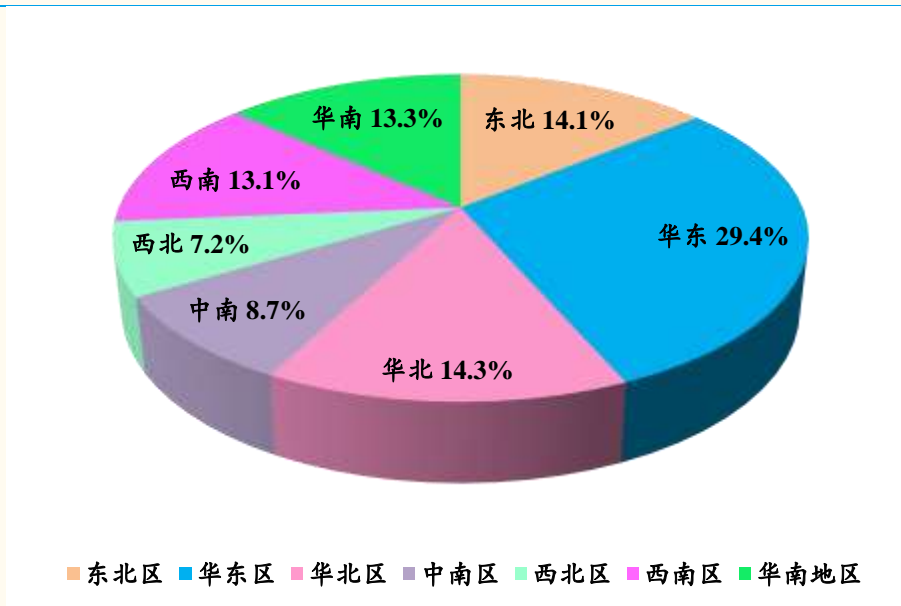


来源：国金证券研究所，公司资料

各大区域结构布局均衡

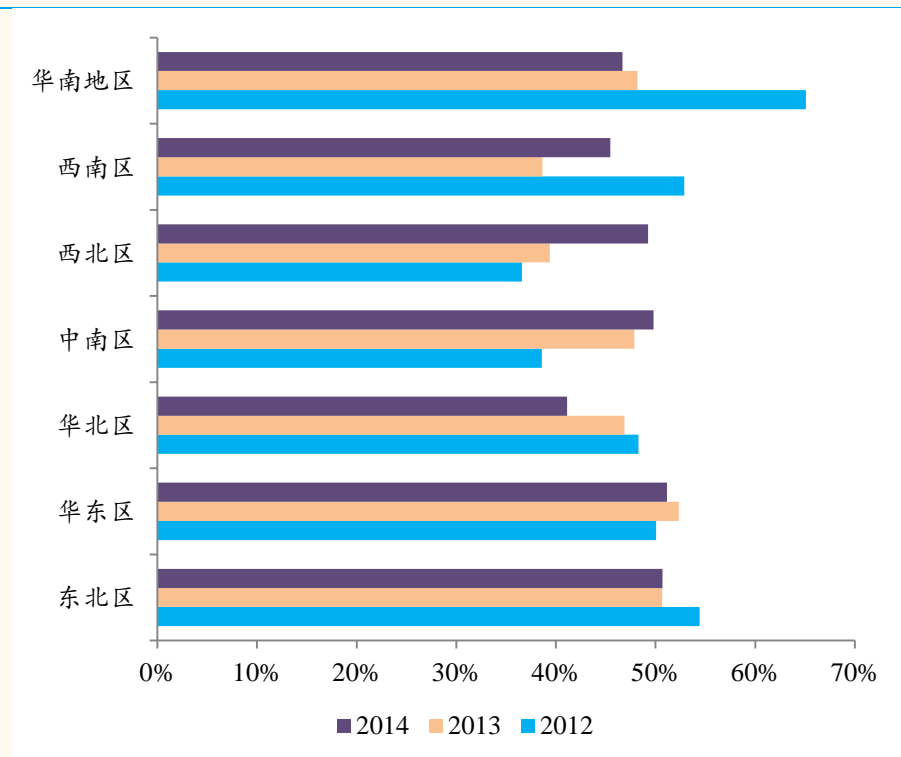
- 美年大健康在一线城市(北上广深)的体检中心是同行业中最多的，而且由于已经率先渗透进入了二三四线城市，美年大健康的区域收入结构最为均衡。华东、华北、东北地区是其收入来源的主要区域，华南、西南、中南、西北地区近年来收入贡献亦贡献了稳步增长。

图表 5：美年大健康收入按地域划分(2014 年)



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 6：美年大健康收入按地域划分历史情况

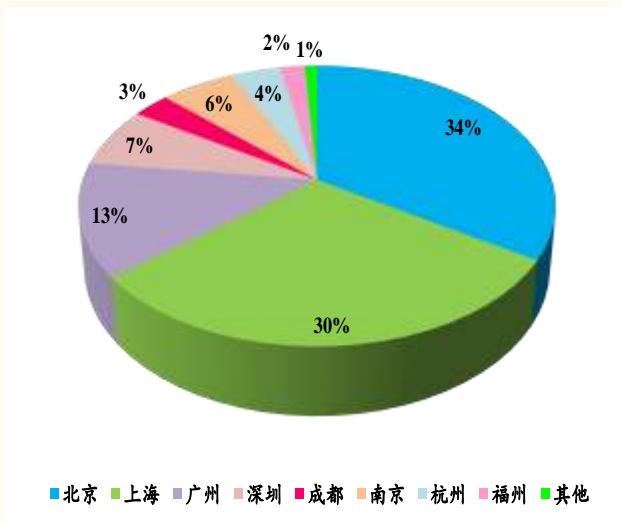


来源：国金证券研究所，公司资料

- 而其他龙头公司（爱康国宾、慈铭体检）由于网络主要布局在一线城市，网络布局还有待下沉，其北上广深四个城市的收入占到各自总收入的~80%左右。

图表 7：爱康国宾销售收入按地域划分

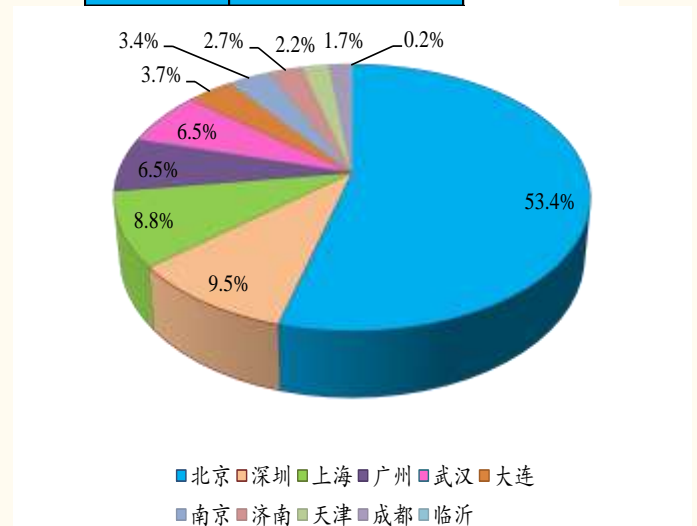
城市	收入占比
北京	34%
上海	30%
广州	13%
深圳	7%
成都	3%
南京	6%
杭州	4%
福州	2%
其他	1%



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 8：慈铭体检销售收入按地域划分

城市	收入占比
北京	53.4%
深圳	9.5%
上海	8.8%
广州	6.5%
武汉	6.5%
大连	3.7%
南京	3.4%
济南	2.7%
天津	2.2%
成都	1.7%
临沂	0.2%
金华	1.5%

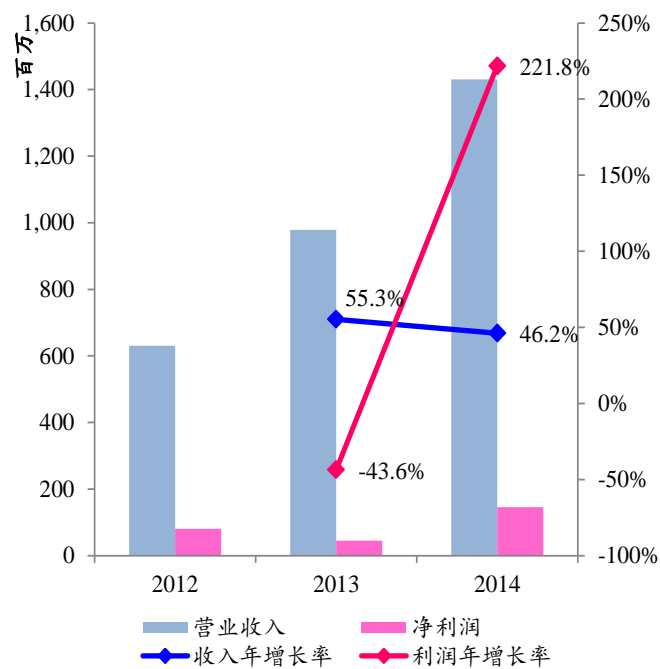


来源：公司资料，国金证券研究所

当前处在收入规模高速增长阶段

- 2014 年，美年大健康实现收入 14.3 亿，同比增长 46%；归属母公司净利润 1.4 亿，同比增长 309%。当前正处在迅速扩张阶段。

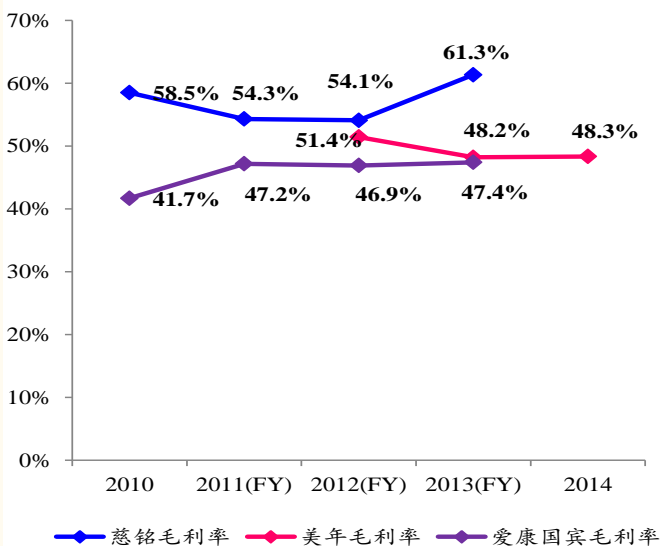
图表 9：美年大健康历史业绩高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

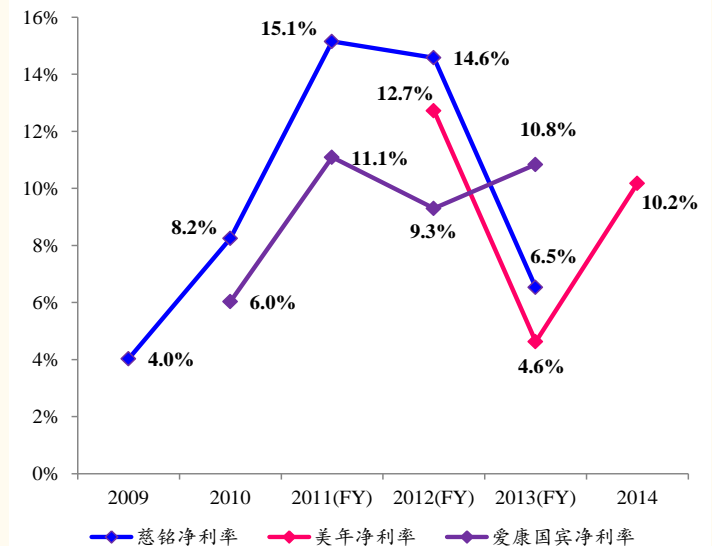
- 公司毛利率稳定在 48%左右，净利率在 10%左右。整个行业的毛利率在 50%左右。我们预计未来三年公司将进入大规模扩张阶段，门店的增加速度有可能超过收入的增长速度，因此对毛利率可能有一定影响。

图表 10：龙头公司毛利率对比



来源：国金证券研究所，公司资料

图表 11：龙头公司净利率对比

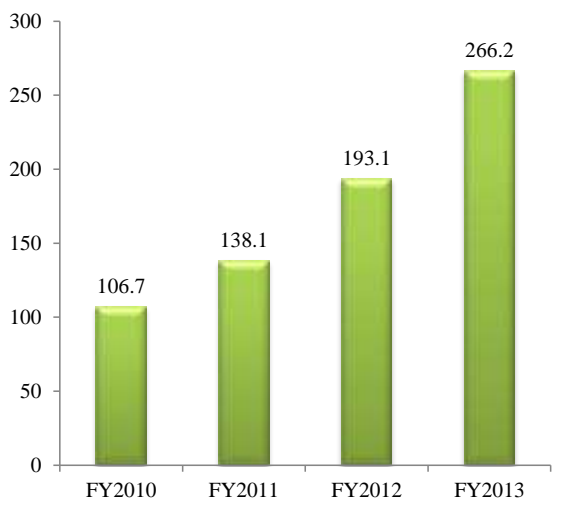


来源：国金证券研究所，公司资料

拥有业内最多的体检客户数量

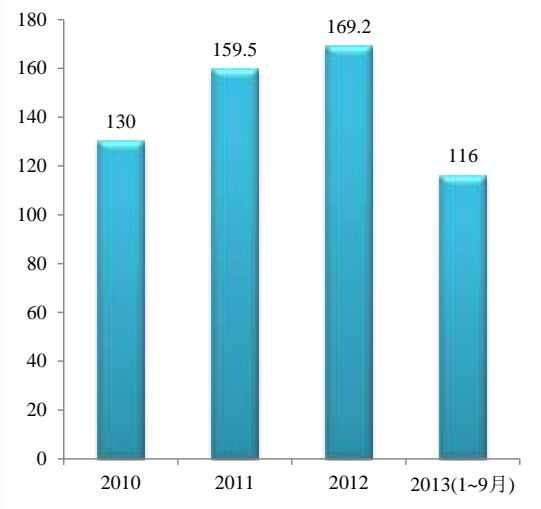
- 2014 年，美年大健康服务了 530 万体检人次，与其他竞争对手每年 200~300 万人次的体检人次相比，是同行业中服务量最多的体检公司。

图表 12: 爱康国宾年度体检人次



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 13: 慈铭年度体检人次



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 当前以团体客户为主。美年大健康当前的客户结构包括**团体客户(79%)**、**个人客户(8%)**、**职业病检测客户(9%)**、**入职体检客户(3%)**。客户结构上以团体客户为主。

图表 14: 美年健康客户结构以团体客户为主

客户结构分类	2012年			2013年			2014年		
	金额 (万元)	人数 (万人)	单客 收入	金额 (万元)	人数 (万人)	单客 收入	金额 (万元)	人数 (万人)	单客 收入
团体客户	51,123	155	330	79,375	250	318	112,575	329	342
个人客户	5,259	19	280	7,204	21	350	11,449	31	372
其他	6,505	65	100	11,097	112	99	18,291	169	108
职业病检测客户	4,758	50	94	7,223	65	111	12,945	100	130
入职体检客户	1,297	15	89	2,887	47	62	4,003	69	58
其他	450	-		986	-		1,343	-	
合计	62,887	239	263	97,676	382	256	142,315	528	269

来源: 公司资料, 国金证券研究所

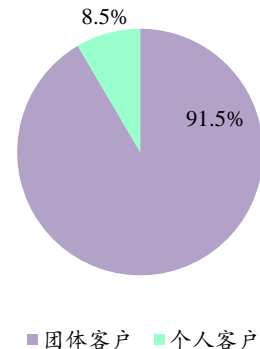
- 从专业体检机构行业的角度来看, 团体客户也是当前最主要的客户形式。爱康国宾、慈铭体检的团体客户也都占到80%以上。

图表 15: 爱康国宾体检收入主要来自团体客户

美元(千元)	FY 2010	FY 2011	FY 2012
公司客户	46,851	69,600	99,320
占比	85.3%	88.1%	85.3%
个人客户	8,052	9,397	17,129
占比	14.7%	11.9%	14.7%
常规体检	54,903	78,997	116,449

来源: 公司资料, 国金证券研究所

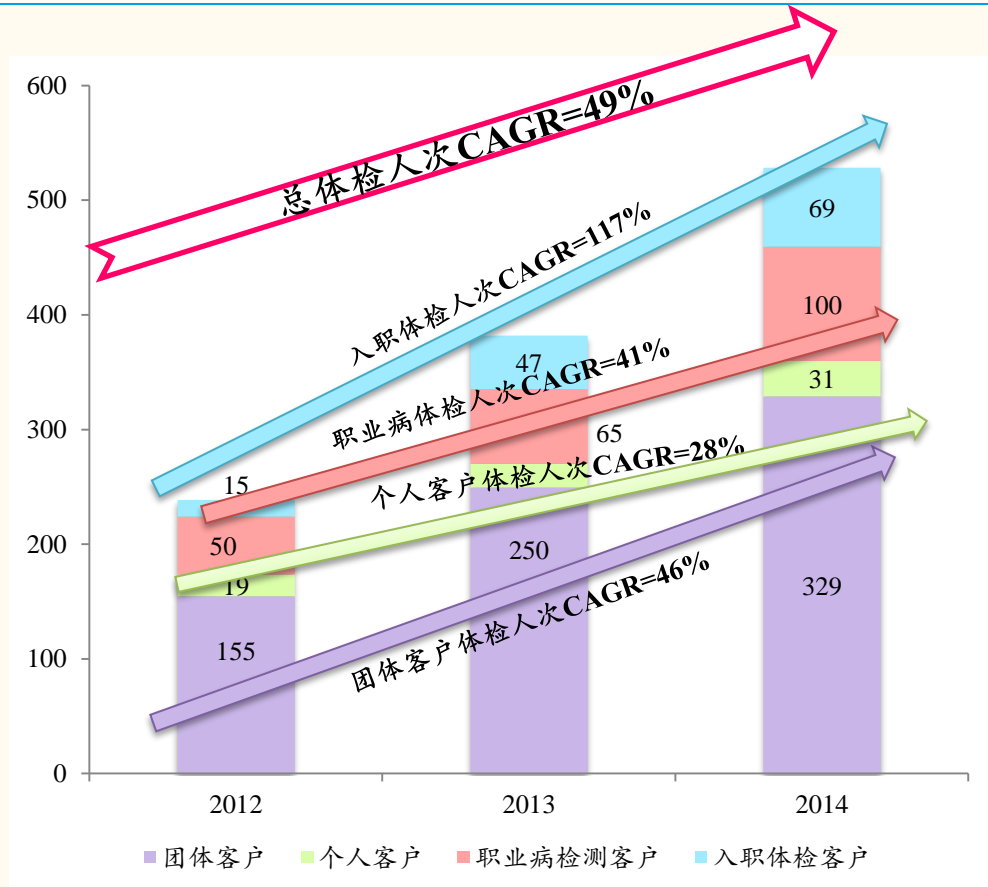
图表 16: 慈铭体检 2012 年收入结构



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- **客户数量增长迅速。**美年大健康总体检人次在过去三年保持了 49%的复合增速，其中团体客户增速达到 46%，个人客户 28%，入职体检客户 117%，职业病体检人次 41%。

图表 17：美年大健康客户结构增长情况(万人)



来源：公司资料，国金证券研究所

- 由于团体客户的竞争较为激烈，近几年来 ARPU 值没有明显变化，而个人客户的收费弹性较大，2012~2014 年个人客户收费复合增长率达到 15.4%。我们认为，未来随着健康体检流程的优化和服务内容的提升，公司将提供更多个性化服务以吸引个人客户，并提升公司业绩。

与慈铭体检强强联合改变行业格局

- 当前，美年大健康拥有国内第三大健康体检连锁机构慈铭体检 27.8%的股权，预计公司在今年年底前将完成其对慈铭体检 100%的股权并购，将实现营业网点的互补，并借助慈铭体检(奥亚中心)进入高端体检市场，进一步探索产业链的延伸。
- 通过此次并购，美年大健康将成为当前市场上收入规模最大、网络覆盖最全面的体检公司。两大体检机构的合并有望产生 1+1>2 的协同效应。

图表 18：美年大健康整合并购慈铭体检改变市场竞争格局

公司	爱康国宾	美年大健康+慈铭体检	
成立时间	2004	2004	2002
扩张期始于	2007	2011	2006
商业模式	直营	直营	直营 加盟
覆盖省	/	28	/
覆盖城市	15	55	30
体检中心数量 (2014年)	52	109	42
收入 (2013年,百万)	1254	979	784
体检人次 (2013年,万)	266	500	178
ASP (2013年,元)	472	196	440
单店收入 (2013年,百万)	28	13	21
单店人次 (2013年,万)	5.9	6.7	4.7
门店市占率 (2014年)	0.7%	1.5%	0.6%
套餐数量	70+	70+	50+
增值服务	牙科、门诊 Evergreen(VIP服务)	VIP服务	奥亚(健康管理)
网上预约	✓	✓	✓
网上商城	✓	✓	✓
APP	✓	✓	
体检报告出具时间	5~7个工作日	3个工作日	3~7个工作日

来源：国金证券研究所，公司资料

公司投资价值 1：龙头地位形成先入为主的优势

- 美年大健康作为国内营业网络最大、服务人次最多、以及未来收入规模最大的体检公司，其渐成的龙头地位形成了先入为主的优势，主要体现在：医疗机构服务半径范围内的排他属性形成相对稀缺价值，B2B 的商业模式使团体客户倾向选择网点多的龙头体检机构，规模效应体现在集团化采购和经营费用的边际效用递减，较长的新店成本回收期形成市场新进入者的门槛。

医疗机构服务半径范围内的排他属性形成相对稀缺价值

- 健康体检机构作为医疗服务业态之一，同样受设置区域的审批要求。
- 深圳市曾在 2009 版医疗机构选址指导意见曾明确指出，不同类别医疗机构设置时，其所服务的社区人口要求。
 - 医务室所在单位的服务人口须在 500 以上；诊所所在社区的服务人口在 5000 人以上；门诊部或社区健康服务中心所在社区的服务人口为 1 万~2 万人；一级医院所在社区的服务人口为 10 万~15 万人；二级综合性医院或专科医院所在社区的服务人口为 30 万~50 万人；三级综合性医院所在组团的服务人口为 100 万以上。其 2013 版的医疗机构选址指导意见规定新增诊所或门诊部与现有医疗机构之间的距离为 500 米、新增医院与现有医院之间的距离为 1000 米，且选址前应征询社区内现有相邻权利人的意见。
- 目前深圳为鼓励社会资本办医，对新增医疗机构取消了距离限制。但我们认为在医疗机构扎堆出现的城市/区，未来政策仍有可能限制服务半径范围内的医疗机构数量。
- 美年大健康作为全国网络布局最全面的城市，其对市场先入为主的占领在一定医疗机构服务半径范围内拥有了排他性。

B2B 的商业模式使团体客户倾向选择网点多的龙头体检机构

- 由于体检费用在我国尚未大规模纳入医保体系，当前我国专业健康体检机构的客户主要是企业/团体客户，大型企业通常将健康体检作为一项员工福利。由于企业在各省各地有分支机构，企业客户倾向于选择有全国网络布点的龙头体检机构，从这一点而言，美年大健康的全国性布局拥有了先发优势。

规模效应体现在集团化采购和经营费用的边际效用递减

- 龙头体检机构实行集团化采购，其体检收费较体检单店低，在公立企事业单位的招标中更容易中标。
- 当某个城市的市场培育成熟后，新开的店销售、管理团队可只在原有基础上新增人手，管理半径缩小，实现经营费用的边际递减，提高利润率。
- 我们认为美年大健康的规模效应在过去几年已经开始显现，随着规模扩张，未来还将继续加强。

连锁制的盈利业态将形成市场新进入者的门槛

- 新建一个单店的成熟期通常在五年，通常情况下，第一年业绩微亏损，第二年可实现盈亏平衡，第三年开始盈利（一线城市的回本周期短于二三线城市）。新开一家店的成本约为 1500~3000 万，其中设备投入占~50%，流动资金~10%。
- 新店回收期约在 5 年左右，由于专业体检行业目前处于快速扩张的初级阶段，是资金密集型行业阶段，唯有能不断以成熟店的盈利来补贴新店的亏损，才能维持一定的现金流。
- 我们认为，美年大健康已经形成了新店老店阶梯式发展，能够继续站在行业迅速扩张的风口上。

龙头企业对产业链上下游的吸附能力将产生马太效应

- 健康体检行业卡在健康服务大行业的入口，由此产生的对上下游的吸附效应，例如为医院导流、为医疗器械提供投放平台、为保险公司提供数据服务、以及大数据的价值等，将产生马太效应，使美年大健康这样的龙头公司能够做到强者更强。

公司投资价值 2：借助资本加速并购扩张的能力强

专业体检行业是相对资本密集型产业

- 纵观中国龙头体检机构（爱康国宾、美年大健康、慈铭体检、瑞慈体检）的发展历程，不难发现，每一个龙头公司迅速扩张的背后，都离不开资本市场的支持。
- 美年大健康上市前历经 10 多轮融资，近 20 亿元。此次借壳上市，更方便的借助资本市场的力量扩张。
- 爱康国宾上市之前也经历过 6 轮融资，其中 2013 年，高盛与新加坡政府投资公司 GIC 单笔注资近一亿美元。
- 上海瑞慈体检也获得 IDG 两轮融资和 Baring Private Equity Investment 4.2 亿人民币的注资，近年增速加快。

行业的整合兼并和网点下沉将更依赖于资本的获得能力

- **1、龙头公司将继续主导行业并购整合，集中度提升。**当前专业体检机构市场集中度依然很低，在全国各地大量存在体量小的单体店。我们认为龙头体检机构将承担起主导行业并购整合的角色，未来的健康体检行业将以连锁化方式发展。
- 今年以来，龙头公司整合的趋势明显加快。美年大健康收购慈铭、爱康国宾先后收购了天健阳光(原国药阳光，中国第七大连锁健康体检机构)的 11 个体检中心、成都、银川、烟台的 4 个单体店。

图表 19：龙头公司整合进程

总部	体检公司	连锁店数	成立日期		体检公司	门店数
上海	美年大健康	109	2004	整合 →	美年大健康+慈铭体检	160
北京	爱康国宾	58	2007		爱康国宾+天健阳光	70
北京	慈铭体检	~50	2004		瑞慈体检	25
上海	瑞慈体检	25	2000		普惠	21
西安	普惠	21	2005		红鬃马	20
上海	红鬃马	20	2004		九华	11
北京	天健阳光	11	2002		民众	6
北京	九华	11	1997			
天津	民众	6	2008			

来源：国金证券研究所，公司网站，部分数字是估计值，未包含在建门店

- 通过最近的行业整合，龙头公司最新的全国布局情况：爱康国宾在全国 18 个城市拥有 70 个体检中心，美年大健康在 60 多个城市有 110 多家体检中心(不含在建体检中心)；慈铭在 12 个城市有约 50 个体检中心。

图表 20 龙头公司最新全国门店数对比

体检公司	城市	门店数
美年大健康	60+	110+
爱康国宾	18	70
慈铭体检	12	~50

来源：公司资料，部分数字预估，国金证券研究所

- **2、专业连锁机构的网络布点亟待下沉。**专业体检机构的市场结构依然处在初级阶段，根据对人口、专业体检市场占有率的合理假设，认为二三线城市的发展空间巨大。一线城市发展相对成熟，二三线城市亟待网络布点下沉。(以下测算是理论假设值，不代表实际情况)

图表 21：2020 年一二三线城市分别可容纳的专业体检机构店数

一线城市	北京	上海	广州	深圳	合计
人口(万)	2,101	2,416	1,358	1,117	6,992
可参与人口(万)	966	1,111	625	514	3,216
单店年 服务人次(万)	3	3	3	3	3
理论上需要店数 (医院全替代)	322	370	208	171	1,072
2020年按市占率计算可容 纳店数	64	74	42	34	214
当前龙头体检机构店数	35	25	8	16	84

二线城市	天津	长春	南京	杭州	成都	武汉	大连	济南	沈阳	其他27城市	合计
人口(万)	1,546	830	857	929	1,488	1,074	703	730	868	22,301	31,326
可参与人口(万)	711	382	394	427	685	494	323	336	399	10,259	14,410
单店年 服务人次(万)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
理论上需要店数 (医院全替代)	237	127	131	142	228	165	108	112	133	3,420	4,803
2020年按市占率计算可容 纳店数	47	25	26	28	46	33	22	22	27	684	961
当前龙头体检机构店数	6	4	7	5	9	6	4	4	5	34	84

三线城市	74个三线城市
人口(万)	32,848
可参与人口(万)	15,110
单店年 服务人次(万)	3
理论上需要店数 (医院全替代)	5,037
2020年按市占率计算可容 纳店数	1,007
当前龙头体检机构店数	5

来源：国金证券研究所，第六次人口普查数据，理论假设推论，不代表实际情况

- 市场集中度过低、单体店大量存在，以美年大健康为首的龙头体检公司将通过并购方式整合行业发展；加上服务网络亟待下沉，整合并购和自建扩张将共同带动体检行业在做大市场的同时，提升行业集中度。

图表 22：资本将在行业发展中继续扮演重要角色



来源：国金证券研究所

美年大健康在借助资本扩张速度方面领先

- 综上所述我们判断资本将在行业发展中继续扮演重要角色，考验企业的融资能力。
- 美年大健康在上市之前进行过多轮融资。
 - 美年大健康成立于2004年，扩张始于2011年。
 - 2004~2010年，美年产业自建店面<13家。
 - 2011年，美年产业与沈阳大健康合并，拥有31家分店。此后历经多轮融资，迅速走上扩张之路，并实现全国性布局。

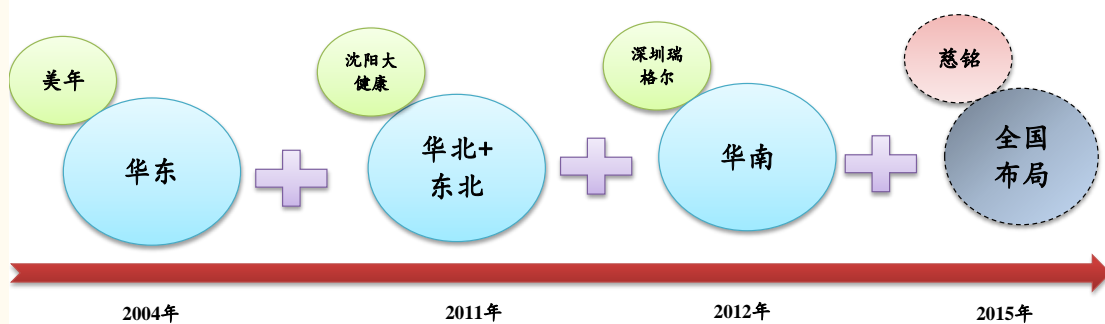
图表 23：美年大健康融资扩张之路

时间	融资	投资方	投资金额(万)
2004.6	成立	注册资本	2,000
2011.6	1	大众交通 晟果创业等	5,800
2012.7	2	凯雷投资、华金投资	25,000
2013.7	3	平安投资、凯雷投资、和途投资、高益咨询、分享投资	28,297
2014.12	4	信中利	20,000
2015.2	5	天亿资管、大中咨询 京瑞投资、中卫成长	103,000

来源：美年大健康公告，国金证券研究所

- 借助上市前的融资能力，公司已经展开了扩张的步伐，成果显著。
 - 美年大健康自2011年起开始进行自建体检中心+并购的模式，近几年来外延并购已成为公司发展的重要模式。
 - 美年大健康于2011年与沈阳大健康完成合并，布点由华东地区扩展至华北、东北；
 - 2012年完成对深圳瑞格尔的收购，布局华南地区；
 - 2015年2月以10.3亿收购慈铭健康27.8%股份，并承诺自2014年12月19日起的12个月内完成对慈铭剩余72.2%股份的收购。通过在更多地区的并购（深圳、四川、江苏、贵州、安徽、江西等），美年大健康已完成全国布局。

图表 24：美年大健康具有战略意义的并购交易



来源：公司资料，国金证券研究所

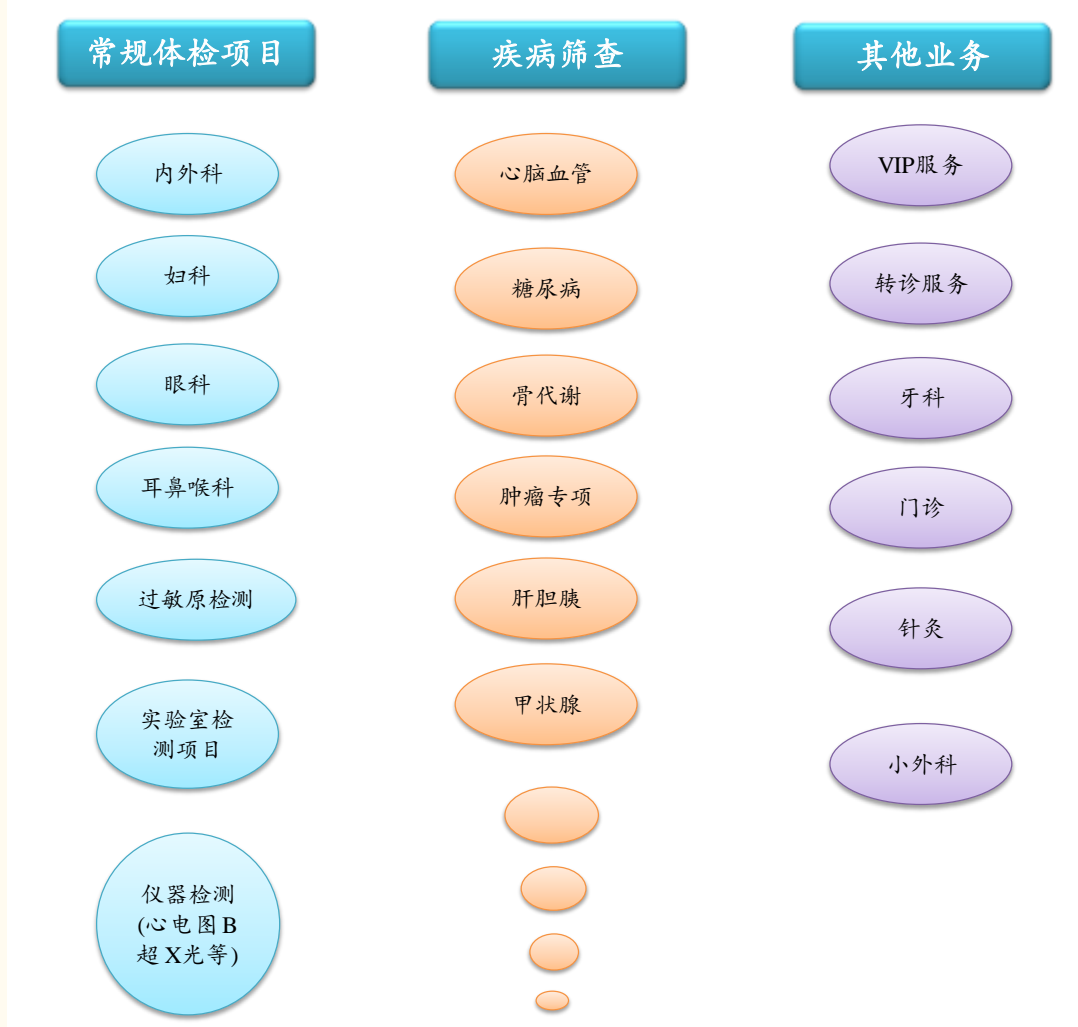
- 我们认为，未来两三年，健康体检行业将迎来大规模并购整合的风潮，市场集中度将进一步提升，美年大健康突出的资本获得能力，将受益于未来的行业整合。

公司潜在投资价值 1：服务内容的价值提升空间

体检项目附加值的提升

- 我国专业健康体检机构当前主要提供常规体检项目、疾病筛查服务和其他增值服务。
- 常规体检项目：主要包括一般检查、内科、外科、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、妇科、实验室(常规、生化、免疫学)检查、心电图、X线检查、超声等检查。

图表 25：专业健康体检机构服务内容



来源：国金证券研究所，公司网站

- **疾病筛查项目有提升空间：**随着近年来恶性肿瘤等慢性疾病发病率、死亡率的攀升(肺癌在中国的发病率已达到 35/105，死亡率达到 28/105)，和人们预防意识的提高，越来越多的人选择到专业健康体检机构接受专项疾病筛查服务。

图表 26: 男性恶性肿瘤发病率&死亡率(1/10⁵)

发病率		死亡率	
肺癌	49.3	肺癌	39.8
胃癌	34.1	肝癌	27.7
肝癌	32.2	胃癌	23.7
食管癌	24.1	食管癌	17.5
结直肠癌	18.8	结直肠癌	9.1
膀胱癌	5.5	胰腺癌	4.1
脑癌	5.1	白血病	3.5
白血病	5.1	脑癌	3.3
胰腺癌	4.8	淋巴瘤	2.7
前列腺癌	4.6	膀胱癌	2.1

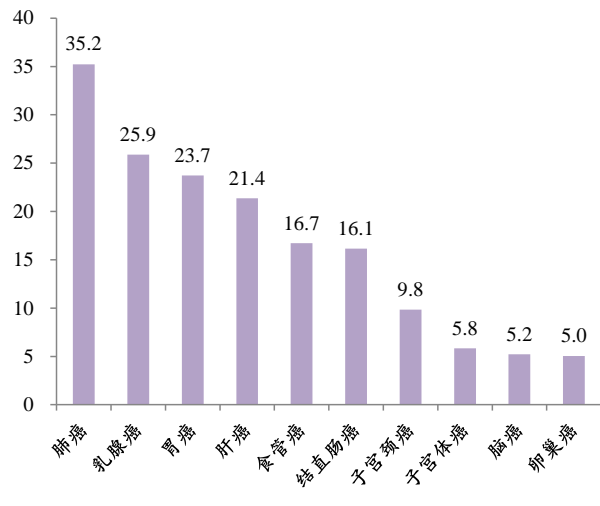
来源: 2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

图表 27: 女性恶性肿瘤发病率&死亡率(1/10⁵)

发病率		死亡率	
乳腺癌	25.9	肺癌	16.6
肺癌	21.7	胃癌	9.8
结直肠癌	13.6	肝癌	9.2
胃癌	13.6	乳腺癌	6.6
肝癌	10.4	食管癌	6.5
子宫颈癌	9.8	结直肠癌	6.1
食管癌	9.5	子宫颈癌	2.6
子宫体癌	5.8	胰腺癌	2.6
甲状腺癌	5.6	白血病	2.6
卵巢癌	5.2	脑癌	2.6

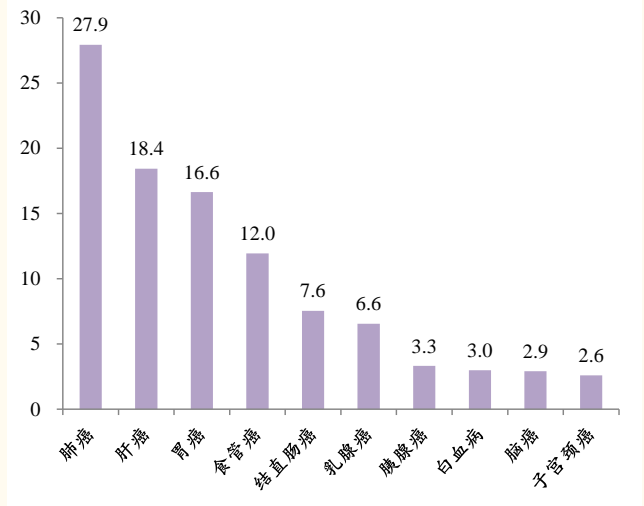
来源: 2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

图表 28: 全国恶性肿瘤发病率(1/10⁵)



来源: 2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

图表 29: 全国恶性肿瘤死亡率(1/10⁵)



来源: 2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

- 目前疾病筛查主要针对肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病、骨代谢、甲状腺疾病等发病率较高的病种, 检测范围未来可能会扩增。

图表 30：疾病筛查集中领域和检测手段

肿瘤相关	全身早期肿瘤影像	消化系统	幽门螺旋杆菌检查
	基因检测		胃癌风险指标
	免疫指标深度检查		超细胃肠镜检查
	全身肿瘤标志物（AFP、CEA、CA72-4、CA199、CA242、CA50、TSGF、β2-MG、IgA抗体、CA125、CA153、TPSA、F-PSA、CYFRA21-1、NSE、SCC）		CT检查
心脑血管系统	血脂检查	泌尿系统	核磁共振检查（MRI）
	心肌酶谱检查		消化系统肿瘤标志物（AFP、CEA、CA199、CA242、CA72-4、基因检测
	心肌功能检测		免疫指标检查
	血粘度检测		CT检查
	动态心电图检查	泌尿系统	核磁共振检查（MRI）
	眼底血管检查		泌尿系统肿瘤标志物（CEA、IgA抗体、CA50、TSGF、SCC、CYFRA21-1、NSE）
	动脉硬化检测		基因检测
	脑血管血流检测		DR摄影检查
呼吸系统	CT检查	脊柱、骨、关节系统	CT检查
	基因检测		核磁共振检查（MRI）
	过敏源测试	中医、亚健康检查	骨代谢标志物
	低剂量螺旋CT检查		亚健康分析
核磁共振检查（MRI）	中医、亚健康检查	中医检查	
肺癌相关肿瘤标志物（CEA、IgA抗体、CA50、TSGF、SCC、CYFRA21-1、NSE）		一滴血检查	
内分泌系统	肺功能	妇科专项	TCT
	免疫指标深度检查		人乳头瘤病毒检测
	甲状腺功能深度检查		女性性激素测定
	性激素水平测定		乳腺肿瘤钼靶检查
基因检测	妇科专项		CT检查
			核磁共振检查（MRI）
			妇科肿瘤标志物（CA125、CA153、CA50、TSGF、SCC）

来源：上海瑞慈体检公司官网、国金证券研究所

服务内容的提升空间

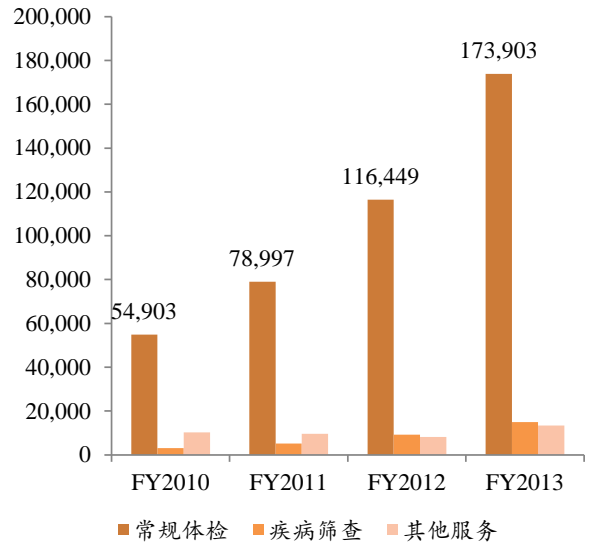
- 在提升业务附加值方面，国内龙头体检机构探索开发了针对高端客户的VIP服务、门诊、牙科、中医等。
- 以爱康国宾为例，其常规体检占比逐年下降，而增值服务的比重在逐步提升。
 - VIP服务通过对高端客户提供优质体检服务环境、深度体检、防癌筛查、体检报告即时发送、后续跟踪服务、国际门诊等。
 - 牙科服务主要包括口腔洁牙、牙齿美白、牙齿正畸、种牙、牙齿根管治疗、补牙等。
 - 提供三甲医院的专家门诊和特需门诊绿色通道预约。
 - 中医诊疗、推拿等。

图表 31：爱康国宾收入细分

美元（千元）	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013
常规体检	54,903	78,997	116,449	173,903
疾病筛查	3,077	5,162	9,240	15,017
其他服务	10,251	9,554	8,182	13,384
总计	68,231	93,713	133,871	202,304

美元	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013
常规体检	80.5%	84.3%	87.0%	86.0%
疾病筛查	4.5%	5.5%	6.9%	7.4%
其他服务	15.0%	10.2%	6.1%	6.6%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

图表 32：爱康国宾收入细分



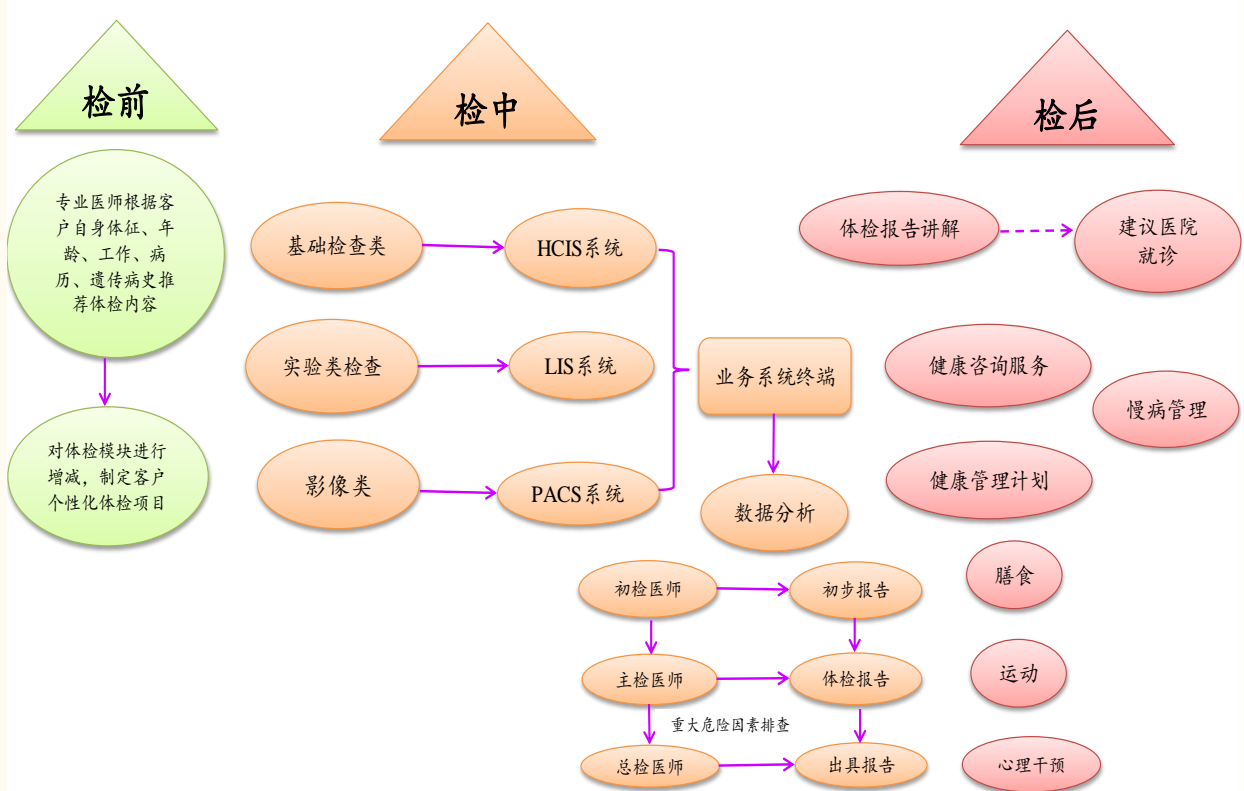
来源：国金证券研究所，公司资料

来源：国金证券研究所，公司资料

检前检后流程的完善，提供差异化服务

- 一般健康体检的服务流程大致可分为检前预约、体检、检后服务三部分：
 - 检前：问诊、判诊、订制体检服务内容
 - 检中：基础检查、影像检查、实验室检查
 - 检后：报告讲解、健康评估、健康管理

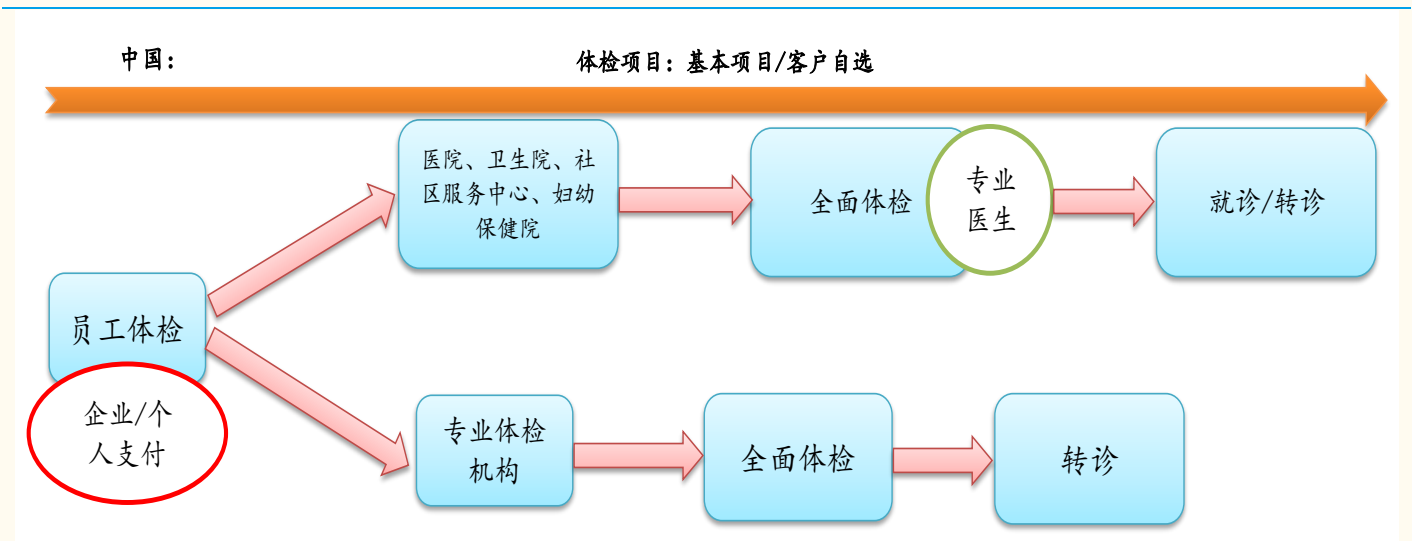
图表 33：健康体检服务流程



来源：国金证券研究所

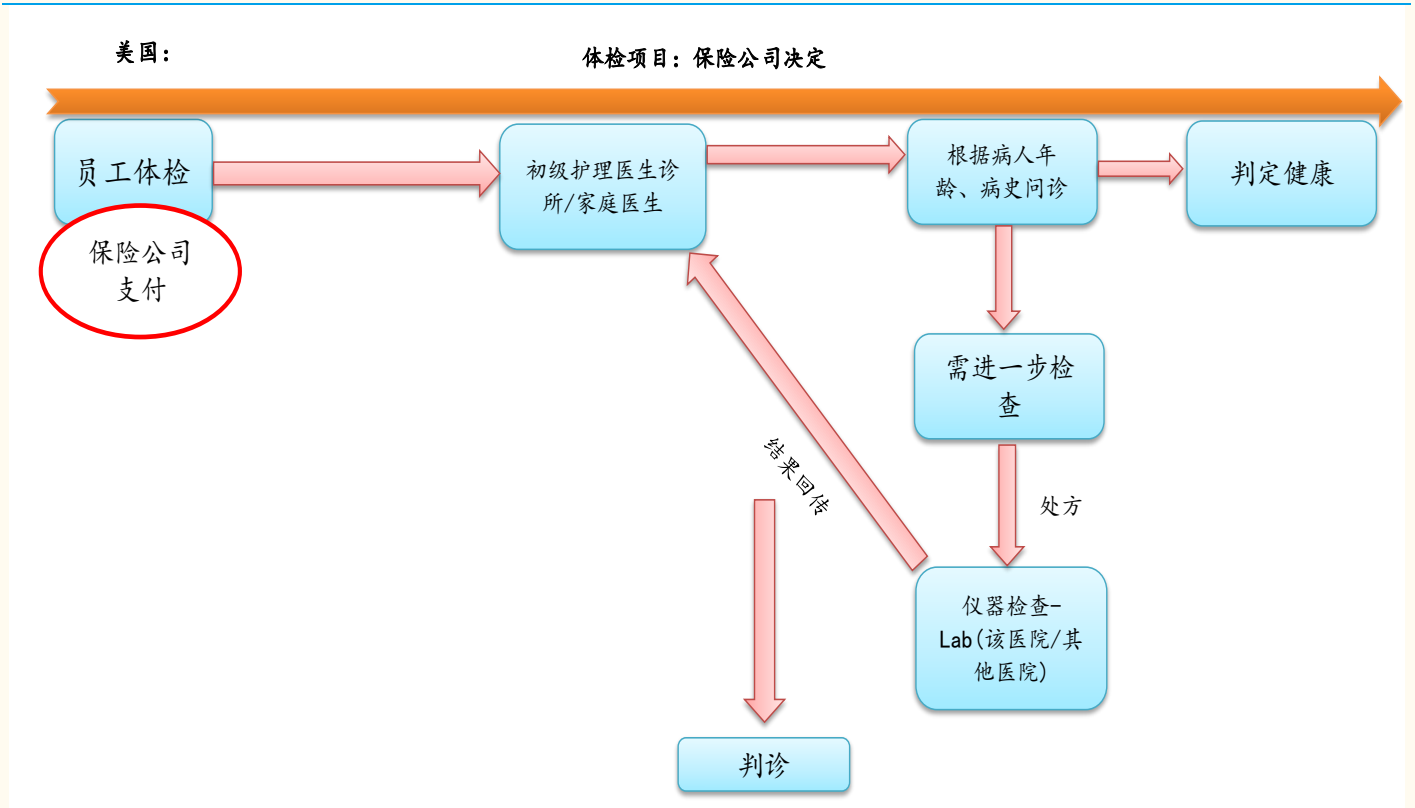
- 以上的体检流程是我们认为的完整的体检过程，但由于中国的医师资源不足，当前国内几乎除高端体检外，一般体检服务都无法完善这一流程。
- **检前准备不足影响用户体验**
 - 在中国，检前准备不足的情况存在于大部分体检机构中，因而医师不能提供受检者个性化体检的服务建议，导致所有体检者进入了流水线般的程式化检查流程，用户体验较差。
 - 美国由于医疗资源充足、员工体检纳入医保，并没有催生出像中国这样的大型连锁体检机构。体检项目由保险公司决定，在国民健康体检中扮演重要角色的是初级护理医生诊所。初级护理医生/家庭医生问诊后，参考病人的病史、年龄，结合病人自身状况，再确定进一步检查内容，如对育龄妇女的年度体检项目要包括宫颈抹片检查、老年人会被要求做肠胃检查。如果需要进行仪器上的检查，医生会开出处方，再进行进一步检查。详细的检前询问避免了资源浪费，保证了体检的效率和效果。
- **检后服务不足导致产业链没有继续延伸**
 - 体检结束后，多数体检机构无法做到对受检者进行详细的体检报告讲解，以及后续跟踪服务，更无法做到对受检者提供健康管理计划和慢病管理方案。
 - 美年大健康作为国内龙头体检公司，有望率先完善检前检后服务，提高用户体验，提供差异化服务，从完善体检流程方面挖掘产业链的附加值。

图表 34：中国实行全面体检



来源：国金证券研究所

图表 35：美国实行个性化体检



来源：国金证券研究所

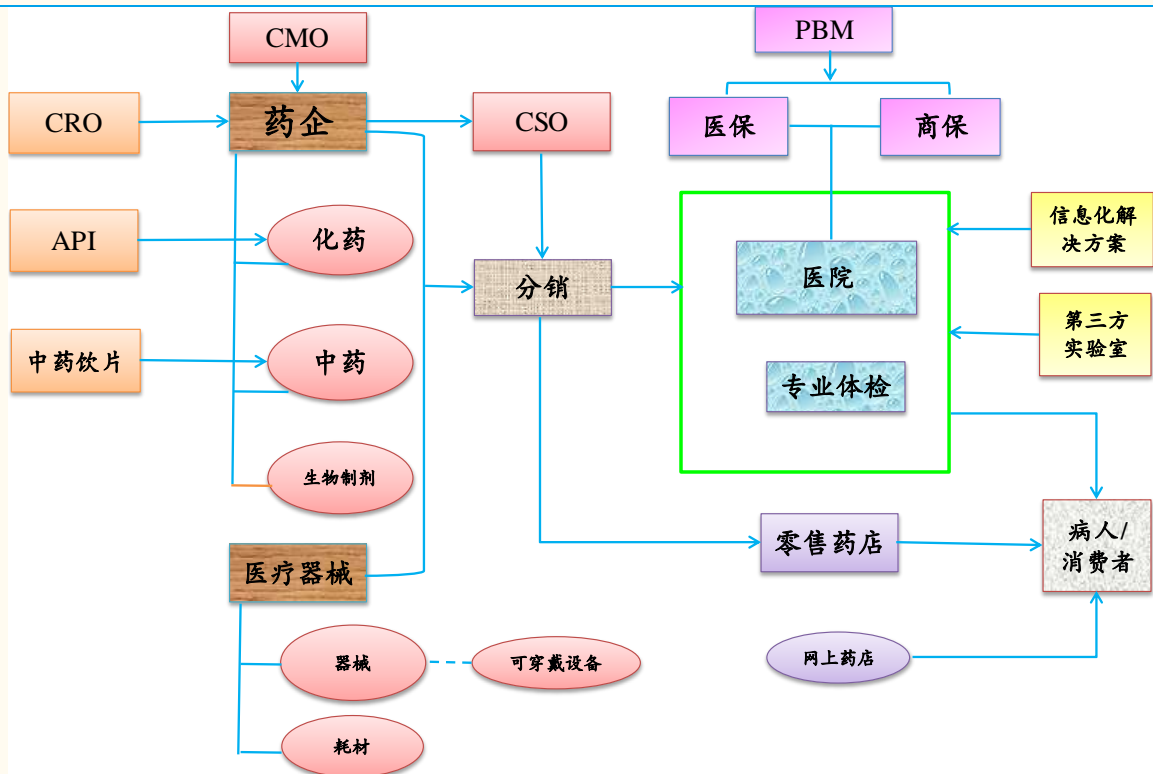
公司潜在投资价值 2：发掘大健康产业的入口价值

- 健康体检机构占据大健康产业的入口，有很大发展空间，但现状是，体检行业的服务链条很短，不同体检机构之间服务同质化严重。那么未来在结束了白热化的扩张竞争之后，市场走出拓荒阶段，健康体检行业该如何延伸后续服务？

健康体检在医药产业链的卡位价值

- 从整条医药产业链上来看，健康体检机构有着独特的卡位优势，处于与医院平行的位置，上游连接医药企业、医疗器械企业及其分销商，下游直接面对消费者，并受保险机构影响，与第三方实验室有联系。产业资源充足，是连接医疗体系上下游的重要环节。

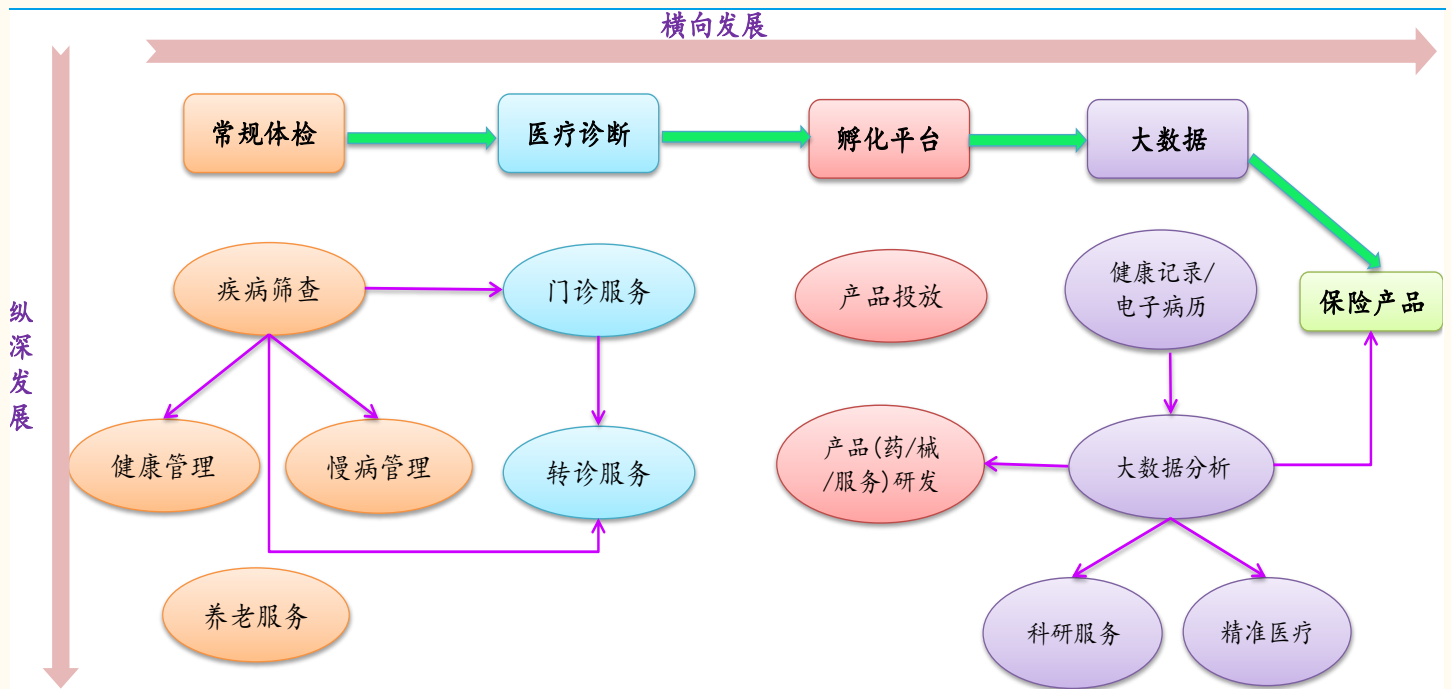
图表 36：专业体检机构在医疗产业链的位置



来源：国金证券研究所

- 从大健康产业链上来说，体检机构又占据了医疗服务领域的入口，未来随着网络下沉，产业延伸是自然趋势。我们认为届时常规体检项目可能只是为整条产业链提供了一个入口，未来真正的盈利点可能在于医疗服务内容的延伸、平台价值的放大和大数据价值。

图表 37：体检机构在大健康产业的卡位



来源：国金证券研究所

健康入口：向健康管理中心纵深发展

- 体检机构在产业链中首先发挥疾病检测的功能，当受检者被检查出病情后，体检中心联络各大医院、提供转诊服务，是产业链的自然延伸。在这一点上，慈铭体检不但做到了完善的转诊服务，更通过奥亚医院邀请三甲医生多点执业，未来还将探索远程会诊的可能。
- 随着健康观念的普及，居民健康意识的不断增强，越来越多的居民开始重视健康管理，专业的健康管理可以提供连续性的专业服务，针对客户的健康状况和慢性疾病，可以长期连续进行健康管理。
- **案例：慈铭奥亚打造“健康 4S 中心”**
 - **健康管理：**2012 年 3 月，慈铭奥亚(Oasis)健康管理医院开始运营，定位于打造涵盖高端深度体检、全方位健康管理、中医养生调理和欧洲抗衰老项目为一体的“健康 4S 中心”。下设健康养护中心设有抗衰老医学中心、中医养护中心、口腔医学中心、男性养护中心、心理医学中心、运动医学中心，提供健康评估、健康养护、健康管理一体化服务。
 - **试水多点执业：**慈铭奥亚医院提供专家坐诊，与国内外著名医院的重点科室长期合作，涉及牙科、眼科、精神科、消化内科、胸外科、肿瘤科、骨科、运动医学等。通过和北京阜外医院、中国人民解放军总医院、北京协和医院、北京安贞医院、北京大学第一医院、北京积水潭医院、宣武医院等多家三甲医院建立合作关系，患者在慈铭奥亚即可接受多位名医会诊，并能将患者直接预约至国内各大著名三甲医院就医。
 - **国际转诊、远程会诊：**并与梅奥诊所、美国麻省总医院、柏林大学心脏研究中心等国外著名医院紧密合作，开通远程会诊服务，国际就医服务贵宾在第一时间即可享受到世界一流的高品质的医疗服务。
 - 为方便服务患者，慈铭奥亚提供了多样化的就医服务模式。如快捷挂号、异地代诊、代客取化验单、陪同就医、电话回访、定制就诊、预约就医、陪医导诊服务、健康顾问服务、住院安排、手术安排、化验安排、康复安排等。
 - 慈铭奥亚经过多年探索，致力于为受检者提供转诊医院挂号、专家挂号、健康管理、网络问诊、治疗、康复管理的一站式服务。
- 从健康体检到绿色转诊的一站式服务，可以为病患省掉很多就医麻烦。国内优质医疗资源大多集中在北京，外地患者来京求医需耗费了大量的精力及财力，也未必能保证获得想要的服务。但通过慈铭奥亚中心平台，患者可以快速获取最适合自己的就医方案，提高了就医效率。
- 未来慈铭体检将被并入美年大健康，为公司将来在产业链延伸方面的探索提供了经验。我们认为，当该模式成熟后，公司有在其他城市进行复制的可能。

渠道入口：创新产品的投放平台和孵化平台

- 除了为下游医院导流，健康体检机构的平台价值还体现在可以为上游制造业的创新产品(如医疗检测仪器、可穿戴设备、保健品等)提供投放和孵化的平台。
- **为可穿戴设备提供产品投放平台。**可穿戴设备主要服务于慢性病患者，为长期提供长期身体健康指标检测和健康管理服务，与体检机构服务属性重合。因此，健康体检机构可以为可穿戴设备制造商提供产品投放平台。根据中国可穿戴计算产业技术创新战略联盟发布的《2014 年中国可穿戴设备产业发展概述》，2012 年中国可穿戴设备市场规模超过 6 亿元，2013 年市场规模达到 24 亿元，预计 2015 年中国可穿戴设备市场规模将超过 100 亿元。
- **体检机构还可对接保健品企业。**以往，保健品企业采取的会销模式一直备受打压，如果消费者了解自己的特定需求，就可直接与保健品企业进行

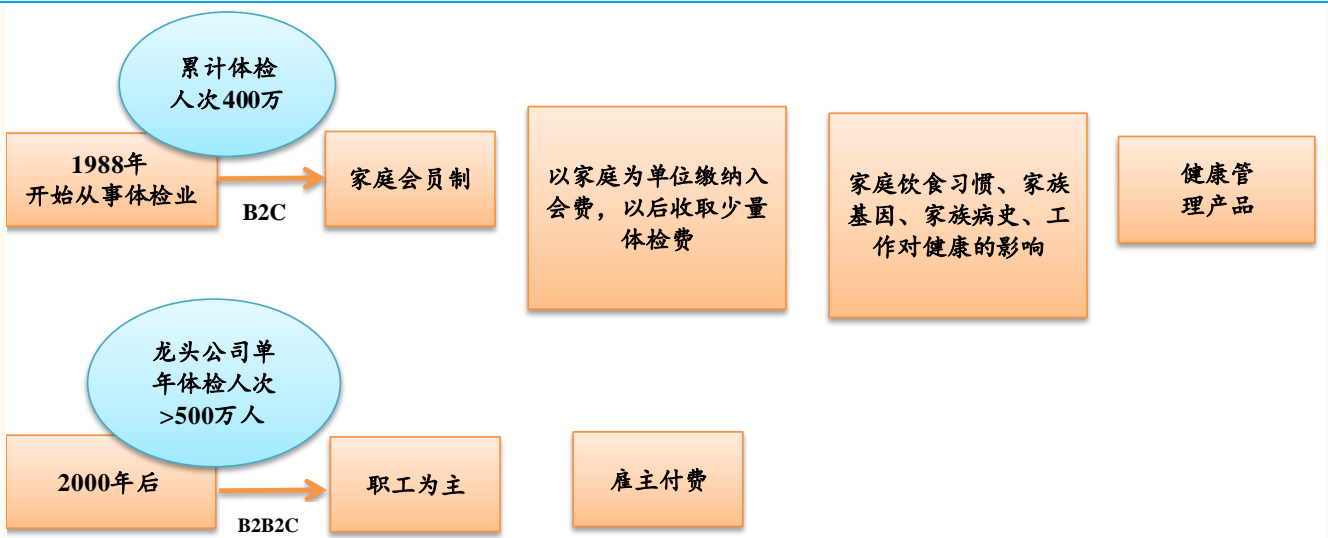
对接，而不用被动接受保健品企业的会销模式。体检机构可以针对受检者健康状况的跟踪，建议受检者选择适合自己的保健品。

- 此外，拥有十年受检者大数据的积累，以及作为率先接触患者/健康者的前端医疗机构，专业健康体检机构可在一定程度上把握到市场需求，配合药企/医疗器械制造商进行产品创新。

数据入口：大数据价值

- 美年大健康成立至今已有十年历史，拥有受检者历年完整的电子健康记录、影像数据和实验室检测数据。而相比其他竞争对手每年 200~300 万人次的体检，美年大健康 2014 年 530 万人次的体检量，其数据无论从空间(不同地域人群)还是时间(单个受检者数据历史积累)上看都有很大的价值。
- **案例：台湾美兆——挖掘大数据的精细化体检机构**
 - 台湾美兆集团成立于 1983 年，原业务为经营代理医疗器械，1988 年起在台湾成立体检中心。
 - 1988 年成立第一家体检中心之时，美兆创立了家庭会员卡，每一张卡所涵盖的成员必须是直系血亲，依不同家庭人数收取永久入会费，其后每年只需再缴纳少许年费及检查费用，便可以终生永久享受健检服务。会员卡还可以世袭并传承给子孙，许多美兆会员将此作为礼物传给后代。这在血缘关系浓厚的东方市场，无疑非常具有凝聚力。在这样的家庭会员模式下，美兆会员卡档案是一个具有直系血亲关系的家族，而在同一个家族之内，相同的饮食结构、相似的生活习惯以及遗传因素，都有利于判断家族病史以及会员健康检查、和疾病预防。
 - 美兆集团在中国台湾的会员人数已达 95 万人，占当地市场份额 40% 以上，健检人次一年超过 10 万人。
 - **大数据价值：**对家族病史档案的建立，以及对去世会员生前体检资料的回溯整理，20 余年来美兆积累了 110 万份健康管理相关数据，并以此形成另一项核心竞争力。这些资料涉及人口学、生活型态、个人及家族疾病史、个人健康近况、饮食状况等问卷调查，及详细身体检查和化验结果。
- 美年大健康拥有 100 多个体检中心，分布于 30 多个省份，其数据从地域上、数量上都多于美兆体检，未来可参照美兆体检对大数据的运用方式，兼顾个人历史健康的纵向数据对比和家庭、企业、华人社会群体的横向健康数据对比，对数据库进行深度挖掘和分析，开发出个性化的医疗健康服务。

图表 38：美兆集团与美年大健康商业模式比较

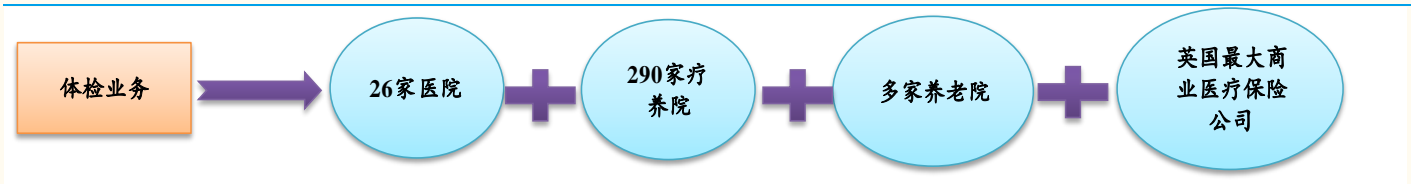


来源：国金证券研究所，公司资料

龙头公司将在产业链探索充当先锋

- 龙头体检机构在中国加速进行网络布点下沉的同时，也在探索产业链的扩张，今年以来，加速出现了包括健康管理、转诊服务、私人医生、保险等新的服务内容。
 - **海外就医服务：**2015年5月22日，民众体检与北京迈德瑞医院管理有限公司达成战略合作，共同为中国患者提供国外知名专家预约、住院预约、医学翻译、海外陪同等一站式海外就医全程服务。
 - **保险服务：**2015年4月，爱康国宾旗下高端品牌爱康君安进入广州珠江新城。(1)定位于高端体检；(2)宣布与广东地区知名医疗专家建立战略合作，共同成立“私人医生工作室”，进行疾病检测、保健指导、疾病诊断、国际医疗会诊；(3)与香港快验保国际医疗集团达成战略合作，为会员提供前往香港疫苗注射、体检、治疗的一站式医疗服务；(4)爱康齿科与太平保险首款齿科保险的合作正式签约，共同打造齿科保险产品，涵盖儿童、成人、老年及家庭等多个险种。
- 作为国内龙头体检公司，美年大健康将致力于打造国内最大的个人健康数据中心、医生多点执业网络、慢病防治体系，并搭建中国最大健康医疗创新企业成长平台。健康体检公司产业链扩张已经开始，我们看好龙头体检公司美年大健康在产业链扩张方面的探索。
- **案例：英国 BUPA 的健康产业链扩张**
 - 英国 BUPA (British United Provident Association) 健检中心成立于1947年4月，17家英国互助协会联合起来创立了BUPA的前身，目的在于预防、缓解以及治疗各类疾病和亚健康状况。
 - **实现大健康产业链的全扩张：**BUPA 成立之初是一个体检中心，而目前，在体检业务之外，BUPA 还提供商业医疗保险、医院和医疗服务以及保健服务。在英国，BUPA 经营着 26 家医院、290 多家疗养院及多家养老院。BUPA 根据客户需求设计各种健康保险计划，提供重大疾病保险、医疗保险、失能收入损失保险、长期护理保险、牙科保险等一系列健康保险产品，甚至可以为癌症、心脏病患者量身定制医疗保险计划。在英国，BUPA 占据了 41% 的商业医疗保险市场份额，位居其后的安盛医疗保险公司（英国）(PPP) 以及诺威治联合医疗保健公司（Norwich Union Healthcare，简称 NUH）则分别占有 24.5%、10% 的市场份额。
 - 将前端的健康体检、中期的医疗诊断与事前购险、事后赔付的健康险联手互动，专注于健康，串联每个价值链，是 BUPA 模式的核心。

图表 39：BUPA 健康产业链扩张方向



来源：公司资料，国金证券研究所，公司资料

盈利预测&投资建议

- **盈利预测：**在对公司开店节奏的中性假设条件下，我们预计公司 2015、2016、2017 年按照增发摊薄后股本（9.55 亿，不考虑非公开发行）测算

EPS 为 0.26 元、0.38 元、0.50 元，其中没有考虑后续慈铭体检股权的收购。如果公司门店扩张乐观，业绩有超预期可能。

- **投资建议：**健康体检行业是朝阳行业，专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头，在体检行业的深度整合与附加值提升的价值，维持“增持”评级，建议把握千亿市场的龙头投资机会。

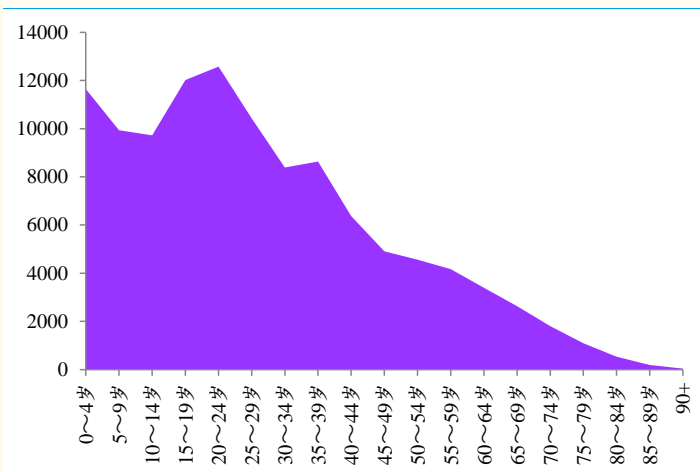
附 1：健康体检行业发展具有持续的生命力

- 随着中国逐渐步入老龄化社会、慢性疾病越来越普遍、国民对疾病预防和健康管理意识提升以及面对医保控费的压力，健康体检行业以其未病先防的理念满足了国民对健康管理的需求，也契合了国家医疗政策由重治疗向重预防逐渐转变的趋势。

社会老龄化推动体检市场发展

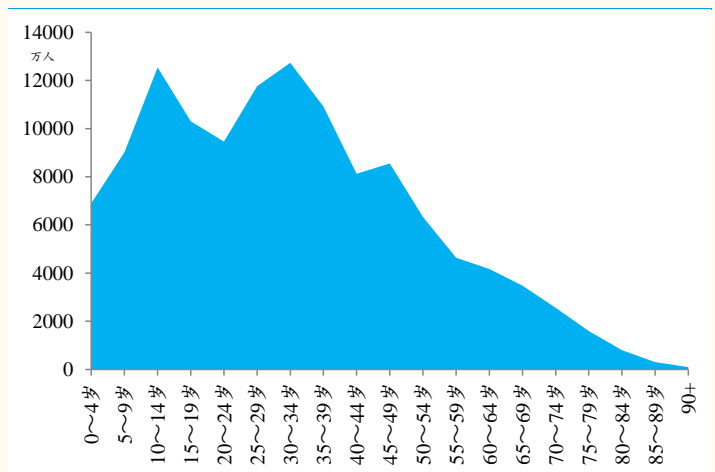
- 2000 年 11 月底第五次人口普查，我国 65 岁以上老年人口已达 8811 万人，占总人口 6.96%，60 岁以上人口达 1.3 亿人，占总人口 10.2%；到 2013 年全国总人口持续增长，自然增长率为 4.92‰，60 周岁及以上人口占比达 14.9%。按国际标准衡量，均已进入了老年型社会。
- 据联合国预测，1990-2020 年世界老龄人口平均年增速为 2.5%，同期我国老龄人口的递增速度为 3.3%，世界老龄人口占总人口的比重从 1995 年的 6.6% 上升至 2020 年 9.3%，同期我国由 6.1% 上升至 11.5%，无论从增长速度和比重都超过了世界老龄化的速度和比重，到 2020 年我国 65 岁以上老龄人口将达 1.67 亿人，约占全世界老龄人口 6.98 亿人的 24%，全世界四个人中就有一个是中国老年人。
- 老年人口的患病率、病发率显著高于其他年龄组，是医药需求、健康管理发展的重要动力，亟需关注健康体检、保健、疾病的早期诊断和治疗以降低疾病发病率、提高重大疾病治愈率。

图表 40：1990 年中国人口结构图



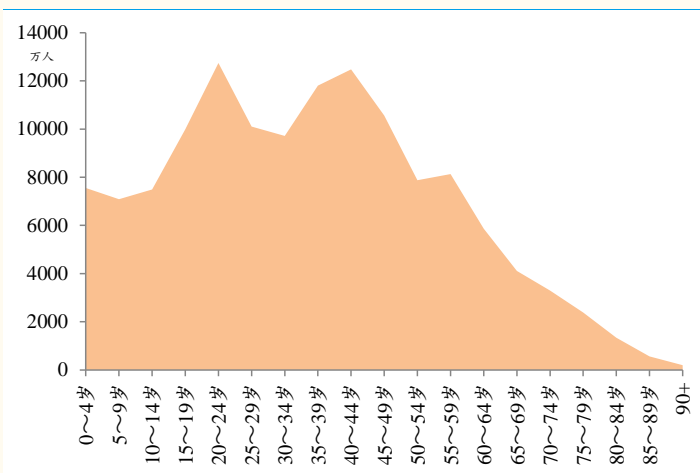
来源：卫计委、国金证券研究所

图表 41：2000 年中国人口结构图

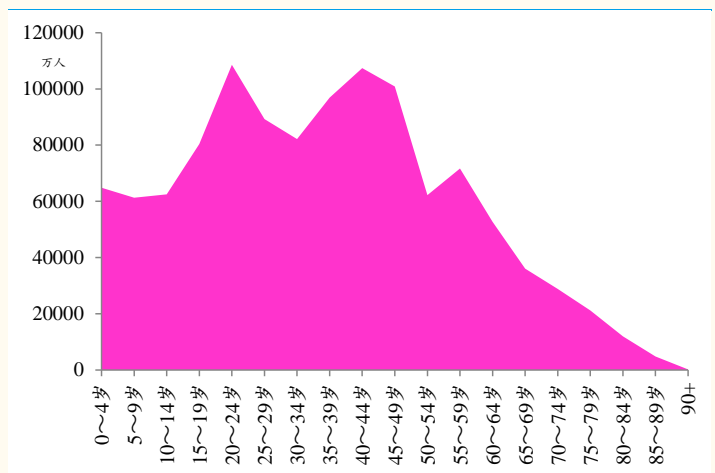


来源：卫计委、国金证券研究所

图表 42：2010 年中国人口结构图



图表 43：2011 年中国人口结构图



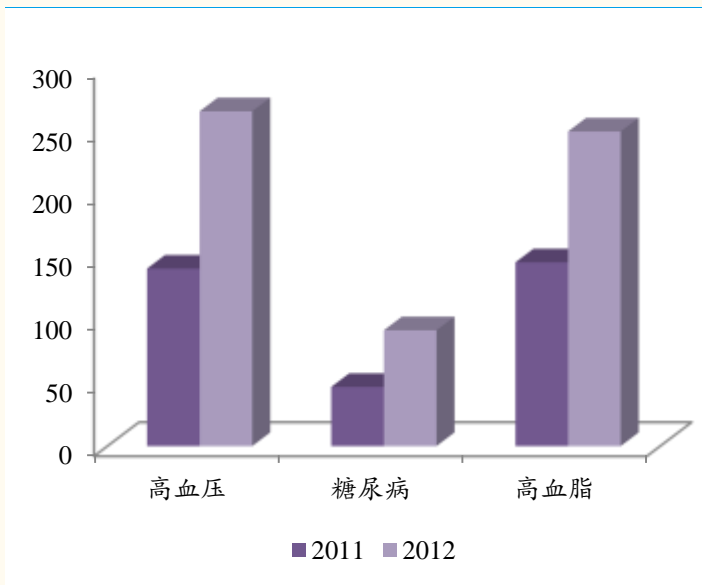
来源：卫计委、国金证券研究所

来源：卫计委、国金证券研究所

慢病推动体检市场专项检查的兴起

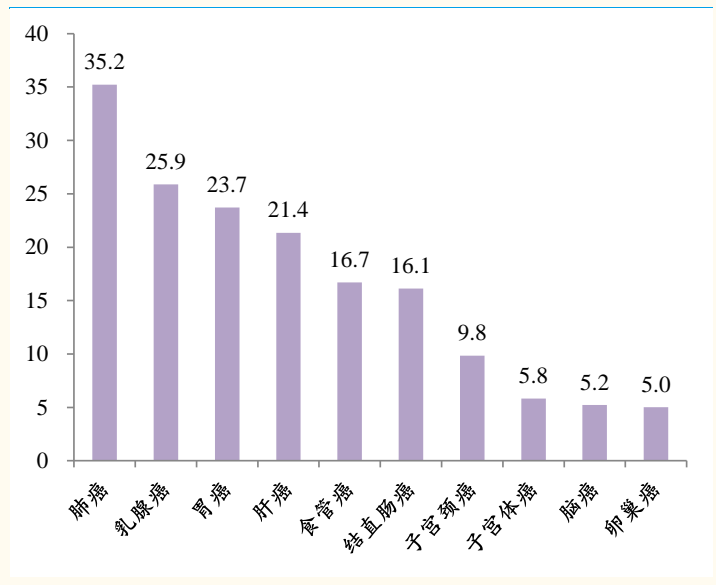
- 随着城镇化发展，我国环境污染加剧、居民生活节奏加快、社会竞争压力加重、食品安全问题层出不穷，导致慢性病患病因素不断增加。高血压、糖尿病、高血脂、癌症等慢性病占死因的比重已达 80%以上，成为致死疾病中的主要类型。恶性肿瘤的患病率在过去十年的增幅已经超过 10%。《2012 年中国卫生统计年鉴》显示，恶性肿瘤和心脏病已成为我国城市人口疾病死亡原因前两位，是威胁国民生命健康的最大隐患。
- 但这些疾病很多都是可以通过体检发现、排查并及早预防的，因此健康体检必不可少。慢性病发病率、死亡率的上升也催生出专业体检机构在常规体检服务外，推出专病专查的服务项目。随着居民收入水平的提高、居民健康意识的提高，我们相信中国健康体检行业的需求将显著提升。

图表 44：中国高血压、糖尿病、高血脂人数（百万）



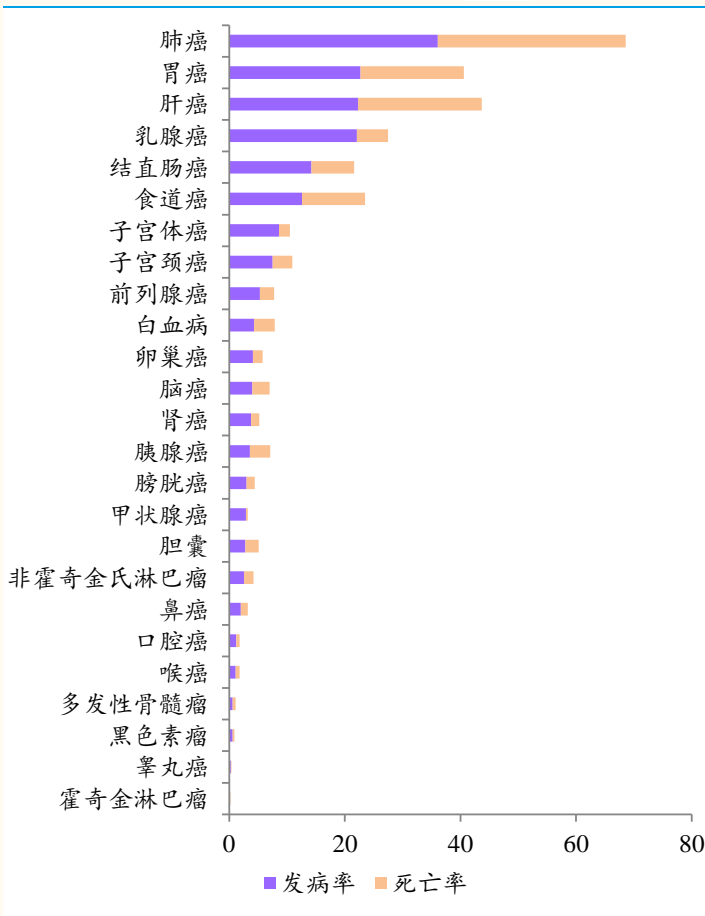
来源：卫计委、国金证券研究所

图表 45：全国恶性肿瘤发病率(1/105)



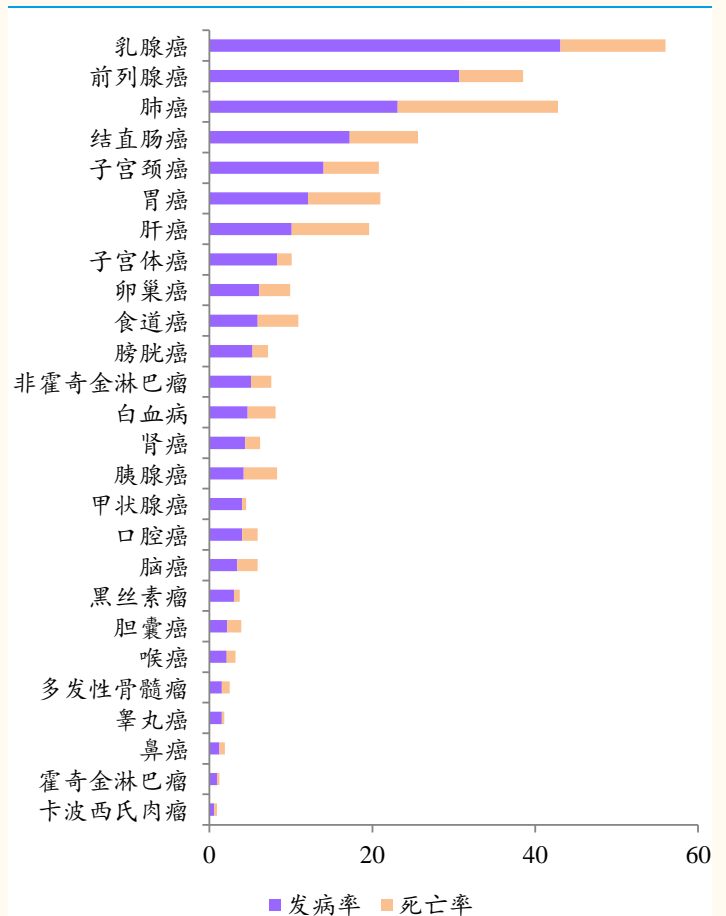
来源：2013 年中国肿瘤统计，国金证券研究所

图表 46: 中国癌症发病率、死亡率 (1/10⁵)



来源: WHO, 国金证券研究所

图表 47: 世界癌症发病率、死亡率 (1/10⁵)

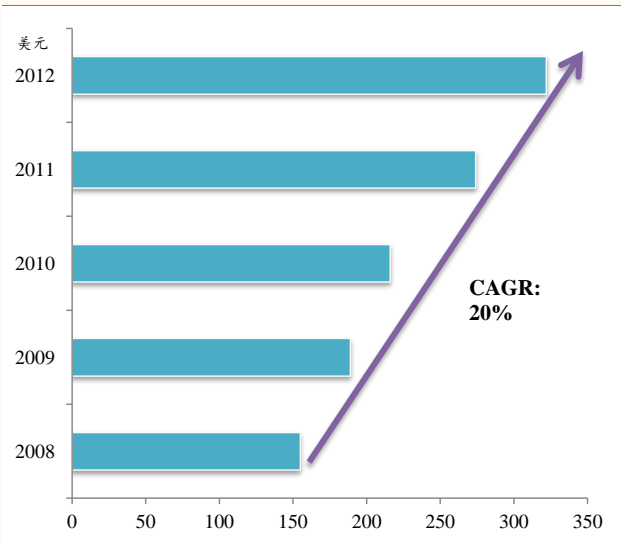


来源: WHO, 国金证券研究所

国家医疗改革战略从重治疗转向重预防

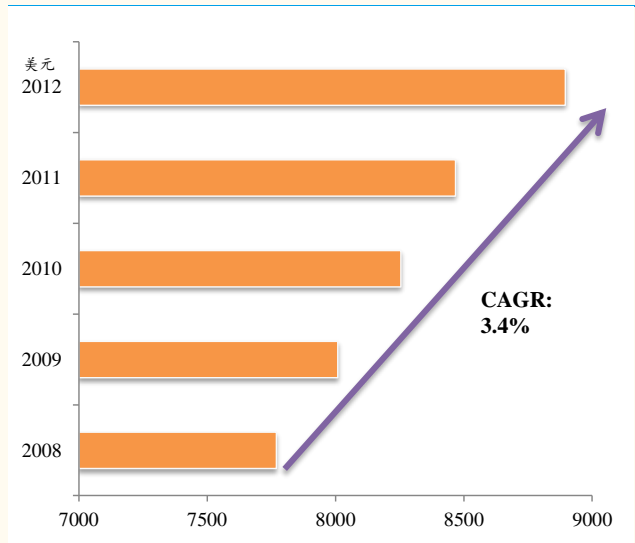
- 在当前医保控费的大背景下, 为保证居民健康水平的持续提升、节约国家及居民医疗费用开支, 政府提出医疗卫生工作的“战略前移”, 即抓预防、治未病, 真正贯彻以一、二级预防为重点, 以疾病发生的“上游”入手的“预防为主”的战略方针。国家卫生工作战略的前移, 改变了传统的“重治疗、轻预防”的思想观念。我们预计为减少对政府财政、实体经济的负担, 政府将继续出台多项政策细则, 推动国家医疗改革战略从重治疗转向重预防。在医保费用紧张的大环境和政府政策鼓励的大背景下, 健康体检市场将迎来空前的发展机遇。
- 中国人均医疗花费近年来以 20% 的增速增长, 而参照国际健康管理规则计算: 以健康体检为主的预防性投资每投入 1 元钱, 便可为个人及社会节省 9 元钱的医疗费用。

图表 48：中国人均医疗花费相对较低、增速快



来源：国金证券研究所、WHO、卫计委

图表 49：美国人均医疗花费相对较高、增速缓慢



来源：国金证券研究所，Bloomberg

体检是投资，而不是消费

- 美国健康体检与健康管理人员经过 20 多年的研究，得出了健康体检与健康管理的“90%vs10%”规律，即通过健康体检和健康管理，90%的个人和企业的医疗费用会降低到原来的 10%；而未做健康体检和健康管理的 10% 的人，医疗费用比原来上升 90%。从这一意义上说，体检于我们个人、甚至国家而言是投资，而不是消费。
- 德国人早在上世纪 20 年代就形成了“一年一检”的习惯，德国民众普遍认为定期体检可以使疾病发现得早，治愈率高，花费降低，是花小钱、省大钱的做法。由于体检的普及，1980~1985 年，德国人的胆固醇水平下降了 2%、高血压减少了 4%、冠心病发病率下降了 16%、避免了 80% 的心脏病与糖尿病、70% 的中风以及和 50% 的癌症。近年来，德国女性的乳腺癌死亡率持续下降，宫颈癌的早期发现治愈率也提高到 90% 以上。
- 前几年，由于国民体检意识的匮乏，导致个人对健康管理的不重视。近年来，中国卫生费用、政府卫生支出和人均医疗保健支出的不断增长为健康体检行业的发展创造了良好的市场基础。
- 中国卫生费用占 GDP 的比重近年来逐步上升

图表 50：卫生总费用占 GDP 占比逐年攀升

卫生总费用占GDP比重	%
2012	5.4%
2011	5.2%
2010	5.0%
2009	5.2%
2008	4.6%



来源：卫计委、国金证券研究所

- 政府卫生支出和占比逐年上升

图表 51: 政府卫生支出和占比逐年上升

年份	政府卫生支出(亿元)	占财政支出比重	占卫生总费用比重	占国内生产总值比重
2012	8,366.0	6.7%	30.0%	1.6%
2011	7,464.2	6.8%	30.7%	1.6%
2010	5,732.5	6.4%	28.7%	1.4%
2009	4,816.3	6.3%	27.5%	1.4%
2008	3,593.9	5.7%	24.7%	1.1%
2007	2,581.6	5.2%	22.3%	1.0%
2006	1,778.9	4.4%	18.1%	0.8%

来源: 卫计委、证券研究所

- 人均医疗保健支出同步/高于人均消费支出

图表 52: 城镇居民人均医疗保健支出占年消费支出比重稳定

年份	人均年消费支出	年增长率	人均医疗保健支出	年增长率	%
2008	11242.9		786.2		7.0%
2009	12264.6	9.1%	856.4	8.9%	7.0%
2010	13471.5	9.8%	871.8	1.8%	6.5%
2011	15160.9	12.5%	969	11.1%	6.4%
2012	16674.3	10.0%	1063.7	9.8%	6.4%

来源: 卫计委、国金证券研究所

图表 53: 农村居民人均医疗保健支出占年消费支出比重逐年增加

年份	人均年消费支出	年增长率	人均医疗保健支出	年增长率	%
2008	3660.7		246		6.7%
2009	3993.5	9.1%	287.5	16.9%	7.2%
2010	4381.8	9.7%	326	13.4%	7.4%
2011	5221.1	19.2%	436.8	34.0%	8.4%
2012	5908	13.2%	513.8	17.6%	8.7%

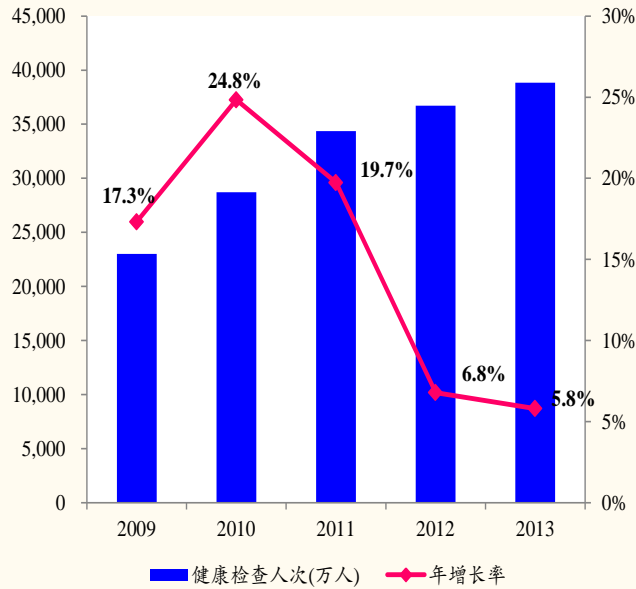
来源: 卫计委、国金证券研究所

结论: 中国健康体检市场空间及成长测算

- 2013 年我国健康检查人次为 3.88 亿, 占人口总数的比值为 28.5%, 复合增长率是 14.7%。2013 年健康体检市场的总收入规模约为 1,001 亿。

图表 54：中国健康体检参与者保持较高增长率

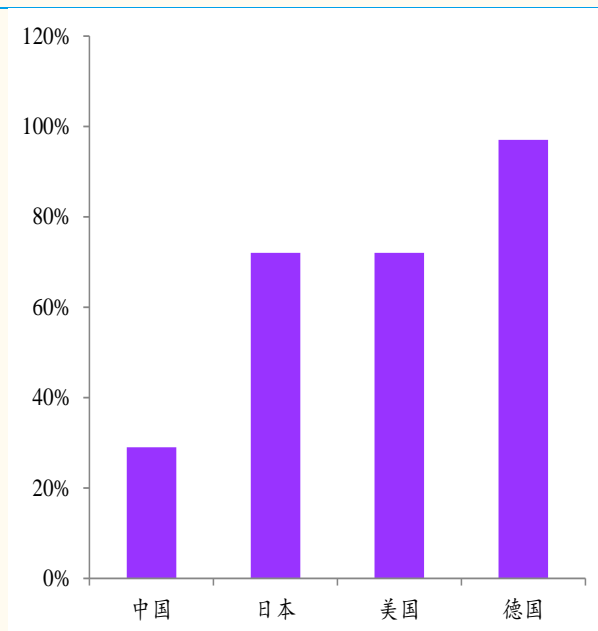
中国	2008	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR
健康检查人次(万人)	19,600	22,994	28,705	34,370	36,703	38,833	
年增长率		17%	25%	20%	7%	6%	15%



来源：卫计委、国金证券研究所

- 虽然我国居民中参加健康体检的人数比例持续增长，但与日本、美国、德国 72%、72%、97%的体检覆盖率相比，中国的体检市场仍存在巨大的扩容空间。

图表 55：中国的体检覆盖率显著低于发达国家



来源：爱康国宾招股说明书、国金证券研究所

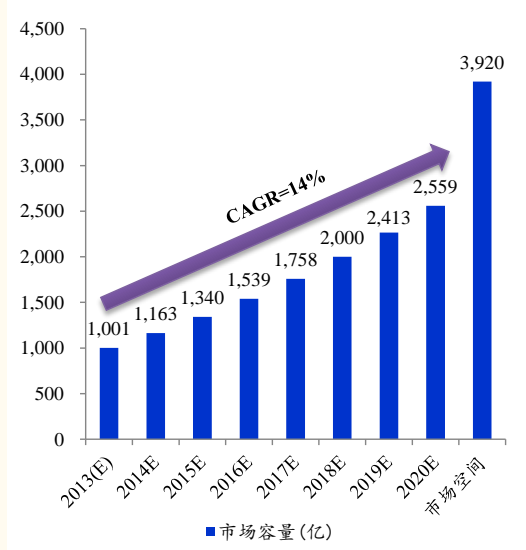
- 当前中国的健康体检市场医院体检部门占比约 90%，专业体检机构占比约 10%。

- 根据我们的预测，未来中国的健康体检总市场收入规模可达 3,920 亿，未来 5 年行业复合增速将达 14%，预计 2020 年行业规模将达 2560 亿，是空间广阔的蓝海市场。

图表 56：中国健康体检市场容量测算假设条件

2013年体检人数(亿)	3.9
ARPU(元)	258
当前市场规模(亿)	1,001
体检人数年复合增长率('13-'20)	7%
ARPU值年复合增长率('13-'20)	6%
2020年总市场规模(亿)	2,560
未来总市场空间(亿)	3,920

图表 57：中国健康体检市场容量测算



来源：第六次人口普查数据，卫计委统计年鉴，国金证券研究所

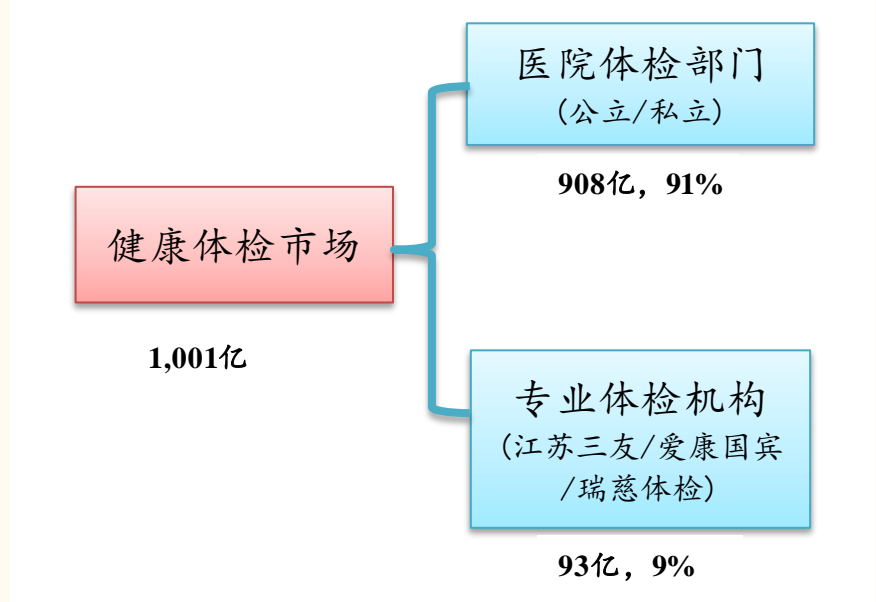
来源：国金证券研究所

附 2：专业体检是更具吸引力的细分市场

当前专业健康体检机构市场占比较低

- 当前中国的健康体检市场由医院的体检部门和以美年大健康(美年大健康、慈铭体检)、爱康国宾、瑞慈体检为首的专业健康体检机构。

图表 58：健康体检市场分类



来源：国金证券研究所

- 当前中国体检市场以公立医院等医疗机构的体检部门(医院、卫生院、社区卫生服务中心、妇幼保健院等)为主、以专业体检机构为辅。
- 由于传统思想上国民较为信任、依赖公立医院，且医保基本上未包括公众体检部分的开支，民众习惯上寻求大而全的公立医院作为首选。
- 根据我们的测算，当前我国专业体检机构市场容量约为 92.5 亿，占总健康体检市场的 9.2%，且专业体检机构的市场较为分散。

专业体检机构挤占公立医院市场份额的逻辑

- 我们认为专业体检机构与大医院的功能定位不同，具备未来成长为真正意义上的专业健康体检服务机构的客观条件。
 - 我国的公立医院客观上存在着不分流病患和健康者、导致健康体检者感染率较高的情况。根据卫计委调查统计，公立医院院内交叉感染率约为 1.1%，而专业公共卫生机构的感染率约为 0.5%，专业健康体检机构几乎不存在交叉感染的情况。
 - 公立医院与专业体检机构相比，其服务质量、服务理念较低，专业体检机构具备先进的健康管理理念及富有成效地检后健康管理服务。
 - 医院等医疗机构的优秀医师资源通常集中于治疗科室，专业体检机构的总检医师通常从三甲医院、军医院等大型医院的退休医生返聘而来。
 - 专业体检机构业务体系可标准化，便于连锁复制，迅速进行规模性扩张。
 - 专业体检机构的集中采购将为体检者提供性价比更高的设备服务。

图表 59：医院体检部门 vs. 专业体检机构

<p style="text-align: center;">公立医院体检部门优势</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 硬件设备齐全 ➢ 享有国家优惠政策和扶持，经营成本较低 ➢ 国民传统思想上较为依赖、信任公立医院 	<p style="text-align: center;">专业体检机构优势</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 专业化体检、市场化运作 ◆ 经营机制灵活、市场服务意识强 ◆ 避免或减少医院交叉感染风险 ◆ 业务体系可标准化，便于连锁复制，迅速进行规模性扩张 ◆ 富有成效地检后健康管理服务 ◆ 与大医院功能定位不同，具备成长为真正意义上的专业健康体检服务机构的客观条件
<p style="text-align: center;">公立医院体检部门劣势</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 公立医院院内交叉感染率始终居高不下，据《2011 年中国卫生统计年鉴》统计显示，2010年，在公立医院中院内感染率为 1.1%，专业公共卫生机构的感染率为 0.5% ➢ 与专业体检机构相比，公立医院在服务理念、服务质量等方面存在明显劣势 ➢ 公立医院以临床、科研、教学为主要功能定位，体检业务仅作为其辅助业务 ➢ 目前国内的公立医院一般处于单点经营状态，不具备连锁经营的条件 	<p style="text-align: center;">专业体检机构劣势</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 仅部分享受国家相关优惠政策，经营成本相对较高 ◆ 相比有实力的大医院，某些先进硬件设备条件相对不足

来源：国金证券研究所

- 虽然中国居民由于对公立医院的依赖性较强，医院在未来一段时间仍是体检市场的主导，但是随着国民对专业体检机构的认识更加清晰，专业体检机构会持续挤占医疗机构体检部门的市场空间。
- 我们认为，中国医疗资源的稀缺性将在未来很长一段时间存在，这就要求我国医院走向精细化和系统化的分工，“大而全”的模式将逐渐精简，专业化市场化分工将日渐清晰。
- 专业体检机构的可复制性和全国性的布点扩张将为民众提供方便快捷的服务。
- 随着大数据的应用拓展，专业体检机构可为民众建立区域性、群体性的电子健康档案，根据其病史和健康状况提供后续服务、进行健康管理、开发出新产品。
- 因此，我们判断未来专业体检机构将借助其优质的硬件设备、软件服务、和健康管理入口拥有广阔的发展空间。

政策鼓励民营医疗机构利于专业体检发展

- 自 2013 年 9 月国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》至今，政府持续发布相关政策及配套措施鼓励社会办医。此次政策分别从审批流程、资源配置、融资渠道、税收政策、医保政策等方面强化了政府对社会办医的鼓励。
- 2015 年 6 月，国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》，继续鼓励社会办医发展。
- 在上述措施的鼓励下，专业体检机构作为民营医疗服务业态的代表，也将受益。

图表 60：政策鼓励民营医疗机构发展

政府部门	政策文件	发布时间	政策核心内容
国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	2010年	坚持公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展，加快形成多元化办医格局，是医药卫生体制改革的基本原则和方向
卫生部	《卫生部关于做好区域卫生规划和医疗机构设置规划促进非公立医疗机构发展的通知》	2012年	到2015年，非公立医疗机构床位和服务量达到总量的20%左右，实现非公立医疗机构与公立医疗机构协调发展的发展目标
国务院	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013年9月	到2020年健康服务业总规模达到8万亿元以上；发展医疗服务、健康养老、健康保险、中医药保健、支撑产业(医疗器械、创新药、第三方医学检验中心、影像中心、药学研究、临床试验等生物医药研发服务外包)、健康服务信息化(HIS、网上预约挂号、远程会诊)
国务院	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013年11月	鼓励社会办医，优先支持举办非营利性医疗机构
卫计委	《关于加快发展社会办医的若干意见》	2014年1月	提出4个方面16项政策措施，以加快形成多元办医格局
国务院	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	2014年	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资、服务能力等方面政策落实不到位和支持不足的问题。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体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
卫计委	《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》	2014年6月	政府首次以下发文件的形式来控制公立医院规模过快扩张
卫计委 商务部	《关于开展设立外资独资医院试点工作的通知》	2014年7月	允许境外投资者通过新设或并购的方式在北京市、天津市、上海市、江苏省、福建省、广东、海南省设立外资独资医院
国务院	国务院常务会议	2014年8月	将营利性医疗机构设置审批、养老机构设立许可等90项工商登记前置审批事项改为后置审批，实行先照后证，强化事中事后监管
卫计委 发改委	《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》	2014年11月	取消了征求意见稿中医师申请多点执业，应当征得其第一执业地点医疗机构的书面同意的内容

来源：国金证券研究所，政府网站

- 当前体检机构设立的条件：
 - 具有相对独立的健康体检场所及候检场所，建筑总面积不少于 400 平方米，每个独立的检查室使用面积不少于 6 平方米
 - 登记的诊疗科目至少包括内科、外科、妇产科、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、医学影像科和医学检验科 8 个科室
 - 至少具有 2 名具有内科或外科副高以上专业技术职务任职资格的执业医师，每个临床检查科室至少具有 1 名中级以上专业技术职务任职资格的执业医师
 - 至少具有 10 名注册护士
 - 具有满足健康体检需要的其他卫生技术人员
 - 具有符合开展健康体检要求的仪器设备

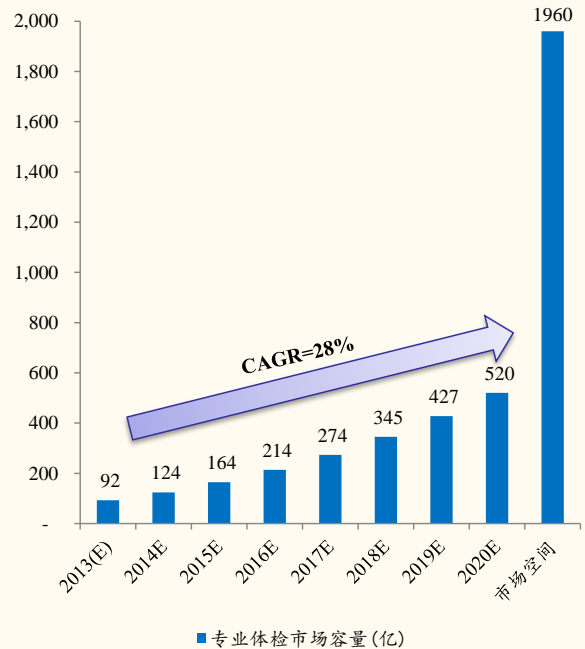
结论：中国专业健康体检市场空间及成长测算

- 当前我国专业体检机构市场规模约为 93 亿，占总健康体检市场的 9.2%，且专业体检机构的市场较为分散。
- 根据我们的预测，未来中国专业体检机构的市场规模可达 1,960 亿，未来 5 年行业复合增长率将保持 28%，预计 2020 年市场将达到 520 亿的收入规模。

图表 61：中国专业体检市场容量测算假设条件

美年大健康 销售额(亿,2013Y)	9.8
市占率	10.6%
专业体检市场容量(亿)	92.5
体检人数年复合增长率 (‘13-’20)	22%
ARPU值年复合增长率 (‘13-’20)	5%
2020年专业市场规模(亿)	520
未来专业市场空间(亿)	1,960

图表 62：中国专业体检市场容量预测



来源：爱康国宾招股说明书，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 和医院等医疗机构每年保持约 12% 的增长率相比，专业体检机构 28% 的行业增速水平、以及龙头企业年 45% 以上的增速，让我们有理由认为专业健康体检市场是非常有潜力的市场。

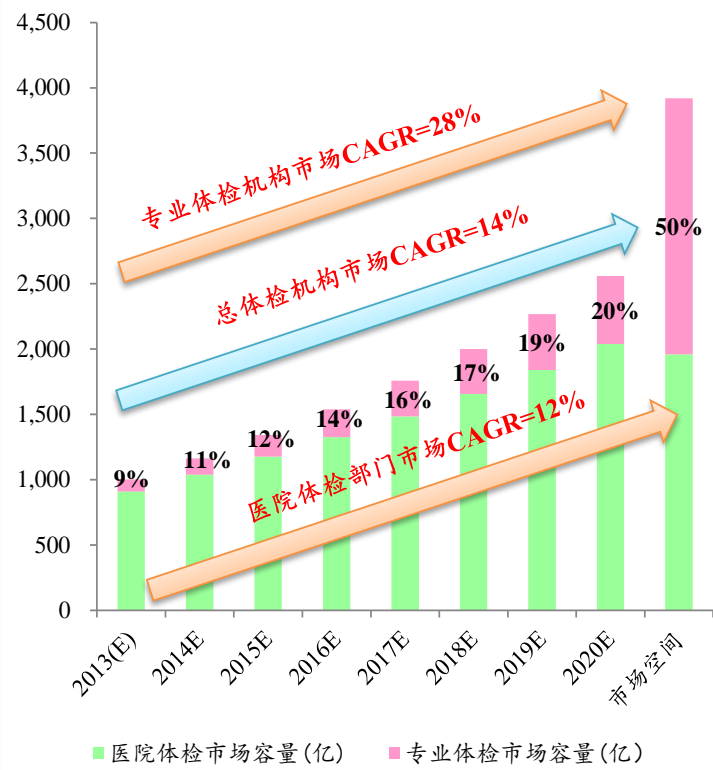
图表 63：专业体检市场增长潜力更大

年份	2013(E)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	市场空间
总体检市场									
健康检查人次(万人)	38,833	42,333	45,833	49,433	53,033	56,683	60,333	63,983	98,000
年增长率	6%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	
ARPU	258	275	292	311	331	353	376	400	
年增长率		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
总体检市场规模(亿)	1,001	1,163	1,340	1,539	1,758	2,000	2,267	2,559	3,920
年增长率		16%	15%	15%	14%	14%	13%	13%	
专业体检市场									
健康检查人次(万人)	2,597	3,324	4,188	5,194	6,336	7,603	8,972	10,408	39,200
年增长率	30%	28%	26%	24%	22%	20%	18%	16%	
ARPU	356	374	392	412	432	454	476	500	500
年增长率		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
专业体检市场规模(亿)	92	124	164	214	274	345	427	520	1,960
年增长率		34%	32%	30%	28%	26%	24%	22%	
专业体检市场占有率	9%	11%	12%	14%	16%	17%	19%	20%	50%

来源：国金证券研究所

- 可以说中国健康体检市场是空间广阔的蓝海市场，专业体检市场是更具吸引力的细分市场。

图表 64：各种体检业态市场潜力比较



来源：国金证券研究所

■ 关键假设

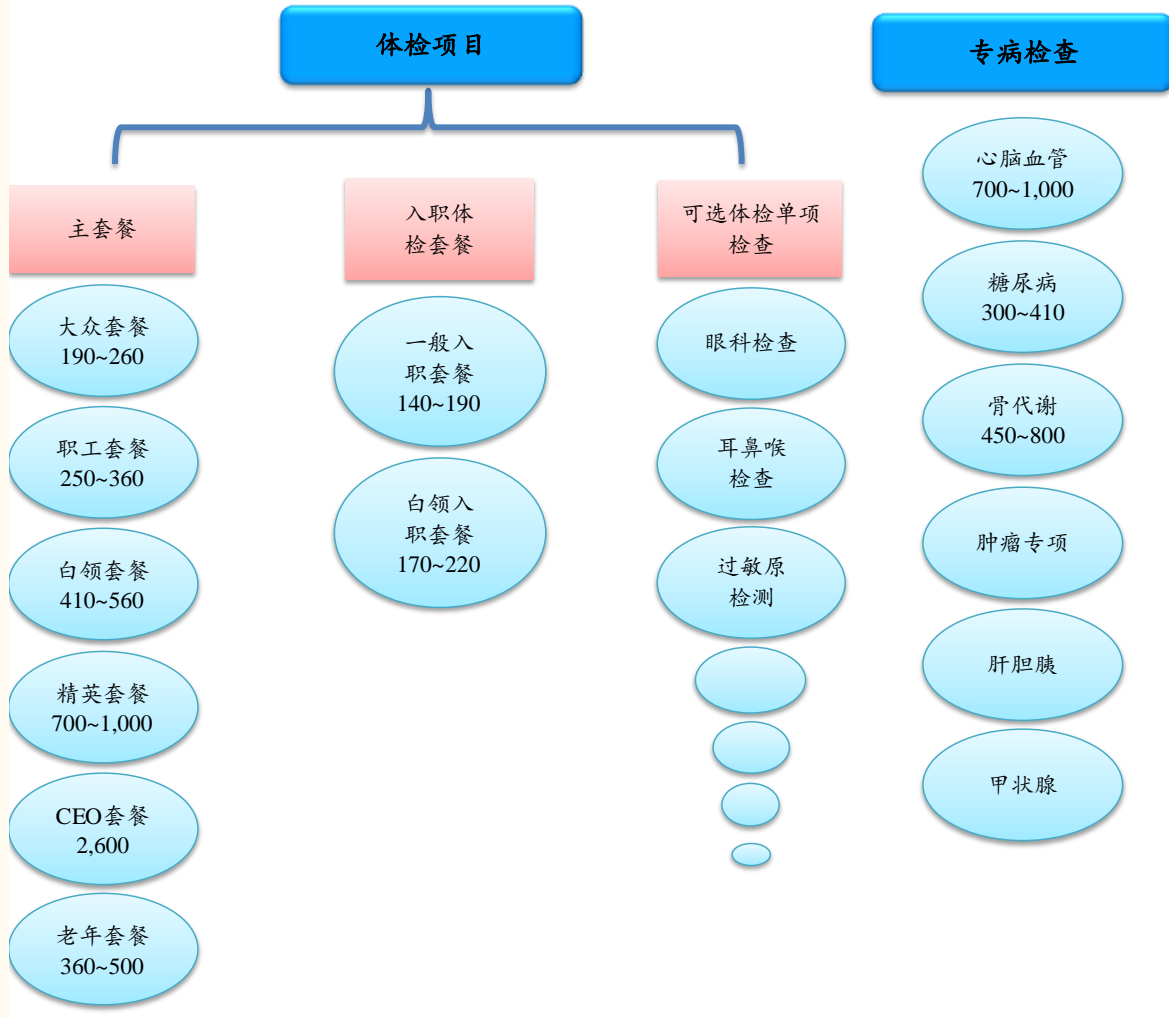
- 中国人口自然增长
- 年参检人次稳步增加
- 专业体检机构龙头企业对行业的代表性
- 盈亏平衡点假设

附 3：美年大健康业务运作模式

服务内容涵盖多层次人群

- 美年大健康针对不同的客户群体设计了多种套餐，涵盖高端、中端、低端人群。

图表 65：美年大健康产品服务内容

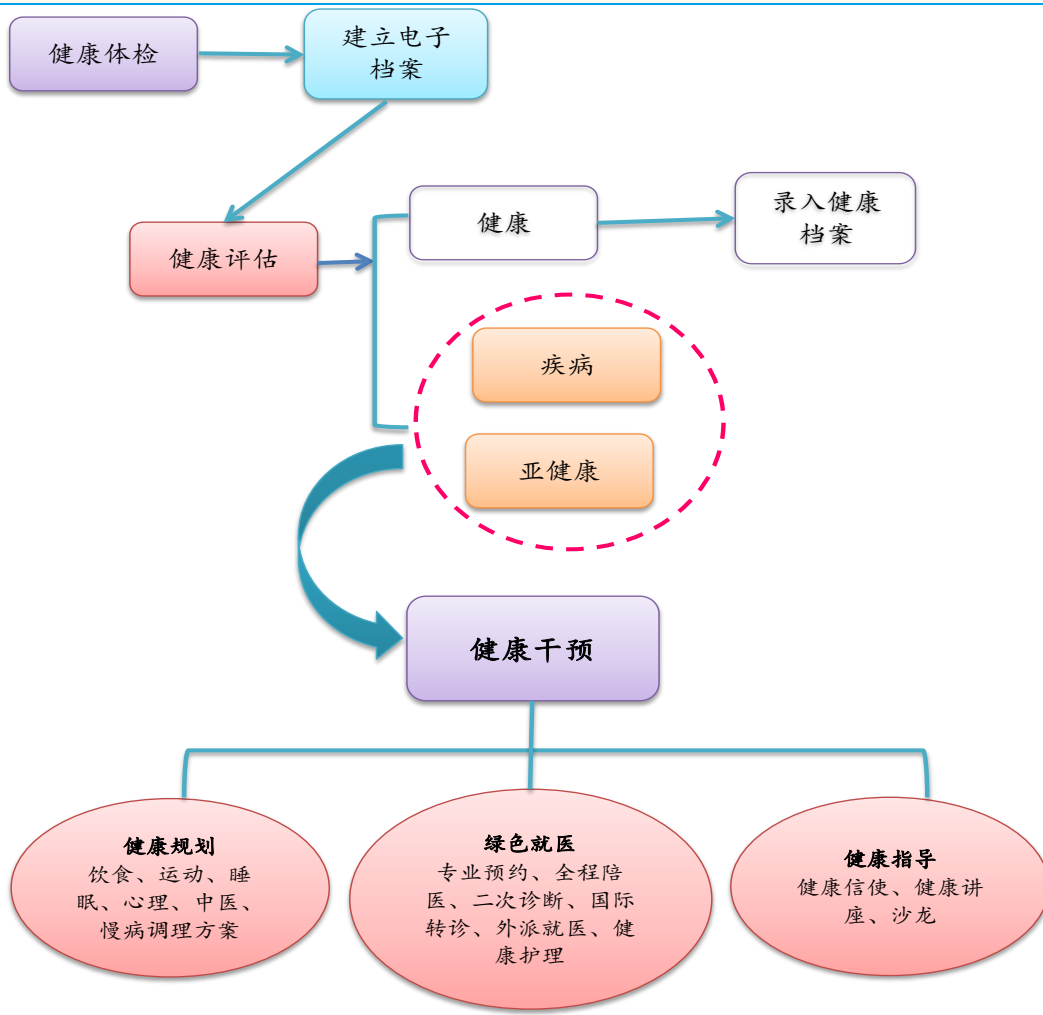


来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

全程管理的业务运作模式

- 体检者通过在网上预约，择期到达指定营业网点，接受健康体检后，相关信息录入个人健康档案，以备做进一步检查或参与者以后体检时调阅使用。

图表 66：美年大健康业务运作模式

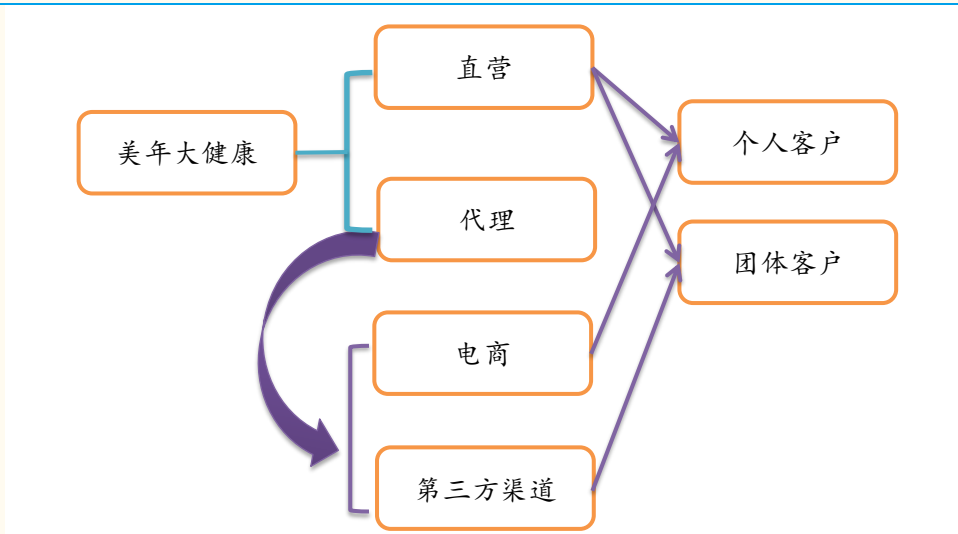


来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

销售模式以直营销售为主

- 美年大健康以直营销售为主，第三方代理为辅，逐步开拓了电子商务销售、团购销售和代理商销售等模式，其中体检中心零售和电子商务销售对象主要为个人客户，团购和代理商销售主要针对团体客户。

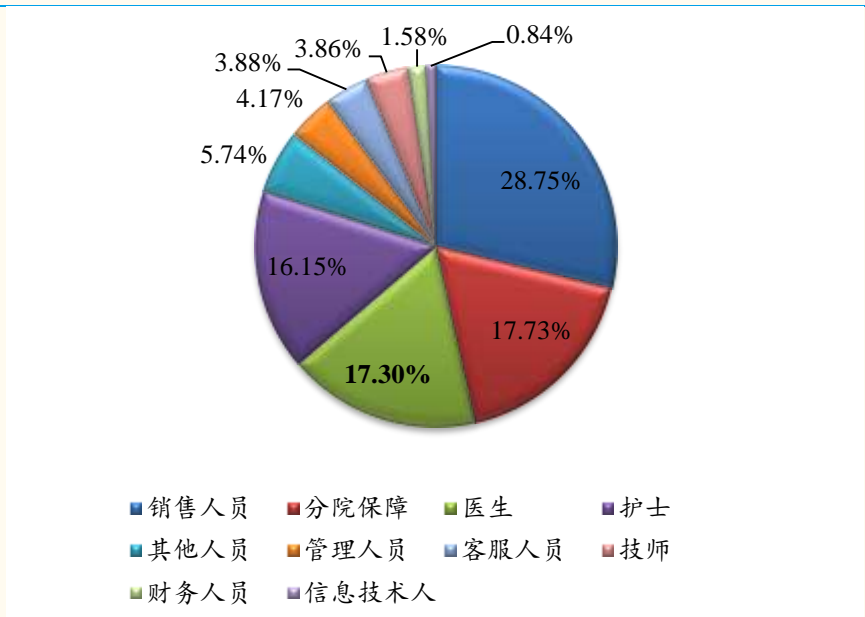
图表 67：美年大健康销售模式



来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

- 美年大健康员工构成：截止 2014 年年底，美年大健康的销售人员、医生、护士占比分别为 28.75%、17.3%、16.15%。

图表 68 美年大健康员工构成



来源：公司资料，国金证券研究所

风险提示

- 健康体检行业的低技术门槛和低客户转换成本
- 健康体检市场增速低于预期
- ARPU 的增幅和估计水平存在偏差
- 龙头企业的增速高出行业水平过多
- 体检者对医院的粘性过强
- 政策风险
- 扩张整合风险
- 经营质量风险
- 审批风险
- 市场竞争风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	691	759	696	2,225	3,418	4,679	货币资金	273	318	577	900	967	967
增长率		9.8%	-8.3%	219.7%	53.6%	36.9%	应收款项	92	71	439	309	476	652
主营业务成本	-552	-624	-556	-1,135	-1,760	-2,433	存货	73	63	15	0	0	0
%销售收入	79.9%	82.3%	79.9%	51.0%	51.5%	52.0%	其他流动资产	10	15	41	6	7	9
毛利	139	134	140	1,090	1,658	2,246	流动资产	449	467	1,073	1,215	1,450	1,629
%销售收入	20.1%	17.7%	20.1%	49.0%	48.5%	48.0%	%总资产	63.0%	61.6%	50.4%	60.0%	58.1%	56.3%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-2	-4	-5	长期投资	9	118	147	148	147	147
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	211	135	501	640	868	1,086
营业费用	-10	-11	-11	-528	-812	-1,111	%总资产	29.6%	17.7%	23.5%	31.6%	34.8%	37.5%
%销售收入	1.5%	1.4%	1.6%	23.7%	23.7%	23.7%	无形资产	38	38	339	20	26	31
管理费用	-37	-44	-50	-280	-430	-588	非流动资产	263	292	1,056	811	1,044	1,267
%销售收入	5.4%	5.8%	7.2%	12.6%	12.6%	12.6%	%总资产	37.0%	38.4%	49.6%	40.0%	41.9%	43.7%
息税前利润 (EBIT)	86	75	73	280	413	542	资产总计	712	759	2,129	2,025	2,494	2,895
%销售收入	12.5%	9.9%	10.5%	12.6%	12.1%	11.6%	短期借款	24	176	232	169	141	7
财务费用	-1	-12	-8	3	9	15	应付款项	124	108	261	103	159	219
%销售收入	0.1%	1.5%	1.2%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	7	9	77	11	11	12
资产减值损失	-4	-92	-18	0	0	0	流动负债	154	292	570	283	311	238
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	52	22	4	4	4	5
投资收益	0	0	2	51	66	84	其他长期负债	17	18	60	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a.	3.4%	15.0%	13.4%	13.1%	负债	224	332	635	287	316	243
营业利润	82	-29	48	334	487	641	普通股股东权益	417	349	1,422	1,660	2,095	2,563
营业利润率	11.8%	n.a.	6.9%	15.0%	14.3%	13.7%	少数股东权益	72	78	72	78	83	89
营业外收支	0	-1	-1	4	4	4	负债股东权益合计	712	759	2,129	2,025	2,494	2,895
税前利润	81	-30	48	338	491	645	比率分析						
利润率	11.7%	n.a.	6.9%	15.2%	14.4%	13.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-22	-26	-23	-84	-123	-161	每股指标						
所得税率	27.4%	n.a.	47.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.272	-0.074	0.132	0.259	0.380	0.501
净利润	59	-55	25	253	368	484	每股净资产	1.857	1.556	2.589	3.022	3.813	4.666
少数股东损益	-2	-39	-4	6	6	6	每股经营现金净流	0.297	0.117	0.054	0.487	0.498	0.672
归属于母公司的净利润	61	-17	30	248	363	478	每股股利	0.080	0.050	0.100	0.017	0.017	0.017
净利率	8.8%	n.a.	4.3%	11.1%	10.6%	10.2%	回报率						
							净资产收益率	14.64%	-4.74%	2.08%	14.92%	17.32%	18.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.57%	-2.18%	1.39%	12.23%	14.55%	16.51%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	11.12%	22.55%	2.22%	10.98%	13.32%	15.25%
净利润	59	-45	45	253	368	484	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-10.97%	9.76%	-8.26%	219.71%	53.59%	36.90%
非现金支出	17	108	34	65	76	87	EBIT 增长率	3.99%	-13.18%	-2.91%	284.10%	47.49%	31.23%
非经营收益	-3	16	9	1	-59	-83	净利润增长率	3.50%	N/A	N/A	736.59%	46.50%	31.77%
营运资金变动	-7	-54	-59	-52	-112	-118	总资产增长率	25.67%	6.64%	180.45%	-4.87%	23.13%	16.11%
经营活动现金净流	67	26	30	268	274	369	资产管理能力						
资本开支	-15	-21	-3	141	-305	-306	应收账款周转天数	43.3	37.2	102.7	0.7	0.8	0.9
投资	-3	-85	1	-1	0	0	存货周转天数	47.7	39.6	25.3	0.0	0.0	0.0
其他	0	1	-23	51	66	84	应付账款周转天数	45.6	36.8	49.2	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-18	-105	-25	190	-239	-222	固定资产周转天数	36.2	64.7	223.4	76.1	52.5	39.8
股权募资	0	0	0	0	81	0	偿债能力						
债权募资	56	122	-96	-122	-28	-133	净负债/股东权益	-40.36%	-28.27%	-22.84%	-41.79%	-37.72%	-35.99%
其他	-27	-61	-34	-13	-20	-15	EBIT 利息保障倍数	94.1	6.5	9.0	-90.7	-46.8	-36.6
筹资活动现金净流	29	61	-130	-135	33	-148	资产负债率	31.42%	43.78%	29.81%	14.18%	12.67%	8.41%
现金净流量	78	-17	-125	323	67	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	增持	55.00	N/A

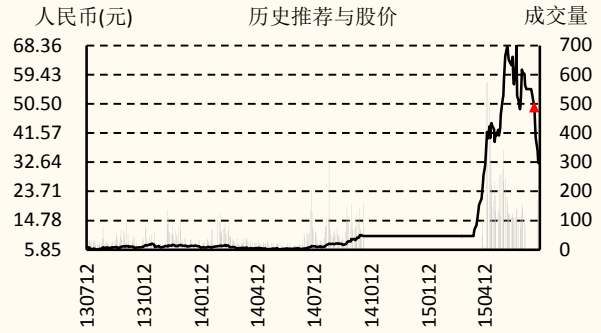
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD