

# 美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：买入 维持评级

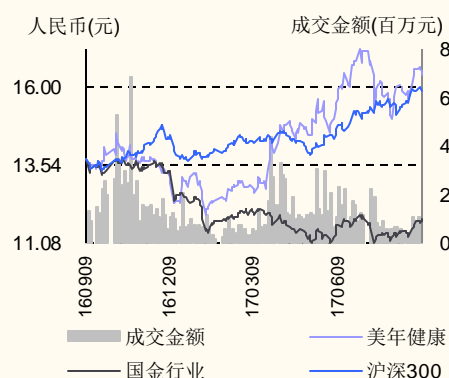
公司深度研究

市场价格(人民币)：16.40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)	1,061.78
总市值(百万元)	39,712.32
年内股价最高最低(元)	17.19/12.01
沪深300指数	3825.99
深证成指	10970.77



## 相关报告

- 1.《中西部地区增长突出，持续4年保持高速增长态势-美年健康公司点评...》，2017.8.29
- 2.《美年健康上半年业绩快报：继续保持高速增长态势-美年健康公司点评...》，2017.7.25
- 3.《收购慈铭体检事项获证监会无条件通过-美年健康公司点评》，2017.7.13
- 4.《一季度营收增长80%，门店收入增速提升、成本费用下降-美年健康...》，2017.4.27
- 5.《实际控制人俞熔先生购买万东医疗22%股权，关注平台价值体现...》，2017.4.13

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号：S1130517050002 (8621)60230233 sunxy@gjzq.com.cn

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.215	0.140	0.201	0.289	0.428
每股净资产(元)	2.52	1.37	1.17	1.06	1.09
每股经营性现金流(元)	0.21	0.25	0.43	0.45	0.66
市盈率(倍)	143.60	94.17	81.68	56.80	38.34
行业优化市盈率(倍)	28.87	28.87	28.87	28.87	28.87
净利润增长率(%)	778.10%	30.21%	43.45%	43.81%	48.15%
净资产收益率(%)	8.52%	10.23%	17.18%	27.30%	39.41%
总股本(百万股)	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48	2,421.48

来源：公司公告(不含慈铭)、国金证券研究所、聚源数据

## 投资逻辑

- 前期系列深度报告回顾：2015年下半年我们发布了《美年健康公司深度报告(一)体检行业潜力大，把握龙头投资机会》，行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》，重点推荐美年健康。我们对美年健康的判断：龙头公司价值凸显，率先探索大健康入口价值；我们对体检行业的判断：蓝海市场，空间广阔。
- 经过两年的发展，跃进式的布点策略使得美年健康在竞争中脱颖而出：美年健康充分利用各地社会资源，共同做到健康体检市场蛋糕，成为行业绝对龙头公司。
- 产业链延伸逻辑开始兑现，大数据美年健康构建变现途径。数据本身存在价值；依靠优健康的大数据分析挖掘内在需求；依托大数据打造健康管理及支付体系为一身的闭环商业模式。
- 孵化平台开始有所收获，美年健康验证大健康入口的导流能力：
  - 与安翰光电合作，推出“3650”套餐，是基于美年健康平台孵化的高端医疗设备典型案例，结果是投资方、供应商、上市公司的三方共赢。
  - 携手上游供应商，开启全方位合作。
  - 成立美因基因，缔造国人基因检测大平台，渠道价值为王。
- 打造多品牌战略，从大众体检到高端体检市场全面布局：公司收购慈铭、美兆品牌后，全面布局从大众体检、到中端市场、到高端市场，满足不同层次人群的健康消费需求。
- 试水商业健康保险，力图打造医疗服务闭环模式：作为健康体检业务的附加业务，打包销售给团体客户或个人客户；打造大健康产业的“闭环”。
- 布局下游医疗服务，国民健康产业的价值卡位：健康入口，向健康管理中心纵深发展；专科领域以口腔科为例，谋求合作可能。
- 探索服务集约化，参与检验与影像模式创新：检验集约化业务、与读片集约化业务。
- 美年健康产业拓展成开始贡献，公司内资价值需要重新评估：从现金流和营收角度看美年健康未来高速成长的可能性。现金流滚存良好，公司发展进入良性循环期；新建门店的盈利周期大为提前，微观层面支持公司高增长判断

断。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 4.86 亿、7 亿、10.4 亿。(不含慈铭)
- 若考虑慈铭并表因素，我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 6.5 亿、9 亿、12.8 亿。

### 投资建议

- 综合考虑各种分析方法，我们对美年健康给予 2019 年 45 倍 P/E 的动态估值，对应目标价为 24 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 经营扩张风险，政策风险，解禁风险等。

## 内容目录

一、前期系列深度报告回顾：公司深度报告（一）；行业深度报告.....	9
我们对体检行业的判断：蓝海市场，空间广阔.....	9
我们对美年健康的判断：龙头公司价值凸显，率先探索大健康入口价值.....	9
本文探讨内容：检验产业链延伸进度，更新未来战略布局.....	9
二、专业体检竞争风云变幻，美年健康抢占市场龙头地位.....	10
最近五年，连锁体检领域格局风云变幻：.....	10
龙头公司横向并购，寡头市场形成.....	11
三、充分利用资本和社会资源，美年健康实现跃进式布点.....	12
行业的整合和网点下沉依赖于资本的获得能力.....	12
美年健康在借助资本扩张速度方面获得领先优势.....	12
四、渠道优势延伸出平台价值，美年健康率先走出差异化.....	18
此前国内专业健康体检业务差异化并不明显.....	18
美年健康依靠渠道搭建平台价值，率先走出产业链延伸.....	20
五、产业链延伸兑现 1：大数据，美年健康构建变现途径.....	21
数据本身存在价值.....	21
依靠大数据挖掘内在需求：优健康.....	22
依托大数据打造健康管理及支付体系为一身的闭环商业模式.....	27
六、产业链延伸兑现 2：孵化平台，美年健康验证导流能力.....	30
案例：战略合作安翰医疗，孵化胶囊胃镜新技术.....	30
案例：携手西门子，开启与上游设备供应商合作.....	35
案例：参与成立美国基因，打造国人基因检测大平台.....	36
跟随检测技术发展，未来公司渠道可以嫁接孵化更多方法.....	39
七、打造多品牌战略：从大众体检到高端体检市场的全面布局.....	41
新建旗舰店主打高端体检市场.....	41
收购美兆体检，挺进精细化体检市场.....	43
检前检后流程的完善，提供差异化服务.....	44
中国的体检公司未来将部分地扮演家庭医生角色.....	46
美年健康的全程管理的业务运作模式.....	47
美年健康的销售模式以直营销售为主.....	47
八、试水商业健康保险：力图打造医疗服务闭环模式.....	49
美年健康申请健康保险的意义？.....	49
九、布局下游医疗机构：国民医疗产业链中的价值卡位.....	50
健康入口：向健康管理中心纵深发展.....	50
专科领域：以口腔科为例，谋求合作可能.....	51
十、探索服务集约化：参与检验与影像模式创新.....	54
检验集约化.....	54
读片集约化.....	54

十一、美年健康产业链拓展成开始贡献，价值需要重新评估 .....	57
十三、美年健康价值重估：从现金流和营收角度看高增长延续性 .....	59
现金流滚存良好，公司发展进入良性循环期.....	59
新建门店的盈利周期大为提前，微观层面支持公司高增长判断.....	60
美年健康营收增长判断：高增长状态延续 .....	62
慈铭体检并表对上市公司带来的增厚情况测算 .....	64
美年健康估值方法探讨：多方法综合考虑 .....	66
盈利预测 .....	66
投资建议 .....	66
风险提示 .....	66
附一：“波特五力”模型分析美年健康.....	67
同行业内现有竞争者的能力：寡头垄断，服务内容丰富度考验综合实力.....	67
潜在竞争者进入的能力：行业壁垒已经构筑，马太效应 .....	68
潜在竞争者进入的能力：公立医院体检机构的优劣势分析.....	69
供应商的讨价还价能力：大型设备企业在连锁服务机构面前议价能力低.....	69
下游客户讨价还价能力：民营医疗服务自主定价，B2B2C 与 B2C 模式 .....	69
杜邦分析 .....	70
附二：行业背景，专业健康体检市场空间依然很大 .....	71
宏观社会背景，未来国民健康体检需求持续释放.....	71
中国健康体检市场空间及成长测算.....	73
专业体检是更具潜力的细分市场 .....	75

## 图表目录

图表 1: 2012~2015 年, 中国专业健康体检格局重构.....	10
图表 2: 美年健康体检门店的静态数据.....	11
图表 3: 国内前 9 大专业体检机构目前的规模对比.....	11
图表 4: 资本将在行业发展中继续扮演重要角色.....	12
图表 5: 美年大健康主要融资历程.....	12
图表 6: 爱康国宾主要融资历程.....	13
图表 7: 慈铭体检主要融资历程.....	13
图表 8: 美年大健康具有战略意义的并购交易.....	14
图表 9: 美年健康历史年报收入增速.....	14
图表 10: 美年健康历史半年报收入增速.....	14
图表 11: 美年健康 1H17 国内七大区域收入占比.....	15
图表 12: 美年健康 1H17 国内七大区域收入增速.....	15
图表 13: 美年健康二线城市门店实地调研.....	16
图表 14: 美年健康三线城市门店实地调研.....	16
图表 15: 被美年收购的慈铭加盟店前台统一运营.....	16
图表 16: 泰安慈铭是很多政府机构指定体检单位.....	16
图表 17: 美年健康 1H17 国内七大区域毛利率全线提升.....	17
图表 18: 专业健康体检机构服务内容.....	18
图表 19: 2015 年的国内三大专业体检机构体检套餐内容大致比较.....	19
图表 20: 美年健康产业链延伸逻辑.....	19
图表 21: 过往两年, 美年健康产业链延伸兑现情况.....	20
图表 22: 23andMe 测试套盒.....	21
图表 23: 23andMe 测试套盒构成.....	21
图表 24: 优健康个人健康管理平台.....	22
图表 25: 优健康遍布全国的数据资源.....	23
图表 26: 优健康数据转化情况.....	23
图表 27: 优健康引入健康管理服务供应商.....	24
图表 28: 优健康的精准匹配算法和电商平台搭建.....	24
图表 29: 美年健康无纸化—优健康 APP 首页.....	25
图表 30: 个人历史电子体检报告.....	25
图表 31: 优健康体检预约界面.....	25
图表 32: 优健康健康管理团队免费解读体检报告.....	25
图表 33: 美年健康门店倡导电子健康体检档案.....	26
图表 34: 优健康的健康服务闭环模式.....	27
图表 35: 凯撒医疗业务组织架构.....	27
图表 36: 凯撒医疗健康连接的业务范围.....	28
图表 37: 凯撒医疗健康连接允许随时获取所有病人的所有医疗信息.....	29

图表 38: 全国恶性肿瘤发病率 (1/10 <sup>5</sup> ) .....	30
图表 39: 全国恶性肿瘤死亡率 (1/10 <sup>5</sup> ) .....	30
图表 40: 男性恶性肿瘤发病率&死亡率 (1/10 <sup>5</sup> ) .....	30
图表 41: 女性恶性肿瘤发病率&死亡率 (1/10 <sup>5</sup> ) .....	30
图表 42: 巡航胶囊内窥镜控制系统.....	31
图表 43: 定位胶囊内窥镜系统.....	32
图表 44: 实地调研—美年健康门店内的安翰胶囊胃镜.....	32
图表 45: 实地调研—美年健康门店内的安翰胶囊胃镜.....	32
图表 46: 胶囊胃镜图片成像.....	33
图表 47: 胶囊胃镜图片成像.....	33
图表 48: 胃镜胶囊.....	33
图表 49: 美年健康 3650 套餐说明.....	34
图表 50: 美年健康 3650 套餐说明.....	34
图表 51: 美年健康 3650 套餐说明.....	34
图表 52: 美年健康 3650 套餐说明.....	34
图表 53: 美因基因产品内容.....	36
图表 54: 美因基因实地调研.....	37
图表 55: 美因基因实地调研.....	37
图表 56: 美因基因个人全外显子组套餐.....	38
图表 57: 美因基因全序列个人基因组套餐.....	38
图表 58: 美年健康门店内推广美因基因项目.....	39
图表 59: 疾病筛查集中领域和检测手段.....	40
图表 60: 公司的多品牌战略.....	41
图表 61: 9 个采血台 .....	42
图表 62: 进口设备统一配置.....	42
图表 63: 设计上保证客户体检的私密性.....	42
图表 64: 设计上保证客户体检的私密性.....	42
图表 65: 专家团队支持.....	43
图表 66: 美兆、美年的体检人次和商业模式比较.....	44
图表 67: 健康体检服务流程 .....	45
图表 68: 中国实行全面体检 .....	46
图表 69: 美国实行个性化体检.....	46
图表 70: 美年大健康业务运作模式.....	47
图表 71: 美年大健康销售模式.....	48
图表 72: BUPA 健康产业链扩张方向.....	49
图表 73: 专业体检机构在医疗产业链的位置.....	50
图表 74: 美维口腔全国布局情况.....	52
图表 75: 美年健康检验集约化.....	54
图表 76: 美年健康检验集约化.....	54



图表 77: 大象医疗全国阅片托管机构分布图.....	55
图表 78: 万里云实地调研.....	56
图表 79: 万里云实地调研.....	56
图表 80: 美年健康已经兑现的产业链延伸业务板块 (红色部分标出) .....	57
图表 81: 不同产业链附加业务对美年健康的业绩贡献节奏.....	58
图表 82: 现金流滚存良好, 公司发展进入良性循环期.....	59
图表 83: 美年健康现金流估算.....	59
图表 84: 美年健康现金流估算.....	60
图表 85: 单店的现金流大致测算模型.....	60
图表 86: 美年健康上海某体检门店现金流粗略估算.....	61
图表 87: 美年健康上海某体检门店 2 现金流粗略估算.....	61
图表 88: 美年健康杭州某体检门店现金流粗略估算.....	61
图表 89: 美年健康杭州某体检门店 2 现金流粗略估算.....	61
图表 90: 美年健康泰安某体检门店现金流粗略估算.....	61
图表 91: 美年健康南通某体检门店现金流粗略估算 .....	61
图表 92: 美年健康历史年报收入增速.....	62
图表 93: 美年健康历史半年报收入增速.....	62
图表 94: 2017 年公司营收增长测算.....	63
图表 95: 2018 年公司营收增长测算.....	63
图表 96: 2019 年公司营收增长测算.....	64
图表 97: 慈铭体检股权结构示意图.....	65
图表 98: 收购慈铭体检将会带来上市公司业绩增厚.....	65
图表 99: “波特五力”模型分析美年健康.....	67
图表 100: 国内专业体检市场已经形成寡头格局.....	67
图表 101: 美年健康与公立医院体检机构的比较.....	69
图表 102: 杜邦分析—美年健康 2016AR/2015AR .....	70
图表 103: 过去 30 年里中国人口老龄化趋势.....	71
图表 104: 日本历史上人口老龄化在超过 10%以后呈现加速趋势.....	72
图表 105: 中美两国家庭平均医疗支出差异.....	72
图表 106: 中美两国家庭医疗付费比例差异巨大.....	72
图表 107: 美国历年医疗卫生支出占 GDP 比重 .....	73
图表 108: 中国历年医疗卫生支出占 GDP 比重 .....	73
图表 109: 中国健康体检参与者保持较高增长率.....	73
图表 110: 中国的体检覆盖率显著低于发达国家.....	74
图表 111: 中国健康体检市场容量测算假设条件.....	74
图表 112: 中国健康体检市场容量测算.....	74
图表 113: 健康体检市场分类.....	75
图表 114: 医院体检部门 vs. 专业体检机构.....	76
图表 115: 政策鼓励民营医疗机构发展.....	77

图表 116: 中国专业体检市场容量测算假设条件 .....	78
图表 117: 中国专业体检市场容量预测 .....	78
图表 118: 专业体检市场增长潜力更大 .....	78
图表 119: 各种体检业态市场潜力比较 .....	79
图表 120: 2020 年一二三线城市分别可容纳的专业体检机构店数 .....	80



## 一、前期系列深度报告回顾：公司深度报告（一）；行业深度报告

- 2015 年下半年我们发布了《美年健康公司深度报告（一）体检行业潜力大，把握龙头投资机会》，行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》，重点推荐美年健康。

### 我们对体检行业的判断：蓝海市场，空间广阔

- 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。
- 专业健康体检目前行业分散，借助资本的力量，龙头公司将充分受益行业集中度提升的机遇。
- 未来体检内容的升级，将可能给行业带来量价齐升的发展机遇（ARPU 提升）。
- 专业体检具有大健康产业入口的潜力，未来行业将向健康管理、大数据等业态延伸，构建更高附加值的行业生态体系。

### 我们对美年健康的判断：龙头公司价值凸显，率先探索大健康入口价值

- **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。
- **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；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。

### 本文探讨内容：检验产业链延伸进度，更新未来战略布局

- 第二章~第四章：公司渠道成功搭建，开始布局大健康产业链
- 第五章~第十章：公司产业链延伸逻辑，已经兑现的附加业务，包括大数据的价值、渠道孵化平台的意义、多品牌战略协同、试水商业保险打造服务闭环、与下游医疗机构服务的对接、集约化管理模式。
- 第十一章，价值重估：美年健康产业链拓展成开始贡献，公司内资价值需要重新评估。从现金流和营收角度看美年健康未来高速成长的可能性。

## 二、专业体检竞争风云变幻，美年健康抢占市场龙头地位

中国的专业健康体检行业出现于 2000 年左右

- 专业/民营健康体检行业兴起于 2000 年左右，行业小而分散，单体店多，连锁意识不强。

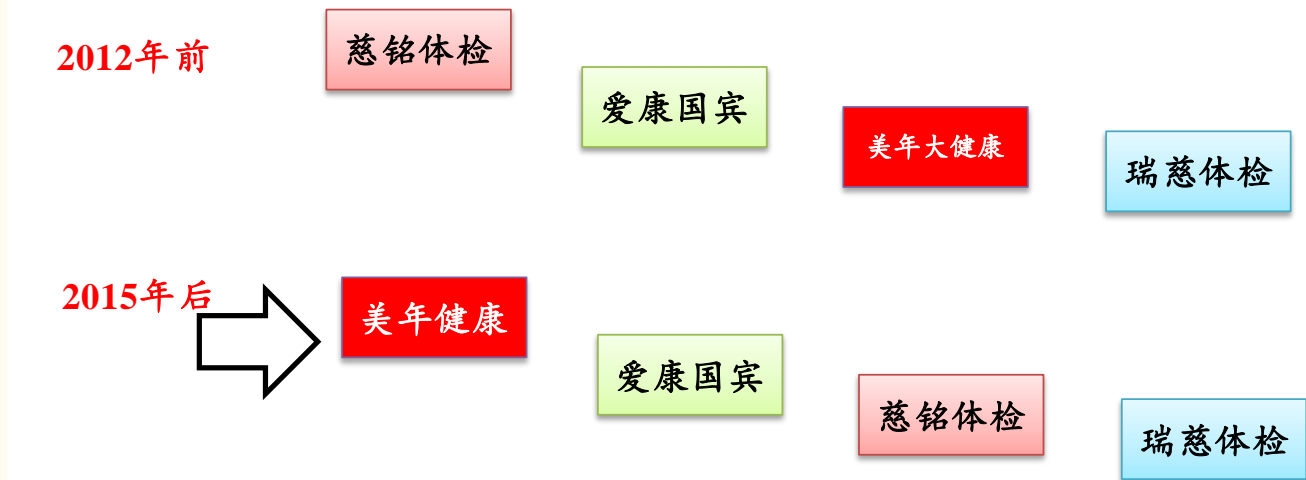
真正开始出现“连锁”的概念始于 2004 年

- 2007 年，爱康网和国宾体检合并，成为“爱康国宾”；
- 2011 年，美年产业与沈阳大健康合并，成为“美年大健康”；
- 而当时慈铭体检是行业绝对的龙头。

最近五年，连锁体检领域格局风云变幻：

- 中国最早成立的专业健康体检公司，是北京的九华体检，该公司成立于 1997 年；
- 在 2012 年之前，中国的健康体检公司，四大龙头公司已经基本形成，当时美年健康是行业第三大的连锁健康体检公司；
- 差不多在 2015 年左右，美年健康已经成为国内第一大连锁体检公司；
- 到目前为止，美年健康已经是行业里绝对的龙头公司。

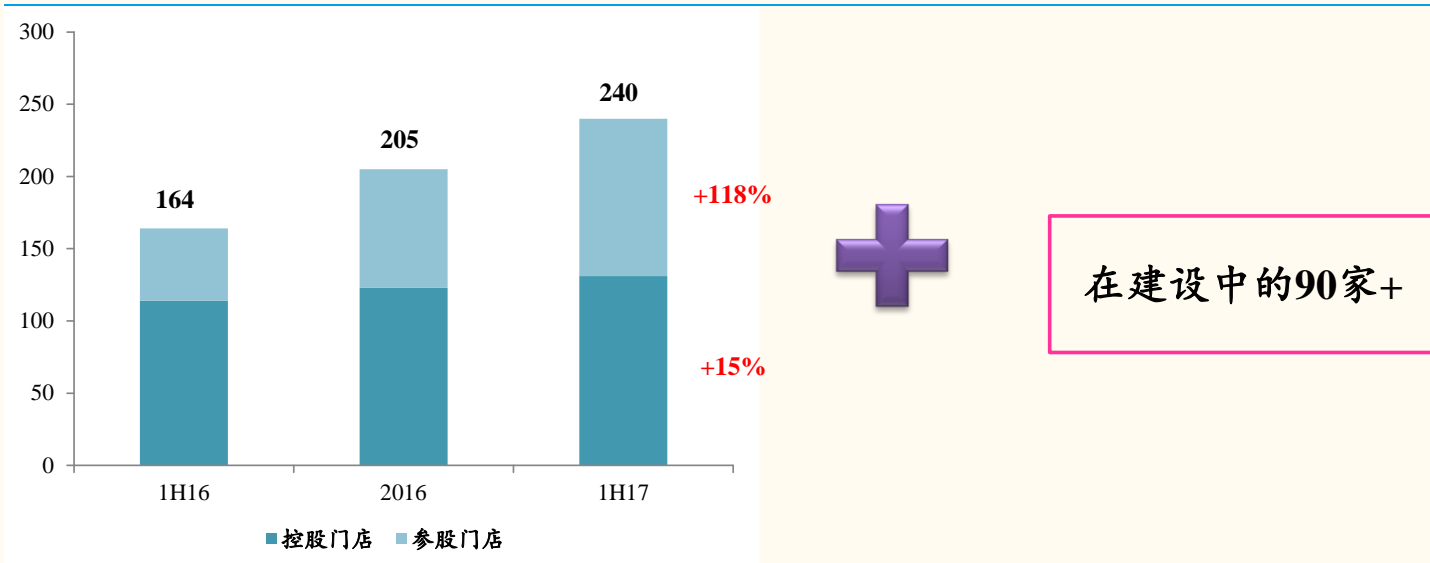
图表 1：2012~2015 年，中国专业健康体检格局重构



来源：各公司历史财务数据分析，国金证券研究所

- 从连锁体检公司的门店数来看，美年健康体系目前拥有 300 多家体检门店，其中有约 230 家在经营中，有近 100 家在建中。公司控股 130 家门店，一线、二线、三线城市分别有 40 家、93 家、94 家。
- 慈铭体检有 59 个控股门店和 24 个加盟店。
- 美年健康已经是国内健康体检连锁公司中绝对的龙头公司，而且门店布局迅速。
  - 以 2017 年上半年和同期比较，公司参股店数量增长了 118%；
  - 控股店数量增长了 15%。

图表 2: 美年健康体检门店的静态数据



来源: 实地调研, 国金证券研究所

龙头公司横向并购, 寡头市场形成

- 从 2015 年前后开始, 国内龙头连锁体检公司之间出现了横向并购, 美年健康收购慈铭体检, 爱康国宾收购国药阳光。此后, 国内连锁体检行业竞争格局清晰, 寡头市场形成。

图表 3: 国内前 9 大专业体检机构目前的规模对比

Top 9 连锁健康体检公司			连锁体检公司的门店数 (两年前vs.目前)		
总部	体检公司	成立日期	截止 2015 年	截止目前	
上海	美年大健康	2004	~150	300+	合并
北京	爱康国宾	2007	~65	77	
北京	慈铭体检	2004	50控股+若干加盟	59家控股+22家加盟体检中心, 被并购	
上海	瑞慈体检	2000	20+	24	合并
西安	普惠	2005	21	27	
上海	红鬃马	2004	20	15	
北京	天健阳光	2002	11	11, 被并购	
北京	九华	1997	11	12	
天津	民众	2008	6	~30	

来源: 各公司调研数据, 国金证券研究所

- 美年健康从行业第三迅速发展成为龙头第一的公司, 只用了几年的时间。背后的原因, 我们认为主要原因有 4 条:
  - 公司管理层根据行业发展不同的阶段, 定制合适的发展战略
  - 迅速、及时的门店拓展思路
  - 深挖大健康产业链附加值业务
  - 抓住了资本的契机

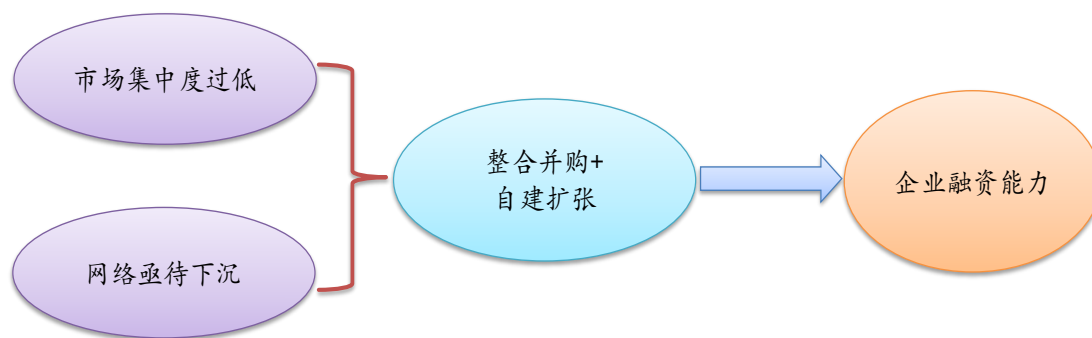
### 三、充分利用资本和社会资源，美年健康实现跨越式布点

- 在 2012 年之前的健康体检市场，门店成熟周期较长。当时的中国专业健康体检市场，对于参与者而言，发展最关键的因素在于获取资本支持的能力。
  - 纵观 2012 年前的国内专业健康体检市场，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。通过借壳上市，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。

#### 行业的整合和网点下沉依赖于资本的获得能力

- 以前的市场集中度过低、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 4：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

#### 美年健康在借助资本扩张速度方面获得领先优势

- 美年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 5：美年大健康主要融资历程

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

■ 慈铭、爱康国宾、瑞慈也获得资本的青睐：

图表 6：爱康国宾主要融资历程

时间	投资方	投资金额(万)
2006	美国中经合、DJ Ventures、Shanghai Bio-chip	2,100
2007	美林证券、中经合等6家	17,500
2013	高盛和新加坡政府投资公司GIC	70,000

来源：爱康国宾公告，国金证券研究所

图表 7：慈铭体检主要融资历程

时间	投资方	投资金额(万)
2005	鼎辉投资	980
2008	平安创新、天津宝鼎	9,342
2009	天津保银、武汉慈铭总经理、深圳天图、鼎晖投资等	7,000

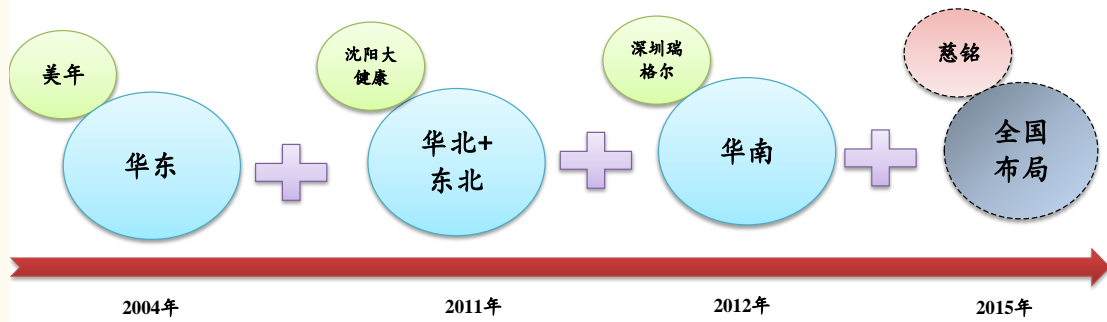
来源：慈铭体检公告，国金证券研究所

- 在美年健康融资顺利、迅速展开全国布点的同时，当时的竞争对手慈铭体检和爱康国宾，一个由于上市折戟、一个由于在美国上市融资不顺，导致错过了中国专业健康体检行业发展的黄金五年。美年健康管理层制定灵活的发展战略、加上资本的帮助，迅速脱颖而出。

上市前：并购带来大区布局的迅速拓展

- 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 8：美年大健康具有战略意义的并购交易

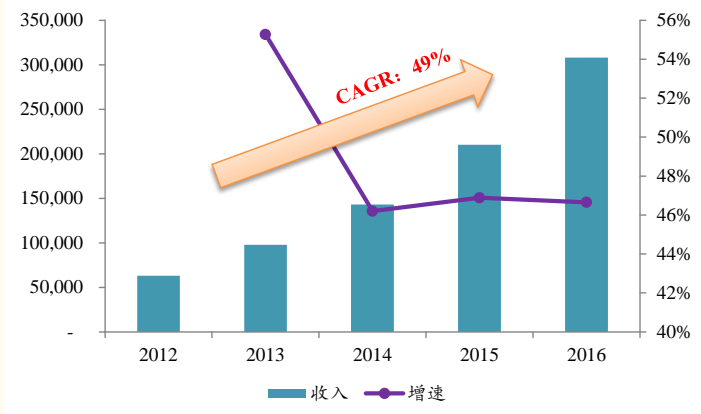


来源：公司资料，国金证券研究所

### 上市后：自建+参股为主

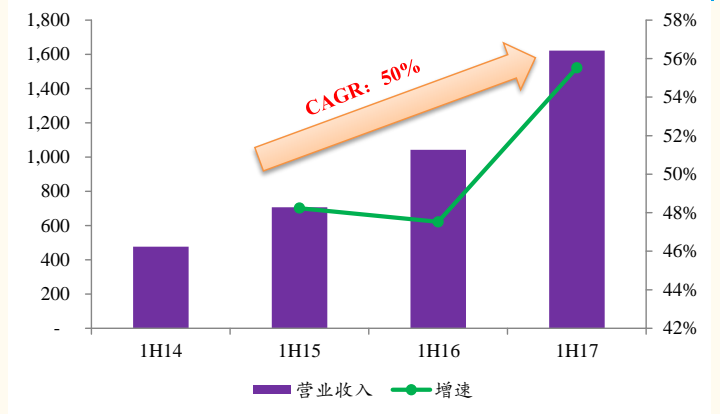
- 上市以来，美年健康鲜有同业并购（慈铭除外），这是因为：
  - 中国的专业健康体检行业时下已经发展成为寡头市场的格局
  - 目前的市场竞争格局，针对小连锁的并购意义并不大
  - 美年健康当前新开店的成熟期迅速缩短
  - 国内健康体检市场空间巨大，各地有实力的合作方众多。
- 当竞争对手门店还集中在东部发达地区一线城市的时候，美年健康的布局已经延伸到了中、西部地区和三四线城市。
- 美年健康历史收入情况：

图表 9：美年健康历史年报收入增速



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 10：美年健康历史半年报收入增速

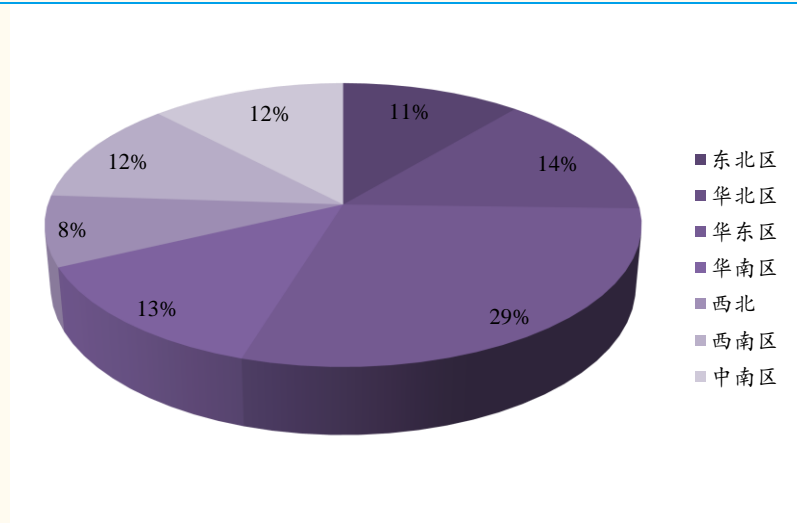


来源：Wind, 国金证券研究所

- 从今年半年报的情况来看，美年健康的七个大区占比较为均匀，华东地区所占比重进一步降低，其他区域占比有所上升。



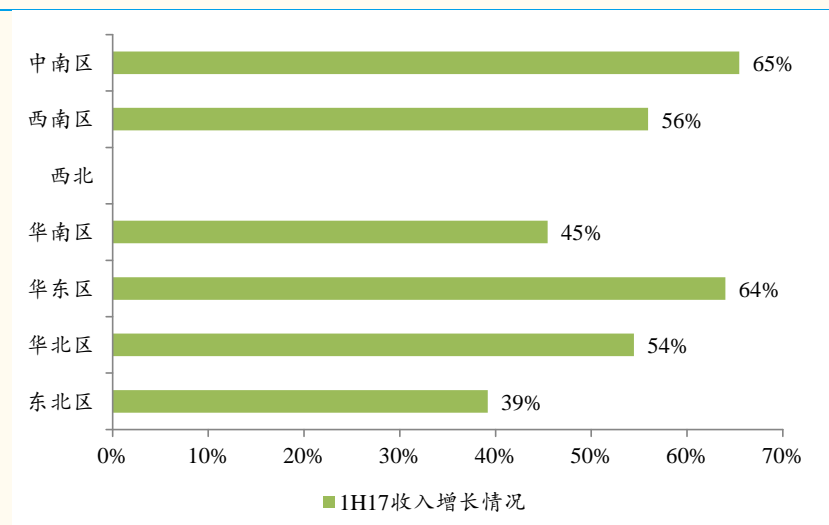
图表 11: 美年健康 1H17 国内七大区域收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 各区域上半年营业收入均有不同程度的提升, 华东区在高基数的基础上仍保持了 64% 的收入增速。

图表 12: 美年健康 1H17 国内七大区域收入增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从我们调研的美年健康一线、二线、三线城市情况看, 各门店体检需求在第二季度就很旺盛。部分门店在上半年未结束时已完成了上半年的考核任务。

图表 13: 美年健康二线城市门店实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 14: 美年健康三线城市门店实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 15: 被美年收购的慈铭加盟店前台统一运营



来源: 实地调研, 国金证券研究所

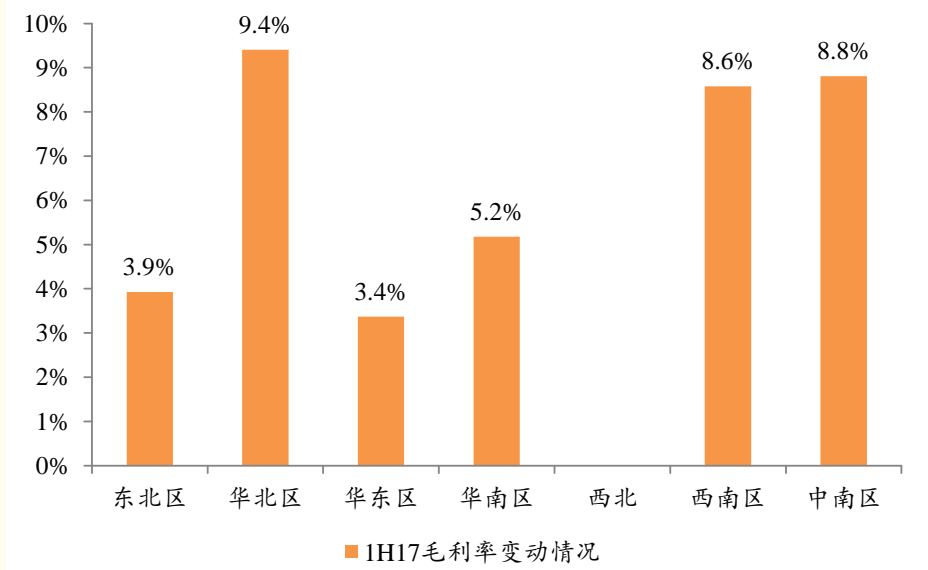
图表 16: 泰安慈铭是很多政府机构指定体检单位



来源: 实地调研, 国金证券研究所

- 此外, 各区域门店毛利率均有提升, 华北、西南、华南、中南区毛利率提升最为明显, 其中华南地区, 毛利率从 2015 年上半年的 18%, 提升到 2017 年上半年的 32%。其他区域毛利率均在 45% 以上。

图表 17：美年健康 1H17 国内七大区域毛利率全线提升



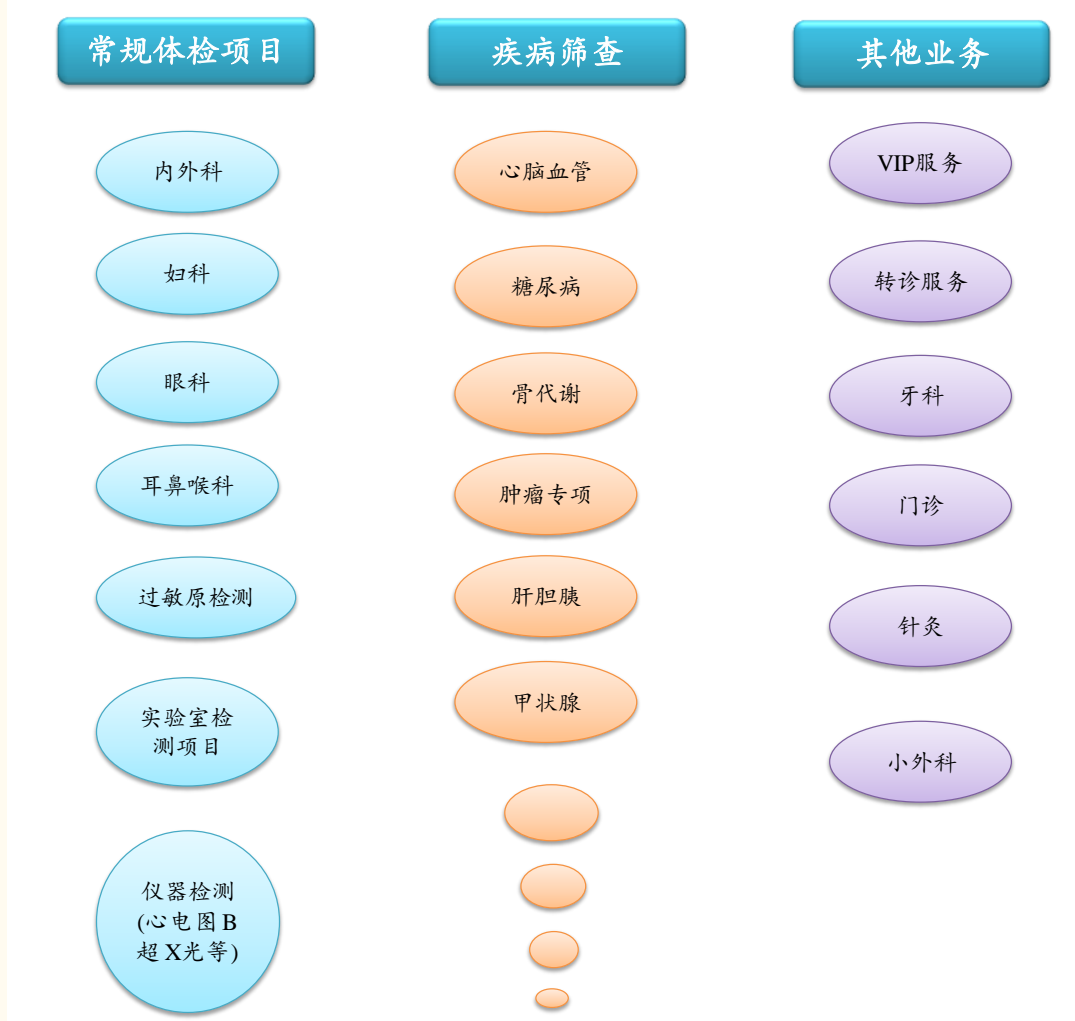
来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、渠道优势延伸出平台价值，美年健康率先走出差异化

此前国内专业健康体检业务差异化并不明显

- 中国的健康体检行业，起源于填补国内全科医生空白的商业逻辑，在资本的推动下，发展了十年左右，此前各公司之间的差异化并不明显。
- 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。

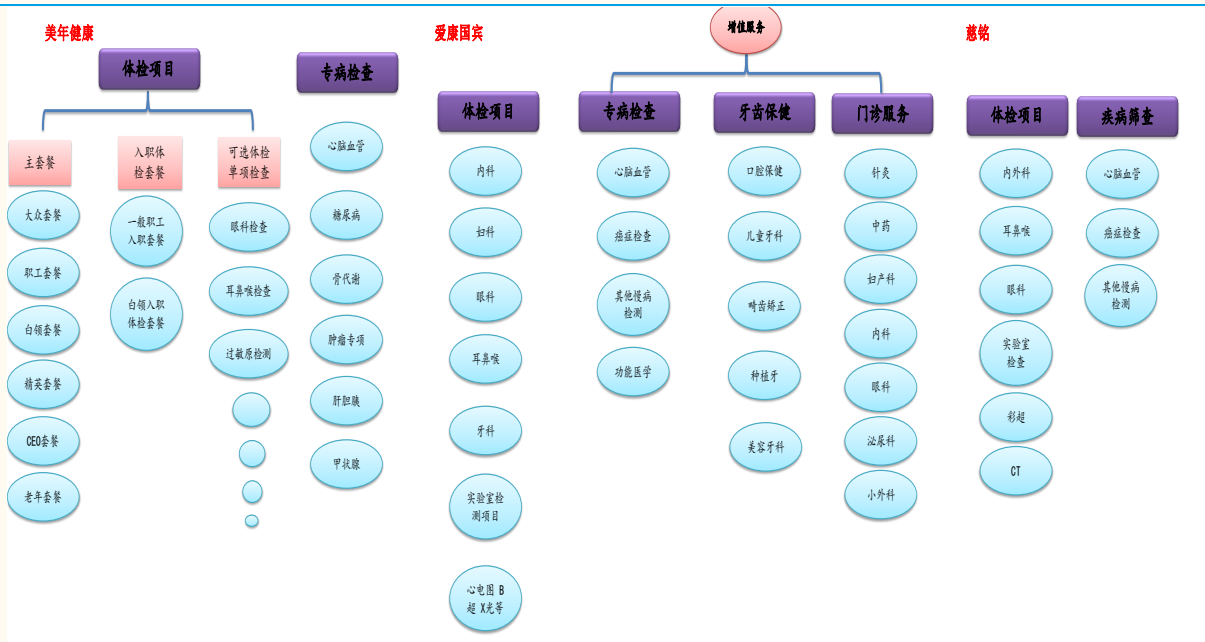
图表 18：专业健康体检机构服务内容



来源：公司网站，国金证券研究所

- 2015 年以前的市场，我们很难在不同的健康体检公司提供的套餐中找到明显的差异。

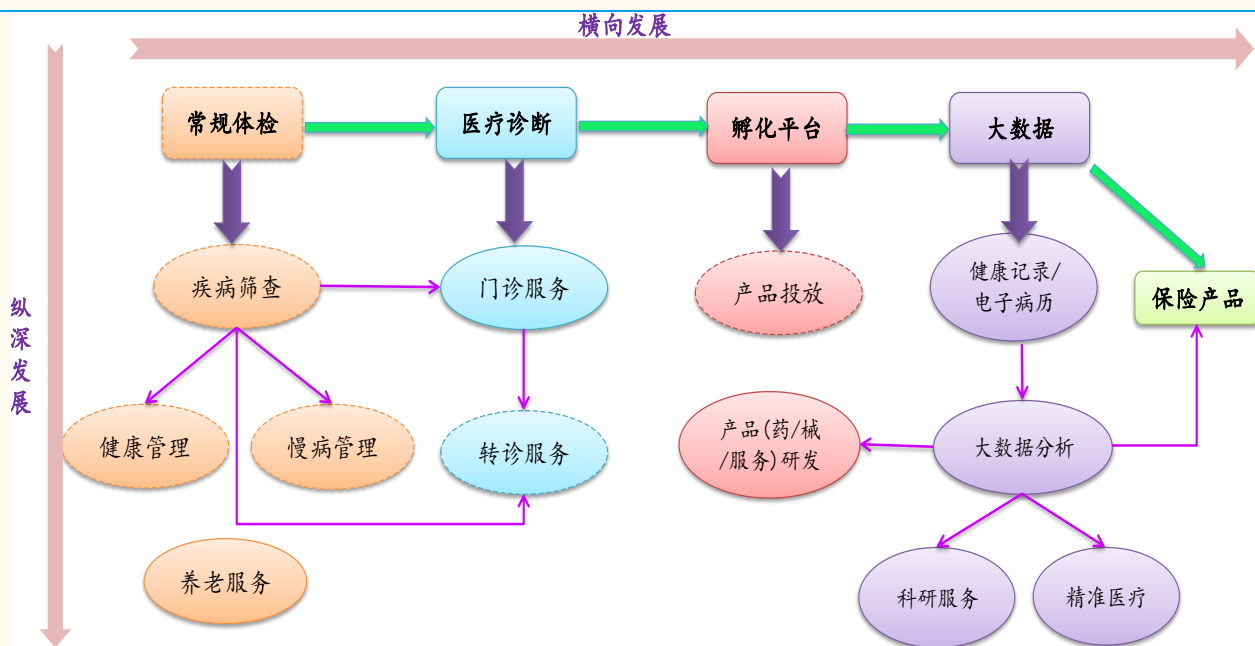
图表 19：2015 年的国内三大专业体检机构体检套餐内容大致比较



来源：各公司公开资料，国金证券研究所

- 2015 年，美年健康上市以后，公司开始深耕健康体检市场、发掘健康服务需求，当前公司的体检内容无论是从内涵还是从质量上，都比专业体检机构的竞争对手和医院体检部门深厚。
- 在美年健康 2015 年上市的时候，我们发布了公司深度报告《体检行业潜力大，把握龙头投资机会》，其中有一个图片，是我们认为美年健康未来战略发展的重要方向、和产业链延伸布局的重点。
- 时隔两年，我们再看一下，美年健康在这条健康体检的产业链上已经做了什么？还想继续做什么？

图表 20：美年健康产业链延伸逻辑

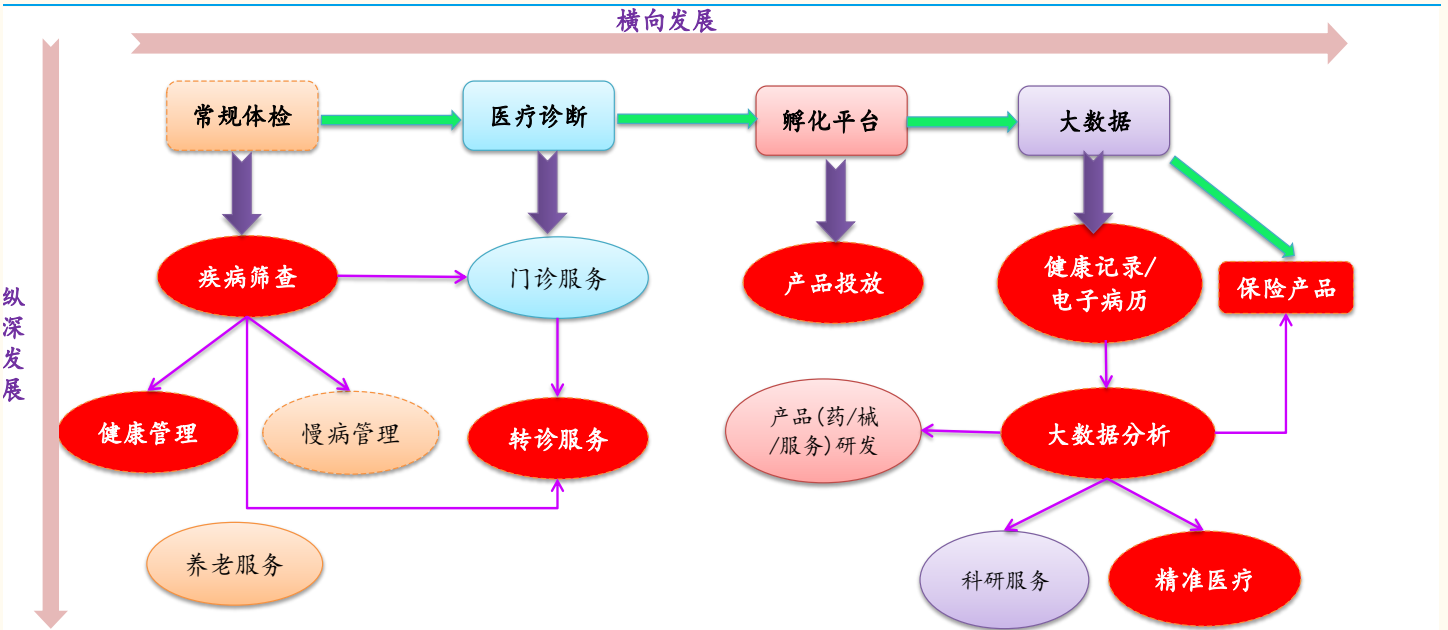


来源：国金证券研究所

美年健康依靠渠道搭建平台价值，率先走出产业链延伸

- 我们认为美年健康的价值，不只是全国最大的连锁专业体检机构，更深层次的价值体现在它的平台价值，以及渠道价值。后文我们将展开详细分析。

图表 21：过往两年，美年健康产业链延伸兑现情况



来源：国金证券研究所

- 两年后，我们再看这条产业链布局情况，红色板块均是美年健康已经在开展的业务模块。



## 五、产业链延伸兑现 1：大数据，美年健康构建变现途径

- 大数据还只是个概念吗？我们针对美年健康积累的千万级别体检人次的健康数据，探讨其数据变现途径。

### 数据本身存在价值

#### ■ 案例 23andme

- 23andMe, 位于加州芒廷维尤 (Mountain View, California), 于 2006 年由 Linda Avey 和 Anne Wojcicki 创立。是一家消费型的基因检测公司。
- 2015 年, 23andme 和 Genetech 完成一笔 6000 万美元的交易, 为后者提供匿名基因数据进行医药研发。
- 检测方法: 基于单核苷酸多态性 (SNP) 判断祖源和确定与特定疾病相关的遗传标记 (使用 SNP 寻找易感基因)。
- 23and me 的 B2C 业务的服务流程, 消费者基因测序流程分为五个步骤:
  - 在线订购测试套盒并签订同意书
  - 将测试套盒邮寄交付给客户以便客户收集唾液样品
  - 将唾液样品运送至 23andMe
  - 在 Illumina HumanOmniExpress-24 芯片 (覆盖整个基因组的 200 万个 SNP) 上进行 DNA 提取和分析
  - 在公司收到样品后六至八周内, 通过个性化的 23andMe 网络帐户在线提供分析结果。
- 23andme 的 B2C 的商业模式类似于美因基因 (后文有专门介绍), 但美因基因采用基因测序的方法, 而 23andme 用的是基因芯片。

图表 22: 23andMe 测试套盒



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 23: 23andMe 测试套盒构成



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- 2015 年, 23andme 和 Genetech 完成一笔 6000 万美元的交易, 为后者提供匿名基因数据进行医药研发。Genetech 将进行对来自 23andme 帕金森病社区的 3000 名患者的全基因组测序工作, 鉴定疾病靶点。
- 这个案例说明了, 数据本身就有价值。无论拥有数据的人是否有进一步使用数据的能力。

- 23andme 是美国一个典型的消费型基因检测公司，而美因基因依托国内最大流量的健康体检公司平台，未来在该平台上产生的数据量将是 23andme 的几倍、几十倍，其数据的价值不言而喻。

依靠大数据挖掘内在需求：优健康

- 以美因基因的数据为例，其数据不仅是样本数据，更包含了样本的表征数据，其数据更完整。
- 2016年7月，美年健康以自有资金224万购买天亿资管持有的好卓数据20%股权。好卓数据成立于2014年7月，注册资金1123.6万，对应20%股权为224万。
- 好卓数据开发的手机端APP在美年健康全国体检网点上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。
- 优健康基于3000万精准体检用户数据不断扩增累加，通过体检报告了解用户健康体征，挖掘用户健康数据，构建中国最大的医疗健康领域精准服务平台，为终端用户提供个性化定制医疗服务或产品。

图表 24：优健康个人健康管理平台



来源：公司资料，国金证券研究所

- 优健康利用美年健康3000多万现有体检用户，同时积极拓展各地区第三方医疗机构（2017年实现300家医院的合作），2017年年底注册用户突破1000万，年活跃用户数突破500万。

图表 25：优健康遍布全国的数据资源



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 26：优健康数据转化情况



来源：公司资料，国金证券研究所

■ 优健康是提供优质多元的产品和服务供应商

- 优健康平台将提供多元的产品，主要包括健康体检、个性基因检测、保健商品、医疗器械等，2017年产品数量将超过 3000 项
- 供应商包含体检中心、医疗机构、健管服务商、中医服务、健康电商平台、保险服务、等 10 多个领域，未来重点优质商户全覆盖
- 上线 2 个月后，健康服务商品转化率超过 3%，随着推荐引擎算法的不断进步，预计转化率高达 10%

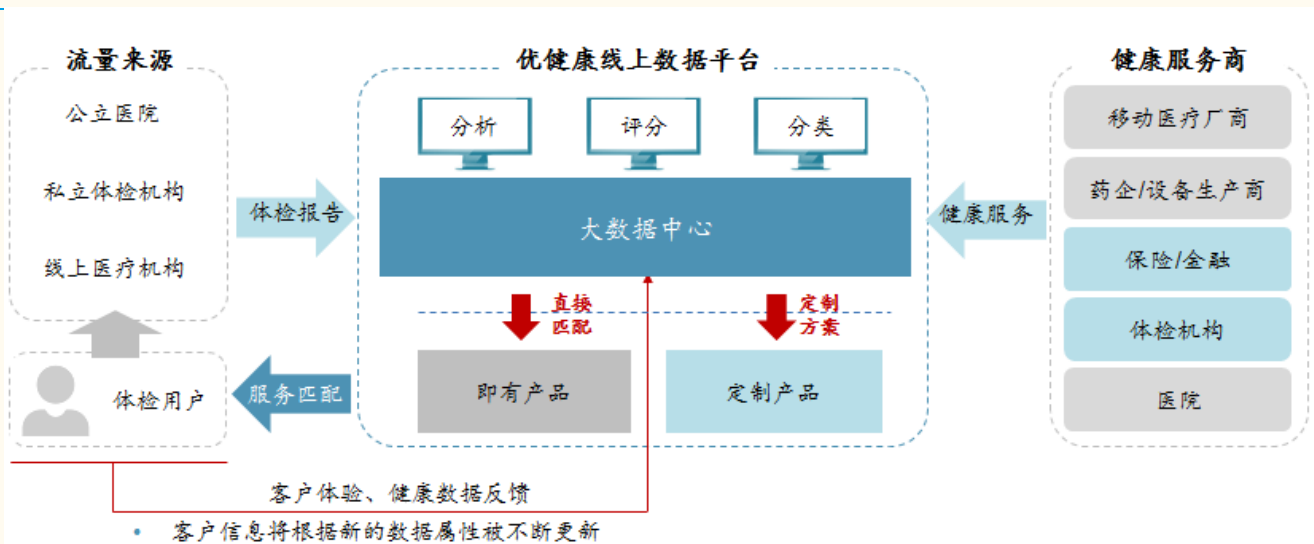
图表 27：优健康引入健康管理服务供应商



来源：公司资料，国金证券研究所

- 优健康核心优势：精准匹配算法和电商平台的构建
- 通过智能算法分析个人用户的动态健康数据，将用户数据进行评分、分类，精准匹配，实现精准匹配。

图表 28：优健康的精准匹配算法和电商平台搭建



来源：国金证券研究所

- 优健康无纸化在线阅读，便于个人历史数据积累
- 优健康无纸化在线阅读，提供了个人历史电子体检报告的积累、数据对比、在线预约、线上免费解读，个人异常指标可以清晰标明。

图表 29：美年健康无纸化—优健康 APP 首页



来源：APP，国金证券研究所

图表 30：个人历史电子体检报告



来源：APP，国金证券研究所

图表 31：优健康体检预约界面



来源：APP，国金证券研究所

图表 32：优健康健康管理团队免费解读体检报告



来源：APP，国金证券研究所



图表 33：美年健康门店倡导电子健康体检档案

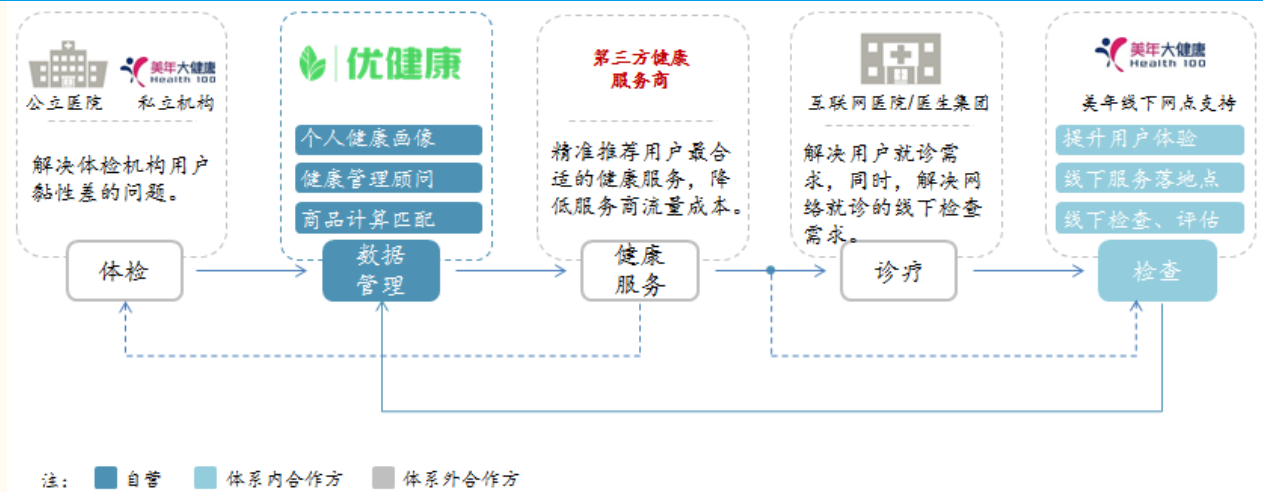


来源：实地调研，国金证券研究所

- 优健康的目标：完善的健康服务闭环体系
- 依靠大数据，进一步挖掘分类客户群里的内在需求，有针对性地制定细分套餐、健康管理、慢病管理等后续服务，是美年健康下一步的目标。
- 优健康通过美年 300 家遍布全国的体检网点打通线上线下的服务对接，解决部分第三方健康服务商及互联网医院/医生集团的线下检查需求，构建健康服务流程闭环。



图表 34：优健康的健康服务闭环模式



来源：国金证券研究所

依托大数据打造健康管理与支付体系为一身的闭环商业模式

- 美国的凯撒医疗集团（KP）不仅仅是一家商业保险公司，更是拥有后端的服务提供者（医院、医生）的大型医疗服务集团，做到了医疗服务提供者和买单者于一体的闭环模式。
- 凯撒医疗所采取的商业模式，可以称为“管理医疗模式”（managed care）：是把医疗服务的提供与提供医疗服务所需的资金的供给结合起来的保险系统，通过保险机构与医疗服务提供者达成的协议向投保者提供医疗服务。
- 凯撒医疗是美国最大的 HMO 组织，集保险公司、医院、诊所、药房、坐着医生于一体。旗下有三个组织机构：
  - 凯撒健康保险计划（非营利性）
  - 凯撒医院集团（非营利性）
  - 凯撒医生集团（营利性）

图表 35：凯撒医疗业务组织架构

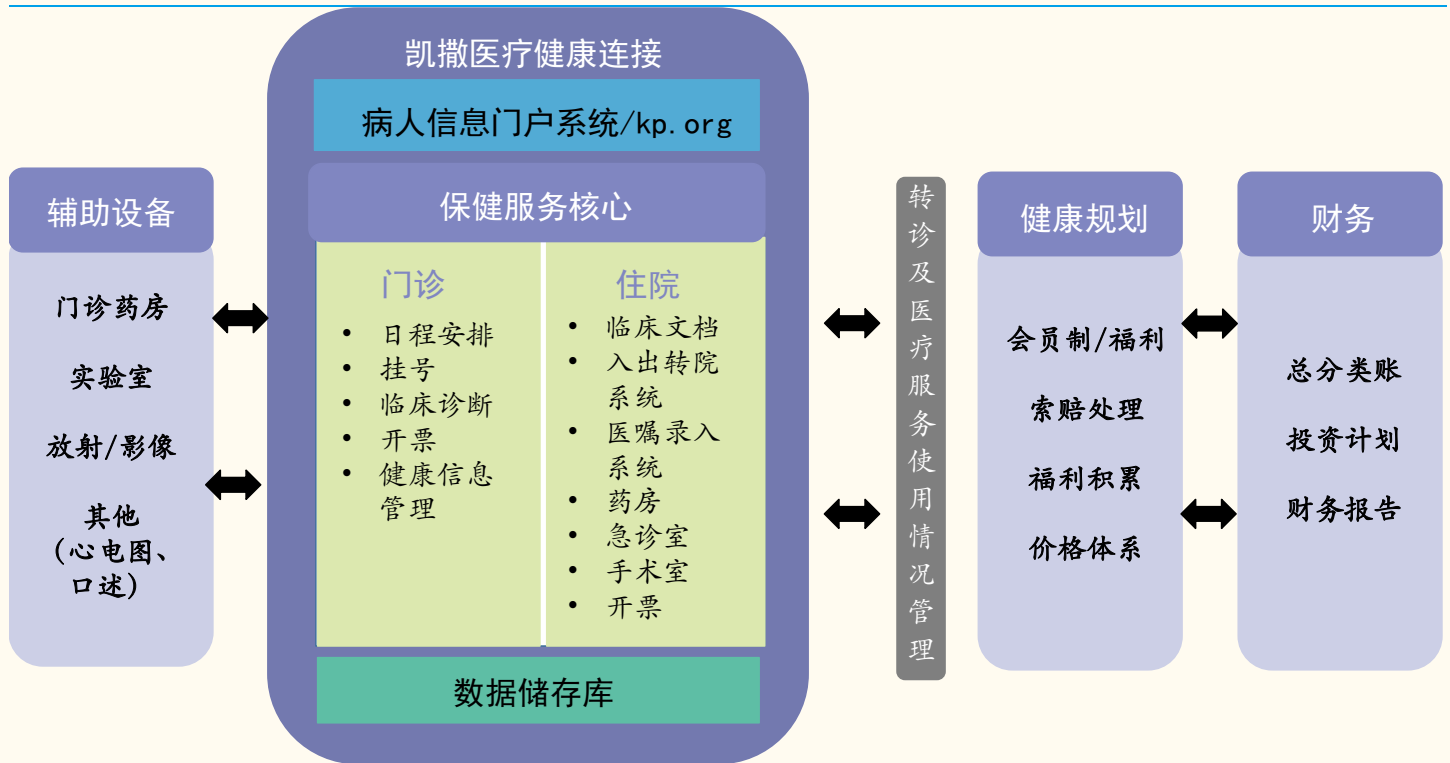


来源：凯撒医疗，国金证券研究所

- 凯撒医疗集团可以做成集医疗服务与医疗支付方为一体的闭环模式，有一个很关键的因素在于其大数据的累积和管理。
- 凯撒医疗在信息技术上的花费通常占总收入的 6%。凯撒医疗健康连接（综合保健服务系统）：

- 在 2004-2010 年实施，凯撒医疗健康连接是美国最大的居民健康信息技术系统。
- 不仅仅是电子病历，凯撒医疗健康连接将临床记录与预约、辅助和专业服务、挂号和账单信息相结合。
- 凯撒医疗健康连接包含能够以用户名和密码登录的个人健康记录（13 岁以上的会员中，有 70% 已签约参加）。
- 在美国，一个主要的医疗保健信息技术成就是成为 7 级医院（无纸化）。几乎所有凯撒医疗下属的医院和诊所都已实现无纸化。

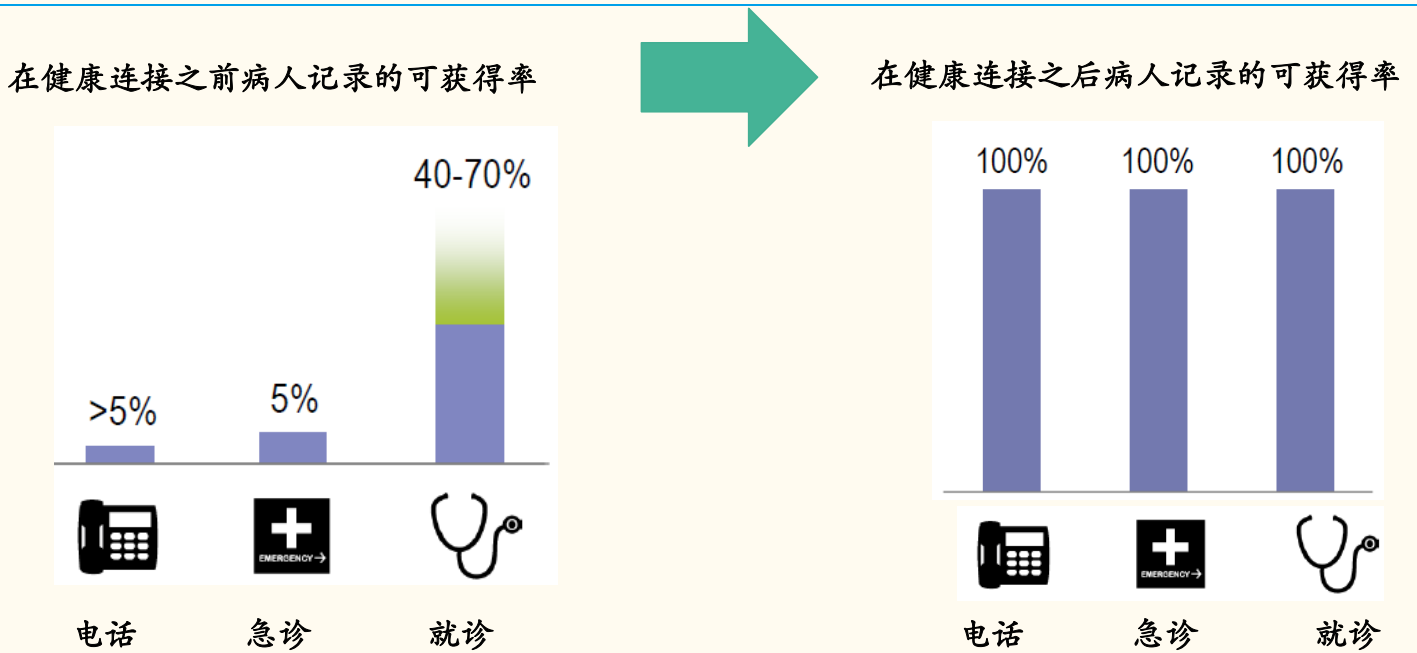
图表 36：凯撒医疗健康连接的业务范围



来源：凯撒医疗，国金证券研究所

- 凯撒医疗健康连接允许随时获取所有病人的所有医疗信息：

图表 37：凯撒医疗健康连接允许随时获取所有病人的所有医疗信息



来源：凯撒医疗，国金证券研究所

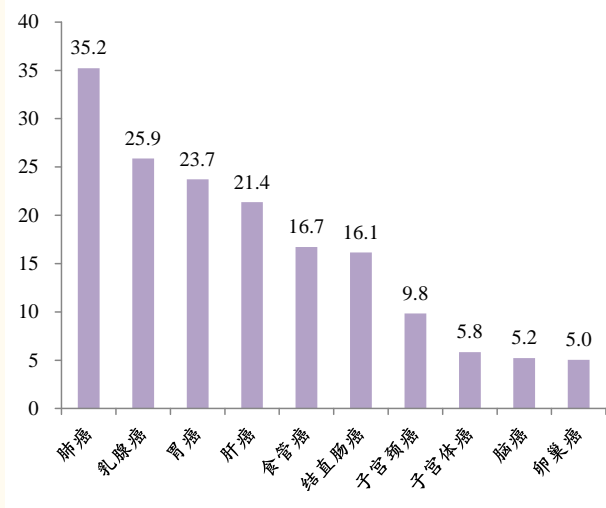
- 足够大的数据量、和精细化的数据管理，是打造健康医疗服务闭环网络的要素。随着体检人次的增加，美年健康将成为国内最大的医疗服务集团供应商，大数据的变现已经在逐步体现到人均单价的提升。未来，公司将依托大数据的累积实现跳跃式发展。

## 六、产业链延伸兑现 2：孵化平台，美年健康验证导流能力

### 案例：战略合作安翰医疗，孵化胶囊内镜新技术

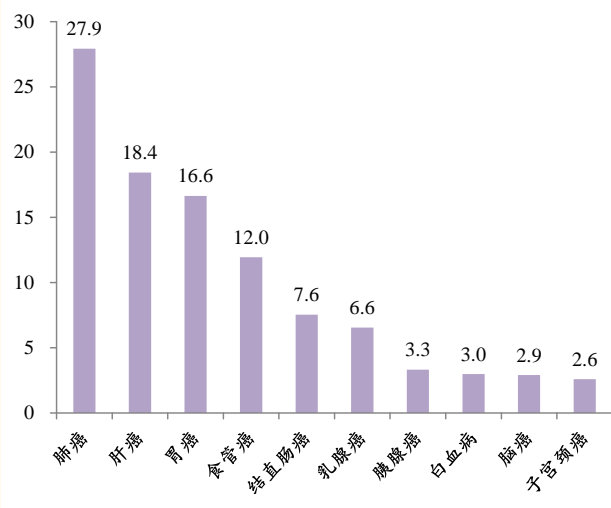
- 美年健康与安翰公司于 2015 年 12 月 16 日签署了 NaviCam 胶囊内镜机器人医疗机构合作协议，美年大健康将从安翰公司采购巡航胶囊内窥镜控制系统及 Navicom 胶囊内窥镜，合作期限为 2016 年 1 月至 2019 年 6 月，预计 2016 年度采购总金额超过 2 亿元人民币。
- 上海安翰医疗技术有限公司和安翰光电技术（武汉）有限公司（统称“安翰公司”）专业从事医疗器械研发、生产、销售及服务，是世界上第一家研制成功“主动精确控制消化道胶囊内镜机器人系统”并实现商业化的公司。
- 安翰公司 NaviCam 胶囊内镜机器人是胃、小肠等消化道疾病早期检查利器，提高早癌检出率。同时该平台对优化配置医疗资源、评价消化道药物治疗效果及询证疾病医疗研究具有重要意义。
- 我国是胃部疾病的高发地区，胃癌发病率更是位居全球首位，体检筛查对于早发现早治疗提高治愈率具有至关重要的作用。然而传统胃镜的不适感和可能存在的感染风险使得很多人放弃了传统胃镜的健康筛查。

图表 38：全国恶性肿瘤发病率(1/10<sup>5</sup>)



来源：2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

图表 39：全国恶性肿瘤死亡率(1/10<sup>5</sup>)



来源：2013 年中国肿瘤登记年报、国金证券研究所

图表 40：男性恶性肿瘤发病率&死亡率(1/10<sup>5</sup>)

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 41：女性恶性肿瘤发病率&死亡率(1/10<sup>5</sup>)

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

- 安翰公司 NaviCam 胶囊内镜机器人的创新性在于：利用精准磁控技术，使胶囊内镜可以为医生所控制，在人体胃内自如运动。安翰磁控胶囊内镜机器人改变了第一代胶囊内镜只能进行小肠检查的困境，精准检查人体胃部。

另外，通过安翰开发的云医疗平台，专家可实现远程阅片，为缺乏专家资源的基层医疗机构提供极佳的支持方案。受益于这样的智慧医疗，消费者不必再奔波于三甲医院，可就近进行舒适准确的胶囊胃镜检查，通过云平台对接消化专家。

■ 产品优势：

- **更高的检查完整度：**普通胶囊内镜工作时间只有 6-8 小时，而安翰胶囊内镜最长工作时间能超过 12 小时。足够的工作时间能避免部分患者由于胶囊在胃部停留时间过长而导致后期能源不足，出现漏拍漏诊现象，完全能保证检查过程的完整性。
- **减少辐射伤害、把握胶囊动态：**普通胶囊内镜一旦电池耗尽，而又无法肯定是否排除体外时，就必须通过 X 光或造影来确定是否滞留在体内。安翰胶囊内镜具有独特的电磁感应技术，无论胶囊是否还在工作，都能随时检测是否滞留，便于医生及时采取针对性的措施。
- **灵动控制、更大检查范围：**其他品牌胶囊内镜都是被动式工作方式，医生对于进入体内的胶囊形态无法控制，因此可能会出现误诊或漏诊，且只能应用于小肠疾病的诊断。安翰的 NaviCam 胶囊内镜独有智能三维主动控制功能，能在体外控制胶囊的上下前后左右移动翻转，能最大限度减少视角盲区，极大增加疾病的检出率，应用范围可扩大至胃及结肠。

图表 42：巡航胶囊内窥镜控制系统



来源：公司网站，国金证券研究所



图表 43：定位胶囊内镜系统



来源: 公司网站, 国金证券研究所

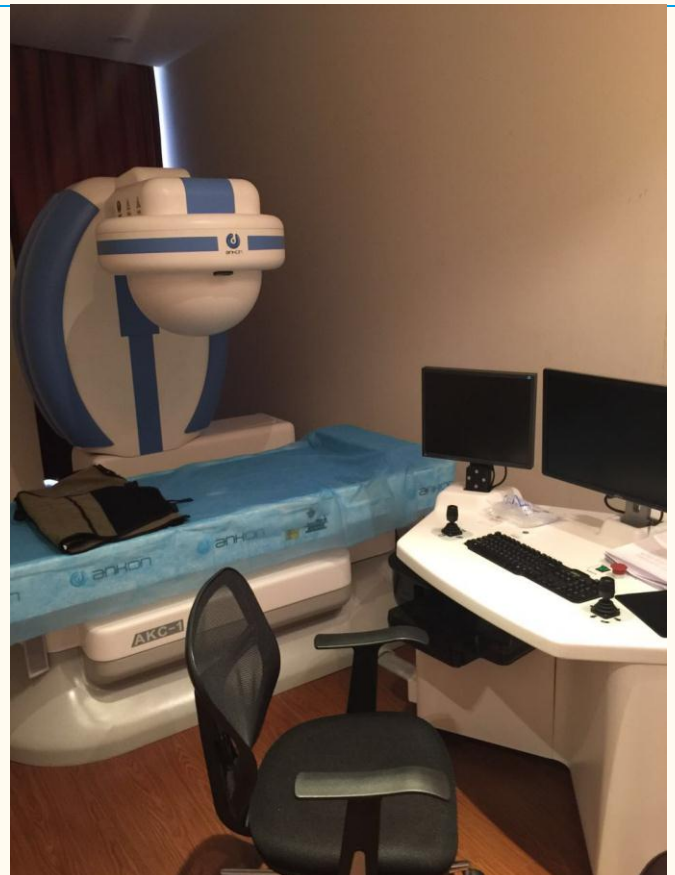
- 安翰公司 NaviCa 胶囊内镜机器人系统于 2013 年 1 月获国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 颁发的医疗器械注册证, 目前国际上尚无其他医疗企业能够与之比肩。安翰胶囊胃镜已经在全国 400 家医疗机构投入广泛使用, 2017 年更要将这一数字扩至 1000 家。安翰胶囊胃镜 2016 年全年销量 16 万颗, 2017 年开年订单已经超过 60 万, 全年预计销量 100 万颗。

图表 44：实地调研—美年健康门店内的安翰胶囊胃镜



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 45：实地调研—美年健康门店内的安翰胶囊胃镜



来源: 实地调研, 国金证券研究所



图表 46：胶囊胃镜图片成像



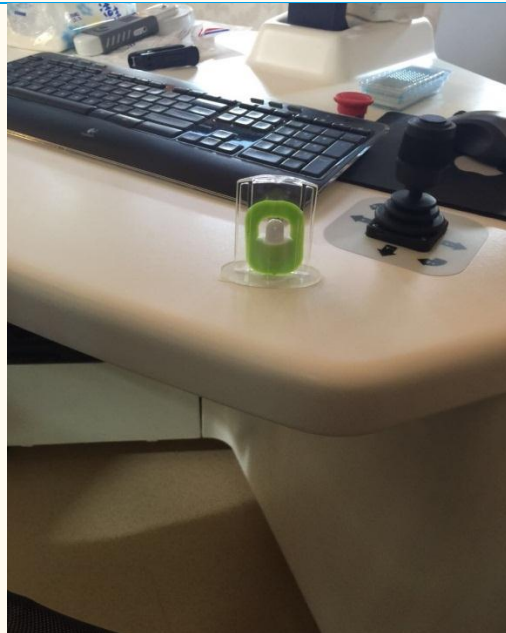
来源：实地调研，国金证券研究所

图表 47：胶囊胃镜图片成像



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 48：胃镜胶囊



来源：实地调研，国金证券研究所

- 随后，美年健康推出了以胶囊胃镜为一大卖点的“3650 套餐”。适用于全国美年大健康门店使用，针对不同年龄层、性别、婚姻状况对体检的不同要求，量身定制 5 个年龄段 10 大标准常规体检套餐。

图表 49：美年健康 3650 套餐说明



来源：产品实物，国金证券研究所

图表 50：美年健康 3650 套餐说明



来源：产品实物，国金证券研究所

图表 51：美年健康 3650 套餐说明



来源：产品实物，国金证券研究所

图表 52：美年健康 3650 套餐说明



来源：产品实物，国金证券研究所

- “3650”套餐是一个典型的，基于美年健康平台孵化的高端医疗设备案例，结果是投资方、供应商、上市公司的多方共赢。

### 案例：携手西门子，开启与上游设备供应商合作

- 2012年12月，美年健康与西门子医疗签订合作协议，拟设立合资公司，投资1亿元，美年健康持股51%，西门子医疗持股49%，在上海共同设立上海美熙医学诊断公司，占地3000平米，从事影像诊断、体外诊断。
- 合作提升公司庞大体检网络运营效率，探索远程医疗、智能诊断等新模式：美年健康与西门子的合作，将借助后者在诊断设备和相关数据诊断服务，提高美年健康在健康筛查、疾病诊断的能力，和公司内部个门店的效率和标准化程度。后期双方还将在基于美年健康未来强大的体检网络中开展远程医疗、智能诊断、大数据挖掘方面展开合作。
- 与国际知名品牌合作，提升美年健康竞争能力的同时，体现公司渠道价值：西门子医疗是全球影像和体外诊断业务的龙头公司，而健康体检依赖于影像和检验的诊断结果，两者合作是技术与终端的结合，有利于提升双方在各自领域的综合竞争能力；同时，西门子选择与美年健康合作，是供应商与下游客户的结合，体现了美年健康的渠道价值。

**案例：参与成立美因基因，打造国人基因检测大平台**

- 美年健康于2016年7月，向天亿资管购买其持有的美因健康科技公司20%的股权，开展基因测序业务，并于2016年7月4日完成工商变更登记。
- 美因健康科技（北京）有限公司成立于2016年1月5日，是中国基因行业实力雄厚的高新技术企业。公司凝聚了一批来自海内外顶级名校，多学科交叉型的高素质综合团队，拥有自主研发的染色体分布检测技术以及领先水准的实验平台。
- 目前美年健康上市公司持有美因基因17%的股份，天亿资管持有美因33%的股份。
- 美因基因业务涉及大众健康，临床诊疗，科技服务，数字健康四大领域，不断开发惠及大众、具有准确性、高效性、经济性的基因检测产品，帮助人们实现精准健康管理，同时面向全国研究型大学、科研院所、医院、医药研发企业及个人提供精准医疗服务及大数据服务，打造中国人群基因入口。

**图表 53：美因基因产品内容**

大众健康	临床检测	科技服务	数字健康
个人全外显子组套餐 全序列个人基因组套餐 维生素吸收能力检测套餐 男性特有肿瘤套餐 安全用药套餐 减肥基因检测套餐 男性肿瘤全套筛查 食物耐受基因检测套餐 运动相关基因检测 男性肿瘤高发套餐 女性特有肿瘤套餐 女性肿瘤高发套餐 女性肿瘤全套筛查	美因安 美因康	全基因组重测序 全外显子组测序 转录组测序 微生物多样性测序 宏基因组测序 建库测序	数字生命中心 美因APP 美因医学APP

来源：公司材料，国金证券研究所

- 美因基因成立于2016年1月，根据我们实地调研，截止2016年10月时，公司有80员工。目前已经有600个员工。



图表 54: 美国基因实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 55: 美国基因实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

- 美国基因目前服务消费者 20 万人, 预计全年有望突破 50 万人。由于健康体检业务季度分布不均衡, 我们预计美国基因今年有望实现 1 亿以上的销售收入。
- 公司目前提供的基因检测业务主要是消费型基因检测, 除了肿瘤等套餐以外, 还可以提供个人全外显子检测、全序列个人基因组套餐。
- **全外显子检测:** 涵盖人类基因组 1% 左右的区域, 5000 万个碱基位点, 解读项目包含 1000 多种疾病。
  - 人体基因组中直接参与蛋白质编码的 DNA 区域的总合称为外显子组, 是 DNA 中的重要功能序列。人类外显子组包括 22, 000 多个基因的 180, 000 多个外显子, 其仅占人类全基因组的 1%, 但涵盖了与个体表型相关的大部分功能性变异, 约 85% 单基因病的已知遗传突变都在这个区域。目前, 全外显子组测序可以对 17 个检测项目, 超过 5000 多种疾病相关基因进行检测, 涉及的种类包括遗传性肿瘤、内分泌和代谢系统疾病、循环系统疾病、消化系统疾病、先天畸形、药物基因组等方面。同时, 也会对全外显子区域及重要区域与复杂疾病相关的 SNP 进行检测, 从而对自身复杂疾病的内在因素进行了解。

图表 56：美国基因个人全外显子组套餐



来源：公司材料，国金证券研究所

- **全序列个人基因组套餐：**人类基因组包含 30 亿个碱基、约 25000 多个基因，蕴含人体全部的遗传密码。个人基因组基因测序基于国际目前最先进的高通量全基因组测序平台，依托国际化的分析团队，结合权威疾病数据库，实现对个人基因组数据的深度挖掘和疾病易感风险评估，帮助最大程度预知内在的疾病隐患，及时科学地干预，延缓或防止疾病的发生，为今后的健康生活保驾护航。全序列个人全基因组检测从疾病和健康两大方面解释基因组信息，满足您不同层次的需求。疾病检测报告按医学研究的惯例，将疾病分成 14 个系统分别报告在不同系统的疾病隐患；健康检测报告则从遗传特制、药物反应、运动和营养四个方面报告个人特质和个性化健康指标。
- 检测内容涵盖人体所有遗传信息，30 亿个碱基位点，包含人体 14 个系统的遗传病和慢性病，以及个性特征和药物基因组等。

图表 57：美国基因全序列个人基因组套餐



来源：公司材料，国金证券研究所，以上介绍资料摘自公司网站

- 美国基因可以发展的如此迅速，主要得益于控股股东旗下的美年健康客源导入。随着未来检测手段的不断发展，新的检测技术层出不穷。每一项检测技术的初期，拼的是技术，成熟后，拼的是渠道。



图表 58：美年健康门店内推广美因基因项目



来源：实地调研，国金证券研究所

#### 跟随检测技术发展，未来公司渠道可以嫁接孵化更多方法

- 随着未来检测手段的不断发展，新的检测技术层出不穷。每一项检测技术的初期，拼的是技术，成熟后，拼的是渠道。
- 作为国内唯一拥有 300 多家体检门店的上市公司，美年健康之于安翰、万东、美因基因以及其他上游厂商的渠道意义不言而喻。
- 未来随着体检人次几何倍数的增长，公司的估值不仅仅是一个体检公司的估值，我们需要重估的是其渠道价值。

图表 59：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、
	心肌功能检测		基因检测
	血粘度检测		免疫指标检查
	动态心电图检查		CT检查
	眼底血管检查		核磁共振检查（MRI）
	动脉硬化检测		泌尿系统肿瘤标志物（CEA、IgA抗体、CA50、TSGF、SCC、CYFRA21-1、NSE）
	脑血管血流检测		基因检测
	CT检查	脊柱、骨、关节系统	DR摄影检查
	基因检测		CT检查
	过敏源测试		核磁共振检查（MRI）
呼吸系统	低剂量螺旋CT检查		骨代谢标志物
	核磁共振检查（MRI）	中医、亚健康检查	亚健康分析
	肺癌相关肿瘤标志物（CEA、IgA抗体、CA50、TSGF、SCC、CYFRA21-1、NSE）		中医检查
肺功能	一滴血检查		
内分泌系统	免疫指标深度检查	妇科专项	TCT
	甲状腺功能深度检查		人乳头瘤病毒检测
	性激素水平测定		女性性激素测定
	基因检测		乳腺肿瘤钼靶检查
			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

## 七、打造多品牌战略：从大众体检到高端体检市场的全面布局

- 美年健康先后收购了慈铭体检、美兆医疗，丰富了自身的品牌，进行了从大众体检到高端体检市场的全面布局。
- 大众品牌：美年健康、慈铭体检
  - 其单价团检在 300 元以上，个检在 400 元以上；
- 中端品牌：慈铭奥亚
  - 其单价团检在 1200 元以上，个检在 1800 元以上；
- 高端品牌：美兆医疗
  - 其单价团检在 1800 元以上，个检在 3650 元以上。

图表 60：公司的多品牌战略



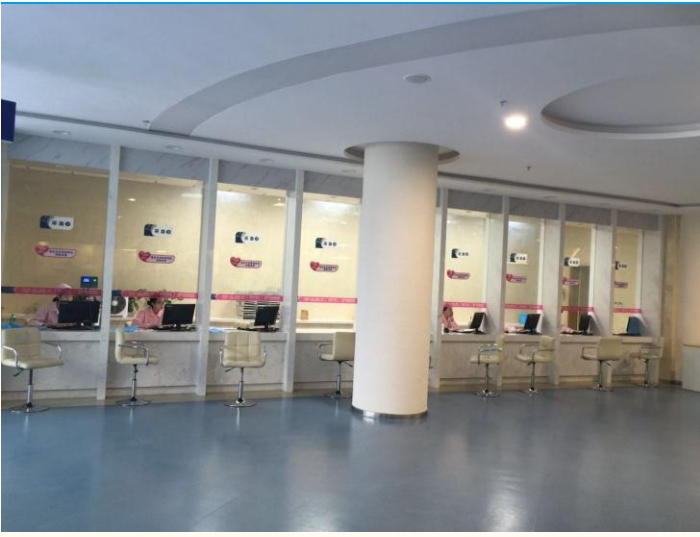
来源：国金证券研究所，公司网站

- 不同的品牌之间市场定位不同，满足了不同层次健康人群的需求。随着消费升级，高端体检是未来的发展趋势。
- 下文我们将有专题板块分析美年健康的高端体检业务的发展情况。

### 新建旗舰店主打高端体检市场

- 随着健康消费升级，高端体检市场打开。美年健康新建的不少旗舰店配置上趋向高端。

图表 61: 9 个采血台



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 62: 进口设备统一配置



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 63: 设计上保证客户体检的私密性



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 64: 设计上保证客户体检的私密性



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 65：专家团队支持



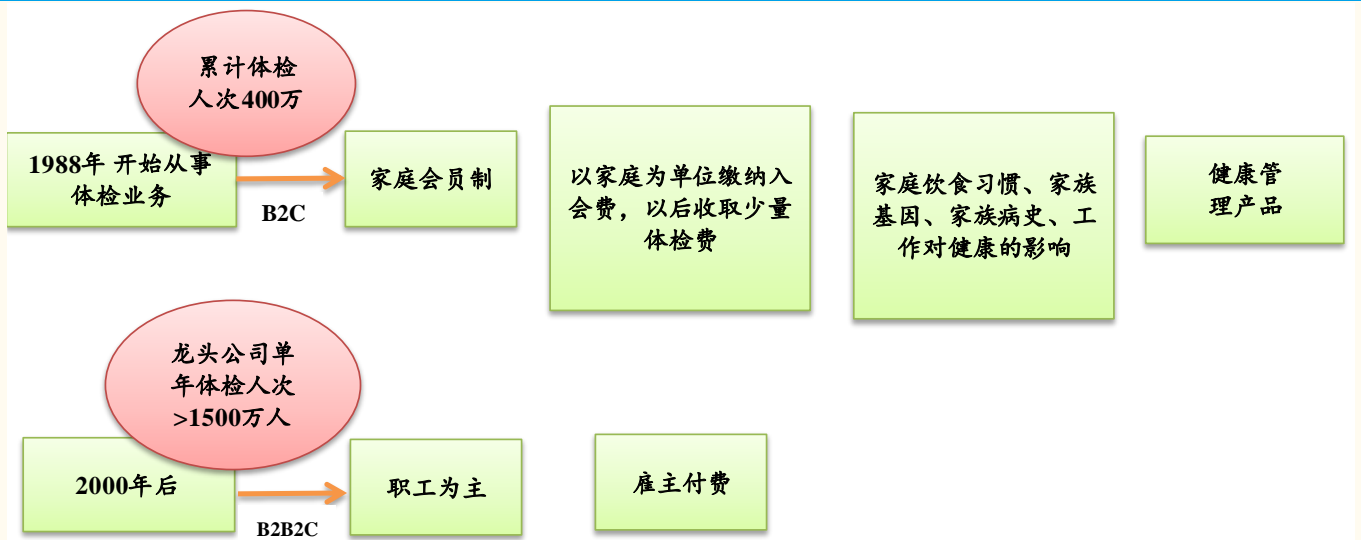
来源：实地调研，国金证券研究所

### 收购美兆体检，挺进精细化体检市场

- 2016年7月，美年健康境外全资子公司美健公司拟以2719万美元收购境外公司新新健康100%股权，以间接掌控境内北京美兆健康体检公司和上海美兆门诊部（间接控股两个体检公司56%的股权）。
- 北京美兆体检是美兆集团在大陆开设的第一家旗舰店，于2003年成立。上海美兆于2009年成立。
- 美兆体检是业内知名高端体检品牌，并在台湾率先探索出体检大数据应用：美兆独创的“AMHTS美兆自动化体检系统”已累积数亿以上大数据，其数据成果获医界权威期刊《Lancet柳叶刀》全球刊登。而通过“计算机交叉排检”可让受检者于4小时内就可完成百项检查，首创的“受检当日提供报告”的高效能服务，更成为全球健康管理服务的先驱。
- 台湾美兆集团成立于1983年，1988年起在台湾成立体检中心。现与英国BUPA、日本PL并列为世界三大高端体检机构。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。
- 对家族病史档案的建立，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。研究出家庭饮食习惯、家族基因、家族病史、工作对健康的影响，并开发出一系列健康管理产品。
- 对比台湾美兆体检，大陆的体检公司拥有更多的体检人次和数据量。
  - 以下是台湾美兆集团和大陆龙头体检机构的业务对比：



图表 66：美兆、美年的体检人次和商业模式比较



来源：国金证券研究所

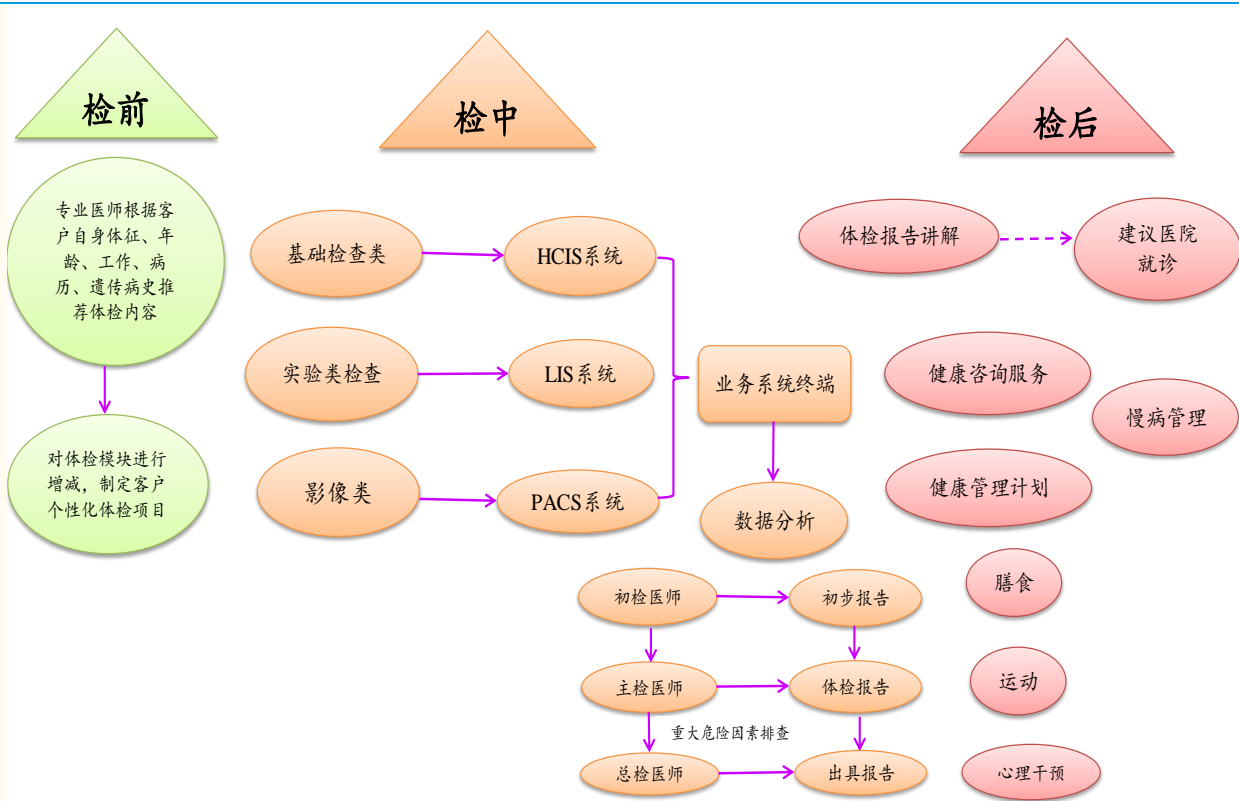
- 随着健康消费升级，高端体检将是未来的发展方向。
- 高端体检，不仅体现在表象中，更重要的是其内涵价值的延伸。

#### 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 67：健康体检服务流程



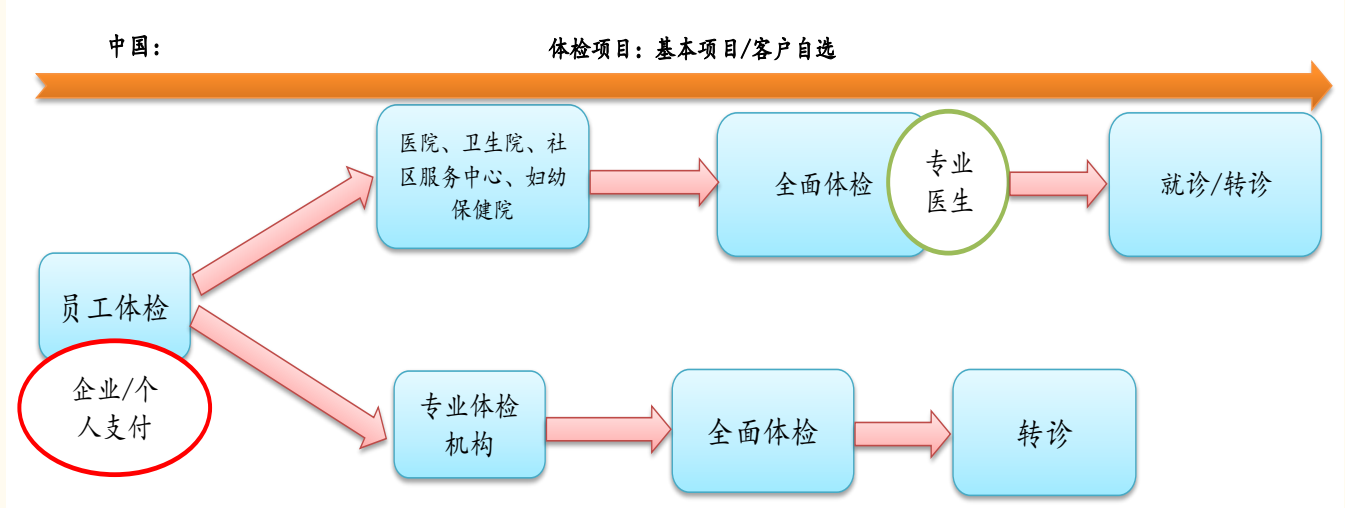
来源：国金证券研究所

- 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，并没有催生出现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继续延伸的空间很大
  - 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。
- 本质上来讲，检后的服务就是健康管理，更为重要。在这一点上，包括美年健康在内的中国专业健康体检公司，都有很长的路要走。

中国的体检公司未来将部分地扮演家庭医生角色

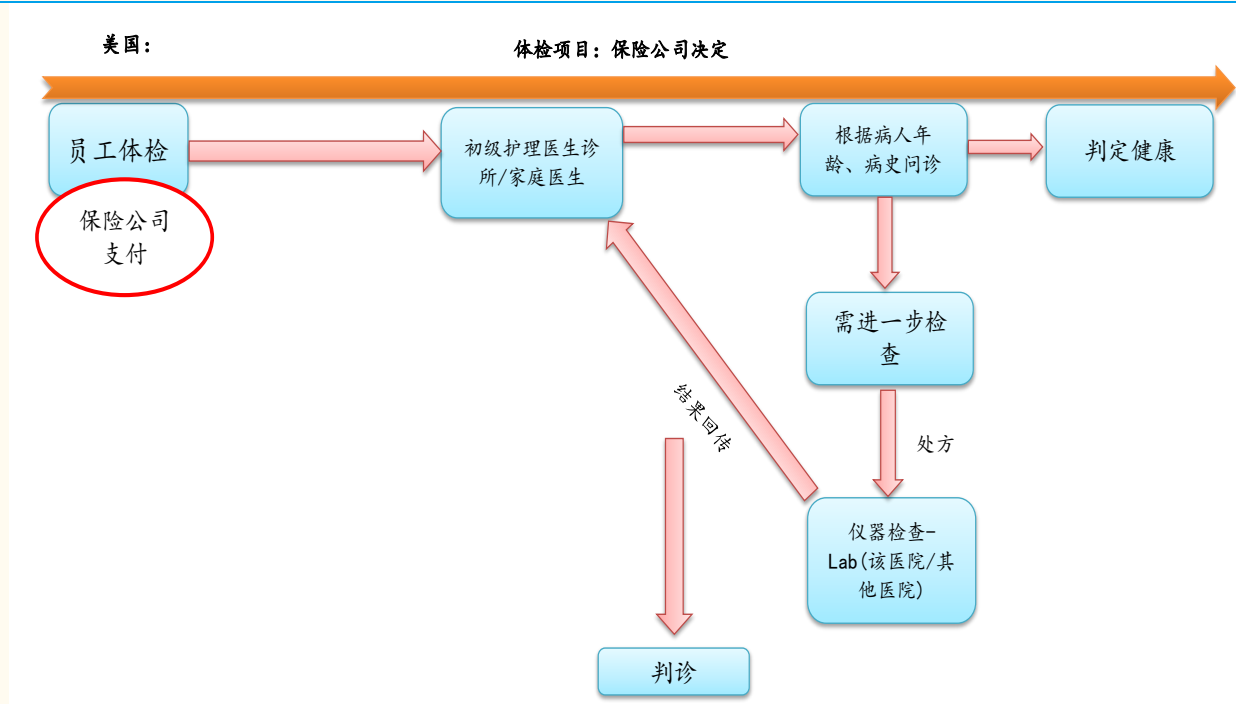
- 在美国，健康体检的发起人其实是家庭医生。
- 而在中国，由于家庭医生缺失，并且长期难以补足，专业健康体检机构一定程度上扮演了家庭医生的角色。

图表 68：中国实行全面体检



来源：国金证券研究所

图表 69：美国实行个性化体检



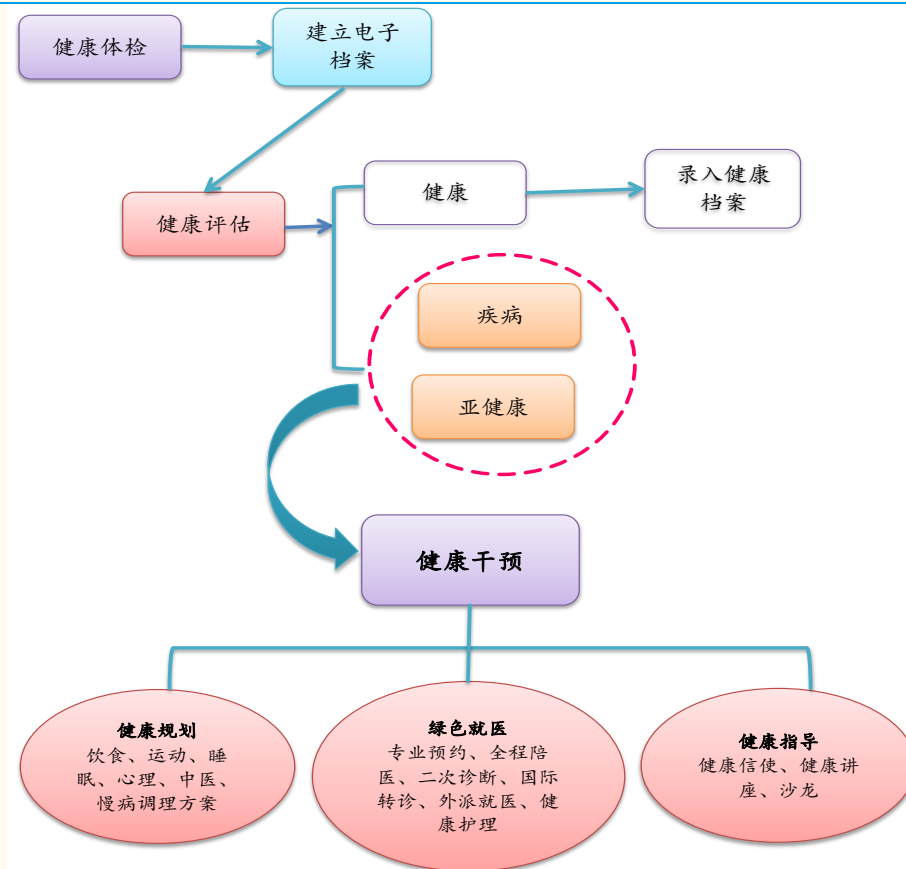
来源：国金证券研究所

- 虽然美年健康在业务运作模式上，力求做到完善完整，但和美国的健康体检流程相比，需要做的事情仍然很多。

### 美年健康的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 70：美年大健康业务运作模式

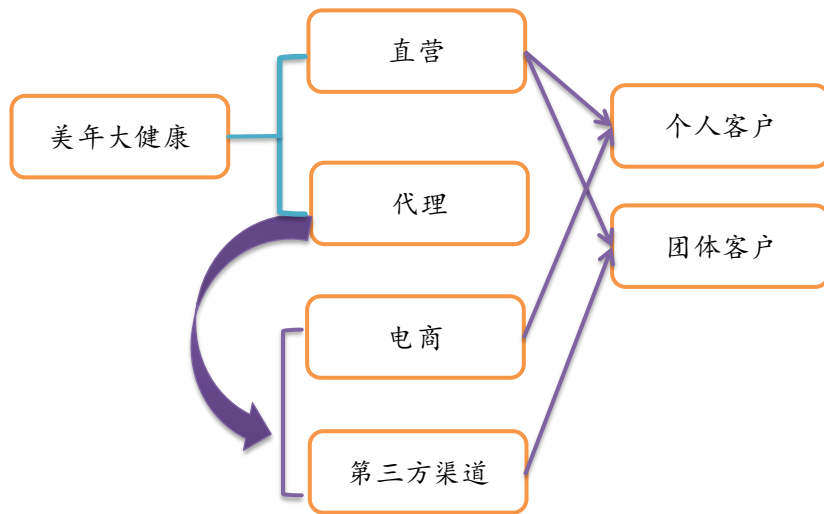


来源：公司公告，公司网站，国金证券研究所

### 美年健康的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 71：美年大健康销售模式



来源：公司公告，公司网站，国金证券研究所

- 美国的健康体检更注重实质、更精细化，中国的健康体检需要完善的地方仍然很多，主要参考我们上文所述的检前准备、检后跟踪完善。

## 八、试水商业健康保险：力图打造医疗服务闭环模式

- 我们对比中美健康体检行业，不难发现，还有一个明显的区别在于付费方。
- 中国健康体检的付费方是企业（B2B2C）或个人（B2C），而美国体检的付费方是商业保险公司。
  - 美年健康于 2015 年 10 月公告与广州唯品会信息科技有限公司、上海容大投资（集团）有限公司、上海盛大网络发展有限公司等投资人共同发起设立专业健康保险公司。
  - 注册资本 10 亿，美年出资 20%，目前在排队申请保险机构牌照。

### 美年健康申请健康保险的意义？

- 对于美年健康试水健康保险，我们认为，有两项战略意义：
  - 作为健康体检业务的附加业务，打包销售给团体客户或个人客户
  - 打造大健康产业的“闭环”

### ■ 案例：英国 BUPA 的健康产业链扩张

- 英国 BUPA（British United Provident Association）体检中心成立于 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 72：BUPA 健康产业链扩张方向

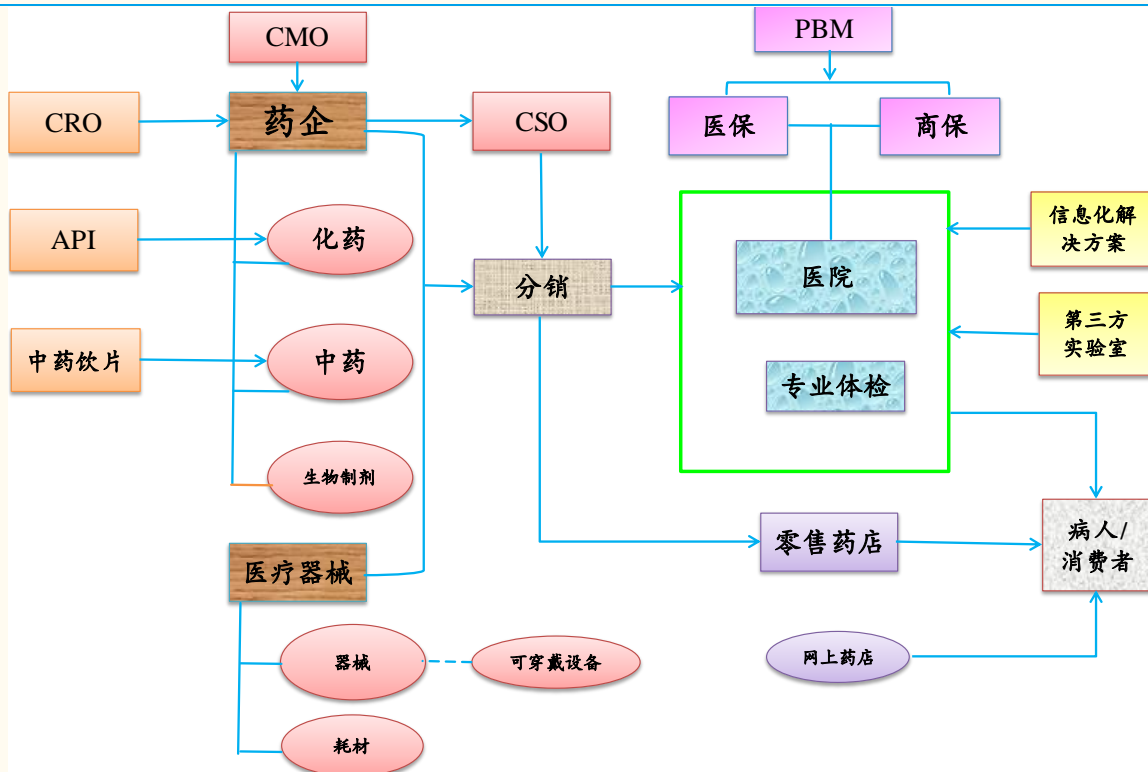


来源：公司资料，国金证券研究所，公司资料

### 九、布局下游医疗机构：国民医疗产业链中的价值卡位

- 从健康体检在医药产业链的卡位来看，其下游链接的是消费者，同时和医院平行。但从业务往来上看，专业健康体检机构可为医院提供导流的入口。

图表 73：专业体检机构在医疗产业链的位置



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。

#### 专科领域：以口腔科为例，谋求合作可能

- 美维口腔于 2016 年 8 月在上海正式成立，隶属天亿集团，致力于从预防开启全民整体健康管理，以开放打造“中国口腔医疗第一平台”，并通过战略投资、标准输出、品牌管理推进民营口腔医疗健康产业快速发展。
- 2017 年 4 月，美维口腔与国际权威认证机构 DNV\_GL 联合宣布，共同构建一套适用于国内市场的国际级医疗管理体系认证，并以此为蓝本衍生出口腔医疗行业具备先行意义的“M+”管理认证。国际化、制度化的口腔医疗管理认证与规范对于美维口腔及整个口腔医疗行业都将意义深远。同时美维还针对上下游产业链进行深度整合，以保证不断提升服务品质和大大降低运营成本。
- 2017 年 4 月 28 日，美维口腔与湖北科技学院正式签约达成战略合作，共同建设三级专科标准的“湖北科技学院附属口腔医院，这标志着美维口腔真正实现产、学、研一体，搭建起口腔医疗专业人才的管理培训平台，将全面提升美维旗下口腔连锁门诊的齿科医师专业水平以及齿科高新技术创新与研发水平。美维将通过附属口腔医院将全球最顶级的口腔数字化智能管理体系，包括基于云平台的管理软件、智能化运营数据分析、数字化义齿加工、数字化影像等成熟的先进口腔技术，应用到口腔医疗人才的培训中来。
- 依托天亿集团构筑的以美年大健康为中心的健康产业生态圈，美维口腔通过优选区域优势口腔品牌机构成为”事业合伙人“的主要运营模式，目前已拥有维乐口腔、新桥口腔、中山口腔、同喆口腔、美尔口腔、爱齿口腔、致美口腔、韩美口腔等 8 家口腔连锁机构品牌，覆盖北京、上海、南京、天津、成都、福州等拥有 52 家口腔医院与门诊部。美维口腔计划未来 3 年内，将形成全国超百家口腔连锁规模，基本覆盖全国核心城市，开启全民口腔整体健康管理新时代。

图表 74：美维口腔全国布局情况



来源：公司资料，国金证券研究所

- 战略合作伙伴——DNV GL， 打造领先于行业的“M+”管理认证体系。DNV GL，中美官方共同认可的国际权威认证机构，成立于1864年，是全球最知名的专业风险管理服务机构，它为医疗机构提供国际医院认证、感染风险管理、管理体系认证和培训服务，目前全球已有超过2400家医疗机构获得了DNV GL认证。DNV GL是当前唯一且首家在中国认证认可监督管理委员会（CNCA）成功备案的国际医疗认证机构。
- 美维通过 DNV GL 所提供的现场评估与培训服务更充分地理解国际化诊所管理标准，通过流程变革、行为变革并以认证美维旗下一家示范性门诊为起点，建立高效的整合管理体系及管理模式。并以该先进标准为蓝本建立在口腔界具备先行意义的“M+”管理认证。美维达成战略合作的口腔品牌及诊所，将悬挂美维专属“M”标识，这也意味着它们将严格秉承美维的标准，提供美维所要求的服务，成为品牌与信誉的保证。
- 引入 DNV GL 后，美维将深耕建设口腔数字化智能化管理体系，包括基于云平台的管理软件、智能化运营数据分析、数字化义齿加工、专业+管理培训学院等，与世界牙科经营管理水平全面接轨，在2017年年底即有望搭建起来这一体系。
  - 根据规划，“合作+自建”将成为支撑美维口腔的两大支柱，且发展初期“合作”将占据主流。通过在高发展潜力城市选择区域性优势品牌进行战略投资，结合现有美年生态体系中庞大的体检人群导流，美维口腔不仅为合作伙伴带来空前强大的低成本客源，增加用户粘性，建立用户口腔健康档案，同时，进一步壮大美年的体检2.0蓝图，为传统接受单一服务的体检用户提供更深层次的健康管理，实现用户的深度挖掘。
  - 地方性的非公立牙科诊所成为美维优先考虑的收购标的。对美维而言，如果自建门店，财务压力并不是最大的压力，最难以解决的问题在于人才团队的培养，这需要时间的沉淀。对于投资标的，美维并不需要全资收购，而是通过控股的方式进行合作。美维会在全国进行美维认证体系的搭建，根据医疗机构的环境、管理、技术、服务、消毒隔离

等各维度进行标准化的评级和管理，并在获客、管理、培训、专家人才上实现对于事业合伙人的全方位支持。

- 与此同时，美维口腔正在筹划中的全国口腔连锁联盟，将汇聚国内一大批知名口腔专家及管理人才，通过投资体系内部的人才流动及管理培训，推广先进医疗技术，提升行业管理水平，实现共同发展。

## 十、探索服务集约化：参与检验与影像模式创新

- 美年健康的渠道价值不仅体现在对外，也体现在对内。其内部检验体现中的检验集约化管理、和读片的集约化管理，在医药产业界，其实都有专门的上市公司从事。

### 检验集约化

- 以上海为例，在门店不多的五六年前，检验是单店自己做。目前上海有 10 个体检门店，已经可以做到公司的血液化验等检验项目统一在自己的一家临检中心，门店内不做化验，只采血。暂不做对外接样本，如果有的检验项目成本自己做不划算会外包出去。
- 本质上就是检验中心独立服务于上海所有体检机构。这与国内第三方医学中心，如迪安诊断、金域检测，所从事的商业模式相似（第三方医学检验中心的客户主要是医院）。

图表 75：美年健康检验集约化



来源：实地调研，国金证券研究所

图表 76：美年健康检验集约化



来源：实地调研，国金证券研究所

### 读片集约化

- 公司上海体检中心的 CT 和核磁读片统一远程到北京大象医疗读片，既保证读片质量、又使得上市公司实现了集约化管理。
- 2016 年，公司与大象医疗签署合作框架协议，大象医疗为美年大健康下属单位提供远程阅片服务。美年健康将影像设备与大象医疗的影像平台对接，由大象医疗提供具备相应资质的医生来提供远程影像阅片服务。对于 CT、核磁、胶囊胃镜的远程阅片服务，大象医疗将按阅片数量向体检中心收取服务费；未来也将为体检阳性检出患者和普通患者提供影像学专家的会诊服务。目前大象医生的日读片量已经超过 5000 张。
- 大象医生是以远程医疗为核心的创新医疗服务公司，成立于 2015 年 8 月，于 2016 年 1 月正式开始为美年健康提供远程读片服务。目前已经开展了 CT、核磁和胶囊胃镜的远程服务，服务的客户近百家；大象医生远程诊室，从远程会诊到治疗再到转诊，旨在构建全国最大的连锁专科远程医疗平台。



- 截至 2017 年 8 月 29 日，大象医生在全国已经为 117 家医疗机构提供远程影像服务，覆盖上海、广州、杭州等 87 个城市。累计 CT 影像诊断量 371,489，核磁影像诊断量 86,071，胶囊胃镜影像诊断量 12,014。

图表 77：大象医疗全国阅片托管机构分布图



来源：公司资料，国金证券研究所

- 未来，大象医疗还将打造互联网医院。
  - 大象医生互联网医院将成为一个集健康大数据收集、健康教育、健康管理、网上诊疗为一体的远程医疗服务与协同平台，能实现门诊、住院、检查、体检的预约服务，并能针对特定人群、特定病种实现规定范围内的网上诊疗活动，帮助医生高效率、低成本地为居民提供服务。
  - 大象医生互联网医院将公立医疗机构（大医院和基层医院）、美年大健康的网络和医生（专科医生和全科医生）连接起来，建立网上医联体，让广大居民真正实现“不出社区看名医、问诊检查治疗一站解决”，并针对初诊患者、已确诊的慢性病患者、重症需转诊的患者、出院随访和远程复诊的患者的不同情况采取不同的服务流程。
  - 预计到 2020 年之前，将全面打通患者、机构、医生、器械、药品、保险等环节，构建全国最大的“互联网+医疗”线上线下垂直闭环的优质医疗服务业态。
- 2017 年，美年健康实际控制人俞熔先生参股万东医疗 22% 股权，万东医疗的“万里云”远程读片业务也是万东的一大亮点。
- 2015 年 4 月，万东医疗与阿里健康开展远程医疗影像方面合作。万里云前身是“北京万东软件技术有限公司”，成立于 2009 年 10 月，目前已经在北京、郑州、武汉和巩义等地建立了远程影像中心。我们预计，公司搭建的“万里云影像平台”到年底将为对全国超过 2000 家医疗机构提供包括托管、审核和疑难会诊的远程服务。目前公司的每日阅片超过 4000 张。
- 模式上包括，基层公立医院导入影像数据（主要是 MRI 和 CT）、上传到万东医疗的医学影像云服务器、万东医疗签约的影像专家提供远程阅片并生成咨询报告，反馈给基层医院出具诊断报告。

图表 78: 万里云实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 79: 万里云实地调研



来源: 实地调研, 国金证券研究所

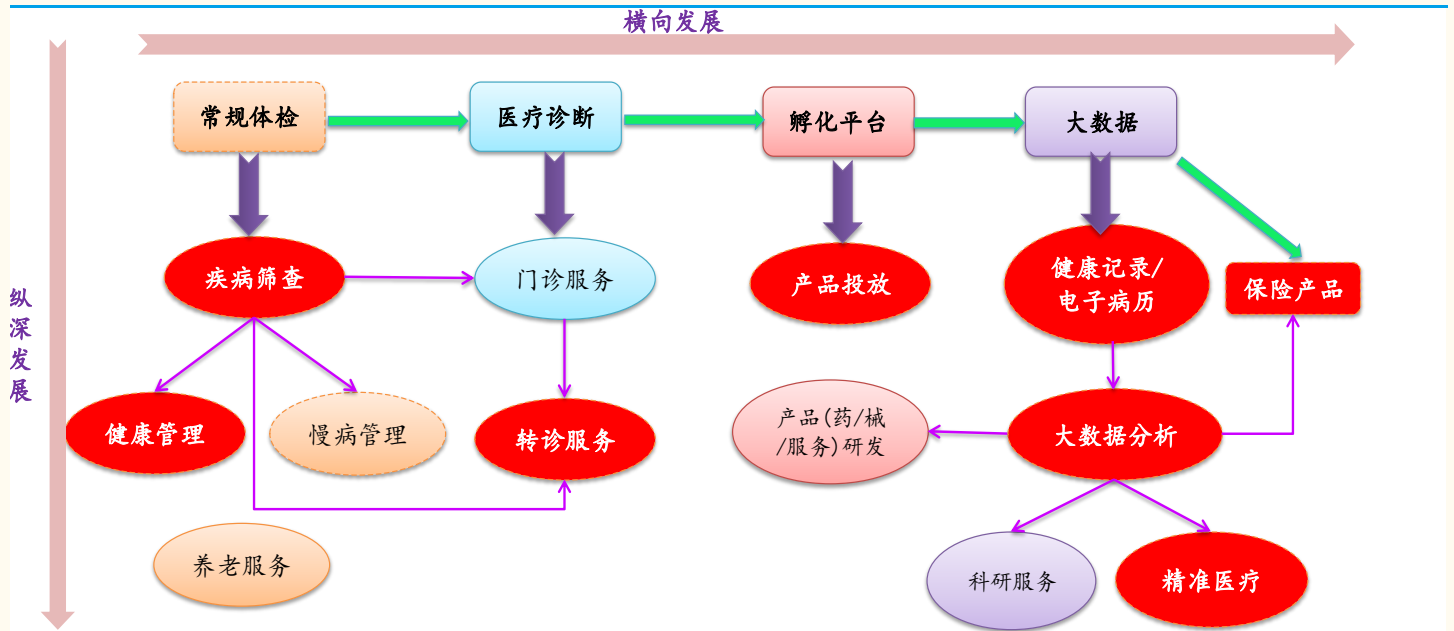
- 美年健康与万东医疗各自在远程医疗方面进行了成功探索, 我们认为双方未来可以进行相关方面的资源共享, 包括读片专家、患者/受检者、第三方影像中心等。



## 十一、美年健康产业链拓展成开始贡献，价值需要重新评估

- 从目前来看，公司沿着健康体检的产业链横向、纵向延伸发展，已经取得了疾病筛查（新的检测手段）、健康管理、转诊服务、产品孵化、电子化、大数据分析等领域的阶段性成果。

图表 80：美年健康已经兑现的产业链延伸业务板块（红色部分标出）

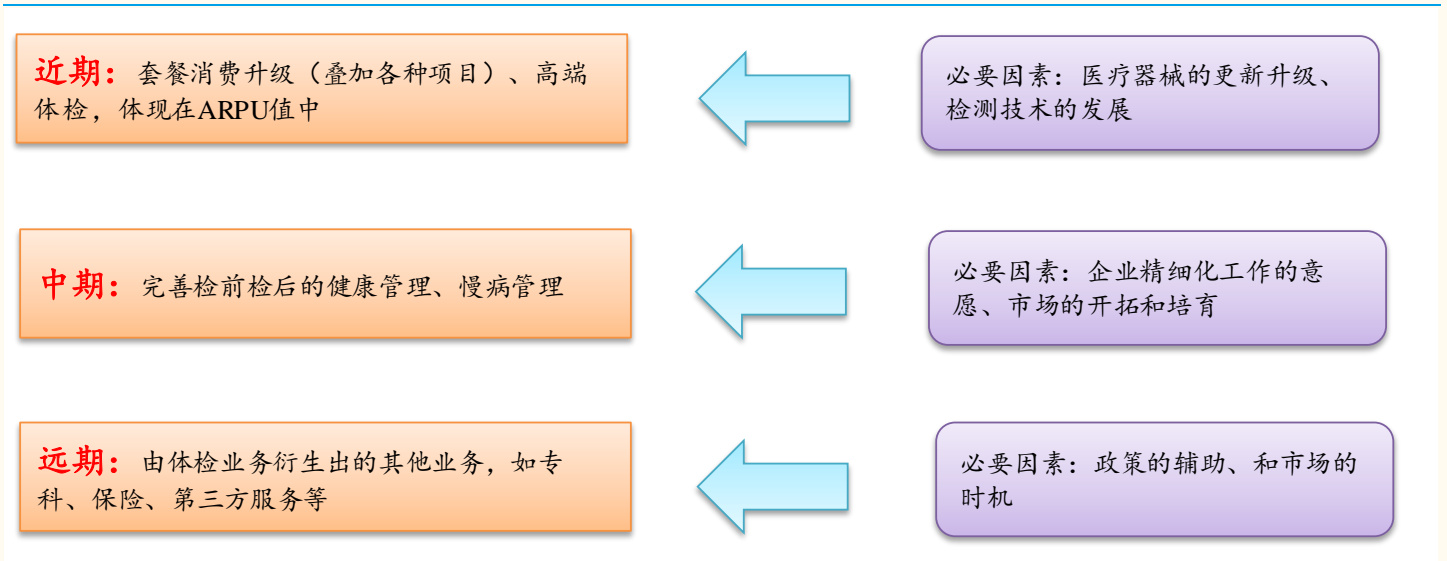


来源：国金证券研究所

### 不同产业链附加业务对上市公司业绩贡献节奏

- 对于上市公司来说，不同的产业链附加业务，未来对其业绩贡献节奏不同。所需要的时机、外部支持因素也各不相同。
- 近期：套餐消费升级（叠加各种项目）、高端体检，体现在 ARPU 值中
  - 必要因素：医疗器械的更新升级、检测技术的发展
- 中期：完善检前检后的健康管理、慢病管理
  - 必要因素：企业精细化工作的意愿、市场的开拓和培育
- 远期：由体检业务衍生出的其他业务，如专科、保险、第三方服务等
  - 必要因素：政策的辅助、和市场的时机

图表 81：不同产业链附加业务对美年健康的业绩贡献节奏



来源：国金证券研究所

- 上文我们分析了美年健康的部分产业链拓展的模式，这些都是已经落地的案例。未来，美年健康还将继续依托其庞大的体检人次流量和数据量，开拓更多的附加业务，打造中国航母级的医疗健康服务集团。
- 可以做到这一切的本质原因，是美年健康是一个真正的健康入口平台公司，具有其他公司不具备的产业链价值卡位和渠道覆盖能力。
- 因而，我们看待美年健康的估值，不应该只看到其静态的体检业务价值，需要对其渠道价值进行重估。

### 十三、美年健康价值重估：从现金流和营收角度看高增长延续性

- 我们认为美年健康的商业模式，财务上最核心的两点是：
  - 1. 现金流
  - 2. 营收
- 下文我们将主要针对这两个财务指标进行探讨分析。

#### 现金流滚存良好，公司发展进入良性循环期

- 在美年健康刚上市的时候，市场担忧当时作为资本密集型企业，美年健康的现金流是否会发生，万一融资不畅，导致资金链断裂的问题？
- 我们依据当时的门店运营周期和情景假设，模拟测算了美年健康现金流情况。得出结论：即使不依靠外来融资，美年健康仍然可以依靠滚存现金流实现快速发展。

图表 82：现金流滚存良好，公司发展进入良性循环期

自建店	2004-2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
自建店总计	13	13	23	42	71	111	161	211	261	261	261	261
一年期店			10	19	29	40	50	50	50	-	-	-
两年期店				10	19	29	40	50	50	50	-	-
三年期店					10	19	29	40	50	50	50	-
四年期店						10	19	29	40	50	50	50
成熟店	13	13	13	13	13	13	23	42	71	111	161	211
<b>并购店</b>												
时间	2004-2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
并购店总计	0	18	29	33	37	47	57	67	77	77	77	77
当年并购店	0	18	11	4	4	10	10	10	10	-	-	-
每并一个流出(当年)	1600											
每并一个流入(每年)	833											
当年流出	-	28,800	17,600	6,400	6,400	16,000	16,000	16,000	16,000	-	-	-
当年流入	-	14,997	24,161	27,494	30,826	39,158	47,489	55,821	64,152	64,152	64,152	64,152
当年现金流	-	-13,803	6,561	21,094	24,426	23,158	31,489	39,821	48,152	64,152	64,152	64,152

来源：国金证券研究所，国金医药测算，情景假设

- 2015 年时，我们测算了 2015 年开始的未来三年美年健康的资金需求是 12 亿，当时账上有 5.8 亿，缺口是 6 亿。但当年年初融资 10 亿。

图表 83：美年健康现金流估算

自建+并购						
时间	2004-2010	2011	2012	2013	2014	2015
现金流	18,148	4,640	9,289	2,196	-20,274	-46,210
时间	2016	2017	2018	2019	2020	2021
现金流	-48,371	-21,362	27,628	181,982	288,707	375,130

来源：国金证券研究所，国金医药测算，公司年报

- 上图是当时我们对美年健康自建门店和并购门店数量的假设，但实际情况与之有所差异。
  - 美年健康自 2016 年以来，鲜有并购，多采取参股模式。该模式减少了当前快速扩张对现金流的需求。
  - 美年健康门店建设速度超过我们预期。

- 上市以来，公司从未出现过资金流不足的情况，目前公司账上仍有 13.5 亿的现金，其现金流的积累速度超过我们此前预期。
- 公司现金流情况比我们此前测算情况乐观的主要原因是：
  - 客流量增幅假设保守
  - 新开店、以及并购慈铭体检后，单客价格应逐年提高
  - 运营成本恒定的局限性（规模效应应使之减少）
- 美年健康上市公司当前的发展已经进入了“老店贡献利润、新店贡献收入、盈利周期逐年缩短、滚存现金流支撑公司迅速扩张”的良性循环期。
- 通过对美年健康的整体现金流测算，我们得出两个结论：
  - 1. 公司现金流供给能力强，十年的运营滚存至今，行业新的龙头很难出现
  - 2. 公司的盈利爆发期将早于店面扩张体现出来

图表 84：美年健康现金流估算

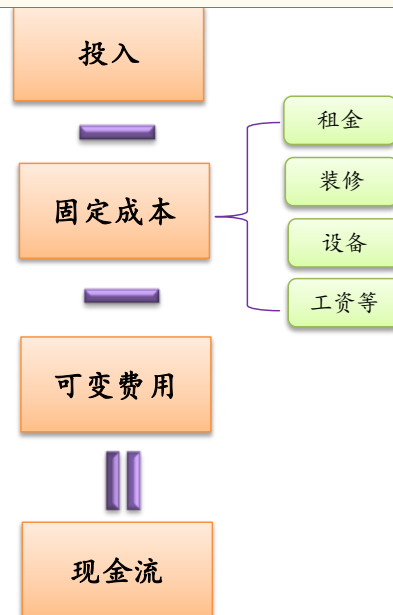
时间	2004-2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
自建+并购	18,148	4,640	9,289	2,196	-20,274	-46,210	-48,371	-21,362	27,628	181,982	288,707	375,130
y/y growth		-74%	100%	-76%						559%	59%	30%

来源：国金证券研究所，国金医药测算

新建门店的盈利周期大为提前，微观层面支持公司高增长判断

- 我们构建了美年健康单店现金流的大致测算模型，以初期的投入减去每年的固定成本和可变费用，测算一个门店的当期现金流情况。（只是大致估算，与实际情况有所差异）。

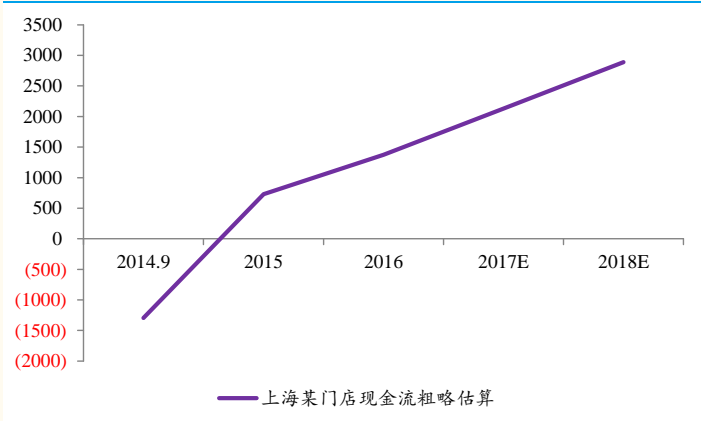
图表 85：单店的现金流大致测算模型



来源：国金证券研究所

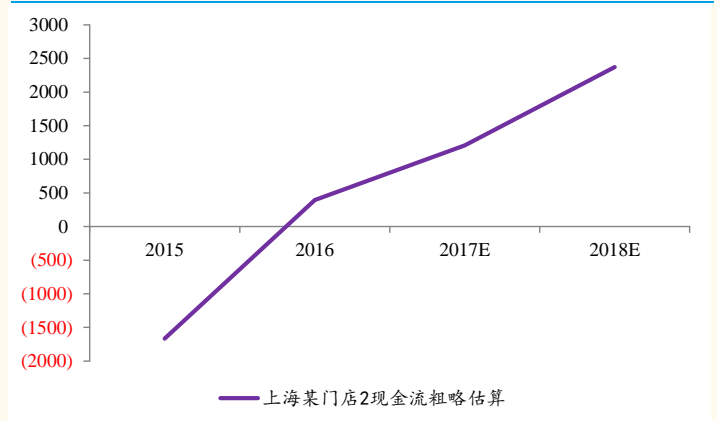
■ 根据该模型，我们测算了 6 个不同地区、不同成立时期的门店，过往、和未未来现金流的增长速度。

图表 86：美年健康上海某体检门店现金流粗略估算



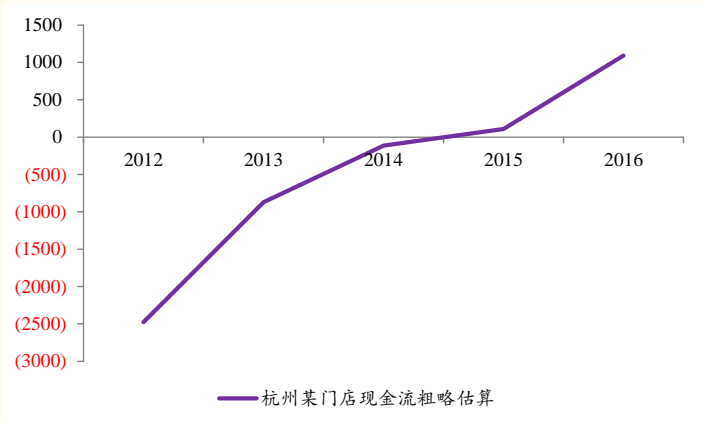
来源：国金证券研究所

图表 87：美年健康上海某体检门店 2 现金流粗略估算



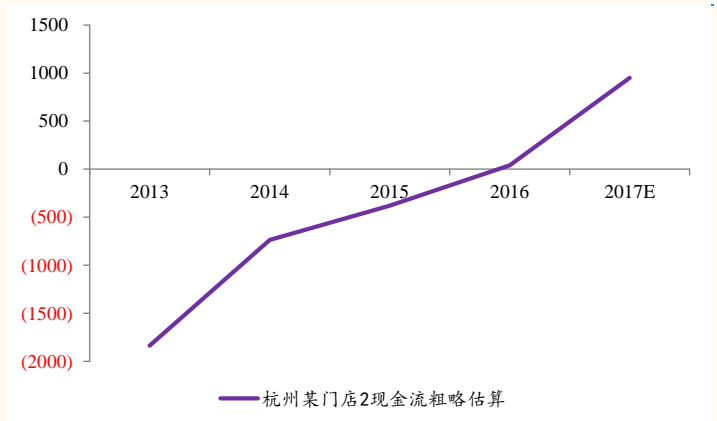
来源：国金证券研究所

图表 88：美年健康杭州某体检门店现金流粗略估算



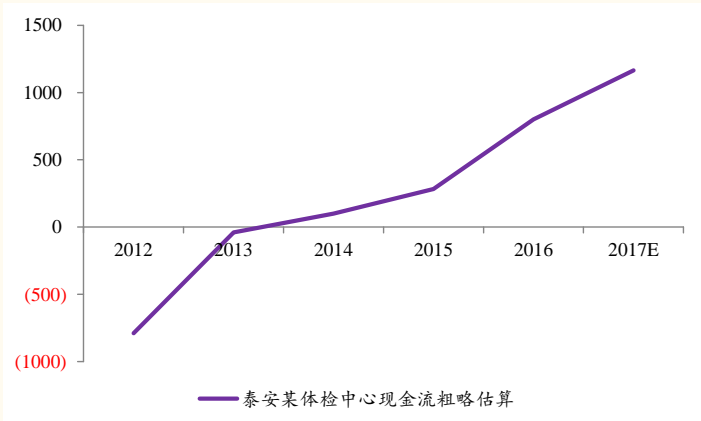
来源：国金证券研究所

图表 89：美年健康杭州某体检门店 2 现金流粗略估算



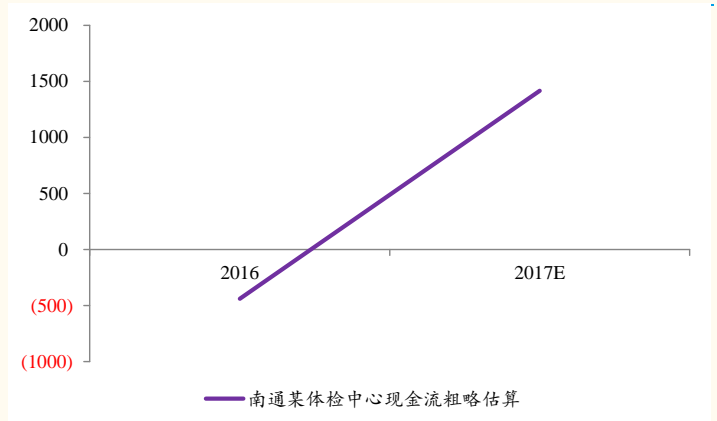
来源：国金证券研究所

图表 90：美年健康泰安某体检门店现金流粗略估算



来源：国金证券研究所

图表 91：美年健康南通某体检门店现金流粗略估算



来源：国金证券研究所

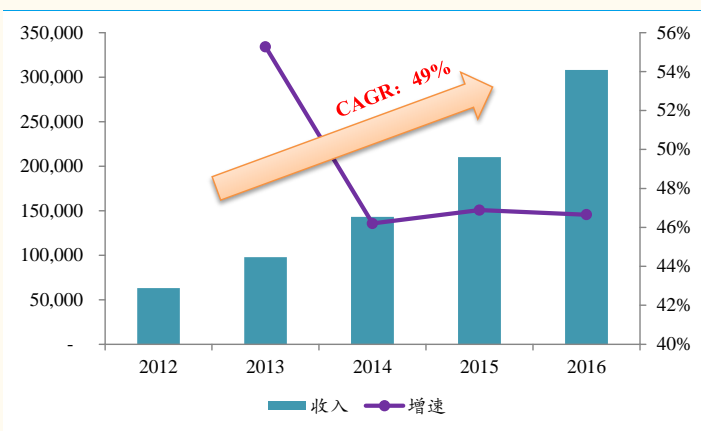


- 通过以上分析，我们可以看出，不同区域的门店营运情况不同，但主要还是成立时间不同带来的现金流转正的差异。（以上只是大致估算，与实际情况有所差异）。
- 可以得出结论：美年健康新建门店的盈利周期大为提前，微观层面支持公司高增长判断。

### 美年健康营收增长判断：高增长状态延续

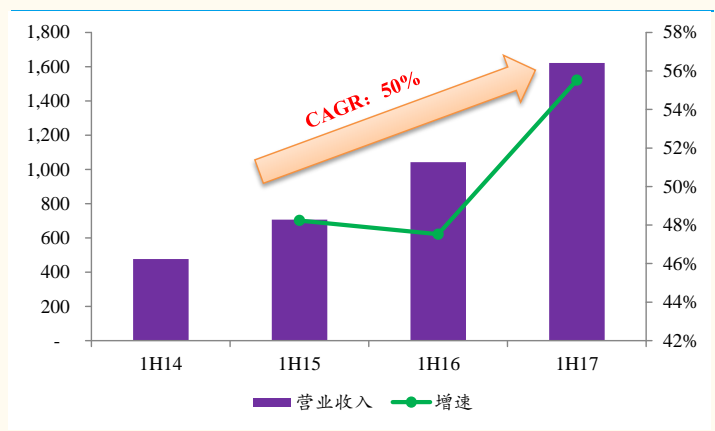
- 美年健康过去 5 年的增长都呈现出每年接近 50% 的增长态势，我们预计，未来这一趋势仍将持续！

图表 92：美年健康历史年报收入增速



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 93：美年健康历史半年报收入增速



来源：Wind, 国金证券研究所

- 我们设定模型预测美年健康未来三年的营收增长情况，假设的关键因子：
  - 内生增长速度（并非单店的内生情况，参股店以外的门店视为一个整体）
  - 参股店并表时间（后期加速）
- 基于情景分析，我们认为美年健康未来三年的营收复合增速仍将保持 50% 的高速增长！

图表 94: 2017 年公司营收增长测算

(万元)		内生增速				
		30%	35%	40%	45%	50%
新并表 门店 个数	456,461					
	5	413,142	428,551	443,961	459,370	474,779
	10	425,642	441,051	456,461	471,870	487,279
	15	438,142	453,551	468,961	484,370	499,779
	20	450,642	466,051	481,461	496,870	512,279
	30	475,642	491,051	506,461	521,870	537,279

相比2016年收入端增速					
	34%	39%	44%	49%	54%
	38%	43%	48%	53%	58%
	42%	47%	52%	57%	62%
	46%	51%	56%	61%	66%
	54%	59%	64%	69%	74%

来源: 国金证券研究所, 国金医药测算

图表 95: 2018 年公司营收增长测算

(万元)		内生增速				
		30%	35%	40%	45%	50%
新并表 门店 个数	678,722					
	5	605,899	628,722	651,545	674,368	697,191
	10	618,399	641,222	664,045	686,868	709,691
	15	630,899	653,722	676,545	699,368	722,191
	20	643,399	666,222	689,045	711,868	734,691
	25	655,899	678,722	701,545	724,368	747,191
35	680,899	703,722	726,545	749,368	772,191	

相比2017年收入端增速					
	35%	40%	45%	50%	55%
	38%	43%	48%	53%	58%
	41%	46%	51%	56%	61%
	44%	49%	54%	59%	64%
	49%	54%	59%	64%	69%

来源: 国金证券研究所, 国金医药测算

图表 96：2019 年公司营收增长测算

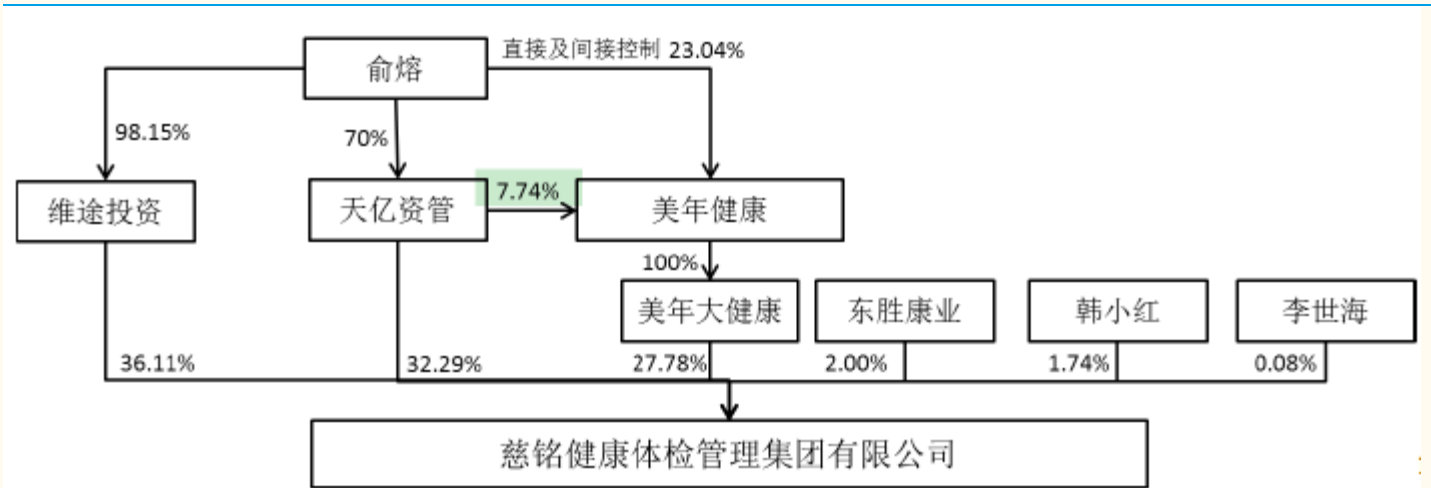
(万元)		内生增速				
		1,002,700	25%	30%	33%	45%
新并表 门店 个数	30	923,402	957,338	977,700	1,059,146	1,093,083
	40	948,402	982,338	1,002,700	1,084,146	1,118,083
	50	973,402	1,007,338	1,027,700	1,109,146	1,143,083
	60	998,402	1,032,338	1,052,700	1,134,146	1,168,083
	70	1,023,402	1,057,338	1,077,700	1,159,146	1,193,083
	80	1,048,402	1,082,338	1,102,700	1,184,146	1,218,083
			相比2018年收入端增速			
		36%	41%	44%	56%	61%
		40%	45%	48%	60%	65%
		43%	48%	51%	63%	68%
		47%	52%	55%	67%	72%
		51%	56%	59%	71%	76%
		54%	59%	62%	74%	79%

来源：国金证券研究所，国金医药测算

#### 慈铭体检并表对上市公司带来的增厚情况测算

- 美年健康的重大资产重组收购慈铭体检事项获证监会并购重组审核委员会审核无条件通过。
- 美年健康收购慈铭体检始末：
  - 2014 年 12 月，美年健康收购慈铭体检 28% 股权；
  - 2015 年 12 月，天亿资管受让健之康业、鼎晖创投等 14 名慈铭体检股东持有的慈铭体检 68.40% 股份，同时承诺在其受让慈铭体检 68.40% 的股份的交割之日起的 36 个月内，将其所持的标的股份注入美年健康。
  - 当前，公司用发行股份+现金收购的方式收购慈铭体检剩余 72% 的股权。
- 中间由于反垄断事件导致慈铭体检收购延迟，在 2017 年 4 月 28 日商务部根据《反垄断法》判定，公司拟购买慈铭体检 72.22% 股权在相关行业市场不构成垄断影响。于是在证监会重启对慈铭体检的收购审核。
- 慈铭体检在此次发行股份收购之前的实际控制人是美年健康的实际控制人俞熔先生，因为在 2015 年 11 月，天亿资管和维途投资（实际控制人也是俞熔先生）收购了慈铭体检 68% 的股份。

图表 97：慈铭体检股权结构示意图



来源：国金证券研究所，公司公告

- 此次发行股份+支付现金购买资产是美年健康收购慈铭体检剩余 72% 的股权。
- 美年健康拟向天亿资管、维途投资、东胜康业、韩小红和李世海以非公开发行股份及支付现金的方式，购买其持有的慈铭体检 72.22% 股权。
- 慈铭体检平价装入上市公司：由于天亿资管考虑到资产收购的操作周期，先行借款开展了资产收购，待资产收购完成后推进本次重大资产重组，本质上属于上市公司控股股东联合资金提供方协助上市公司开展的过桥收购行为。
  - 慈铭体检 100% 股权的交易对价为 37 亿元，对应本次标的资产慈铭体检 72.22% 股权的交易作价为 27 亿元，拟以非公开发行 150,862,274 股股份及现金支付 3.5 亿元的方式支付，发行价格为 15.56 元/股。本次交易完成后，慈铭体检将成为上市公司的全资子公司。
- 此次上市公司从天亿资管和维途投资收购慈铭体检，从收购价格看是平价收购。
- 由于收购慈铭体检时，标的估值大幅低于美年健康自身估值，收购带来上市公司业绩增厚，我们对收购慈铭带来上市公司的业绩增厚情况进行了测算：

图表 98：收购慈铭体检将会带来上市公司业绩增厚

	2017	2018	2019
美年业绩(百万元)	486	699	1,036
美年股本(百万股)	2,421	2,421	2,421
EPS	0.20	0.29	0.43
慈铭业绩(百万元)	163	203	248
股本变化后(百万股)	2,572	2,421	2,421
EPS增厚后	0.25	0.37	0.53
EPS增厚	0.05	0.08	0.10
美年+慈铭 P/E 估值	65	44	31

来源：国金证券研究所，国金医药测算

### 美年健康估值方法探讨：多方法综合考虑

- 通过以上的现金流测算和营收测算，我们可以看到，单纯使用短期的 PE 估值，可能低估公司的内在价值。
- 原因：
  - 1. 美年健康的业绩呈现爆发式增长的状态，业绩消化估值速度快，因而不能使用短期 P/E 估值；
  - 2. 公司当前的净利率只有 11%，这是因为目前还处于快速扩张阶段。如果停止扩张，公司利润会大幅增加。
  - 3. 公司的产业链附加值业务逐步兑现到上市公司，各种附加业务都没有算入估值。这些业务未来将体现在单价上，兑现到业绩上。
- 为了反应这样高成长阶段的公司，我们认为比较合理的估值方法是 P/S 估值，或者是现金流折现。但两种估值方法都有一定的局限性：
  - 1. P/S 估值市场缺乏对标公司。与医院相比，公司的盈利性远远好于医院，估值上也不可比。
  - 2. DCF 估值模型，是比较贴近公司商业模式的估值方法，但该模型本身存在一定缺陷。而且美年健康的业绩，使用 DCF 估值时，其个别因子对最终的估值结果十分敏感，因而主观假设对最终的估值波动影响非常大。
- 更多的基本面可能需要被考虑在内，我们判断未来三年内，公司的财务指标上将会出现一个拐点：利润增长大幅超过收入增长。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 4.86 亿、7 亿、10.4 亿。（不含慈铭）
- 若考虑慈铭并表因素，我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 6.5 亿、9 亿、12.8 亿。

### 投资建议

- 综合以上对基本面的分析，我们采取多种估值方法，我们对美年健康给予 2019 年目标价为 24 元，对应 45 倍的动态估值，维持“买入”评级。

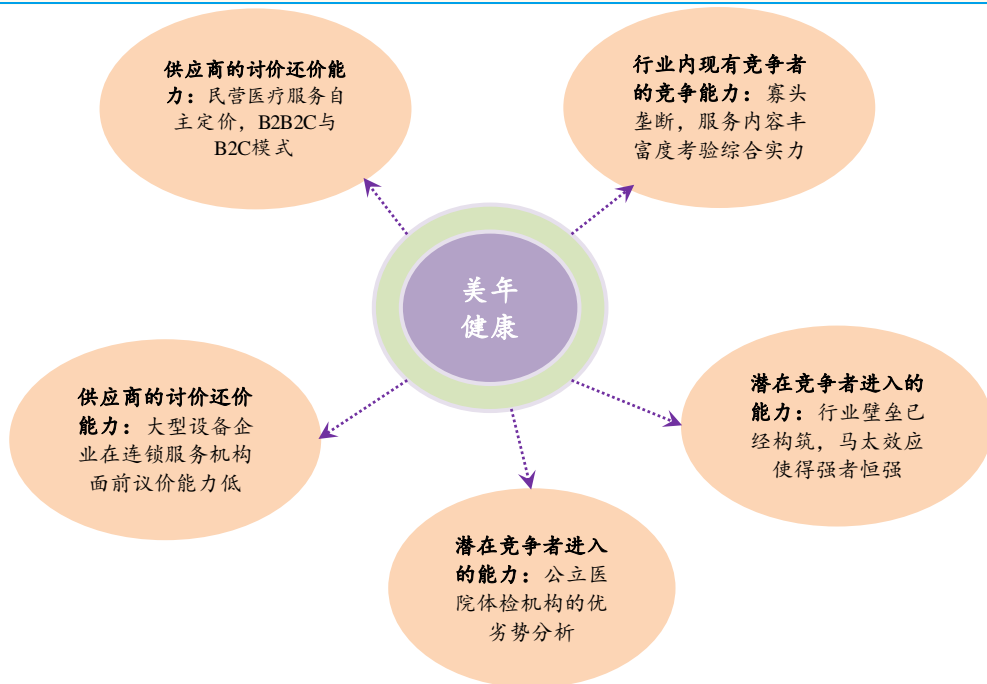
### 风险提示

- 经营扩张风险，政策风险，解禁风险，整合收购风险，医疗风险，管理风险。



附一：“波特五力”模型分析美年健康

图表 99：“波特五力”模型分析美年健康



来源：国金证券研究所

同行业内现有竞争者的能力：寡头垄断，服务内容丰富度考验综合实力

- 市场“九一”分：千亿健康体检市场中专业体检机构占据 10% 的市场份额，接近 90% 的份额仍在医院体检部门
- 专业体检市场寡头垄断：行业过了 10-15 年打价格战时期，随着集中度提升专业体检市场目前呈现寡头垄断格局

图表 100：国内专业体检市场已经形成寡头格局

Top 9 连锁健康体检公司			连锁体检公司的门店数（两年前vs.目前）		
总部	体检公司	成立日期	截止 2015 年	截止目前	
上海	美年大健康	2004	~150	300+	合并
北京	爱康国宾	2007	~65	77	
北京	慈铭体检	2004	50控股+若干加盟	59家控股+22家加盟体检中心, 被并购	合并
上海	瑞慈体检	2000	20+	24	
西安	普惠	2005	21	27	
上海	红髻马	2004	20	15	
北京	天健阳光	2002	11	11, 被并购	
北京	九华	1997	11	12	
天津	民众	2008	6	~30	

来源：国金证券研究所，公司网站

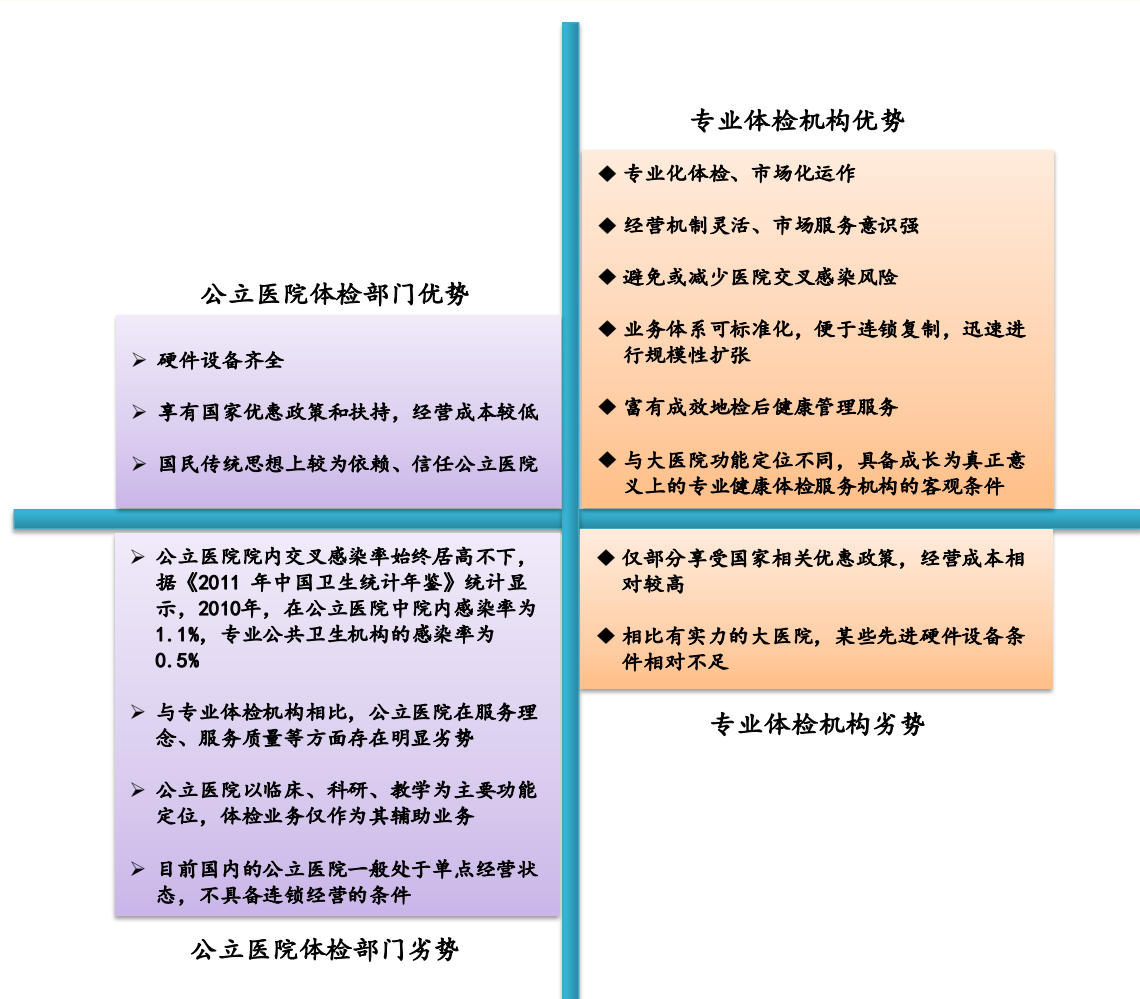
- 服务内容丰富程度未来考验企业综合实力：市场格局稳定后，龙头企业占据大健康入口的优势，提升服务内容，延伸产业链。

**潜在竞争者进入的能力：行业壁垒已经构筑，马太效应**

- **医疗机构服务半径范围内的排他属性形成相对稀缺价值**
  - 医疗机构牌照有区域审批要求和半径范围内不得重复设置的要求
- **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**
- **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。
- **专业体检行业是相对资本密集型产业，但格局稳定后资本已不大可能再投入一级市场**
  - 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）的发展历程发现，初期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。

潜在竞争者进入的能力：公立医院体检机构的优劣势分析

图表 101：美年健康与公立医院体检机构的比较



来源：国金证券研究所

供应商的讨价还价能力：大型设备企业在连锁服务机构面前议价能力低

- 设备厂商在大型连锁体检机构面前议价能力低，拥有两百家门店渠道的美年健康和拥有 20 家体检门店的连锁企业、和只有一家体检中心的公立医院，其议价能力截然不同。
- 创新产品的投放平台和孵化平台：美年健康的平台价值：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。比如公司 15 年投资的胶囊胃镜纳入 16 年推出的 3650 体检套餐中。

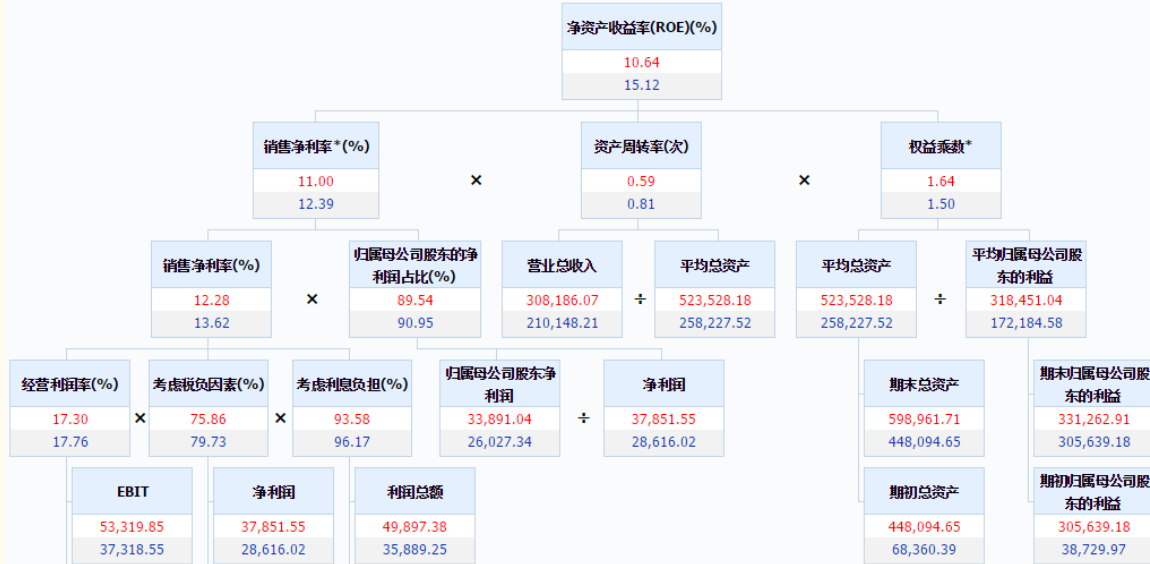
下游客户讨价还价能力：民营医疗服务自主定价，B2B2C 与 B2C 模式

- 民营医疗服务通常自主定价，报备工商局、卫生局。
- B2B2C：客户拥有一定的议价能力，但与三年前相比略低，当时可供选择的机构多，现在市场经过一轮一轮的兼并收购后进入寡头垄断局面。下游议价能力有所减弱。
- B2C：公司未来着重发展 B2C 商业模式，前期有可能提供有吸引力的价格开拓市场，尤其是淡季，公司采取主动打折的方式吸引客户。

### 杜邦分析

- 由于美年健康还处于高速扩张的时期，整体净利润率是被低估的，因而我们认为 ROE 是阶段性被低估的。

图表 102：杜邦分析—美年健康 2016AR/2015AR



来源：Wind, 国金证券研究所

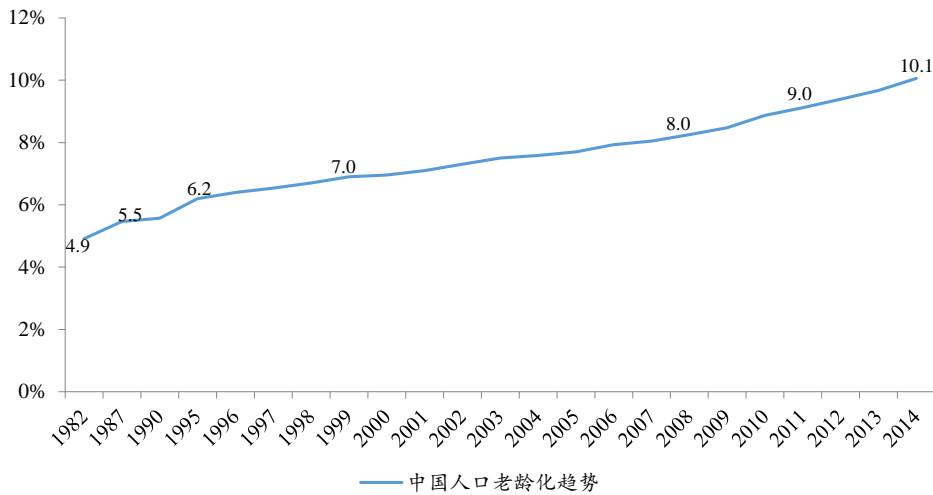
## 附二：行业背景，专业健康体检市场空间依然很大

宏观社会背景，未来国民健康体检需求持续释放

未来十年，中国人口老龄化程度将急剧攀升

- 根据中国民政部统计，到 2025 年，中国老龄化人口将突破 3 亿。我们按照中国人口每年自然增长 0.5% 的速度计算，到 2025 年，中国人口老龄化的比例将达到 21%，中国将进入超老龄化社会。

图表 103：过去 30 年里中国人口老龄化趋势

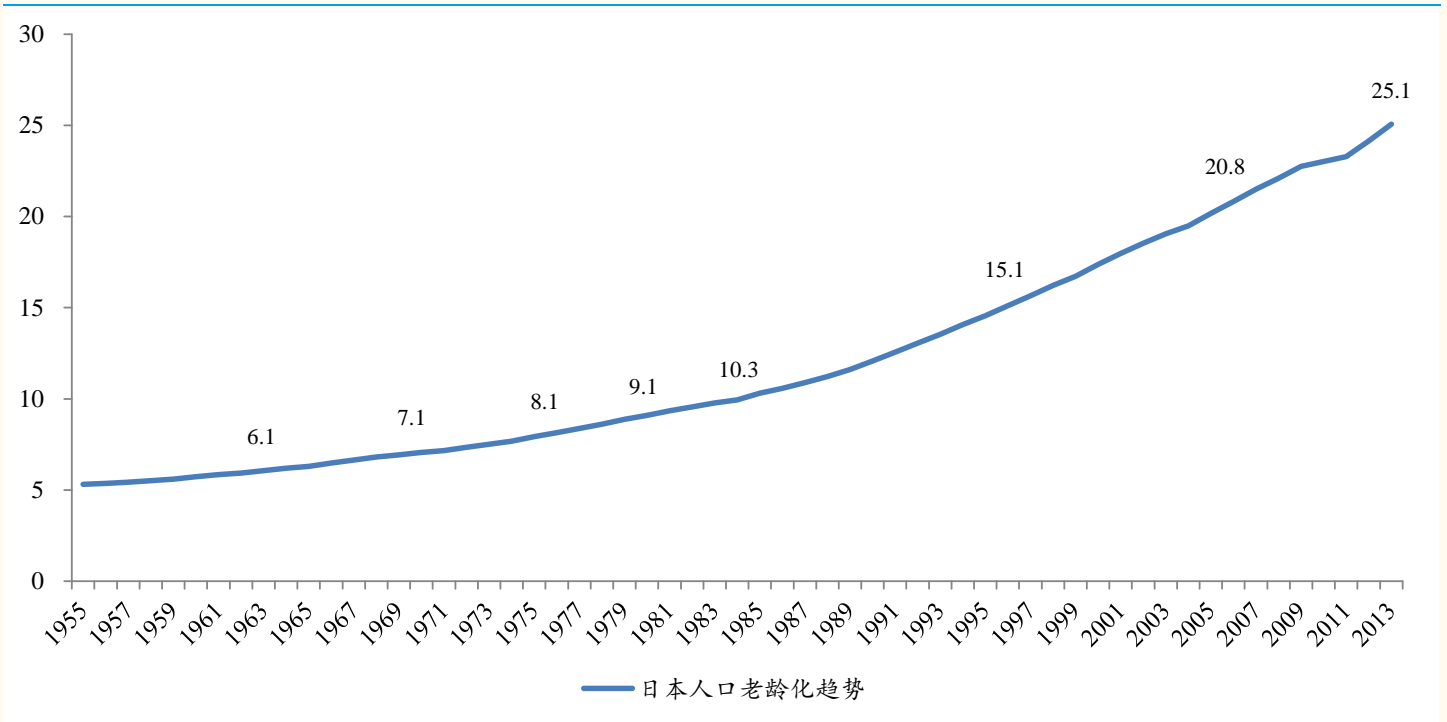


来源：OECD, 国金证券研究所

- 从日本的人口老龄化曲线来看，在 1985 年，日本人口老龄化突破 10% 以后，人口老龄化曲线斜率加速上升，而中国目前正处于人口老龄化刚超过 10% 的阶段。
- 另外，根据中国民政部统计，到 2025 年，中国老龄化人口将突破 3 亿。我们按照中国人口每年自然增长 0.5% 的速度计算，到 2025 年，中国人口老龄化的比例将达到 21%，中国将进入超老龄化社会。



图表 104：日本历史上人口老龄化在超过 10% 以后呈现加速趋势

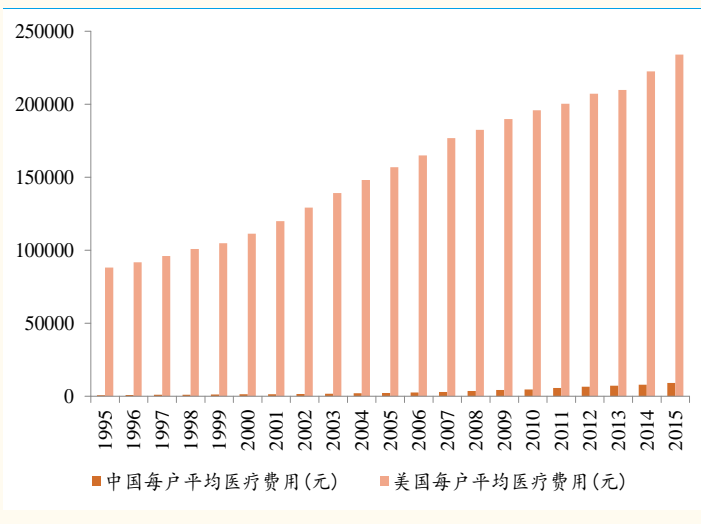


来源：OECD, 国金证券研究所

国民医疗支出意识尚浅，未来医疗健康支出将大幅提升

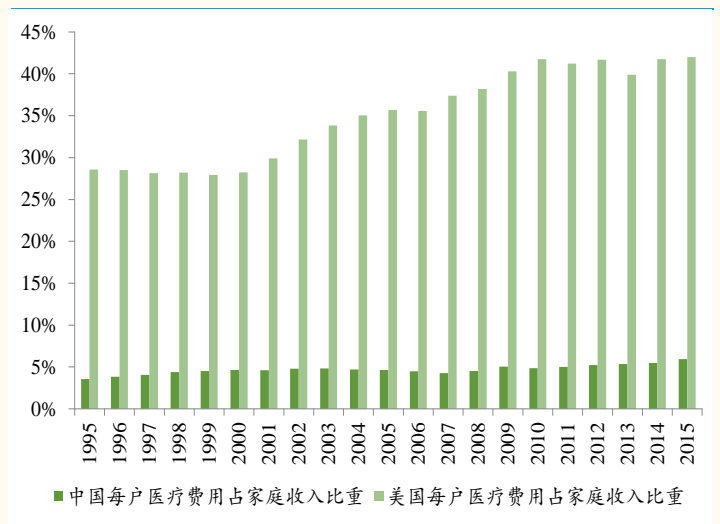
- 中国家庭平均每户医疗卫生支出占国家医疗收入的比重为 6%，而美国近年已飙升至 40%。两国国民对家庭收入在医疗健康方面的支出对比明显。

图表 105：中美两国家庭平均医疗支出差异



来源：OECD, WHO, Wind, 国金证券研究所

图表 106：中美两国家庭医疗付费比例差异巨大

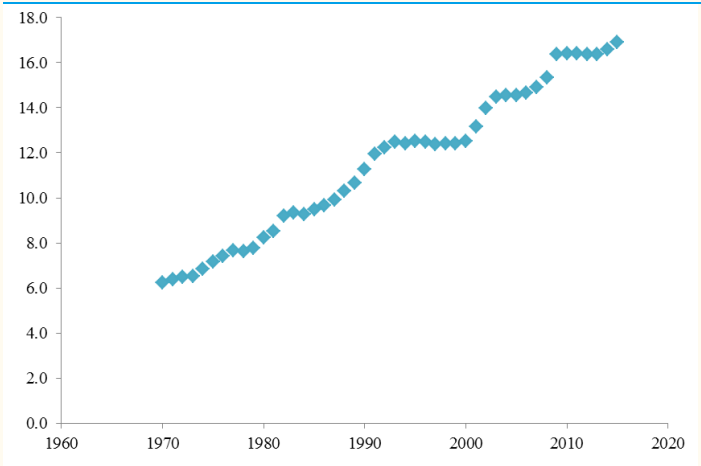


来源：OECD, WHO, Wind, 国金证券研究所

美国医疗卫生支出占 GDP 比重高达 17%

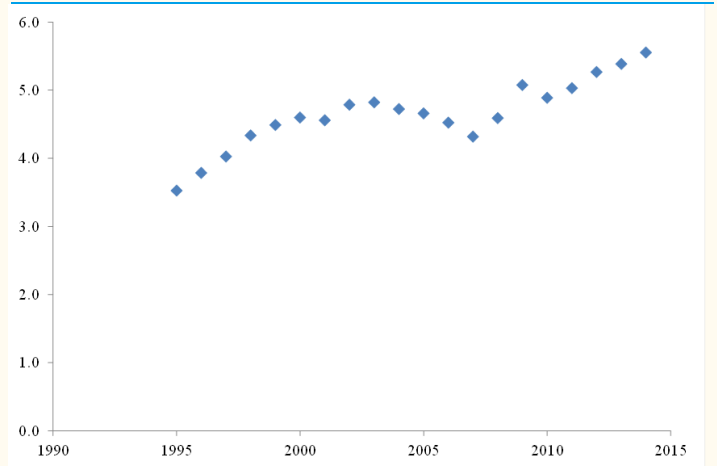
- 美国是全球医疗卫生开支最大的国家，其国家医疗卫生支出占 GDP 比重在 2015 年达到 17%，而中国只有 5%-6% 左右。

图表 107: 美国历年医疗卫生支出占 GDP 比重



来源: WHO, 国金证券研究所

图表 108: 中国历年医疗卫生支出占 GDP 比重



来源: WHO, 国金证券研究所

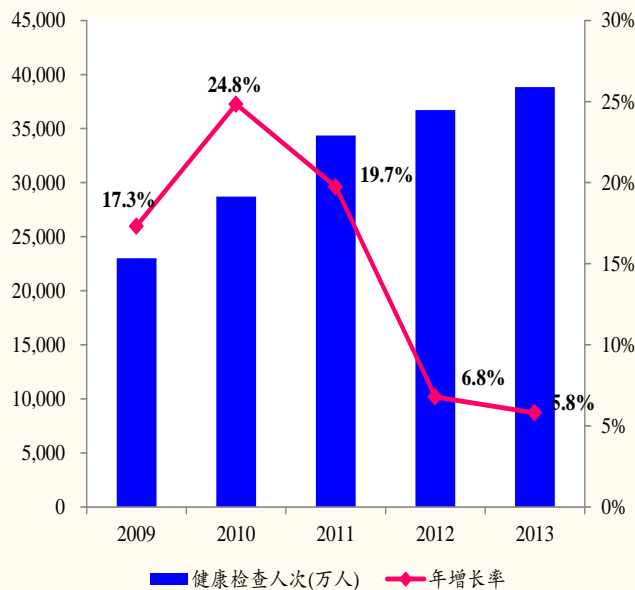
- 无论是从社会老龄化加速的趋势、还是家庭医疗支出提升的比重、还是国家对国民健康支出的增加角度来看, 未来中国在健康保健方面的支出将大幅增加。这是我们推荐美年健康的逻辑前提。

#### 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 109: 中国健康体检参与者保持较高增长率

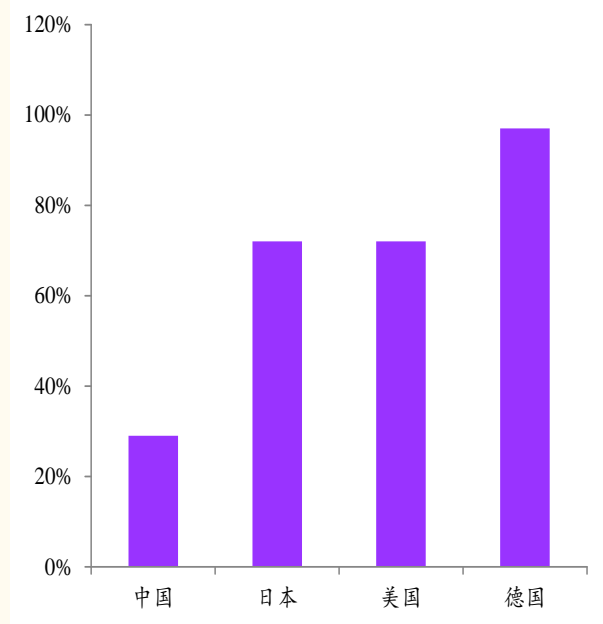
中国	2008	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR
健康检查人次(万人)	19,600	22,994	28,705	34,370	36,703	38,833	
年增长率		17%	25%	20%	7%	6%	15%



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 110：中国的体检覆盖率显著低于发达国家



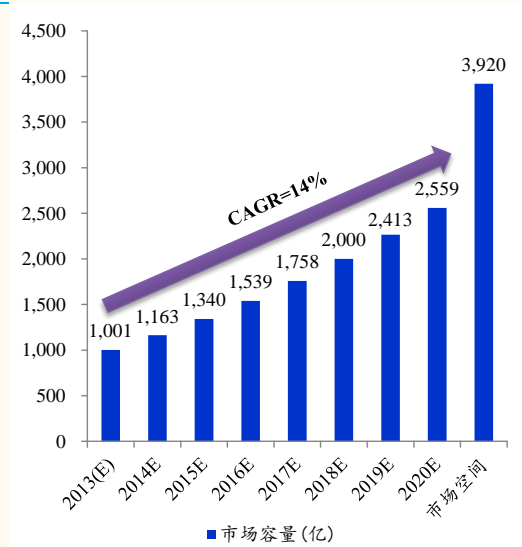
来源：爱康国宾招股说明书、国金证券研究所

- 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 111：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)	<b>1,001</b>
体检人数年复合增长率('13-'20)	7%
ARPU值年复合增长率('13-'20)	6%
<b>2020年总市场规模(亿)</b>	<b>2,560</b>
未来总市场空间(亿)	3,920

图表 112：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

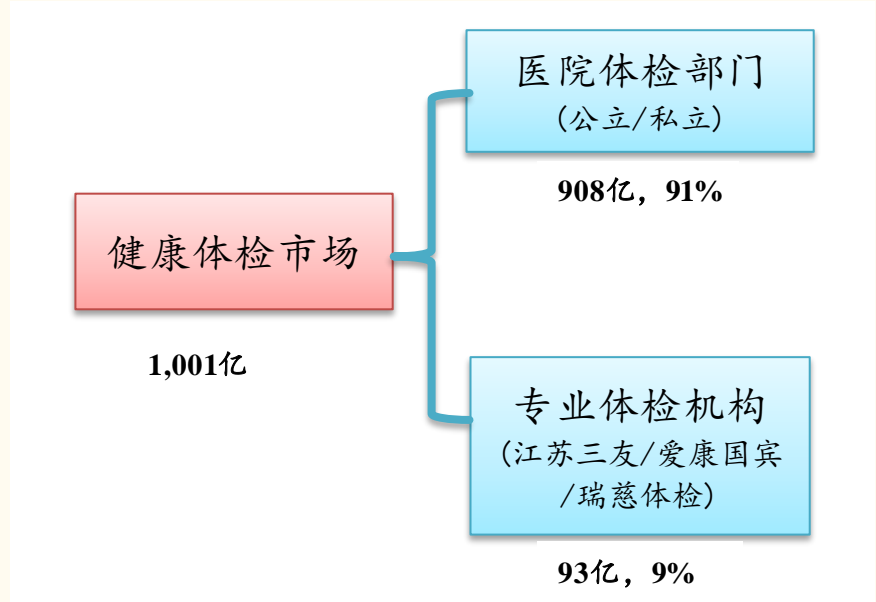
来源：国金证券研究所

### 专业体检是更具潜力的细分市场

#### 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 113: 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 114：医院体检部门 vs. 专业体检机构

<p style="text-align: center;"><b>公立医院体检部门优势</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 硬件设备齐全</li> <li>➢ 享有国家优惠政策和扶持，经营成本较低</li> <li>➢ 国民传统思想上较为依赖、信任公立医院</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>专业体检机构优势</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 专业化体检、市场化运作</li> <li>◆ 经营机制灵活、市场服务意识强</li> <li>◆ 避免或减少医院交叉感染风险</li> <li>◆ 业务体系可标准化，便于连锁复制，迅速进行规模性扩张</li> <li>◆ 富有成效地检后健康管理服务</li> <li>◆ 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</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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%</li> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 仅部分享受国家相关优惠政策，经营成本相对较高</li> <li>◆ 相比有实力的大医院，某些先进硬件设备条件相对不足</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>公立医院体检部门劣势</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>专业体检机构劣势</b></p>

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 115：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

### 中国专业健康体检市场空间及成长测算

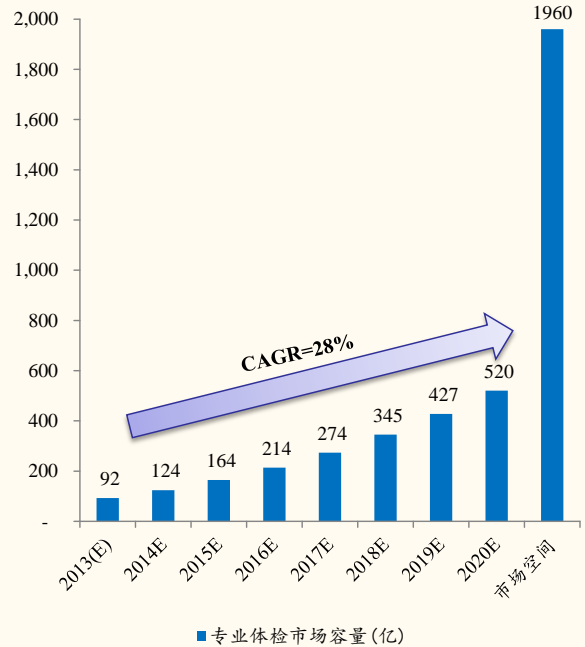


- 当前我国专业体检机构市场规模约为 93 亿，占总健康体检市场的 9.2%，且专业体检机构的市场较为分散。
- 根据我们的预测，未来中国专业体检机构的市场规模可达 1,960 亿，未来 5 年行业复合增长率将保持 28%，预计 2020 年市场将达到 520 亿的收入规模。

图表 116：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%
<b>2020年专业市场规模(亿)</b>	<b>520</b>
未来专业市场空间(亿)	1,960

图表 117：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。

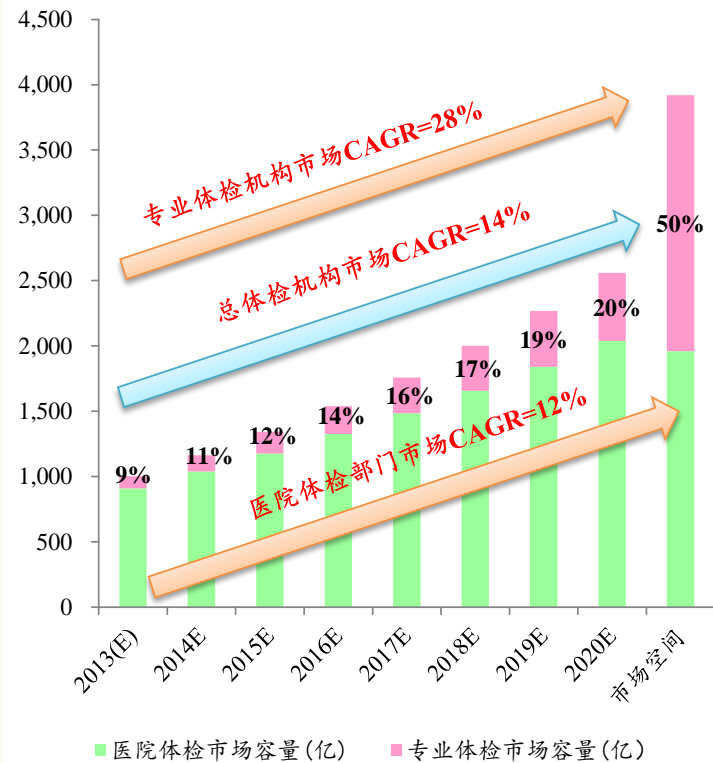
图表 118：专业体检市场增长潜力更大

年份	2013(E)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	市场空间
<b>总体检市场</b>									
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%	
<b>专业体检市场</b>									
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，国金医药测算

- 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 119：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

#### 专业连锁机构的网络布点亟待下沉，市场空间远未达到

- 专业连锁机构的网络布点亟待下沉，市场空间远未达到。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 120: 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	<b>214</b>
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	<b>961</b>
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	<b>1,007</b>
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

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	696	2,101	3,082	4,565	6,787	10,027	货币资金	172	1,106	1,101	825	921	998
增长率		201.9%	46.7%	48.1%	48.7%	47.7%	应收账款	59	692	1,025	1,254	1,865	2,755
主营业务成本	-556	-1,094	-1,593	-2,374	-3,529	-5,214	存货	64	25	45	52	77	114
%销售收入	79.9%	52.0%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%	其他流动资产	50	79	199	107	158	232
毛利	140	1,008	1,489	2,191	3,258	4,813	流动资产	345	1,901	2,371	2,238	3,021	4,099
%销售收入	20.1%	48.0%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%	%总资产	50.5%	42.4%	39.6%	42.3%	47.7%	55.9%
营业税金及附加	-6	-2	-1	-1	-2	-3	长期投资	7	1,114	1,456	1,457	1,456	1,456
%销售收入	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	288	688	987	1,236	1,515	1,468
营业费用	-11	-484	-718	-1,063	-1,602	-2,406	%总资产	42.2%	15.4%	16.5%	23.4%	23.9%	20.0%
%销售收入	1.6%	23.0%	23.3%	23.3%	23.6%	24.0%	无形资产	41	714	1,096	359	334	312
管理费用	-50	-195	-264	-391	-611	-902	非流动资产	338	2,580	3,619	3,054	3,307	3,238
%销售收入	7.2%	9.3%	8.6%	8.6%	9.0%	9.0%	%总资产	49.5%	57.6%	60.4%	57.7%	52.3%	44.1%
息税前利润 (EBIT)	73	326	506	736	1,043	1,501	<b>资产总计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>5,292</b>	<b>6,328</b>	<b>7,338</b>
%销售收入	10.5%	15.5%	16.4%	16.1%	15.4%	15.0%	短期借款	80	543	987	357	846	546
财务费用	-8	-20	-40	-36	-38	-43	应付款项	85	455	877	1,212	1,804	2,668
%销售收入	1.2%	0.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.4%	其他流动负债	31	118	234	345	512	834
资产减值损失	-18	-2	-6	-21	-10	-15	流动负债	196	1,116	2,098	1,913	3,162	4,048
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	22	86	245	245	245	246
投资收益	2	54	37	10	10	10	其他长期负债	18	37	63	0	0	0
%税前利润	3.4%	14.9%	7.4%	1.4%	1.0%	0.7%	<b>负债</b>	<b>235</b>	<b>1,239</b>	<b>2,406</b>	<b>2,158</b>	<b>3,408</b>	<b>4,295</b>
营业利润	48	358	497	689	1,005	1,454	<b>普通股股东权益</b>	<b>387</b>	<b>3,056</b>	<b>3,313</b>	<b>2,830</b>	<b>2,561</b>	<b>2,628</b>
营业利润率	6.9%	17.0%	16.1%	15.1%	14.8%	14.5%	少数股东权益	61	185	271	303	359	415
营业外收支	-1	1	2	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>5,292</b>	<b>6,328</b>	<b>7,338</b>
税前利润	48	359	499	691	1,007	1,456	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	17.1%	16.2%	15.1%	14.8%	14.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-23	-73	-120	-173	-252	-364	<b>每股指标</b>						
所得税率	47.3%	20.3%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.132	0.215	0.140	0.201	0.289	0.428
净利润	25	286	379	518	755	1,092	每股净资产	1.727	2.524	1.368	1.169	1.058	1.085
少数股东损益	-4	26	40	32	56	56	每股经营现金净流	0.127	0.212	0.248	0.434	0.450	0.658
归属于母公司的净利润	30	260	339	486	699	1,036	每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
净利率	4.3%	12.4%	11.0%	10.7%	10.3%	10.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.65%	8.52%	10.23%	17.18%	27.30%	39.41%
							总资产收益率	4.34%	5.81%	5.66%	9.19%	11.05%	14.12%
							投入资本收益率	6.98%	6.71%	7.96%	14.77%	19.51%	29.36%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-8.26%	201.93%	46.65%	48.11%	48.69%	47.73%
							EBIT增长率	-2.87%	347.22%	55.26%	45.34%	41.83%	43.89%
							净利润增长率	-279.37%	778.10%	30.21%	43.45%	43.81%	48.15%
							总资产增长率	-10.05%	555.49%	33.67%	-11.65%	19.58%	15.97%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	31.3	51.5	83.2	83.2	83.2	83.2
							存货周转天数	41.5	14.8	8.0	8.0	8.0	8.0
							应付账款周转天数	35.9	35.1	49.0	49.0	49.0	49.0
							固定资产周转天数	57.3	108.4	111.0	94.2	73.4	51.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-15.69%	-14.68%	3.64%	-7.12%	5.82%	-6.76%
							EBIT利息保障倍数	9.0	16.4	12.6	20.4	27.2	35.0
							资产负债率	34.45%	27.66%	40.16%	40.78%	53.85%	58.53%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	11	15	15	18
增持	0	1	10	10	10
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.52	1.52	1.47

来源：朝阳永续

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。

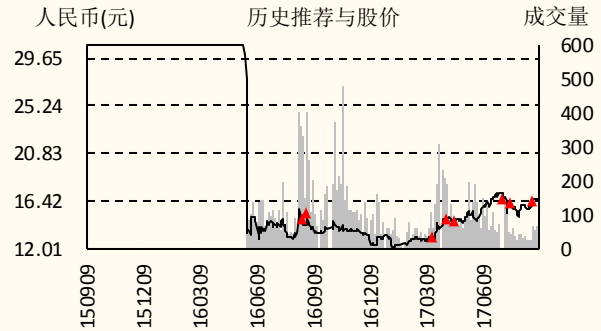
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-23	买入	14.84	N/A
2	2016-08-30	买入	15.26	N/A
3	2017-03-21	买入	12.99	N/A
4	2017-04-13	买入	14.81	N/A
5	2017-04-27	买入	14.71	N/A
6	2017-07-13	买入	17.13	N/A
7	2017-07-25	买入	16.14	N/A
8	2017-08-29	买入	16.04	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**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