



高成长的体检龙头，流量价值逐步凸显

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 体检具备高成长、医生依赖低、易产业化及壁垒高等属性，公司是国内最大的非公立专业体检机构，已形成绝对竞争优势；2) 业绩量价齐升，预计3年归母净利润保持50%左右高增长；3) 将深挖流量入口价值，打造大健康产业闭环，或将成为医疗服务领域的BAT。
- **体检为高成长医疗服务子行业，预计未来5年市场扩容1倍。** 1) 相对其他医疗服务领域，体检不受医保控费影响，消费属性强；多承接B端业务，投资回收期短；属设备依赖型，更易标准化、产业化；2) 目前国内体检渗透率27.5%，远低于发达国家70-90%，平均客单价约290元，占人均可支配收入比例约1%，远低于美国和日本2%的水平。且行业已进入消费升级阶段，我们测算未来五年市场空间或将达2400亿，相较目前至少存在1倍扩容空间。
- **行业壁垒逐步筑高，公司具有绝对竞争优势。** 资本、导流能力为行业进入壁垒，产业资源正筑高行业壁垒，行业已进入整合后的寡头垄断阶段。公司相较竞争对手具备5大优势：1) 融资环境好、成本低；2) “先参后控”模式高速扩张，率先布局基层城市，截至2017年9月布局330余家体检中心，是行业第二的3倍；3) 销售实力业内领先，单店平均服务人次、个检比例均高于同行；4) 行业资源雄厚，后端服务更丰富；5) 规模效应强，成本控制能力与盈利能力强。
- **量价齐升驱动公司业绩50%高增长。** 1) “量”的角度：“先参后控”加速布局，预计2017年体检中心数量400家，规划2020年达1000家，预计2017年服务人次达2000万人次，2021年达1亿。预计未来3年参股控股体检中心30-50家/年，随着新体检中心放量，上市公司体系内服务人次增速为25-30%；2) “价”的角度：为尽快抢占市场份额，公司相较竞争对手客单价偏低，具备提升空间。未来将通过丰富产品内涵和完善高端品牌提升价格，预计客单价每年10%以上增长。“量价齐升”+“规模效应”将驱动公司业绩50%增长。
- **深挖流量入口价值，打造大健康产业闭环。** 体检流量对前端制造业具备渠道价值；对后端服务具备数据入口价值。公司整合上下游，直接布局基因检测（参股美因基因）、大数据（参股好卓数据），与合作伙伴共同布局体检后端服务（记健康）、疫苗接种（与智飞生物合作）、远程医疗（大象医疗）等。还正在推进专业健康保险公司的设立和第三方支付牌照申请，有望实现从预防、医疗到支付的闭环。在当前医疗领域鲜有平台型竞争对手的背景下具备先发优势，有望成为医疗服务领域的BAT。
- **盈利预测与投资建议。** 选取A股医疗服务龙头为可比公司，可比公司2017-2019年平均PE为66X、50X、40X。由于：1) 公司成长性更强、增速更快；2) 公司流量价值大，具备互联网属性；3) 市场给予可比公司爱尔眼科高速发展期100X PE (TTM) 估值溢价。我们认为给予公司2018年合理PE为77X，对应PEG 1.5，对应股价28.53元，维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3081.86	6019.12	8424.69	11964.48
增长率	46.65%	95.31%	39.97%	42.02%
归属母公司净利润(百万元)	338.91	630.60	954.18	1445.63
增长率	30.21%	86.07%	51.31%	51.50%
每股收益EPS(元)	0.13	0.24	0.37	0.56
净资产收益率ROE	10.56%	9.86%	12.98%	16.43%
PE	175	94	62	41
PB	16.55	8.30	7.22	6.04

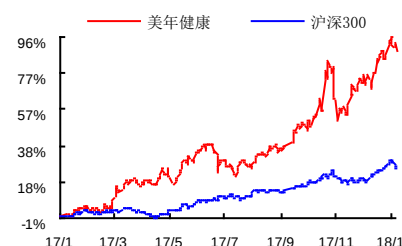
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.01
流通A股(亿股)	10.62
52周内股价区间(元)	12.43-24.41
总市值(亿元)	593.10
总资产(亿元)	80.82
每股净资产(元)	1.43

相关研究

1. 美年健康(002044): 业绩大幅超预期, 量价齐升驱动高成长 (2017-10-29)
2. 美年健康(002044): 业绩高速增长, 毛利率提升明显 (2017-08-29)
3. 美年健康(002044): 2017上半年实现淡季扭亏, 看好长期发展 (2017-07-24)
4. 美年健康(002044): 收购慈铭体检事项过会, 规模效应将进一步凸显 (2017-07-12)
5. 美年健康(002044): 入围沪深300, 实际控制人连续增持彰显信心 (2017-06-01)

投资要件

关键假设

- 1) 2017-2019 年参股转控股体检中心数量分别为 33 家、43 家、59 家；1-4 年店龄体检中心客流量增速分别为 35%、25%、10%、5-10%，5 年以上店龄客流量增速约 5%。
- 2) 随着新项目推出及高端服务梯队完善，客单价增速维持在 10% 以上。

我们区别于市场的观点

市场认为国内体检普及率高，发展空间有限。我们认为：**在一、二线城市具备消费升级空间；三、四线城市具备渗透率提升和消费升级空间。**1) 目前国内体检渗透率 27.5%，远低于发达国家 70-90%，且该渗透率包含了社会强制性体检（如入学、入职、征兵），我们估计排除强制性体检的渗透率仅 15% 左右；尤其地级、县级城市处于团检普及和消费升级阶段，发展空间广阔；2) 健康检查平均客单价约为 290 元（其中专业体检市场平均客单价约 400-500 元），相对香港的 3000 元较低，我国健康检查客单价占人均可支配收入的比例约为 1%，与美国和香港 2% 的水平相比还存在提升空间。且行业已进入消费升级阶段，存在涨价空间。我们测算未来五年市场空间或将达 2400 亿，相较目前至少存在 1 倍扩容空间。

市场认为体检行业进入门槛低。我们认为：1) **资金、导流能力构成行业的进入门槛**：体检中心标准店的初始投资额 2200-2600 万元，资金壁垒高；按照客单价 400 元测算，单店的盈亏平衡点为 4.3 万人次/年，对体检机构的导流能力要求高；2) **规模效应、产业资源对接能力正在筑高行业壁垒**：龙头公司议价能力强，具备较强的成本控制能力和盈利能力；且目前均通过对接产业资源扩大生态圈，以丰富服务内涵、加强客户粘性，提高单客附加值，我们认为行业将呈现“强者恒强”的马太效应，壁垒正在被行业龙头逐步筑高。

市场对公司的竞争优势认识有限。我们认为：**相较竞争对手，公司具备五点竞争优势。**1) **融资环境好**：公司为业内唯一 A 股上市公司，大股东资本运作实力强；2) **扩张速度快**：采取“先参后控”模式高速扩张，率先布局三四线城市，截至 2017 年三季度，已在全国布局 330 余家体检中心，是第二龙头爱康国宾的 3 倍；3) **导流能力强**：重视销售投入，单店平均服务人次、个检比例均高于同行；4) **行业资源雄厚**：客单价有提升空间；5) **盈利能力强**：规模效应突出，成本控制能力强。

股价上涨的催化因素

业绩高增长兑现；淡季业绩大幅扭亏；产业链延伸方面推出新服务项目。

估值和目标价格

由于绝对估值敏感性较大，我们采用相对估值对公司进行价值评估。我们选取 A 股医疗服务龙头为可比公司，可比公司 2017-2019 年平均 PE 为 66X、50X、40X。由于：1) 公司成长性更强、增速更快；2) 公司流量价值大，具备互联网属性；3) 市场给予爱尔眼科高速发展期 100X PE (TTM) 估值溢价。我们认为公司 2018 年合理 PE 为 77X，对应股价 28.53 元，维持“买入”评级。

投资风险

体检中心扩张及整合不及预期风险；上下游产业链延伸不达预期风险；系统风险。

目 录

1 国内体检行业龙头，向大健康平台蜕变	1
1.1 整合造就的体检龙头，上市后进入新的发展阶段	1
1.2 资本运作能力突出，平台价值凸显	1
1.3 立足长远发展，员工激励充分	2
1.4 业绩高增长，盈利能力稳定	3
2 体检行业成长性高，预计未来 5 年市场扩容 1 倍	5
2.1 中国医疗服务为朝阳行业，体检公司极具大市值潜力	5
2.2 人口、政策、消费推动行业高增长，预计 5 年空间达 2400 亿	9
3 行业壁垒逐步筑高，公司具备绝对竞争优势	13
3.1 “资本+流量+产业资源”构筑行业进入壁垒	13
3.2 非公立专业体检行业呈寡头垄断，公司稳坐龙头地位	16
4 量价齐升驱动公司业绩 50%高增长	27
4.1 加速全国体检中心布局，实现“量”的增长	27
4.2 丰富项目+完善高端梯队，实现“价”的提高	30
5 深挖流量入口价值，打造大健康产业闭环	33
5.1 体检具备平台属性，看好渠道与大数据价值	33
5.2 公司加大业务布局，致力打造大健康闭环	34
6 盈利预测与估值	38
6.1 未来 3 年盈利预测	38
6.2 相对估值	39
6.3 绝对估值	41
7 风险提示	42

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图.....	2
图 3：天亿集团生态圈.....	2
图 4：公司 2017 年前三季度主营收入构成（按类别）.....	3
图 5：公司 2016 年主营收入构成（按区域）.....	3
图 6：公司营业收入及增速.....	4
图 7：公司归母净利润及增速.....	4
图 8：公司毛利率与净利率.....	4
图 9：公司期间费用率.....	4
图 10：公司分季度收入概况.....	5
图 11：公司分季度利润概况.....	5
图 12：公立医院改革为非公立医疗服务机构发展腾挪空间.....	6
图 13：在政策支持、竞争空白的背景下，当前为体检行业的最佳布局时机.....	8
图 14：中国居民慢性病患率（分年龄）.....	9
图 15：中国居民慢性病患率（疾病别）.....	9
图 16：中国高净值人群数量（千万人）及增速.....	10
图 17：近年居民医疗消费增速高于总消费增速.....	10
图 18：中国体检市场规模及增速.....	11
图 19：中国体检市场人次（万人）及增速.....	11
图 20：中国与国内外健康体检渗透率对比.....	11
图 21：中国与国外健康体检客单价对比.....	11
图 22：中国健康体检各省份渗透率.....	12
图 23：体检行业龙头公司通过产业链延伸形成良性循环.....	15
图 24：中国体检行业波特五力分析模型.....	16
图 25：国内体检行业竞争格局（收入口径）.....	16
图 26：国内非公立专业体检市场规模（亿元）及增速.....	16
图 27：三家非公立专业体检机构体检中心数对比.....	18
图 28：非公立专业体检机构市场格局（截至 2016 年）.....	18
图 29：我国非公立专业体检行业发展史：市场从分散走向集中.....	19
图 30：公司“先参后控”扩张模式.....	20
图 31：第一梯队非公立专业体检机构历年体检中心数及增速.....	21
图 32：第一梯队非公立专业体检机构历年总服务人次及增速.....	21
图 33：三家非公立专业体检机构营业收入（亿元）及增速.....	21
图 34：三家非公立专业体检机构归母净利润（亿元）及增速.....	21
图 35：第一梯队非公立专业体检机构全国各省铺设体检中心情况（仅统计已开业体检中心）.....	22
图 36：公司销售人员和总员工人数及增速.....	23
图 37：公司销售费用率.....	23
图 38：第一梯队非公立专业体检机构销售人员数量对比.....	23
图 39：第一梯队非公立专业体检机构 2016 年单店服务人次（万）.....	23

图 40：第一梯队非公立专业体检机构后端服务对比	24
图 41：三家非公立专业体检机构净利率对比	25
图 42：三家非公立专业体检机构毛利率对比	25
图 43：三家非公立专业体检机构期间费用率	25
图 44：三家非公立专业体检机构销售费用率	25
图 45：三家非公立专业体检机构管理费用率对比	26
图 46：三家非公立专业体检机构财务费用率对比	26
图 47：体检行业特征及公司竞争优势汇总	26
图 48：公司体检中心数概况（含参股），截至 2017 年三季度	27
图 49：公司总服务人次概况（含参股），截至 2017 年三季度	27
图 50：公司全国体检中心布局（家）	27
图 51：公司各省份体检中心布局情况（截至 2018 年 1 月，仅统计已开业体检中心）	28
图 52：体检中心（标准店）单店服务人次增长曲线（万人次）	29
图 53：体检中心（标准店）单店服务人次增速曲线	29
图 54：第一梯队非公立专业体检机构个检收入占总收入比例	31
图 55：第一梯队非公立专业体检机构平均客单价	31
图 56：公司 2017 前三季度年客单价增速为 18%	31
图 57：公司团检和个检比例	31
图 58：公司中高端品牌梯队完整	32
图 59：公司中高端品牌团检和个检价格	32
图 60：公司大健康产业平台运作模式	34
图 61：美国基因运作模式	35
图 62：优健康运作模式	36
图 63：优健康战略规划	37
图 64：公司体检数据转化为优健康活跃消费用户	37
图 65：大象医疗运作模式	38
图 66：爱尔眼科收入及增速	40
图 67：爱尔眼科归母净利润及增速	40
图 68：爱尔眼科 PE-BAND	40

表 目 录

表 1：公司 2016、2017 年员工持股计划	3
表 2：全球医药公司市值排名（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）	5
表 3：中美医疗服务环境对比分析	6
表 4：全球医疗服务前十大市值公司（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）	7
表 5：医疗服务市场细分领域产业化程度对比（由强到弱）	7
表 6：国家关于医疗服务及预防医学政策发布（部分）	10
表 7：中国体检市场需求测算	12
表 8：标准体检中心初始投入	13
表 9：单店盈亏平衡测算	14
表 10：单个体检中心 EBIT（万元）敏感性分析	14
表 11：公立医院体检和非公立专业体检机构的市场环境对比	17
表 12：仁济医院和美年健康同价格体检套餐对比（仅列示有差异的项目）	17
表 13：四家非公立专业体检机构上市前并购融资历程（部分）	19
表 14：三家非公立专业体检机构资本环境对比（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）	20
表 15：三家非公立专业体检机构体检中心布局对比（截至 2016 年）	22
表 16：体检中心（标准店）单店产能测算	28
表 17：公司体检中心人次测算（控股/万人）	30
表 18：行业高端体检产品（部分）	32
表 19：美兆、慈铭奥亚体检产品（部分）	33
表 20：公司产业链延伸布局（部分）	34
表 21：美因基因检测套餐	35
表 22：公司收入、成本、毛利、毛利率情况假设	38
表 23：可比公司估值表	39
表 24：互联网公司估值表	40
表 25：公司绝对估值假设	41
表 26：公司 FCFF 敏感性测试	41
附表：财务预测与估值	43

1 国内体检行业龙头，向大健康平台蜕变

1.1 整合造就的体检龙头，上市后进入新的发展阶段

美年大健康产业控股股份有限公司是一家以体检为核心业务，集健康咨询、健康评估、健康干预为一体的医疗服务集团，也是目前中国最大的健康大数据平台。公司成立于 2004 年，于 2015 年 3 月成功登陆 A 股。截至 2017 年三季度在上市公司控股和参股体系内共有 330 余家体检中心，分布于全国 70 多座城市，拥有全职专家、医护人员近 30000 人，预计 2017 年总服务人次为 2000 万人。

公司发展伴随着一系列同业优质资源的并购和技术革新，行业整合造就了公司的龙头地位。2015 年公司携手大股东收购行业领导者之一慈铭体检，规模超越爱康国宾成为国内最大的非公立专业体检机构。2015 年上市以来，更加大了在行业内的整合速度。业务层面，收购了高端体检品牌美兆和慈铭奥亚，完成由中低端品牌向全梯队品牌的配置；产品层面，逐步由单一体检产品向多元化医疗服务发展，满足了不同消费人群的差异化需求；区域层面，已完成从华东地区到全国部分三四线城市的辐射。

我们认为，经过多年整合发展，公司已具备完整的业务体系、完备的品牌梯队、广泛的体检中心布局，上市之后在资本的支持下，将加速扩张步伐和产业链延伸，进入崭新的发展阶段。

图 1：公司发展历程



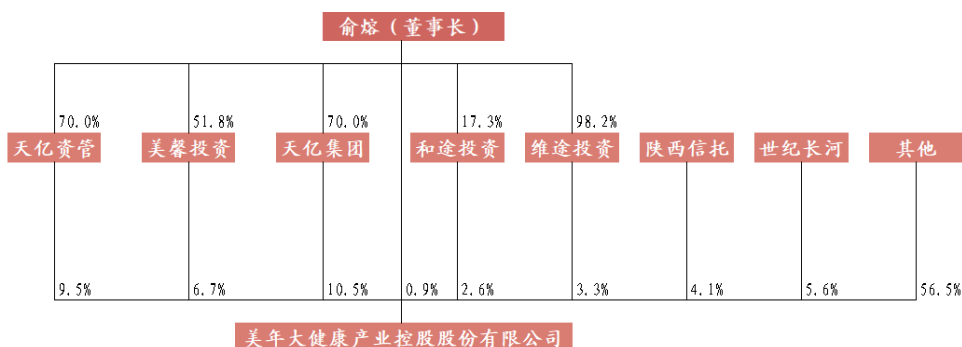
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 资本运作能力突出，平台价值凸显

董事长俞熔先生为公司实际控制人，持有 34.44% 的股份。其中，通过天亿集团旗下子公司的间接持股比例为 32.59%。2016 以来，俞熔先生多次通过“天勤十七号”信托计划累计增持公司股份 2035 万股，占总股本比例为 0.85%，增持均价 14.38 元/股。

同时，公司董事长为天亿集团（上海天亿实业控股集团有限公司）创始人。天亿集团成立于 1998 年，旗下拥有“中卫基金”等多支医疗健康产业基金。天亿集团致力于在医疗领域培养一批技术壁垒高、创新能力强、发展潜力较大企业。2004 年以来，已成功投资 20 余家企业 IPO 上市。产业基金曾获发改委、科技部和上海政府引导基金出资。

图 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，天亿集团已经培育出诸多优秀细分龙头企业，其中重点培育的核心平台包括：国内消费基因服务领导者-美因基因、个人健康精准大数据平台-优健康、全球最大的中药材全产业链服务商-中药材天地网、美维口腔集团、五官科专科医院—民生医疗、互联网中医平台—掌中医等。

我们认为，天亿集团的孵化项目将逐渐成为公司未来连接上下游的优秀载体，与公司业务形成良好的协同效应。

图 3：天亿集团生态圈



数据来源：天亿集团，西南证券整理

1.3 立足长远发展，员工激励充分

公司上市以来已实行两轮员工股权激励计划。2016 年员工持股计划覆盖 1000 名员工，通过大宗交易以及竞价交易方式从二级市场受让凯雷投资持有股票 7000 万股，均价 13.25 元/股，该轮员工持股计划已于 2017 年 9 月到期。

2017 年员工持股计划覆盖员工 3000 名,并于 2018 年 1 月 3 日全部完成二级市场购买,均价 19.09 元/股。该轮员工持股计划覆盖近 30%的员工,解禁期 24 个月。我们认为,公司员工激励充分,员工与股东利益一致,有利于公司长远发展。

表 1: 公司 2016、2017 年员工持股计划

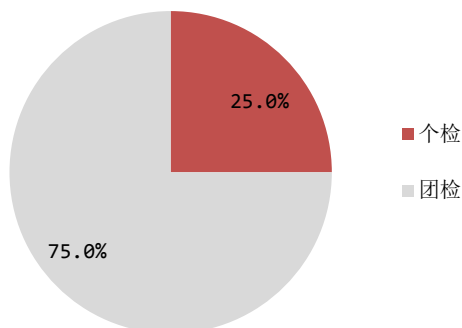
	项目名称	公司董监高持股	公司其他员工持股	合计
2016 年员工持股计划	出资金额	16800 (万元)	33200 (万元)	50000 (万元)
	持股占比	33.60%	66.40%	100%
	持股人数	11	989	1000 人
	管理模式	委托中海信托管理计划管理		
	股票来源	二级市场购买 (包括大宗交易以及竞价交易), 受让凯雷投资持有股票 7000 万股, 均价 13.25 元/股		
	解禁时间	解禁期自 2016 年 9 月 24 日起 12 个月, 已于 2017 年 9 月 23 日出售完毕并终止计划		
	占总股本	2.69%		
2017 年员工持股计划	出资金额	17400 (万元)	70600 (万元)	88000 (万元)
	持股占比	19.77%	80.23%	100%
	持股人数	14 人	3186 人	3200 人
	管理模式	委托云南信托——美年健康员工持股计划		
	股票来源	二级市场购买 (包括大宗交易以及竞价交易) 总计 10,000 万股, 均价 19.09 元/股		
	解禁期限	计划存续期 36 个月, 锁定期 24 个月, 预计 2020 年解禁		
	占总股本	3.844%		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.4 业绩高增长, 盈利能力稳定

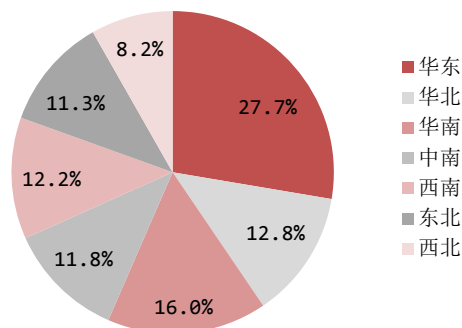
公司 99%的营业收入来自体检,截至 2017 三季度,团检(由用人单位组织的团体检,客户为企业、事业单位等)收入占比为 75%,个检(由个人客户自行付费体检)收入占比为 25%。近年公司不断加大个检产品的推广力度,个检比例呈缓步上升趋势。2016 年公司收入近 28%来自华东区域,其他区域业务分布均衡。

图 4: 公司 2017 年前三季度主营收入构成 (按类别)



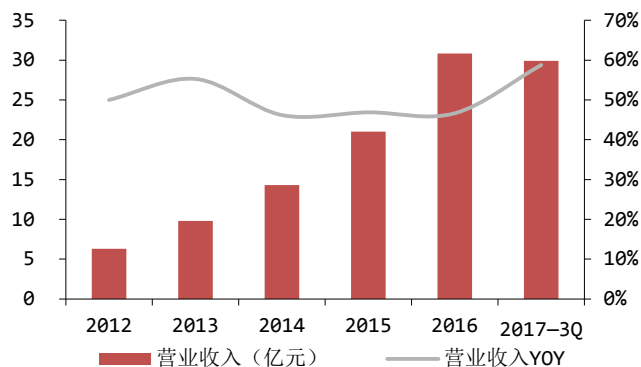
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司 2016 年主营收入构成 (按区域)

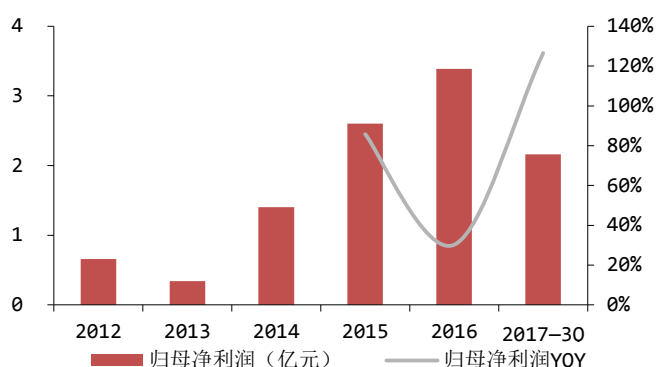


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业绩增长迅速。2012 至 2016 年，收入增速维持在 45-55%，年复合增速 48%；2017 年前三季度营业收入 30 亿元，同比增长 59%。2012 至 2016 年，归母净利润年复合增速 51%。2017 年前三季度归母净利润 2.1 亿元，同比增长 127%。2013 年，由于公司一次性计提了 5775 万元股份支付计入管理费用，归母净利润出现负增长。2013 年净利润为暂时性下跌，不存在持续性影响。

图 6：公司营业收入及增速


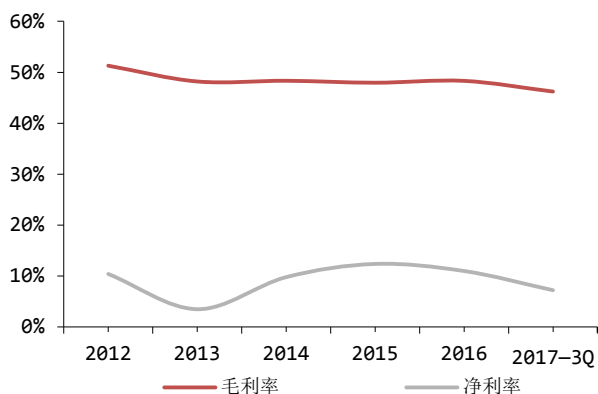
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速


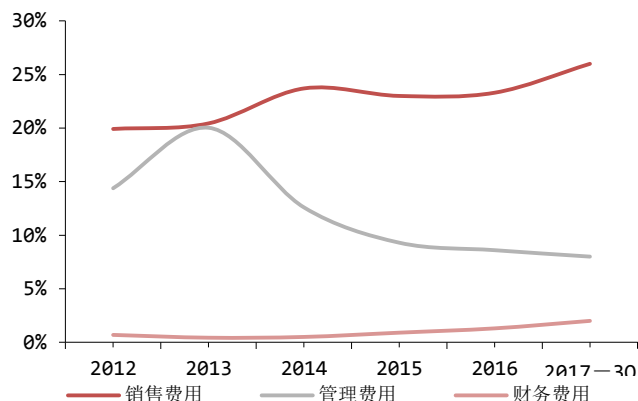
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率和净利率平稳保持在 50%和 10%左右，盈利能力稳定。由于体检行业有明显的季节性周期，团检客户主要集中在四季度（四季度占全年收入比约 40%），而费用为全年平均摊销，故前三季度财务数据不具备全年代表性。2017 年前三季度毛利率和净利率相对 2016 全年稍有下降趋势，为公司经营的正常现象。

公司销售费用率维持在 20-25%，销售费用率不断提升是由于公司处于业务扩张期、且近年来加大个检推广力度，因此销售方面投入加大。管理费用率维持在 10-15%，2013 年度管理费用率为 39.29%，若不考虑股份支付费用影响，当年管理费用率为 14.13%，与 2012 年度基本一致。近年来管理费用呈现下降趋势，随着公司规模扩大，规模效应逐渐凸显。

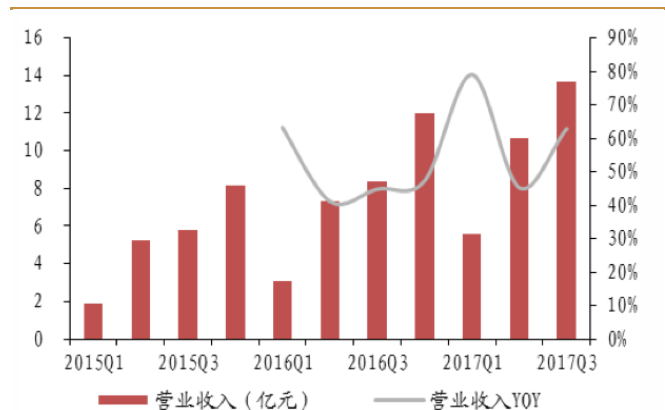
图 8：公司毛利率与净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

季度数据存在明显的淡旺季性现象，一季度收入约占全年总收入的 10%，二、三季度分别占全年收入的 25%，四季度约占全年收入 40%。通过团检向个检导流的不断努力，公司淡季盈利状况不断增强。2017 年前三季度实现营业收入 29.9 亿元，同比增长 59%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 127%。

图 10：公司分季度收入概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司分季度利润概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 体检行业成长性高，预计未来 5 年市场扩容 1 倍

2.1 中国医疗服务为朝阳行业，体检公司极具大市值潜力

2.1.1 放眼全球，中国为医疗服务产业发展的最佳沃土

放眼全球医疗市场，医疗服务行业还未出现千亿美金市值的大公司。全球前十大市值医药公司中 9 家是医药制造业公司、1 家是医疗保险公司。全球医疗服务市值最大的公司为美国 HCA 公司，目前市值 358 亿美元，在全球医药公司市值排名中位列第 37 名，远低于强生公司 3916 亿美元、联合健康 2216 亿美元以及辉瑞 2178 亿美元。

表 2：全球医药公司市值排名（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）

市值排名	公司名	市值	细分领域
1	强生公司	3713 亿美元	生物科技和制药
2	联合健康集团	2295 亿美元	医疗供应链（医疗保险）
3	辉瑞制药	2208 亿美元	生物科技和制药
4	诺华制药	2087 亿美元	生物科技和制药
5	艾伯维	1792 亿美元	生物科技和制药
6	默克集团	1614 亿美元	生物科技和制药
7	诺和诺德	1415 亿美元	生物科技和制药
8	安进	1351 亿美元	生物科技和制药
9	赛诺菲	1135 亿美元	生物科技和制药
10	美敦力	1163 亿美元	生物科技和制药
...	...	...	...

市值排名	公司名	市值	细分领域
37	美国 HCA 公司	358 亿美元	医疗保健设施与服务

数据来源：Wind，西南证券整理

我们认为，受制于医疗大环境，美国医疗服务公司规模难度化大，而中国医疗服务具备规模化发展空间。美国全科医生和私人医生普及率高，分级诊疗体系完善，医生个人执业能力强，大部分医生执业不依赖机构，难以实现医疗资源聚拢；而中国多为专科医生，医生独立执业难度大，优质医疗资源集中在大医院，医生对医疗机构依赖度高，相对更容易实现资源聚拢。且中国人口基数大，发展潜力更大。

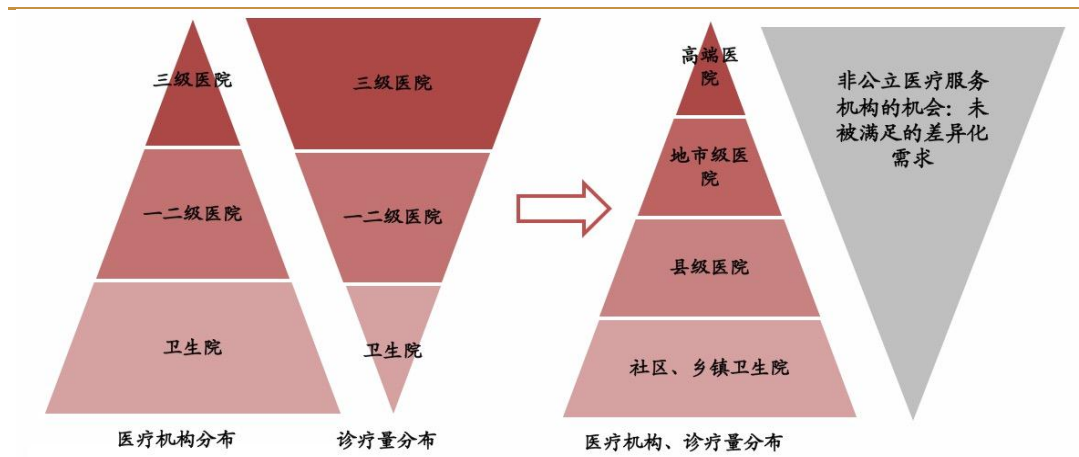
表 3：中美医疗服务环境对比分析

项目	美国	中国
科室	全科化：以全科医生为主	专科化：以专科医生为主
标准化	难标准：全科医学对医生水平依赖度高，难标准化，难复制	易标准：专科产业化程度更高，存在容易实现标准化的领域（眼科、齿科）
资源集中度	医疗资源分散：以家庭医生为主	医疗资源集中：医生依赖于机构执业
人口	3.2 亿	13.7 亿：人口基数大
医保	仅老年人和残疾人享有国家医保；商业险普及率高	全民国家医保
医疗资源	分级诊疗已经完成	优质公立医院诊疗量不堪重负

数据来源：西南证券

从政策环境来看，中国正在进行的分级诊疗、公立医院改革等政策将分化公立医疗机构与非公立医疗服务机构的职能，当前政策限制大型公立医院床位扩张，将为社会资本释放差异化市场。同时，国家政策大力鼓励社会办医，优质医疗资源正在向非公立医疗服务机构开放，为医疗服务的产业化发展奠定了基础。

图 12：公立医院改革为非公立医疗服务机构发展腾挪空间



数据来源：西南证券

2009 年新医改实行以来，在政策推动下，医疗服务行业在短短 8 年内迅速成长，美年健康、爱尔眼科、凤凰医疗等规模化非公立医疗服务集团已跻身全球医疗服务前十大市值公司。且从业绩增速来看，中国医疗服务上市公司体现出了更高的成长性。在此背景下，我们看好中国医疗服务上市公司的发展。

表 4：全球医疗服务前十大市值公司（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）

公司	国家	2016 年净利润（亿美元）	市值（亿美元）	3 年复合增速
HCA Holding, Inc	美国	28.9	358.0	19%
Universal Health Service, Inc	美国	7.0	115.0	11%
美年健康	中国	0.5	96.3	55%
爱尔眼科	中国	0.8	88.0	35%
HealthSouth corp	美国	3.2	47.7	-6%
Acadia healthcare company, Inc	美国	0.4	30.4	—
Selected Senior Living Inc	美国	1.3	22.7	0.61%
Brookdate Senior Living, Inc	美国	-4.1	19.1	—
凤凰医疗	中国	-2.2	18.8	—
Lifepoint Health, Inc	美国	1.2	17.4	-2%

数据来源：Wind，西南证券整理

2.1.2 体检商业模式成熟，是最具产业化基因的医疗服务细分子行业

我国体检行业随着现代医疗服务的兴起已经历十多年发展，商业模式已成熟。相对其他科室，体检为器械依赖型、非医保报销科室，具备可复制性和消费升级属性；业态以团检为主，投资回收期短，更容易实现规模化、产业化。

表 5：医疗服务市场细分领域产业化程度对比（由强到弱）

业务类型	可复制性	消费属性	相应上市公司	流量来源
体检	检验设备/仪器依赖型。可复制性强	非医保科室，消费属性强	美年健康 爱康国宾	2B/C：业态以团检为主，流量累积速度快，投资回收期短
眼科	手术设备依赖型。可复制性强	非医保科室，消费属性强	爱尔眼科	2C
口腔科	医生依赖型。数字化技术提供可复制性	非医保科室，消费属性强	通策医疗	2C
康复科	患者导流途径依赖型。成长机会：康复学科建设加强、多点执业	半医保科室，带有部分消费属性	华邦健康、湖南发展	2C
心血管科	医生依赖型。成长机会：多点执业、远程医疗技术升级	医保科室，消费属性弱	-	2C
肿瘤科	全科医生依赖型。成长机会：精准医疗、多点执业、远程医疗技术升级	医保科室，消费属性弱	信邦制药、益佰制药	2C
美容科	产品依赖型。成长机会：上游美容产品技术升级	非医保科室，消费属性强	-	2C
整形外科	医生医疗型。成长机会：整形外科学科建设加强	非医保科室，消费属性强	-	2C

数据来源：西南证券

- **体检行业属设备依赖型，可产业化性强。**体检行业设备依赖性强，AI、基因测序、远程医疗等技术革新降低了身体检测对医生的依赖，有利于行业实现标准化复制，可产业化性强。
- **体检机构不受医保控费，消费属性强，盈利能力有提升空间。**相较于其他科室，体检业务多为自费项目，个人消费属性强，不受医保控费影响。产品价格可根据市场价值体现，企业具备一定的定价权。

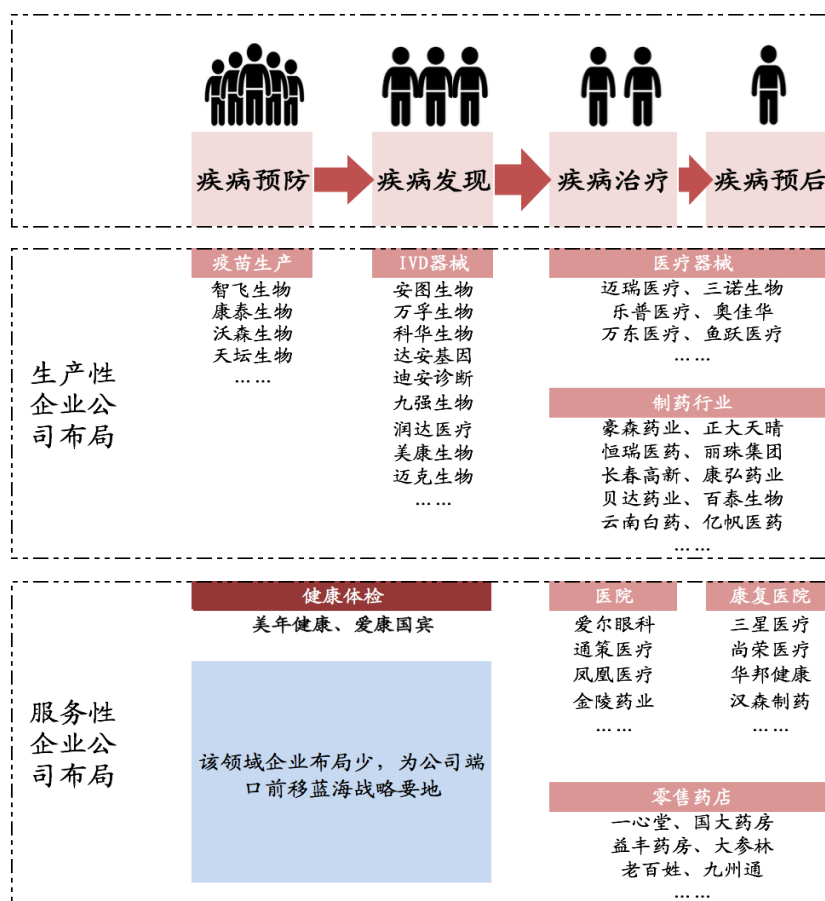
- **体检机构承接 B 端业务，流量易累积，投资回收期短。**对于大多数科室来说，医疗服务前期投入大，投资回收期漫长。但目前体检行业客户多为团检，可实现批量倒流，盈亏周期短。例如，在初始投资金额相当的情况下，一家体检机构盈亏平衡期为 1-2 年，而眼科医院则需要 3-4 年。

综上所述，我国医疗服务行业正处蓬勃发展初期，而体检是医疗服务行业最具产业化特点的细分领域，我们认为体检行业具备孵化大市值公司的潜力。

2.1.3 体检属竞争空白的医疗服务前端，当前布局正当时

从疾病发展周期来看，目前在疾病治疗和预后领域布局的企业较多，产业较为拥挤；从产业属性来看，在制造业布局的企业较多，竞争激烈，而在疾病预防和疾病发现的服务业领域则鲜有企业布局。

图 13：在政策支持、竞争空白的背景下，当前为体检行业的最佳布局时机



数据来源：西南证券

顺应国家十九大报告中提出的“提供全方位、全周期健康服务”，我们认为疾病预防和疾病发现领域的前端医疗服务产业将加速崛起，且该领域面向数量更为庞大的健康及亚健康人群，产业发展空间大。健康体检处于疾病周期前端的服务业，对疾病预防和发现均有重大意义，产业链延伸能力强。我们认为在政策支持、竞争空白的背景下，当前为体检行业的最佳布局时机。

2.2 人口、政策、消费推动行业高增长，预计 5 年空间达 2400 亿

2.2.1 人口老龄化、政策支持、消费升级推动行业扩容

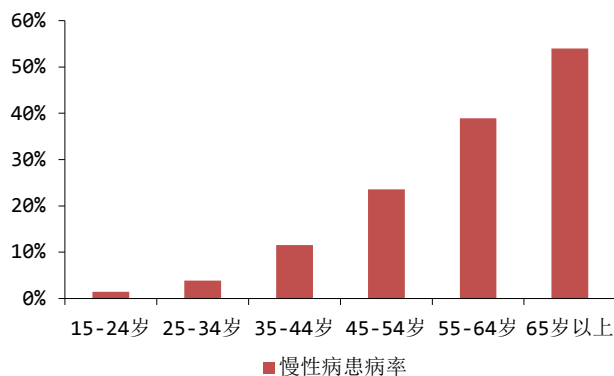
我们认为，在人口老龄化、国家政策支持和消费升级的共同作用下，体检行业将迎来黄金发展期：

➤ 随着人口老龄化、慢性病年轻化，健康体检需求持续扩容

我国已进入老龄化时代，根据联合国预测，到 2020 年我国 65 岁以上老龄人口将达到 1.67 亿人，占全世界老龄人口 6.98 亿人的 24%。人口老龄化已经给我国医疗保障体系带来了极大挑战。同时，我国慢性病发病率呈现年轻化趋势，其原因在于都市人群工作压力大、精神紧张、缺乏运动等。2015 年糖尿病患者人数约 1.1 亿，18 岁及以上成人糖尿病患病率为 11.6%，糖尿病前期率为 50.1%。

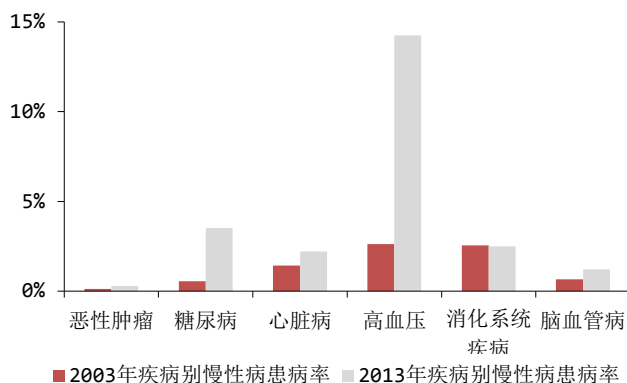
疾病的早期诊断和早期治疗能够降低疾病的发病率，提高重大疾病的治愈率。我们认为，随着老龄化和慢病年轻化日趋严峻，健康体检需求端将持续扩容。

图 14：中国居民慢性病患率（分年龄）



数据来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，西南证券整理

图 15：中国居民慢性病患率（疾病别）



数据来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，西南证券整理

➤ 医联控费背景下，体检作为预防手段备受政策支持

在过去，我国医疗卫生都是“重治疗、轻预防”，主要原因在于我国医疗资源稀缺，优质医疗资源都分布在治疗领域，限制了疾病预防的发展。

国外研究表明，疾病预防的投入和所节约的治疗费用为 1:8 的关系。日本癌症治愈率达到 68%，为世界第一，初期癌症筛查是主要原因之一。因此，在医联控费的大背景下，预防医学的发展具有战略意义。近年来，国家全力支持预防医学的发展，出具了一系列纲领性文件，其中体检作为疾病筛查的重要手段，为政策支持的重点方向，尤其是在优质医疗资源稀缺的背景下，国家重点鼓励社会资本进入体检行业。

表 6：国家关于医疗服务及预防医学政策发布（部分）

时间	政策要项	政策文件	发布机关
2017 年	“实施健康中国战略”：全方位全周期健康服务；坚持预防为主；支持社会办医；推进医养结合	习近平总书记十九大报告	
2016 年	2030 在健康产业，形成一批具有较强创新能力和国际竞争力的大型企业，成为国民经济支柱性产业	《健康中国 2030 规划纲要》	国务院
2017 年	重点突破精准医疗、“互联网+”健康医疗、大数据等应用的关键技术，支持基因检测等新技术在慢性病防治领域推广应用。针对中医药具有优势的慢性病病种，形成慢性病中医健康干预方案并推广应用	《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025 年）》	国务院
2017 年	在 2020 年形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区，发展治未病，在体检、专科、全科等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院

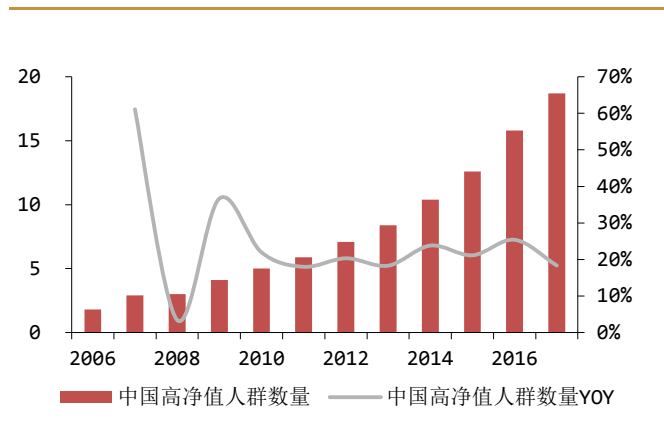
数据来源：政府网站，西南证券整理

➤ 消费升级 of 高端体检消费打开空间，产品附加值的提高更带动行业发展

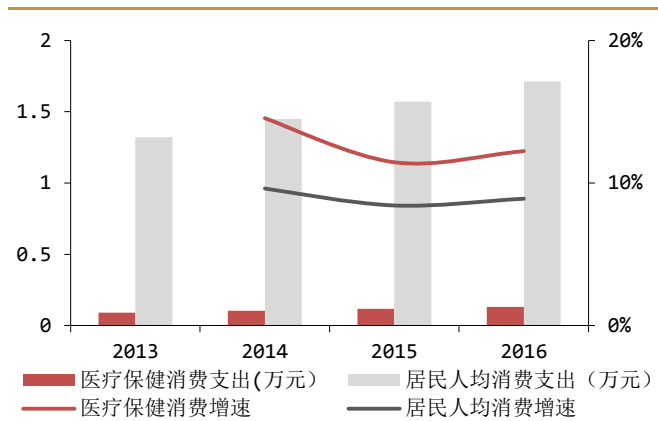
伴随消费升级和自我健康管理意识的觉醒，居民更愿意消费高质量的医疗服务产品。

2006 年以来，我国高净值人群（资产净值在 600 万人民币以上个人）数量逐年提升，年复合增速达 24%。居民可支配收入不断升高，愿意为健康体检支付高额费用的人数将会逐步壮大。我国每年有超过 35 万人赴日本检查，人均体检费用 2-5 万人民币不等，说明我国高端体检消费存在空间。

2010 年以来，医疗保健消费占居民总消费的比例持续攀升，医疗保健消费增速远高于居民人均消费增速，说明医疗消费占个人消费的比重在不断增加。

图 16：中国高净值人群数量（千万人）及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：近年居民医疗消费增速高于总消费增速


数据来源：Wind，西南证券整理

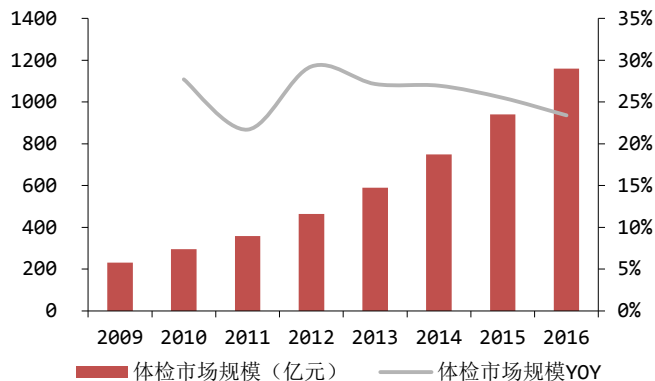
2.2.2 2021 年中国体检行业市场规模或可达 2400 亿元

2016 年我国体检人次约 4 亿人，相较 2009 年的 2.4 亿人次增长了 66%，年复合增速 7.5%。体检行业规模 1160 亿元，相较 2009 年的 240 亿元增长了 383%，年复合增速约为 20% 以上。

我们认为，我国体检行业可分为两个发展阶段：①团检普及阶段：在用人单位福利性体检推动下，体检覆盖率不断提升；②个检普及阶段：体检覆盖率继续提升，消费高端化推动

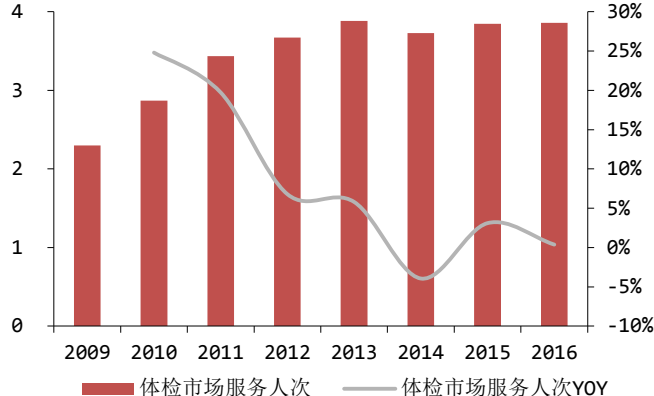
被动体检向主动体检方向发展。目前我国处在从第一阶段到第二阶段的过渡期。一、二线城市已进入第二阶段，三、四线城市处于团检覆盖率提升和个检消费升级共同作用的阶段。

图 18：中国体检市场规模及增速



数据来源：前瞻数据库，西南证券整理

图 19：中国体检市场人次（万人）及增速

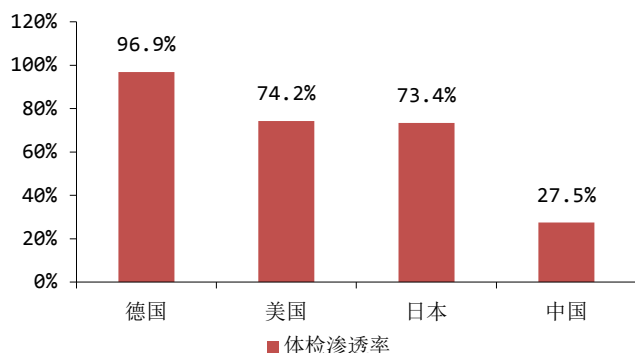


数据来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，西南证券整理

通过国内外对比，我们认为体检从行业渗透率和客单价格方面都有很大的提升空间。

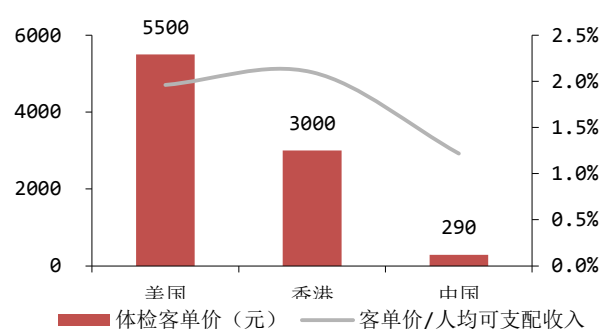
- 从体检价格角度，我国健康检查整体平均客单价约为 290 元（估计排除强制性的体检后专业体检市场平均客单价约 400-500 元），远低于香港的 3000 元/人和美国 5500 元/人。我国健康检查客单价占人均可支配收入的比例约为 1.2%，与美国和香港 2.0% 的水平相比，还存在提升空间。随着消费升级、健康意识提升、个检比例的持续上升，预计客单价将持续提升，据草根调研，我国三四线城市居民可接受的个检价格为 1000 元/人。

图 20：中国与国内外健康体检渗透率对比



数据来源：瑞慈医疗，西南证券整理

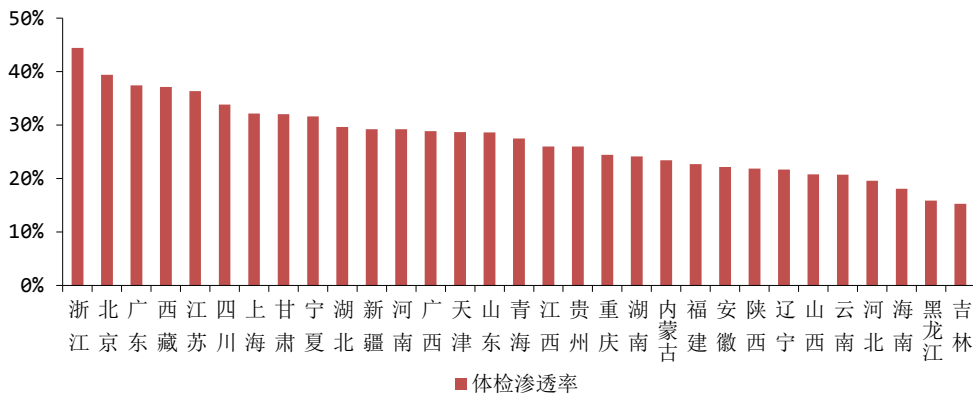
图 21：中国与国外健康体检客单价对比



数据来源：瑞慈医疗，西南证券整理

- 从体检人次角度，我国体检普及率明显低于发达国家，渗透率仅 27.5%。在工业较发达的江浙沪、珠三角等区域，由于企事业单位的团检客户较多，渗透率较高。而在全国大部分地区，团检覆盖面较低。随着团检覆盖面的增加和个检意识增强，体检渗透率还存在提升空间。

图 22: 中国健康体检各省份渗透率



数据来源：前瞻数据库，西南证券整理

未来五年中国专业体检市场空间预测：

- 假设一：直辖市、省会及计划单列市渗透率达到 45%，地级市及县级市体检渗透率达到 35%；
- 假设二：由于直辖市和省会城市体检市场竞争激烈（供给方多），而地级和县级城市竞争空白（供给方少），因此基层市场的客单价相对更高。我们假设直辖市、省会及计划单列市客单价达到 450 元，地级市及县级市客单价达到 500 元。

我国健康体检行业 2016 年市场规模 1160 亿元，随着体检渗透率的不断拉升和客单价的不断提高，2021 年市场空间有望达到 2400 亿以上（全国渗透率为 37%，客单价为 486 元），相对目前还有至少 1 倍空间。

表 7：中国体检市场需求测算

	城市数量	总人口 (万)	2016 渗透率	2021 渗透率	2021 年 体检人口(万)	2016 平 均客单价	2021 平 均客单价	2021 年市场空间 (亿元)
其他直辖市、省会 及计划单列市	35	31461	——	45%	14157	——	450	637
地级市及县级市	637	100705	——	35%	35247	——	500	1763
全国	672	132166	27.5%	37%	49404	290	486	2400

数据来源：Wind，西南证券整理

3 行业壁垒逐步筑高，公司具备绝对竞争优势

3.1 “资本+流量+产业资源”构筑行业进入壁垒

3.1.1 初始投入大，考验资金实力

体检行业对资金要求高，体检中心初始投资成本来自于设备、场所和人工配置。以公司标准体检中心为例，初始投资约为 2200-2600 万元，医疗设备采购成本约占 45%左右。

随着行业不断发展和消费者对检测精度的更高诉求，体检机构对医疗设备采购成本将会越来越高。例如，在临床诊断上，3.0T 核磁共振在某些特定部位（大脑、脊柱）发现细微病灶的概率比 1.5T 高，而 3.0T 核磁设备的价格约为 1.5T 的两倍。我们认为，体检行业对资金需求将呈现逐步递增趋势，融资能力强的公司更能占领先机。

表 8：标准体检中心初始投入

成本类别	成本细分	费用（万元）
设备成本	放射线诊断（核磁、CT、钼靶、骨密度仪器）、超声诊断 B 超机、内窥镜设备、五官检查设备、红外线成像诊断设备、治疗设备及辅助设备	1000-1100
人工成本	80 名医务人员、20 名销售人员、10 名管理人员	500-600
装修费用	体检中心占地面积 2000-3000 平米	300-500
租金费用	体检中心占地面积 2000-3000 平米	400
成本总计		2200-2600

数据来源：草根调研，西南证券整理

3.1.2 流量决定盈利周期，考验运营实力

我们构建了单家体检中心“量价-EBIT”模型，将单店总成本（主要包括营业成本、销售费用、管理费用）分为固定成本（不受业务量增减变动影响的成本）和可变成本（即与业务量增减变动相关的成本），以测算单家体检机构的盈亏平衡点。

关键假设：

假设一：单店固定成本及费用=折旧+固定人工成本+房租。

假设二：固定资产投入为 1100 万元（设备）+500 万元（装修），折旧期限 10 年。

假设三：房租为 400 万元/年。

假设四：单店配置 80 名医务人员（人均薪酬 5 万元/年；其中 70%为固定成本）；20 名销售人员（人均薪酬为 7 万元/年，其中 30%为固定成本）；管理人员 10 名（人均薪酬为 6 万元/年，均为固定成本）。

假设五：可变成本及费用率（可变成本/营业收入）为 45%（根据公司财务数据推算）。

表 9：单店盈亏平衡测算

总科目	分支科目	计算公式
收入		客单价*服务人次
固定成本	折旧	1600/10=160 万元
	房租	400 万元
	人工	80*5*70%+20*7*30%+10*6=382 万元
可变成本	可变成本率	45%
EBIT		收入-固定成本-可变成本

数据来源：西南证券整理

我们的结论如下表：

表 10：单个体检中心 EBIT（万元）敏感性分析

客单价(元) 人次(万)	300	350	400	450	500	550	600	650	700	750
1	-779	-752	-724	-697	-670	-642	-615	-587	-560	-532
2	-614	-559	-504	-449	-394	-339	-284	-229	-174	-119
3	-449	-366	-284	-201	-119	-36	46	129	211	294
4	-284	-174	-64	46	156	266	376	486	596	706
5	-119	18	156	294	431	569	706	844	981	1119
6	46	211	376	541	706	871	1036	1201	1366	1531
7	211	404	596	788	1035	1283	1530	1778	2025	2273
8	376	596	816	1036	1256	1476	1696	1916	2136	2356
9	541	789	1036	1284	1531	1779	2026	2274	2521	2769
10	706	981	1256	1531	1806	2081	2356	2631	2906	3181

数据来源：西南证券整理

通过单个体检中心 EBIT 敏感性分析，我们发现量和价对体检中心的盈利影响都很大。但在目前的市场环境下，非公立专业体检机构正在抢占公立医院市场，不适宜大幅度加价。

客户导流对体检中心的盈利影响较大。据我们测算，在客单价 400 元/人，年均流量小于 4.3 万人次（每年 300 个工作日，日均流量小于 143 人）的情况下，体检中心处于亏损状态。而一旦年均客流量上升至 4.3 万人次及以上，体检机构的 EBIT 增长幅度将会超过人次的增长幅度。

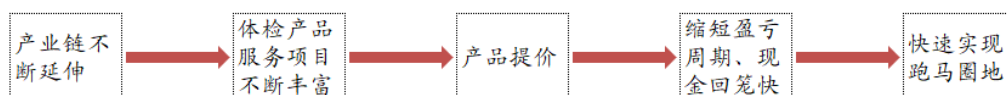
我们认为，在当前大幅提价不适宜的背景下，流量是决定体检中心盈利能力的核心变量，流量带来的盈利可作为再投资，为企业发展提供资金支持。因此，销售运营能力为重要考验。

3.1.3 产业链资源增加产品附加值，行业壁垒逐步筑高

正如上文论述，客单价是影响体检中心盈利能力的又一重要变量。正如单家体检中心“量价-EBIT”模型列示，在单家体检中心人流量为 6 万人次的情况下，客单价从 400 元/人提升到 500 元/人（同比增速 25%），可带来 EBIT 从 376 万元提升到 706 万元（同比增速 88%）。

通过产业链资源的整合、丰富服务项目增加产品附加值是增加客单价的有效途径，同时亦能巩固客户粘性。目前龙头公司都在着力通过产业链的延伸提高产品附加值，继而缩短盈亏周期，加快现金回笼，以实现快速跑马圈地。因此，近几年龙头公司扩张速度越来越快，行业集中度不断提升，呈现“强者恒强”的马太效应。

图 23：体检行业龙头公司通过产业链延伸形成良性循环



数据来源：西南证券

3.1.4 体检行业波特五力模型

我们通过波特五力模型对国内体检行业竞争环境进行总结：

➤ 潜在竞争者：资本、流量、产业布局向新进入者筑起壁垒

保险公司、BAT 及其他具有资金实力或渠道能力的机构是体检行业的潜在竞争对手。潜在竞争对手入侵障碍主要体现在四个方面：规模经济、资金要求、销售运营、品牌忠诚。1）体检行业强者恒强趋势明显，连锁化扩张带来的规模经济很难攻破；2）初始投资成本高，新进入者很难在短期内赶超行业龙头的规模；3）销售运营能力是体检机构运营必不可少的软实力，公司在现有竞争对手中处于领先地位；4）体检行业考验产业资源，目前龙头公司已形成品牌效应。

体检行业壁垒克服难度大，而大多数情况下保险公司和 BAT 均优先选择与龙头公司进行合作。我们认为，体检行业新进对手威胁小。

➤ 替代者：体检行业替代品风险小

参考美国家庭医生为主的医疗服务体系，我们认为家庭医生是专业体检机构的潜在替代者，但就目前而言，我国全科医生供给缺口大，导致家庭医生普及受限。体检行业替代品风险小。

➤ 现有竞争者：经过多年整合，国内已经形成寡头垄断竞争格局

历经多年发展，体检行业商业模式已较为成熟。能对接医疗服务行业各类资源，具备规模优势的仅美年健康和爱康国宾两家。公立医院和非公立专业体检机构是体检行业的现有竞争者，非公立专业体检机构设备配置灵活、性价比高、服务优势显著，正在逐步压缩公立医院市场。

➤ 上游供应商：第一梯队体检机构对供应商的议价能力强

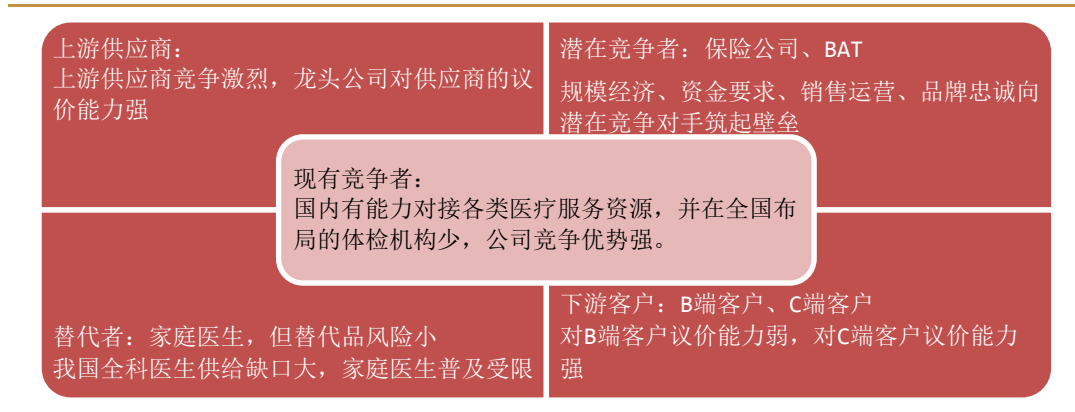
第一梯队体检机构（以美年健康和爱康国宾为主）对上游议价能力强。体检机构上游供应商市场分散程度高（例如，润达医疗为上游 IVD 龙头，但市场占有率仅 1.5-2%），而体检中心对医疗器械的采购量较为庞大，尤其是非公立专业体检机构在设备采购方面灵活性比公立医院高，上游制造业和龙头公司合作是市场发展的必然结果。例如，国际医疗器械巨头

西门子与美年健康和爱康国宾存在深度合作关系。同时，部分体检龙头亦在加码上游市场，或将削弱上游供应商的议价能力。

- **下游客户：**处于拓宽市场占有率阶段，对 B 端客户议价能力弱，对 C 端客户议价能力强

体检下游客户主要为 C 端个检客户和 B 端团检客户。1) 对于 C 端个检客户而言，体检机构议价能力较强；2) B 端客户规模较大，体检机构议价能力较弱。

图 24：中国体检行业波特五力分析模型



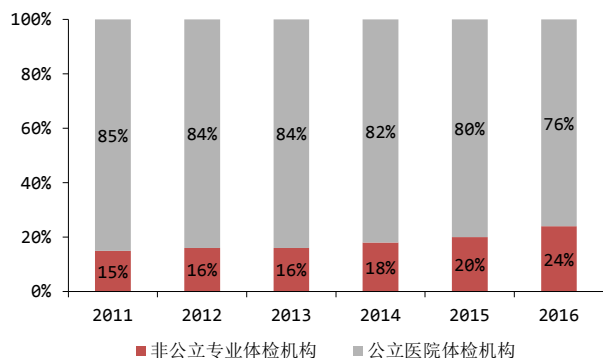
数据来源：西南证券整理

3.2 非公立专业体检行业呈寡头垄断，公司稳坐龙头地位

3.2.1 非公立专业体检正逐渐挤压公立市场份额

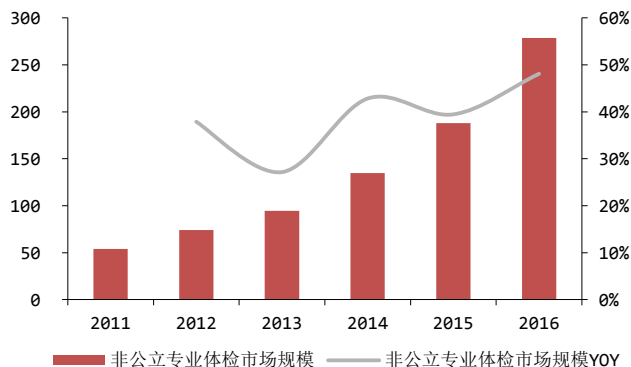
截至 2017 年，我国有体检中心共 6000-7000 家，公立医院和非公立专业体检并存。2016 年中国体检行业市场规模 1160 亿元，公立医院占 76%。但近年来非公立专业体检行业发展较为迅速，2011 至 2016 年，非公立专业体检市场规模从 54 亿元到 278 亿元，年复合增速达 39%，高于行业增速。

图 25：国内体检行业竞争格局（收入口径）



数据来源：瑞慈医疗，西南证券整理

图 26：国内非公立专业体检市场规模（亿元）及增速



数据来源：瑞慈医疗，西南证券整理

在一、二线城市市场及基层市场，非公立专业体检机构均正在逐渐抢占公立医院体检：

- **在一、二线城市：相较于公立医院，非公立专业体检机构具备 B 端市场优势：**1) 非公立专业体检机构产品性价比高，对 B 端客户有吸引力；2) 公立医院体检中心均为独立营业，分散化程度高，很难承载大型公司订单，客户粘性较难建立，便利性是大型企业选择非公立专业体检机构原因之一。
- **在三、四线城市：相较于公立医院，非公立专业体检机构优势显著：**1) 非公立专业体检机构的设备、人员配置优于大部分基层公立医院；2) 连锁运营的非公立专业体检机构可实现资源共享，基层客户可享受一、二线城市优质专家远程医疗服务，对当地的公立医院体检机构形成竞争优势。

表 11：公立医院体检和非公立专业体检机构的市场环境对比

项目	公立医院	非公立专业体检	总结
设备配置	大型设备配置难度高：卫生部、国家发展改革委规定，乙类大型医用设备，应逐级申报省卫生厅部门审核，并提供设备成本构成、诊疗收费价格和成本效益分析，经过卫生厅专家评审通过，给予配置许可	大型设备配置难度低：配置大型检测设备只需通过卫计委和环境测评资格审核。国务院 2018 年 1 月召开院常务会议，决定由上海市进一步在浦东新区对医疗等 10 个领域 47 项审批事项进行改革试点，推进“照后减证”。其中包括“取消社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可证核发等审批，社会办营利性医疗机构床位数逐步实行自主决定”，进一步降低设备配置壁垒	非公立专业机构在大型医疗设备购置方面具强灵活性
产品价格	公立医院体检产品价格高	非公立专业体检机构产品价格较便宜	非公立专业体检机构处于占领市场份额阶段，该阶段采取了低价竞争策略，具备提价潜力
服务优势	体检前：人工预约 体检中：体检流程繁琐，人流量庞大需排队等待 体检后：公立医院可满后续疾病治疗和随访	体检前：多渠道预约 体检中：环境舒适，服务系统完备系统等 体检后：协助后续预约挂号、营养早餐等 多元化服务：齿科服务、移动医疗、私人医生、疫苗接种、提供远程阅片、慢病管理中心等	公立医院具备专家诊疗服务，非公立专业体检机构后端诊疗服务存在不足，目前在不断完善阶段
便利程度	公立医院不具备连锁性质	非公立专业机构区域覆盖面广、体检中心布局数量多，具备大单团检客户的接纳能力和交通抵达的便利性；一方面，具备承载大公司客户体检负荷的能力，另一方面具备客户抵达交通便捷的优势	公立医院很难承载大公司客户订单，客户粘性较难建立。便利性是大型企业选择非公立专业体检机构原因之一

数据来源：西南证券

以美年健康体检产品为例，相较于公立医院体检产品，相同价格下，非公立专业机构具备更多检查项目。

表 12：仁济医院和美年健康同价格体检套餐对比（仅列示有差异的项目）

项目	上海仁济医院（1122 元）	美年健康（1122 元）
眼科	外眼	外眼、视力、眼底、眼裂隙灯
妇科	常规检查	常规检查、白带常规、TCT 液基薄片细胞学检查
血常规	16 项	18 项

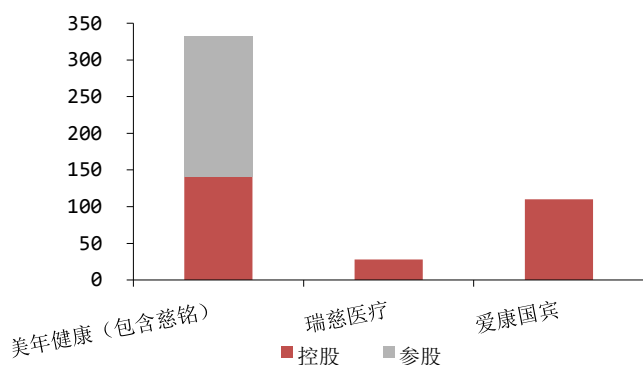
项目	上海仁济医院（1122 元）	美年健康（1122 元）
血脂	4 项	5 项
血糖	空腹血糖、糖化血红蛋白	空腹血糖
风湿、类风湿疾病	超敏 C 反应蛋白、类风湿因子测定 RF、抗核抗体测定（ANA）	超敏 C 反应蛋白、类风湿因子测定 RF
彩超	腹部彩超、甲状腺彩超、乳房彩超、阴道彩超	腹部彩超、心脏彩超、颈动脉彩超、乳房彩超、阴道彩超
胃泌素测定	√	
血流变		√
心肌酶三项		√
乙肝两对半		√
经颅多普勒		√
肺功能检查		√
骨密度检测		√

数据来源：各公司官网，西南证券整理

3.2.2 公司为非公体检行业翘楚，规模、流量、资源均为行业领先

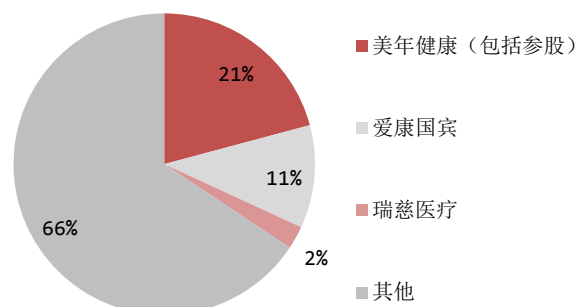
自 2002 年慈铭体检创立以来，非公立专业体检在国内迅速发展，第一梯队以美年健康（合并慈铭）、爱康国宾为主，第二梯队以瑞慈医疗为主。就目前来看，美年健康在体检中心数量和市占率方面处于龙头地位，截至 2017 年三季度，公司已布局 330 余家体检中心（含参股），在非公立专业体检市场中市占率达 21%（含参股）。

图 27：三家非公立专业体检机构体检中心数对比



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年参股体检中心含慈铭

图 28：非公立专业体检机构市场格局（截至 2016 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年参股体检中心含慈铭

我们认为相对竞争对手，美年健康具备如下 5 点竞争优势：

（1）为 A 股上市公司，融资能力强

历经多轮并购整合，体检市场竞争格局从分散走向集中，非公立专业体检行业已形成美年健康、爱康国宾两大阵营。下图是我国非公立体检行业发展史：

图 29：我国非公立专业体检行业发展史：市场从分散走向集中

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2011	2012	2013	2014	2015	2016
排名历史	1 国宾	国宾	国宾	国宾	国宾	爱康国宾	爱康国宾	爱康国宾	爱康国宾	美年健康	美年健康	美年健康
	2 ...	慈铭	慈铭	慈铭	慈铭	慈铭	美年健康	美年健康	美年健康	爱康国宾	爱康国宾	爱康国宾
	3 ...	大健康	大健康	美年	美年	慈铭	慈铭	慈铭	慈铭	瑞慈	瑞慈	瑞慈
	4 红磡马	美年	大健康	大健康	瑞慈	瑞慈	瑞慈	瑞慈	瑞慈	...	...	...
	5 美兆	红磡马	瑞慈	瑞慈	红磡马	红磡马	红磡马	红磡马	红磡马			
	6 ...	...	红磡马	红磡马	新华	新华	新华	新华	新华			
	7 ...	...	...	...	...	...	...	...	...			
并购历史	美年					美年和大健康合并				美年健康收购慈铭	美年健康收购美兆	
	慈铭						慈铭IPO失败					
	爱康				爱康网和国宾合并					爱康国宾收购红磡马	爱康国宾私有化事件	
	瑞慈											
融资历程	美年						美年健康A轮 3.8亿元	美年健康B轮 3.6亿元	美年健康C轮 2.6亿元	美年健康上市		
	慈铭	慈铭体检A轮 0.098亿元		慈铭体检B轮 0.25亿元				慈铭体检C轮 1.3亿元				
	爱康		爱康国宾A轮	爱康国宾B轮	爱康国宾C轮			爱康国宾D轮1亿美元	爱康国宾上市			
	瑞慈									瑞慈A轮 4.2亿元	瑞慈医疗香港上市	

数据来源：各公司公告，西南证券整理

在行业发展过程中，资本扮演了重要角色，美年健康、瑞慈医疗、爱康国宾、慈铭体检（已被美年健康收购）四家机构的迅速发展得益于上市前较强融资能力。

表 13：四家非公立专业体检机构上市前并购融资历程（部分）

机构名称	获得投资总金额	获得投资时间	投资机构
美年健康	3.8 亿人民币	2012 年 A 轮	凯雷投资、华金投资、大众交通、晟果创业
	3.6 亿人民币	2013 年 B 轮	中国平安、凯辉中法基金、凯雷投资、高益咨询
	2.6 亿人民币	2014 年 C 轮	分享投资、舜喜投资、凯德投资、北京信中联
慈铭体检	0.098 亿人民币	2004 年 A 轮	鼎辉创投
	0.25 亿人民币	2006 年 B 轮	鼎晖投资、健之康业
	约 1.3 亿人民币	2013 年 C 轮	鼎晖投资、平安创新、天图资本

机构名称	获得投资总金额	获得投资时间	投资机构
爱康国宾	数百万美元	2005 年 A 轮	上海创投
	数百万美元	2006 年 B 轮	美国中经合
	0.25 亿美元	2007 年 C 轮	经纬中国、清科创投、美国中经合、华登国际
	1 亿美元	2013 年 D 轮	高盛、新加坡政府投资
	0.4 亿美元	2014 年 F 轮	中投公司
瑞慈医疗	4.2 亿人民币	2015 年 A 轮	霸菱亚洲

数据来源：各公司公告，西南证券整理

从资本市场环境来看，美年健康为 A 股上市公司，A 股投资者主要为国内投资者，投资者对体检业务较为了解。爱康国宾为美股上市公司，国外没有大型专业体检机构，投资者对爱康国宾的业务认知有限。且云峰基金对爱康国宾私有化事件的动向尚不明朗，可能对爱康国宾的投融资决策效率产生影响。瑞慈医疗上市时间较短，体检业务规模较小，与美年健康和爱康国宾不构成较大影响。综合来看，我们认为美年健康处于最佳的资本市场环境中，扩张速度或远超竞争对手。

表 14：三家非公立专业体检机构资本环境对比（市值更新截至 2018 年 1 月 31 日）

项目	美年健康	爱康国宾	瑞慈医疗
上市地点	中国中小板上市（2015 年 7 月）	美国纳斯达克上市（2014 年 4 月）	香港主板上市（2016 年 10 月）
市值（人民币）	606 亿人民币	11.19 亿美元	33.91 亿港元

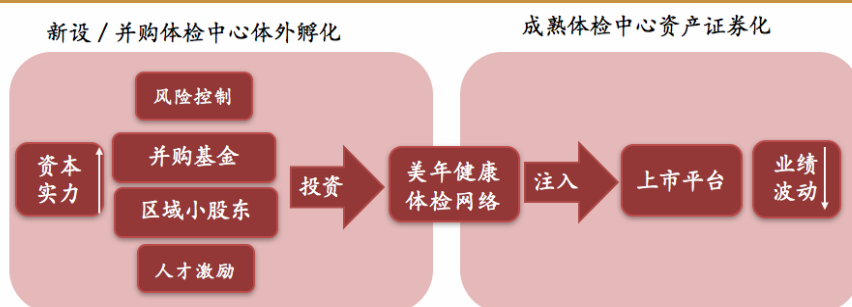
数据来源：Wind，西南证券整理

（2）在扩张模式、速度、区域三方面均强于竞争对手

扩张模式：巧用体外杠杆，在业内率先采取“先参后控”的模式。在体检中心规模方面，公司属后来居上，通过多轮并购整合实现弯道超车。目前体检中心数量已远超竞争对手。原因在于公司率先采取“先参后控”的扩张模式。“先参”是每新建一家体检中心，上市公司先参股 10% 左右，其余股份由并购基金和区域小股东（需为新建体检中心带来行业资源）持有。“后控”是体检中心经过 1-2 年的发展达到盈亏平衡后，再由上市公司出资收购至 50% 达成控股。待 3-5 年体检中心达到业绩承诺，则再由上市公司出资全部持股。

这样的扩张模式有以下优点：①利用杠杆，减少了上市公司资金压力；②降低经营风险，参股转控股需业绩承诺，减少业绩波动；③与当地具有人脉资源的机构合作，实行人才激励，保证新设体检中心的流量导入。

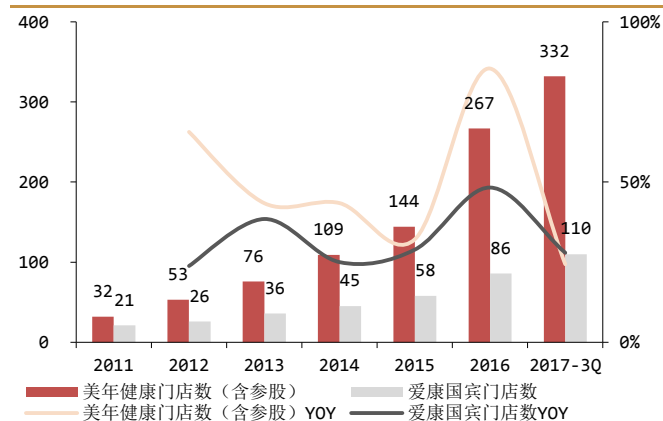
图 30：公司“先参后控”扩张模式



数据来源：西南证券

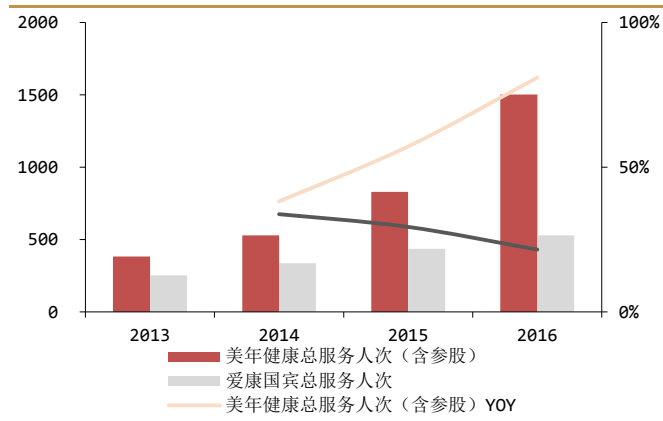
扩张速度：美年健康体检中心增速远超竞争对手，迅速抢夺入口价值。近年来，美年健康体检中心（含参股）数量和服务人次均高于爱康国宾。体检中心扩张速度和服务人次导入速度均在爱康国宾之上。

图 31：第一梯队非公立专业体检机构历年体检中心数及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年参股体检中心含慈铭

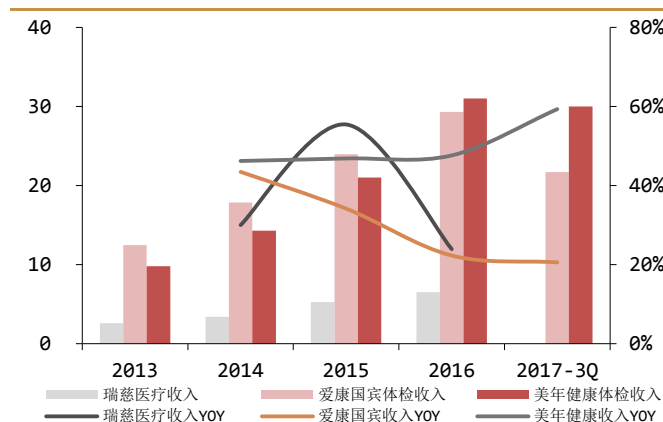
图 32：第一梯队非公立专业体检机构历年总服务人次及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年参股体检中心含慈铭

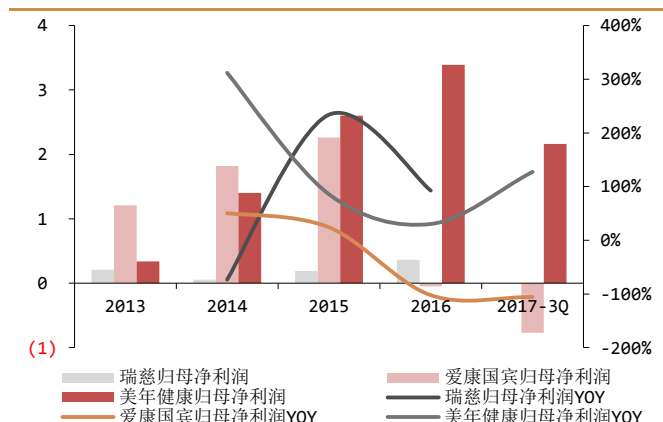
营业收入方面，美年健康维持在 50% 左右高增长。而爱康国宾和瑞慈医疗都维持在 30% 左右的增长。归母净利润方面，美年健康增速显著高于其他两位竞争对手。爱康国宾受到私有化事件影响，2016 年业绩出现亏损。

图 33：三家非公立专业体检机构营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理（瑞慈未披露 2017 年三季报）

图 34：三家非公立专业体检机构归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理（瑞慈未披露 2017 年三季报）

2014 年以来大量资本进入互联网医疗领域，经过三年的发展，移动医疗进入线下资源的争夺阶段。当下各类线下医疗资源短缺，获得线下流量入口成为互联网医疗参与者竞争的关键。而体检行业作为最优质的流量入口，为 BAT 必争之地，我们认为：在当前时间点，美年健康加速体检中心布局是顺应行业发展的重要策略。

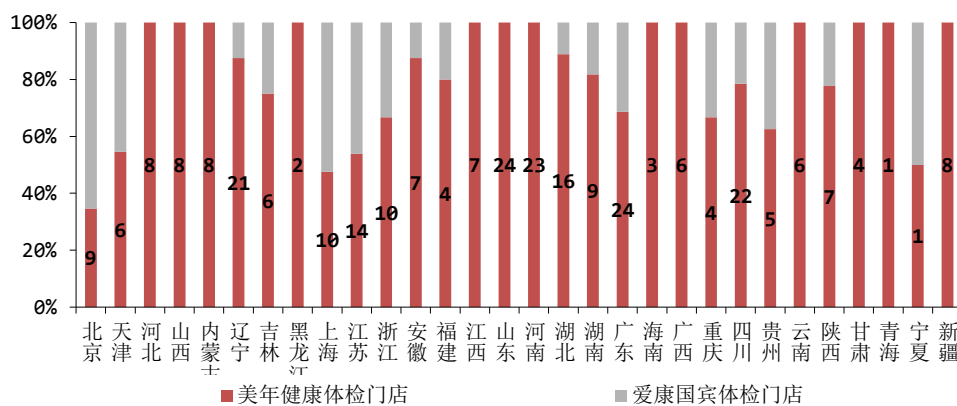
扩张区域：下沉基层策略抢占先机。公司先于竞争对手实现了三、四线城市的布局。爱康国宾定位于一、二线城市的高端市场，65% 的收入来自北上广，一线城市体检中心占总体体检中心数的 44%。而美年健康已基本完成一、二线城市布局，进入基层市场发展阶段，一线城市体检中心占总体体检中心数的 12%。

表 15：三家非公立专业体检机构体检中心布局对比（截至 2016 年）

项目	美年健康	爱康国宾	瑞慈医疗
成立时间	2004 年	2004 年	2006 年
营业收入	31 亿元人民币	30 亿元（等额人民币）	6.5 亿元（等额人民币）
净利润	3.8 亿元人民币	-0.05 亿元（等额人民币）	3.6 亿元（等额人民币）
平均客单价	331 元	464 元	团检 490 元、个检 535 元
布局区域	一、二、三、四线城市全国布局	一、二线城市布局，集中华东	一线城市布局
一线城市布局	北京 9 家，上海 10 家，广州 4 家，深圳 10 家，一线城市体检中心占总体体检中心数的 12%（截至 2017 年，仅统计在营业体检中心）	北京 20 家，上海 11 家，广州 5 家，深圳 5 家，一线城市体检中心占总体体检中心数的 44%（截至 2017 年，仅统计在营业体检中心）	—

数据来源：公司官方公众微信号，各公司公告，西南证券整理

美年健康下沉策略实行较早，在目前基层市场空白的背景下，基层跑马圈地的能力和速度是公司的重要竞争优势。

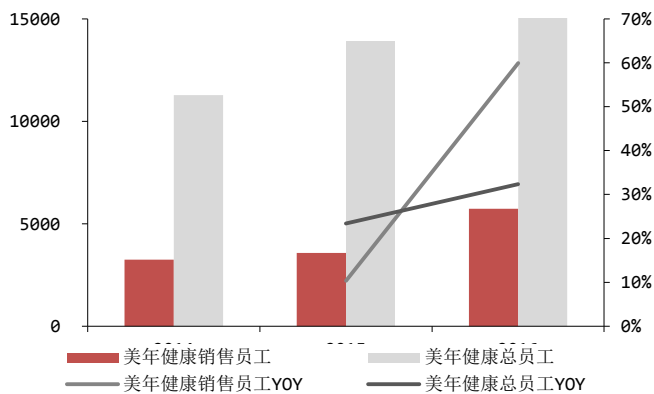
图 35：第一梯队非公立专业体检机构全国各省铺设体检中心情况（仅统计已开业体检中心）


数据来源：各公司官网及官方公众微信号，西南证券整理

（3）销售实力强，单店服务人次增速远超竞争对手

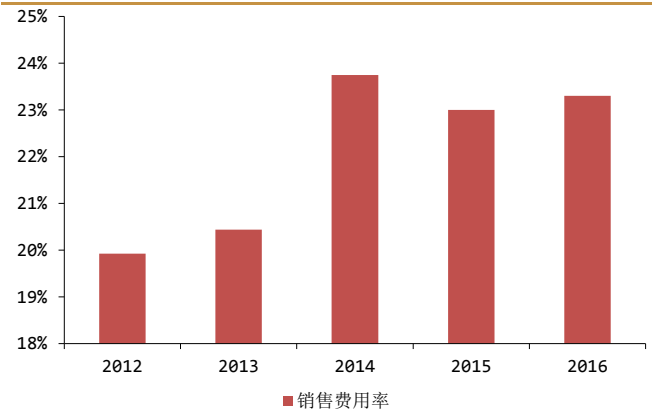
公司销售方面的投入大于竞争对手。2016 年，销售人员数量为 5725 人为爱康国宾 2600 人的 2 倍。公司销售费用中，63%为人工成本，即销售人员工资。

图 36：公司销售人员和总员工人数及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：公司销售费用率

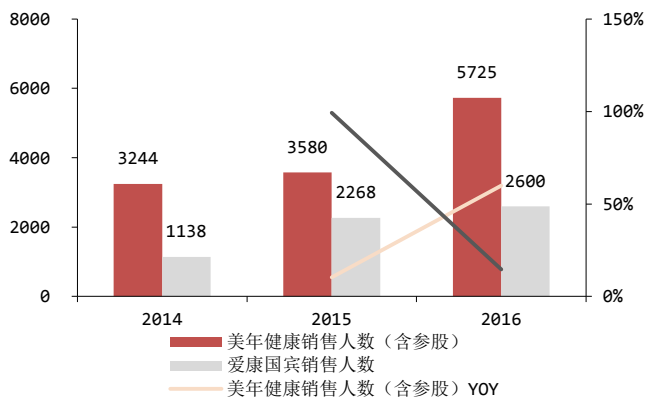


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销售投入大主要有以下两方面的原因：

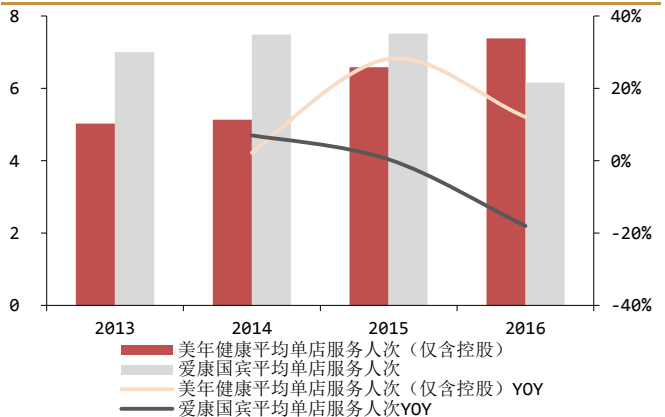
- **加大发展个检业务。**由于个检所处的 C 端相对 B 端客户分布分散，对销售人员配置提出了更高的要求。爱康国宾的个检收入占总收入的比例一直维持在 15-17% 的区间；而美年健康个检收入占总收入的比例 2014-2017 年从 19% 提升到 25%；2017 年前三季度美年健康团检收入占总收入比为 75%，爱康国宾团检收入占总收入比为 83%。
- **加快单店上量速度。**2016 年以来，公司通过提高中老年体检、延伸服务和高端体检的销售力度，单店服务人次提升速度快于竞争对手。

图 38：第一梯队非公立专业体检机构销售人员数量对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：第一梯队非公立专业体检机构 2016 年单店服务人次(万)



数据来源：公司公告，西南证券整理

（4）产业链延伸能力强，行业资源雄厚

目前行业大规模的整合阶段已结束，寡头格局已形成，行业将逐渐从 2B 团检到 2C 个检方向发展，进入产业链布局 and 后端服务延伸发展的阶段。

美年健康致力于在专业检查、先进诊断、精准评估到智能诊断、专科诊疗、远程医疗和健康保险方向发展。目前在辅助诊断方面，已实现人工智能辅助阅片，月阅片量 40 万张；在远程阅片方面，已和大众医生深入合作，实现三四线城市享受一二线城市专业放射科医

生远程读片服务；在后端服务方面，与美维口腔、民生五官科医院、智飞生物达成合作关系，将实现相互导流。

而爱康国宾则在高端体检、牙科诊所方面发力。爱康国宾与百洋智能科技共建 IBM 沃森肿瘤会诊中心，相继推出 iKangCare+企业客户分级服务体系，为客户提供报告解读服务，再根据员工历年体检结果提供专业检查，检查异常后免费提供全国三甲医院副主任医师以上绿色通道。其 3.0T MRI 核磁共振肿瘤筛查（核磁肿瘤早期筛查）为全国非公立专业体检机构首家。

公司大股东资源丰富，天亿集团致力于培育高壁垒的技术资源。公司基于天亿资本大健康生态圈，可最大程度完善后端诊疗、远程医疗和健康管理等服务，形成良好互补效应。

图 40：第一梯队非公立专业体检机构后端服务对比

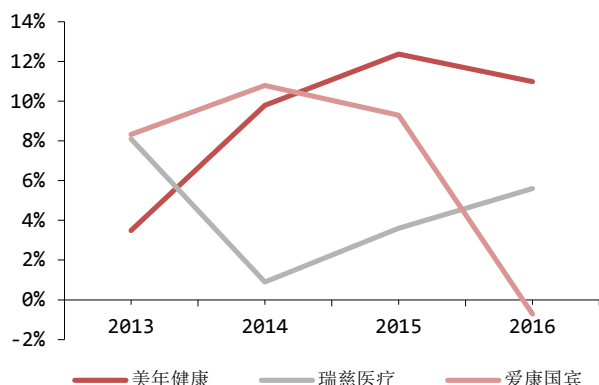
美年健康后端服务		爱康国宾后端服务	
优健康APP\私人定制	预约、体检报告	ikang APP	预约、体检报告
优健康APP	公立医院挂号就诊	ikang APP	公立医院挂号就诊
大象医生	远程医疗	臻景医疗	国际抗衰老诊疗中心
掌中医	中医慢病管理中心	爱康体验宝	私人定制体检套餐 App
备孕帮	APP 妇科医生和客户对接	快验宝	香港疫苗注射服务
美维口腔	齿科医疗服务	爱康齿科	齿科医疗服务
民生医疗	五官科医院	...	
疫苗注射	智飞生物合作门店		
医疗影像中心	与西门子、万东医疗合作		
美国基因	基因检测		
...			

数据来源：各公司官网，西南证券整理

（5）规模效应强，盈利能力突出

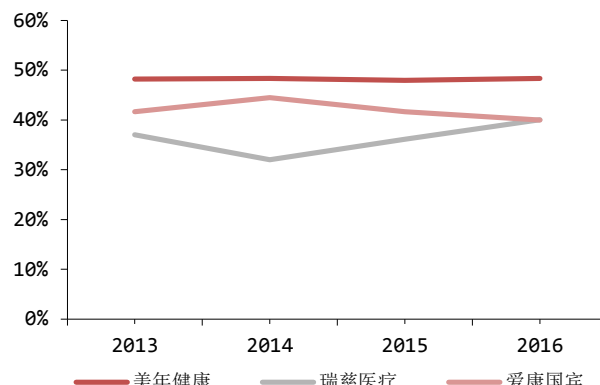
一方面，随着规模扩大，公司现已跻身全球体检相关的设备、器械采购商前列，上游议价能力强；另一方面，公司单店服务人次多，单位成本被摊薄。成本控制能力强，毛利率高于竞争对手。此外，公司 2016 年客单价 331 元，远低于瑞慈医疗 490 元和爱康国宾 464 元，进一步说明公司的成本控制能力占优。

图 41：三家非公立专业体检机构净利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：三家非公立专业体检机构毛利率对比

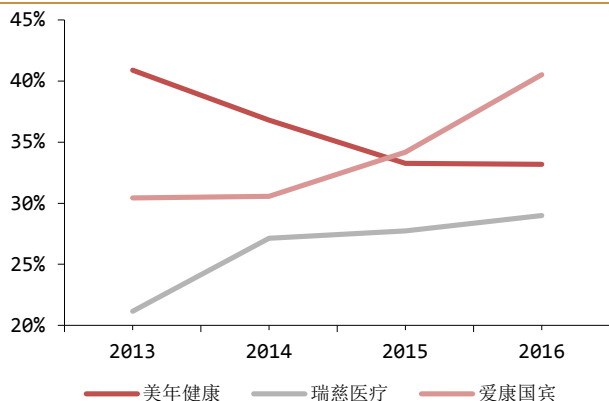


数据来源：公司公告，西南证券整理

从期间费用率来看，美年健康和爱康国宾期间费用率均维持在 35-40% 的区间，美年健康期间费用率呈下降趋势，体现规模效应。爱康国宾期间费用率呈上升趋势。瑞慈医疗期间费用率维持在 20-30% 的区间，呈上升趋势。

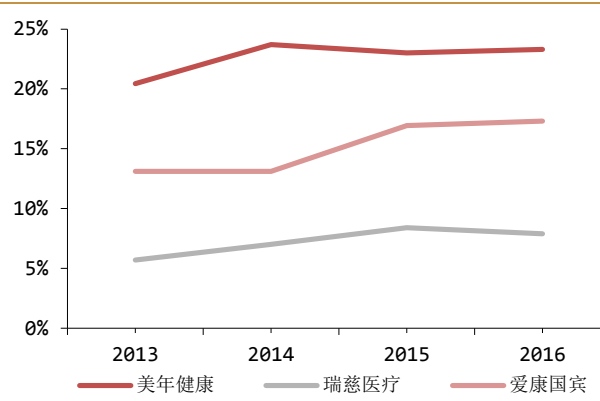
在加强销售投入的背景下，美年健康销售费用率较高，维持在 20-25% 的区间，而爱康国宾销售费用率稳定维持在 16% 左右，瑞慈医疗维持在 5-8% 的区间。

图 43：三家非公立专业体检机构期间费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：三家非公立专业体检机构销售费用率

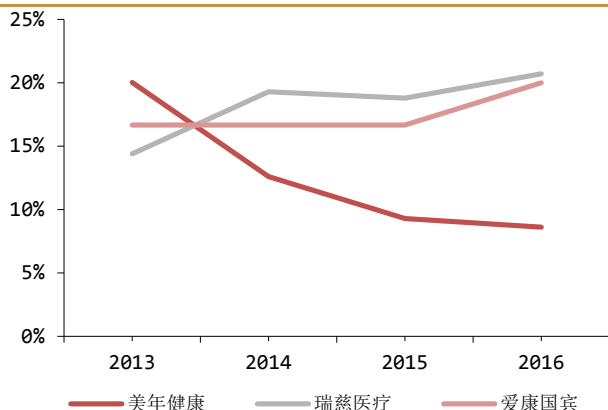


数据来源：公司公告，西南证券整理

美年健康管理费用率下降趋势较为明显。说明公司规模效应在管理成本方面体现明显，慈铭体检并表后，公司管理方面的规模效应有望进一步提高。

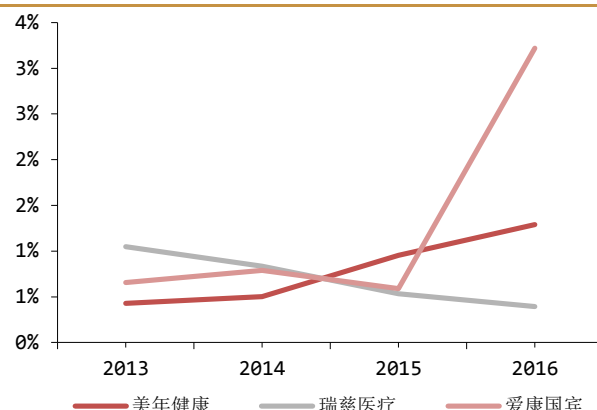
美年健康和瑞慈医疗财务费用率均保持在 1-2% 的区间。而爱康国宾 2016 年财务费用率增幅迅速，2016 年财务费用 9676 万元人民币，是导致 2016 年亏损 7762 万元人民币的主要原因。

图 45：三家非公立专业体检机构管理费用率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

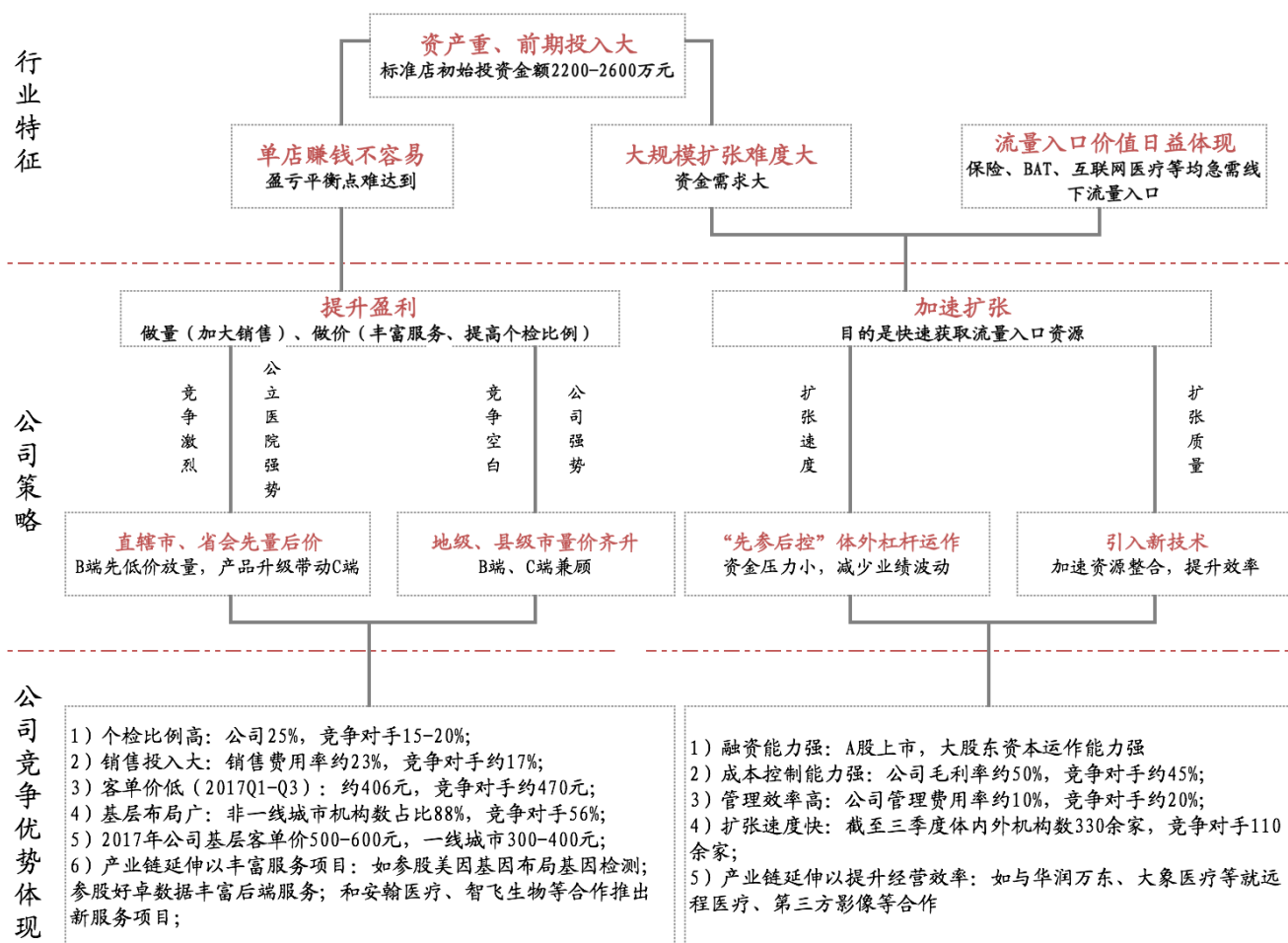
图 46：三家非公立专业体检机构财务费用率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

综上所述，我们基于行业特征，对公司策略及竞争优势做了总结归纳：

图 47：体检行业特征及公司竞争优势汇总



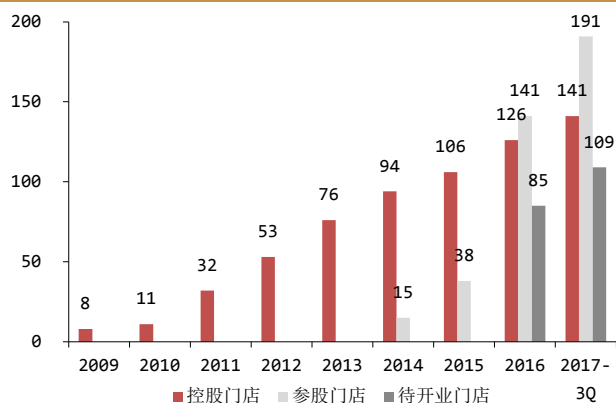
数据来源：西南证券

4 量价齐升驱动公司业绩 50%高增长

4.1 加速全国体检中心布局，实现“量”的增长

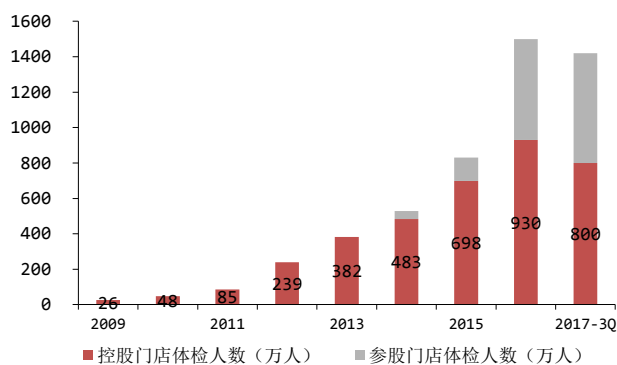
截至 2017 年三季度，公司已布局 330 余家体检中心，其中控股 141 家，参股 191 家（含慈铭），待开业 109 家。2016 年公司总服务人次（含参股）约 1500 万人次，较 2013 年的 328 万人次年复合增速约 65%。公司规划在 2020 完成全国千店布局，2021 年服务 1 亿人次。

图 48：公司体检中心数概况（含参股），截至 2017 年三季度



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年以后参股体检中心含慈铭

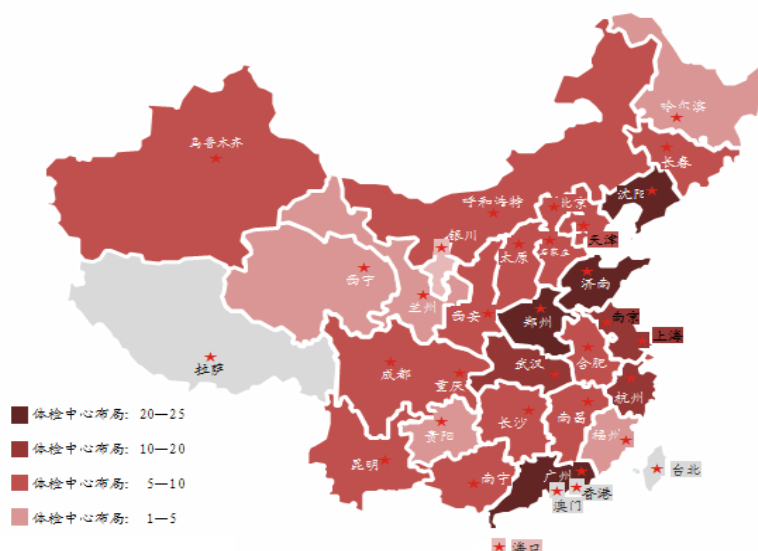
图 49：公司总服务人次概况（含参股），截至 2017 年三季度



数据来源：公司公告，西南证券整理，2016 年以后总服务人次含慈铭

自 2015 年上市以来，公司快速以“先参后控”方式新设、并购体检中心，扩大市场份额。在“重点城市与全国布局”的发展战略指导下，实行“加强一线城市占有率，巩固完善二、三线城市布局，适时发展四线城市网点”的区域发展策略，加速体检中心扩张，基本实现全国布局。

图 50：公司全国体检中心布局（家）



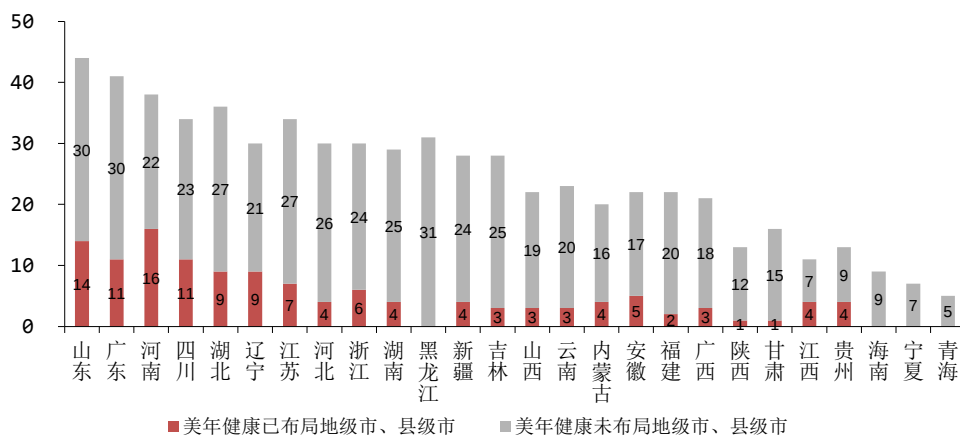
数据来源：公司官方公众微信号，西南证券整理

- **针对一、二线城市实施巩固战略：**根据各个城市实际需求，在原有体检中心布局的基础上，每个城市再增加 3 到 8 家体检中心，增强公司在当地的竞争力。
- **针对三、四线城市实施加速开拓战略：**三、四线城市需求旺盛，处于体检普及市场开拓和消费升级阶段，现有竞争者鲜有布局，将是公司布局的重点，也是今后几年的利润增长点。目前，公司已在 128 个地级市和县级市布局，还有 149 个地级市 360 个县级市未布局。

在业务拓展模式上，公司采取“以省为单位、省级重点城市为中心”的策略。三、四线城市的布点任务均由省级中心城市指派员工实施。而公司总部则担任了部分一线员工储备培养角色，源源不断为公司下属省级中心城市输送人才，保证下沉战略稳步实施。

我们认为，在基层存在巨大空间和公司下沉战略强执行力的共同作用下，公司有望在 2020 完成千店计划。

图 51：公司各省份体检中心布局情况（截至 2018 年 1 月，仅统计已开业体检中心）



数据来源：公司官方公众微信号，西南证券整理

我们对单店增长进行了进一步分析。在目前体检机制下，单店服务人次增长曲线呈现先快后缓趋势。先快是由于当前阶段体检业务以团检为主，而团检为批量倒流，上量速度快，因此新开体检中心早期业务量爆发力强；后缓是由于单店设备配置有限，存在产能瓶颈。

一般来说，B 超是影响单店产能的核心因素。2500-3000m²的标准店 B 超配置数量约 8-10 台，假设单店配置 10 台 B 超，在人均 B 超检查频效为 8 分钟的情况下，单店每日最大服务人次约为 412 人。按照年工作日 300 天计算，2500-3000m²的标准店每年接待量的上限约 12.38 万人次。

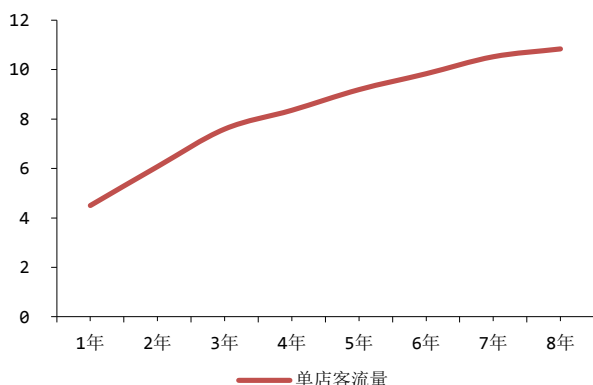
表 16：体检中心（标准店）单店产能测算

测算维度	单店 B 超台数	频效	服务时间	单店最大日服务人次	单店最大年服务人次
B 超	10 台（假设）	8 分钟/人	上午 7:30—13:00, 5.5 小时	(60/8) * 5.5 * 10 = 412 人	412 * 300 = 12.38 万人

数据来源：西南证券

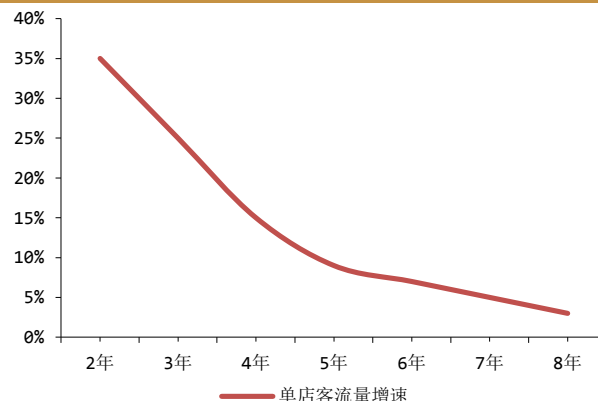
而由于体检行业存在淡旺季，淡季的日接待量不饱和，因此目前大多数体检中心成熟后的实际接待量约 8-9 万人次。

图 52：体检中心（标准店）单店服务人次增长曲线（万人次）



数据来源：西南证券

图 53：体检中心（标准店）单店服务人次增速曲线



数据来源：西南证券

公司近年来推出一系列措施以突破单店产能瓶颈，提高体检中心的运作效率：

- **推出下午体检项目，提高设备使用率：**常规体检均为空腹检查，只能安排在上午进行，体检机构下午多为空闲。为此，公司已逐步采取措施盘活闲置资源，设置齿科、眼科、女性健康等专科检查项目，以及专科慢病管理和理疗护理项目。我们认为，随着下午检查项目的不断增加和推进，单店服务人次有望进一步增加。
- **加大个检力度，增加淡季客流量：**每年四季度为单位福利性体检高峰，通过个检比例的不断提升实现错峰经营是提高淡季客流量的另一重要方式。

就 2017 年前三季度盈利情况看，2017 年前三季度营业收入 29.9 亿元，同比增长 59%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 127%，个检导流和设备使用率提升效果显著。

我们对未来几年上市公司体系内容流量进行了测算：

假设一：参考公司的经营活动现金流，我们估计 2017-2019 年可供投资的现金约 7 亿元、10 亿元、15 亿元，假设参股体检中心转控股体检中心的成本约 1500 万元/家，则可收购的体检中心数上限分别为 45 家、65 家、90 家，考虑到实际投资不会全部用于收购体检中心，我们估计 2017-2019 年参股转控股数量分别为 33 家、43 家、59 家；

假设二：美年健康新设体检中心首年平均服务人次为 4.5 万/年，店龄为 1 年的平均服务人次增速为 35%、店龄为 2 年的平均服务人次增速为 25%、店龄为 3 年的平均服务人次增速为 10%、店龄为 4-5 年的平均服务人次增速为 5-10%、店龄为 5 年及以上的平均服务人次增速保持 5%左右；

假设三：慈铭体检平均单店服务人次基数小，2017 年并表后嫁接美年健康销售体系，平均单店服务人次增速略高于美年健康。店龄为 1 年的平均单店服务人次增速为 40%、店龄为 2 年的平均单店服务人次增速为 30%、店龄为 3 年的平均单店服务人次增速为 15%、店龄为 4-5 年的平均单店服务人次增速为 10-12%、店龄为 5 年及以上平均单店服务人次增速保持平稳。

表 17：公司体检中心人次测算（控股/万人）

时间	项目	设立年份	2013 及以前	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	合计
	美年健康新增体检中心（家）		76	18	12	20	30	40	50	
	慈铭新增体检中心（家）		37	6	9	2	3	3	9	
2016	美年健康平均单店服务人次		8.9	7.6	6.1	4.5				
	慈铭体检平均单店服务人次		5.0	4.6	3.6	2.7				
	合计		635	137	73	90				934
2017E	美年健康平均单店服务人次		8.9	8.4	7.6	6.1	4.5			
	美年健康平均单店服务人次 YOY		7%	10%	25%	35%				
	慈铭体检平均单店服务人次		5.6	5.2	4.7	3.8	3.5			
	慈铭体检平均单店服务人次 YOY		12%	15%	30%	40%				
	合计		887	182	134	129	146			1477
2018E	美年健康平均单店服务人次		9.6	8.9	8.4	7.6	6.1	4.5		
	美年健康平均单店服务人次 YOY		7%	7%	10%	25%	35%			
	慈铭体检平均单店服务人次		6.3	6.0	6.2	5.3	4.7	4.0		
	慈铭体检平均单店服务人次 YOY		12%	15%	30%	40%	35%			
	合计		959	197	156	163	196	192		1863
2019E	美年健康平均单店服务人次		10.2	9.6	8.9	8.4	7.6	6.1	4.5	
	美年健康平均单店服务人次 YOY		7%	7%	7%	10%	25%	35%		
	慈铭体检平均单店服务人次		7.0	6.7	7.1	6.9	6.6	5.4	4.5	
	慈铭体检平均单店服务人次 YOY		12%	12%	15%	30%	40%	35%		
	合计		1038	213	171	181	248	259	266	2375

数据来源：公司公告，西南证券

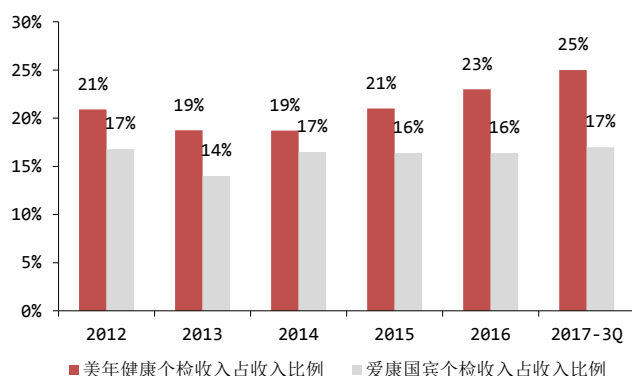
综上列示，预计公司控股体检中心 2017、2018、2019 年总客流量分别为 1477 万人次、1863 万人次、2375 万人次，同比上年增速分别为 58%（增速较快的原因为慈铭并表）、26%、28%。

4.2 丰富项目+完善高端梯队，实现“价”的提高

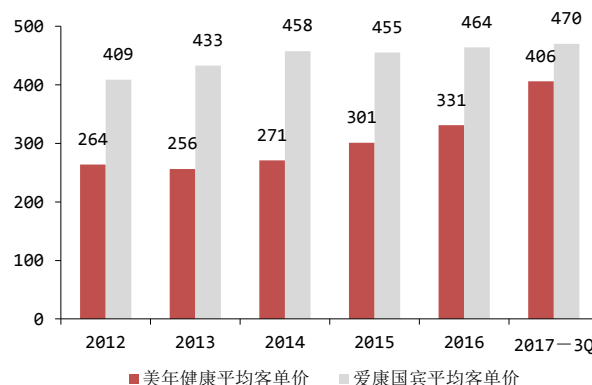
4.2.1 提升服务内涵，加大个检比例

由于公司前期战略以跑马圈地为主，定价相对竞争对手偏低，客单价具备较大提升空间。目前公司龙头地位稳固，尤其二、三线城市鲜有竞争对手，具备提价可行性。

由于团检市场竞争激烈，提升平均客单价的手段主要为通过提供高附加值的服务产品加大个检比例。在加大个检销售力度和个检产品价格提升的双重作用下，2013-2017Q3 个检收入占总收入的比例逐年递增。

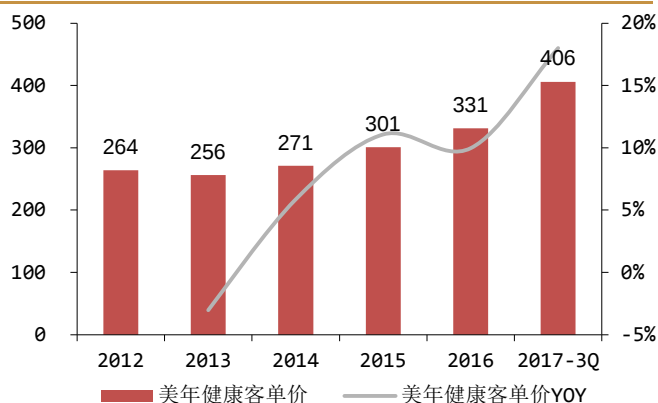
图 54：第一梯队非公立专业体检机构个检收入占总收入比例


数据来源：各公司公告，西南证券整理

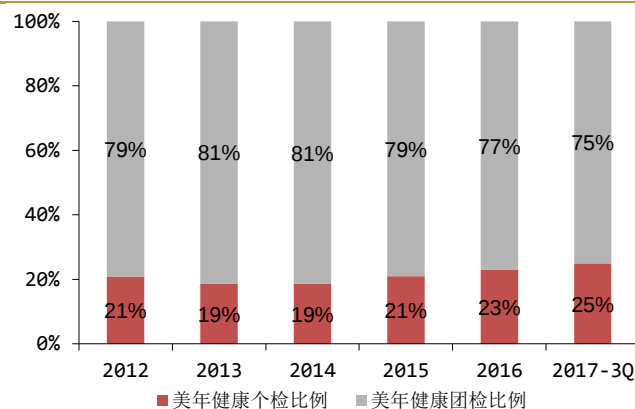
图 55：第一梯队非公立专业体检机构平均客单价


数据来源：各公司公告，西南证券整理

新服务项目的推出为提高单客附加值的主要手段。以公司在 2016 年推出的重磅明星产品“3650”套餐为例：“3650”高端体检套餐包括安翰机器人胶囊胃镜（协和医院同款）、超低剂量胸部 CT、1.5T 超导头部核磁、10 万元大病保险、全国三甲医院挂号（2 次）以及“3650”元常规全面体检项目。其中安翰胃镜胶囊为公司与合作伙伴安翰医疗共同推出，拥有磁场精确控制及光电成像等一系列世界独创的专利，可以使患者无痛检测胃部。2017 年前三季度，在安翰胃镜套餐等高附加值项目的推动下，公司客单价同比提升 18%。

图 56：公司 2017 前三季度年客单价增速为 18%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：公司团检和个检比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

继“3650”套餐之后，公司又推出了“3650+999”套餐，增加了胶囊小肠镜检查。此外，公司还将继续推出具备潜力的高附加值产品，开发了基因检测、癌症肿瘤标志物筛查、老年痴呆的早期筛查、女性乳腺疾病早期筛查等领域的产品。在丰富服务内涵方面，公司还将涉足疫苗接种、慢病管理、远程医疗等业务。

从全市场角度来看，体检产品正在逐渐高端化。随着消费升级和新技术的不断推出，专业度、品牌、服务将逐步打开产品价格的提升空间。

表 18：行业高端体检产品（部分）

项目	检测内容	价格
基因检测体检产品（美年健康）	全序列个人全基因组套餐(30 亿个位点)	128,000 元
	男性、女性全套疾病风险筛查套餐（76 项）	12,600 元
全身 MRI 体检产品（爱康国宾）	3.0T MRI 核磁共振肿瘤筛查（核磁共振早期筛查）	27,000 元
PET-CT 体检项目（上海华山医院）	针对脏器或组织病变筛查（癌症筛查）	17,800 元

数据来源：康康体检网，西南证券整理

综上所述，公司生态圈延伸战略将丰富服务内涵，未来将继续加强与天亿投资的产业联动，不断推出新服务项目，预计未来三年客单价的复合增速在 10% 以上。

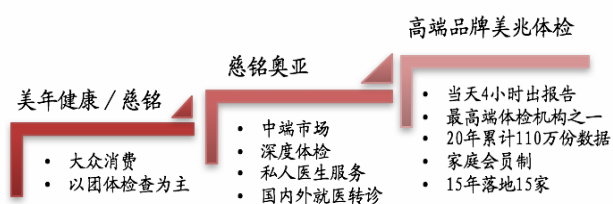
4.2.2 打造美兆、奥亚品牌，完善高端服务梯队

除了推出新项目外，公司还通过塑造高端品牌的形式来吸引个检客户，从而提高客单价。尤其是当前行业已经进入消费升级阶段，我们认为布局高端体检正当时。

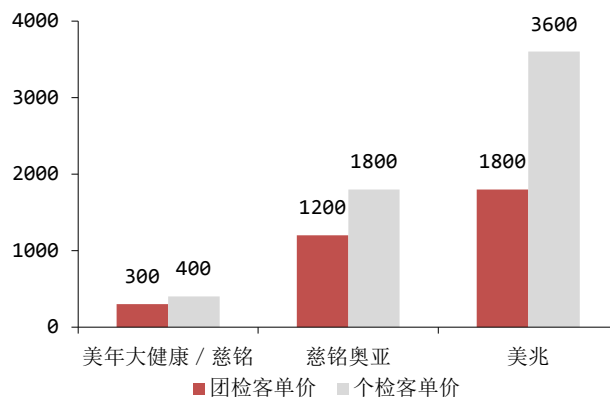
公司在高端体检领域将重点打造两个品牌：

美兆体检：为亚洲顶级的国际连锁体检机构，创始于 1988 年，是全球三大健康管理机构之一，也是全球最早获得 ISO 9001 国际品牌认证的体检机构。AMHTS 自动化健检系统可实现受检者当天 4 小时完成百项体检项目。

奥亚：慈铭奥亚属慈铭旗下高端品牌，具备体检机构和健康管理医院双重属性，是国内首批推出会员制私人医生服务的机构之一。目前已经签约数十位三甲医院专家教授，可对接海外专家医疗团队坐诊。

图 58：公司中高端品牌梯队完整


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 59：公司中高端品牌团检和个检价格


数据来源：公司官网，西南证券整理

从价格角度，美兆和慈铭奥亚的价格远高于美年大健康和慈铭品牌，其体检流程、服务质量和体检环境可与高端体检媲美。

表 19：美兆、慈铭奥亚体检产品（部分）

体检品牌	套餐	筛查项目	筛查目的	价格
美兆	夕阳红套餐	内分泌、肿瘤、心脑血管、风湿病、常见肿瘤、胃病及腰椎等等提供检查	根据老年人的机体特性，全面合理的项目设置及多部位的彩超检查	8328—8954 元
	高端套餐	多部位彩超检查、肿瘤标志物、颈椎、腰椎、动脉硬化、胃病及过敏原检测等	筛查常见的心血管、肿瘤、高血脂、高血压、糖尿病、颈腰椎病、甲状腺疾病及骨质疏松等各种疾病及患病风险	8275—9953 元
	职场套餐	针对眼科疾病、心脑血管疾病、肝病、肾病、高血脂、甲状腺疾病、骨质疏松症、常见肿瘤等高发疾病进行筛查	提供早期预警，了解目前身体状况，及早发现危害健康的潜在危险因素	3000—5000 元
慈铭奥亚	深度体检 A—C 套餐	A: 包含 71 大类，271 项检测指标 B: 包含 78 大类 283 项检测指标 C: 包含 80 大类，340 项检测指标	对发现早期癌症、猝死危险因素、慢性病具有重大意义，增加了功能医学检查，更准确评估免疫系统功能和潜伏的危险信息，及时发现患病的危险因素，评估身体健康状况预测健康趋势	A:26000 元 B:56000 元 C:97000 元
	深度体检-个性化套餐	智财族：针对癌症、胃肠道、动脉硬化 熬夜族：针对心血管、呼吸道、消化道 高压族：针对糖尿病、心脑血管疾病、肠道疾病 应酬族：针对肥胖病、高血压、心脑血管	针对不同人群需求：不同男性肿瘤 10 项或女性肿瘤 10 项(电发光)、肿瘤特异生长因子测定(TSGF)、EB 病毒抗体、尿液脱落细胞学检查、宫颈 TCT 检查、核磁共振检查(头部+头部血管成像)、无痛胃肠镜+传染病检查等 31 项体检项目。	智财族：11980 元 熬夜族：2998 元 高压族：9980 元 应酬族：4980 元

数据来源：美兆体检、慈铭奥亚公司官网，西南证券整理

5 深挖流量入口价值，打造大健康产业闭环

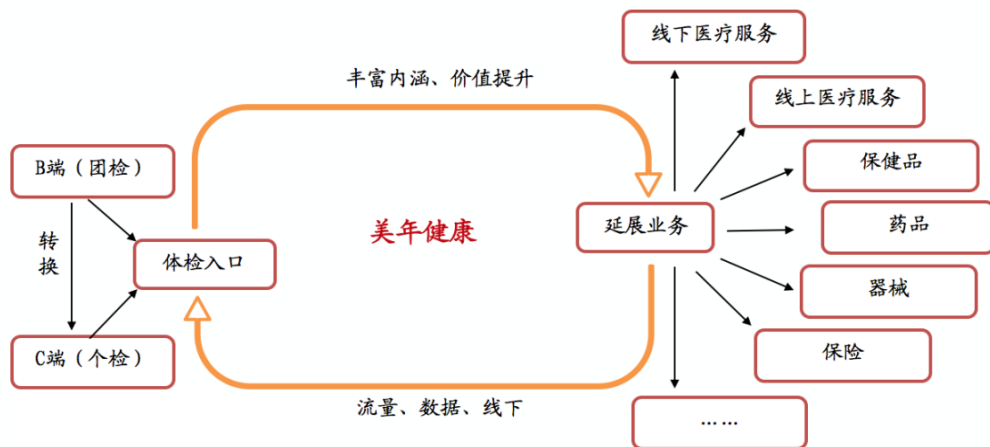
5.1 体检具备平台属性，看好渠道与大数据价值

我们认为：体检行业的价值不仅局限于体检业务本身，其流量价值在未来的医疗产业发展与资源整合中具备独特魅力：

- **对前端制造业来说，体检机构具备渠道价值。**在医保控费的背景下，体检机构为上游 IVD、医疗设备等放量的重要通道，例如美年健康为 2016 年华大基因第二大客户，与西门子、东芝、迈瑞等设备龙头的合作也彰显其终端地位。此外，体检机构具备综合门诊部资质，在药品、服务等方面亦存在渠道价值，如美年健康与智飞生物就 HPV 疫苗的国内接种达成合作。我们预计未来公司将有更多业务领域的合作项目落地。
- **对后端服务来说，体检机构具备数据入口价值。**随着互联网、信息化、精准医疗的发展，大数据在医疗产业的价值正在逐渐被发现，对互联网医疗、药物研发、商业健康险等产业的发展均具备重大意义。我们认为体检机构的数据更具价值：（1）相对医院数据：体检机构接待客户数量多，不仅服务患者，且服务健康人群；（2）相对零售药店：体检中心具备数据可及性、数据具有连续性，且与客户粘性更强。

在此背景下，公司不仅通过加快体检中心布局获取流量，还与合作方共同搭建产业平台、整合上下游，布局与体检具有协同性的专科诊断、慢病管理、精准医疗、基因检测、远程会诊等大健康生态圈，增加入口的附加值。

图 60：公司大健康产业平台运作模式



数据来源：西南证券整理

我们认为：体检业务坐拥数据、流量资源，具备较强平台属性，横向整合空间大，在互联网医疗急需线下入口的背景下，公司正在加速完成线下流量布局，且正在着力打造大健康闭环，在当前医疗领域鲜有平台型竞争对手的背景下具备先发优势，有望成为医疗服务领域的 BAT。

5.2 公司加大业务布局，致力打造大健康闭环

目前，公司直接布局的业务领域有基因检测（参股美国基因）、大数据（参股好卓数据）、疫苗接种（与智飞生物合作），与合作伙伴共同布局的业务领域有体检后端服务（优健康、记健康）、远程医疗（大象医疗）、专科医疗（美维口腔、“民生”耳鼻喉医院）、中医服务（掌中医）等。此外，公司还将加快专业健康保险公司的设立和第三方支付牌照申请,实现从预防端、医疗端到支付端的闭环。

表 20：公司产业链延伸布局（部分）

合作类型	合作业务	合作业务简介
参股	美国基因 (公司持股 20%)	诊断性基因检测：，服务超过 20 万用户，在数据解读和检测服务方面积累了丰富经验
	好卓数据 (公司持股 19.9%)	优健康 APP，用户量已超过 3000 万人，美年健康电子报告 C 端，目前优健康的赢利点是定制体检方案，而体检报告解读、专家咨询均属于免费服务
合作	大象医生	O2O 远程医疗平台，为美年体检中心提供远程阅片服务，为美年导流的客户提供后续医疗服务或产品
	万里云	成立医学影像中心，接入美年健康现有的及未来的连锁网点,提升其扩展能力与诊断效率，有望实现上下游一体化布局
	民生五官科医院	“民生”为品牌的耳鼻喉连锁医院 5 家，医院大都成为当地耳鼻喉疾病的医保和农合定点医院
	美维口腔	高品质口腔服务，全球最权威的认证标准——DNV GL 与美维口腔投资联合宣布，将共同完成一套国际级医疗管理体系认证

合作类型	合作业务	合作业务简介
	智飞生物	宫颈癌疫苗注射合作，双方会启动推动宫颈癌疫苗在专业体检中心的配置和运营，作为女性健康常规体检中的一项增值
	记健康 APP	主要以 B 端客户为主，已经为 332 家企业的员工提供了体检后服务，可以通过大数据分析，对生理年龄评估、根据用户需要提供个性化加项复查、导流导诊等内容
	掌中医	慢病管理进行中医理疗，提供中医挂号以及中医健康体检，拥有平台注册用户一万余人，中医专家 90 余名

数据来源：公司官网，西南证券整理

5.2.1 美因基因：公司投资布局诊断性基因检测

美因基因（公司持股 20%）成立于 2016 年，由公司实际控制人发起投资，通过天亿集团投资 1.67 亿。董事长肖哲具备肿瘤遗传、个人基因组产品开发和推广经验丰富。

美因基因直接对接美年健康 330 余家体检机构和 1500 万客户人群，依靠美年健康辐射全国的营销渠道增长，和健康数据入口优势，竭力打造中国人群全民健康基因库（CHGP）和基因数据入口。服务超过 20 万用户，在数据解读和检测服务方面积累了丰富经验。

图 61：美因基因运作模式



数据来源：天亿投资，西南证券整理

美因基因定位于大众消费基因测序，美因基因已上市产品包括“美国安”易感基因检测、大肠癌早期筛查、个人基因组检测、运动营养基因检测等多项产品。以乳腺癌风险检测为例，通过基因检测判定高风险的患者，建议每年做一次针对性的乳腺健康检查，并进行有针对性的预防，可以大大降低患病几率。同时获得个人基因数据和体检数据，对美年大健康生态圈有巨大价值。

表 21：美因基因检测套餐

项目	检测内容
全序列个人全基因组套餐 (30 亿个位点)	检测内容涵盖人体所有遗传信息，30 亿个碱基位点，针对人体 14 个系统的 4000 多种常见疾病及个人特征进行解读，并提供健康相关指导
个人全外显子组套餐 (5000 万个位点)	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，解读项目包括遗传疾病 1000 多项，可以了解主要的遗传疾病风险，提供健康相关指导

项目	检测内容
男性、女性全套疾病风险筛查套餐 (76 项)	女性肿瘤全筛套餐+心脑血管疾病套餐+神经和精神疾病套餐+代谢疾病套餐+消化系统疾病套餐+骨关节疾病套餐+呼吸系统疾病套餐+五官和皮肤疾病套餐
白领基因检测精品套餐 (男 46/女 49 项)	男性/女性肿瘤高发套餐+消化系统疾病套餐+运动相关基因检测套餐+减肥基因检测套餐+维生素吸收能力检测套餐+酒精代谢能力基因检测
心脑血管疾病套餐 (13 项)	高血压+高胆固醇血症+高甘油三酯血症+冠心病+心肌梗死+房颤+舒张性心力衰竭+二尖瓣脱垂综合征+风湿性心脏病+出血性脑卒中+缺血性脑卒中+脑动脉瘤+腹主动脉瘤
代谢疾病套餐 (13 项)	2 型糖尿病+1 型糖尿病+痛风+毒性弥漫性甲状腺肿+肥胖症+干燥综合征+肥胖体质评估+同型半胱氨酸血症+糖尿病肾病+肾结石+IgA 肾病+慢性肾病+多囊卵巢综合征（女）/前列腺增生（男）
减肥基因检测套餐（4 项）	节食减肥+减肥反弹+运动减肥（体重）+运动降体脂率
运动相关基因检测套餐 (10 项)	跟腱炎风险+有氧代谢能力+运动对血压的影响+耐力训练+运动对高密度脂蛋白胆固醇的影响+运动对胰岛素敏感性的影响+运动降低体脂的效果+力量训练+肌肉力量+运动减肥效果

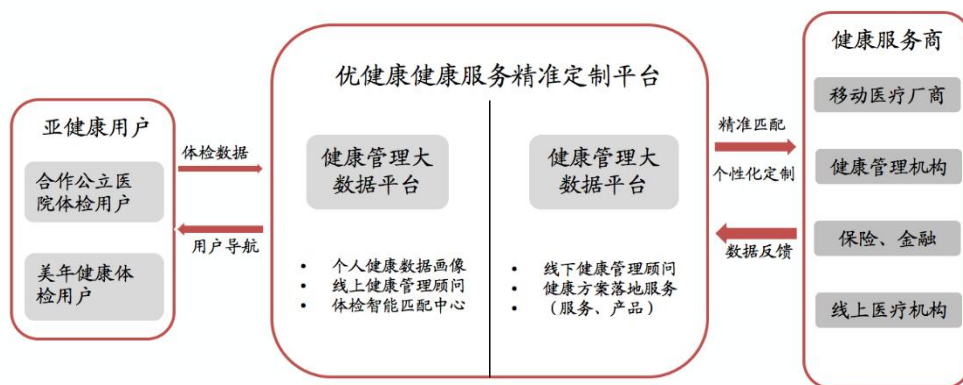
数据来源：美国基因，西南证券整理

5.2.2 好卓数据：推出健康风险管家—优健康 APP

2016 年 7 月，美年健康购买天亿集团持有的好卓数据 19.9%股权，天亿集团原持有好卓数据 49.39%股权，为好卓数据第一大股东。优健康 APP 是好卓数据公司的健康管理 C 端。优健康 APP 创立之初就获得天亿集团的资金支持，创始团队成员均具备丰富 C 端管理运营经验，“优健康”上线以来自 2015 年 11 月正式运营以来，用户量已经超过 3000 万人。

目前业务包括：体检报告在线领取并免费解读、健康风险预测、个性化定制体检方案、家庭健康档案。健康管理服务是目前优健康的赢利点，定制体检方案、体检报告解读、专家咨询均属于免费服务。

图 62：优健康运作模式



数据来源：天亿投资，西南证券整理

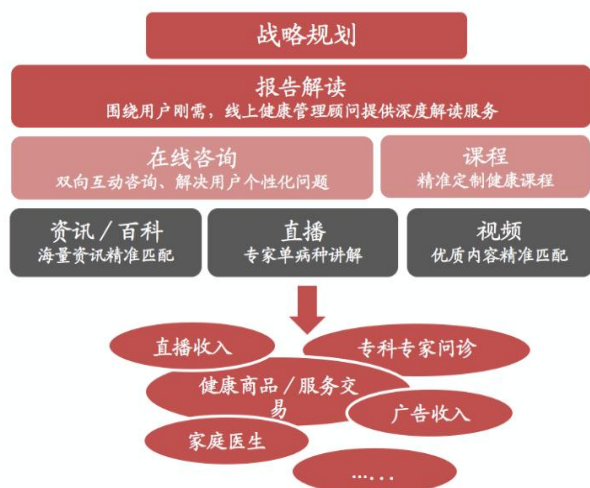
优健康基于 3000 万精准体检用户，利用大数据提高客户粘性。通过体检报告了解用户健康体征，深度挖掘用户健康数据，构建中国最大的健康服务精准定制平台，为终端客户提供个性化定制医疗服务或产品。

直接对接美年大健康客户，具备海量精准需求采集能力。体检前，优健康可根据用户在线回答的 20 个问题了解其健康状况、生活习惯，定制个性化体检方案，避免过度体检；体检后，用户可通过优健康 APP 在线领取体检报告，并提供专家免费解读等服务，实时解答健康疑问。针对已病客户，优健康可推荐适合的医院与医生。

深度数据挖掘能力，提供个性化产品服务定制。针对亚健康客户，优健康重点挖掘了这部分人群的体检数据。聘请博士专家团队，并与高校、科研机构合作，对海量数据进行分析，建立了一套疾病风险预测的数据模型，根据用户的基本信息、体检数据、生活习惯、疾病史等，预测可能存在的健康风险，并提供预防建议。

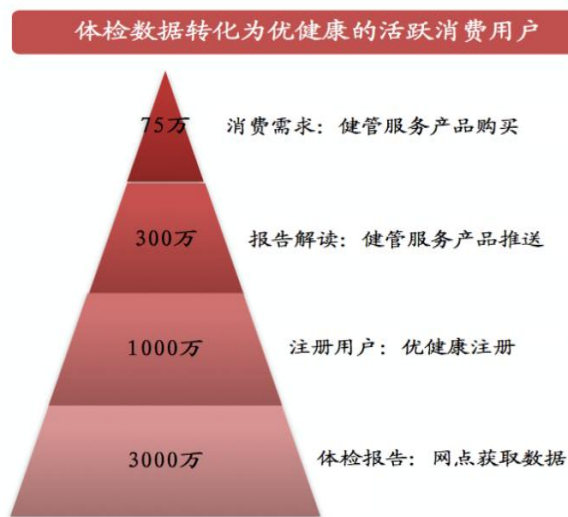
正如阿里巴巴掌握了用户的消费数据打通了消费链，如果掌握了用户的健康数据，前景自然不可限量。事实上，优健康 APP 未来希望做健康管理行业的阿里巴巴，打造中国最大的个人健康数据中心，打通“体检—诊断—治疗”的健康产业链。

图 63：优健康战略规划



数据来源：天亿投资，西南证券整理

图 64：公司体检数据转化为优健康活跃消费用户



数据来源：天亿投资，西南证券整理

5.2.3 大象医生：线下 330 余家体检机构配置远程医疗诊室

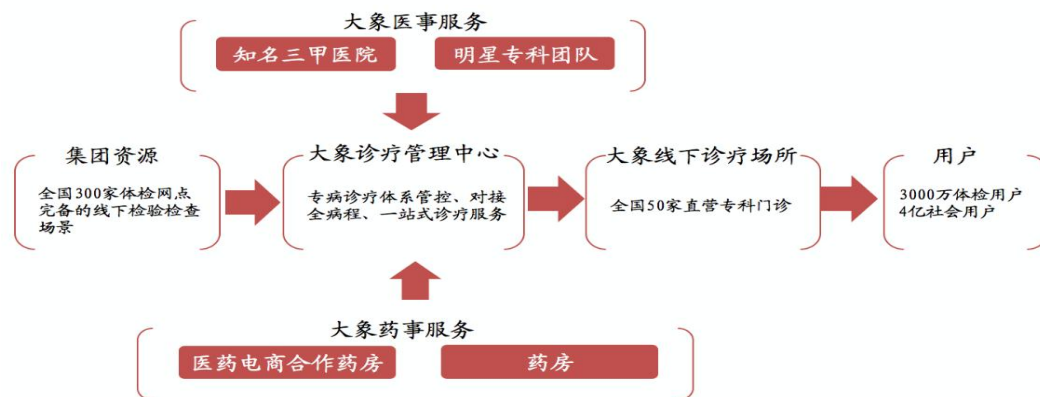
大象医生是国内领先的医学影像远程诊断中心，依托三甲医院优质专家资源，通过互联网传输，实现远程问诊和阅片服务。目前大象医生远程医疗诊室已配置在美年健康全国 320 余家体检中心。远程医疗是公司为保证三四线城市体检服务质量和效率的重要部署，同时也能更好的为一线城市以外的患者服务。

目前，公司远程医疗阅片（核磁共振和 CT）数量已经达到 40 万张，今后大量的阅片工作会通过人工智能辅助专家读片实现。

对于 CT 和核磁的阅片，大象医疗按阅片数量向体检中心收取服务费。根据当地体检中心的当月实际使用量采用阶梯式定价。除了基本的 CT、核磁和胶囊胃镜阅片之外，大象医疗还提供北京、上海、广州知名专家的远程视频会诊服务，帮助体检中心丰富重大阳性检出顾客的后续服务以及促进高端体检套餐的销售。

公司实际控制人俞熔先生控制的天亿资管直接持有大象医疗 65%股权，俞熔直接持有大象医疗 7%股权，且俞熔担任大象医疗的执行董事。

图 65：大象医疗运作模式



数据来源：天亿投资，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 未来 3 年盈利预测

核心假设：

1) 量的增长情况参照前文表 17：2017、2018、2019 年上市公司体系内人次增速分别为 58%、26%、28%；

2) 价的增长情况：①2017、2018、2019 年美年健康体系内容单价增速分别为 16%、13%、13%；2017 年增速快于 2018-2019 年的原因是由于 3650 套餐、胶囊胃镜、基因检测等高端产品业务的推动作用十分显著；②由于慈铭体检客单价高于美年健康，我们保守估计慈铭客单价增速低于美年健康，2017、2018、2019 年慈铭体检体系内容单价增速分别为 6%、6%、6%；

3) 在价格提升和规模效应的共同作用下，2017、2018、2019 年美年健康毛利率稳步提升；

4) 协同效应和规模效应将抵消新增体检中心对公司费用的冲击，未来三年期间费用率保持稳定。

表 22：公司收入、成本、毛利、毛利率情况假设

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	2101	3082	6019	8425	11964
营业收入 YOY		46.7%	95.3%	40.0%	42.0%
营业成本	1094	1593	3175	4354	6059

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	48.0%	48.3%	47.3%	48.3%	49.4%
美年健康					
收入	2101	3059	4519	6517	9408
收入 YOY		45.6%	47.7%	44.2%	44.4%
服务人数	698	930	1177	1502	1919
客单价	301	331	384	434	490
客单价 YOY		10.0%	16.0%	13.0%	13.0%
成本	1094	1593	2350	3324	4704
毛利率	48.0%	47.9%	48.0%	49.0%	50.0%
慈铭体检					
收入	1016	1221	1500	1908	2556
收入 YOY		20.2%	22.8%	27.2%	34.0%
服务人数	212	251	300	360	455
客单价	457	472	500	530	562
客单价 YOY		3.1%	6.0%	6.0%	6.0%
成本	758	688	825	1030	1355
毛利率	25.4%	43.7%	45.0%	46.0%	47.0%

数据来源：公司公告，西南证券

6.2 相对估值

基于上述假设，我们预测公司 2017-2019 年摊薄后 EPS 分别为 0.24 元、0.37 元、0.56 元，复合增速为 51.4%，2018 年 2 月 2 日收盘价对应 2017-2019 年动态 PE 分别为 94 倍、62 倍和 41 倍。

我们选取了 A 股市场中医疗服务领域龙头爱尔眼科、通策医疗作为可比公司，可比公司 2017-2019 年平均 PE 为 66 倍、50 倍、40 倍。

基于以下几个方面，我们认为给予公司 2018 年 77 倍 PE、PEG 值为 1.5 较为合理，对应股价 28.53 元，维持“买入”评级。

- 由于可比公司成长性不同，增速差异较大，我们采取 PEG（基于 17-19 年归母净利润复合增速）作为估值修正指标，2017-2019 年可比公司平均 PEG 为 2.28、1.75、1.37。由于公司成长性强、增速较快，给予公司 2018 年 PEG 值为 1.5，对应 PE 77 倍。

表 23：可比公司估值表

代码	简称	最新收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率				17-19	PEG		
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	CAGR	17E	18E	19E
行业均值			0.53	0.72	0.93	1.17	93	66	50	40		2.28	1.75	1.37
300015.SZ	爱尔眼科	34.51	0.35	0.47	0.62	0.8	99	73	56	43	30.5%	2.41	1.82	1.41
600763.SH	通策医疗	36.96	0.42	0.64	0.82	1.03	88	58	45	36	26.9%	2.15	1.68	1.33

数据来源：Wind，西南证券

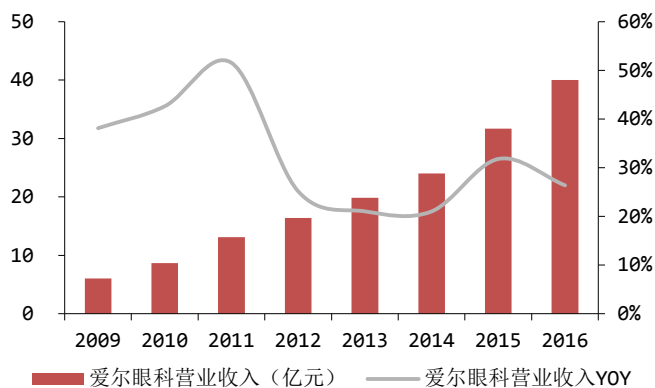
- 公司具备互联网属性。坐拥数据、流量资源，横向整合空间大，在互联网医疗急需线下入口的背景下，正在加速完成线下流量布局，且正在着力打造大健康闭环，在当前医疗领域鲜有平台型竞争对手的背景下具备先发优势，有望成为医疗服务领域的 BAT，我们认为公司估值可参考互联网公司估值，给予估值溢价，2018 年 77 倍 PE 较为合理。

表 24：互联网公司估值表

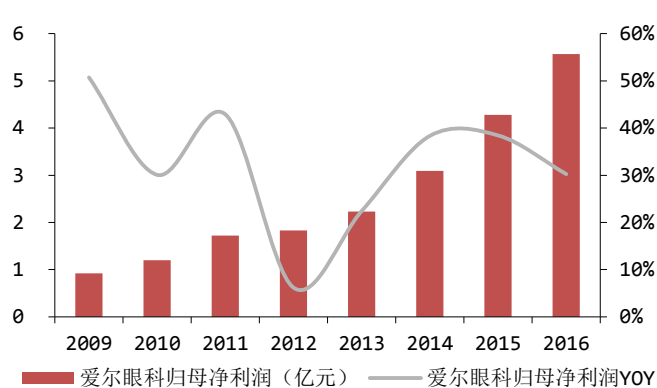
代码	证券简称	最新收盘价 (美元)	EPS			PE		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E
BABA.N	阿里巴巴	204.29	187.31	2.78	3.76	5.17	67	50
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	1450.89	1429.95	5.51	4.32	8.89	260	331
JD.O	京东	49.23	46.03	-0.22	-0.02	0.14	——	——
IRTC.O	IRHYTHM TECHNOLOGIES	59.63	58.34	-3.95	-1.13	-0.78	——	——

数据来源：wind，西南证券整理

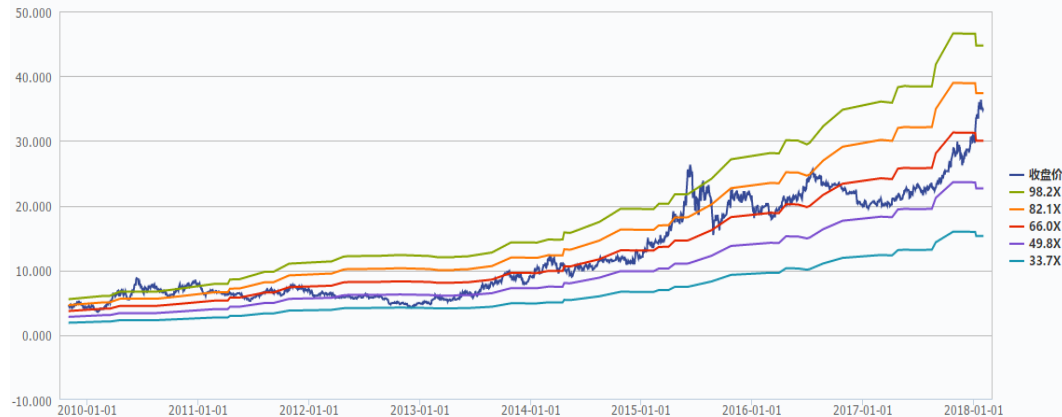
- 当前美年健康收入、利润增速与眼科龙头爱尔眼科 2009-2011 相当，爱尔眼科 2009-2011 年的 PE (TTM) 约 100 倍，市场给予较高估值溢价，因此，我们认为给予美年健康 2018 年 77 倍 PE 较为合理。

图 66：爱尔眼科收入及增速


数据来源：爱尔眼科，西南证券整理

图 67：爱尔眼科归母净利润及增速


数据来源：爱尔眼科，西南证券整理

图 68：爱尔眼科 PE-BAND


数据来源：wind，西南证券整理

6.3 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 3%；
- 2) 无风险利率为 10 年期国债收益率；
- 3) β 值采用公司 β （最近 2 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 市场收益率的选取：采用沪深 300 最近 5 年的平均收益率作为市场收益率；
- 5) 目标资本结构采用申万二级行业分类—医疗服务业的行业平均资本结构；
- 6) 税率：假设实际税率稳定为 25.00%。

表 25：公司绝对估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.50%
市场组合报酬率 R_m	11.02%
有效税率 T_x	25.00%
过渡期增长率	30.00%
β 系数	0.69
债务资本成本 K_d	5.00%
债务资本比重 W_d	10.00%
股权资本成本 K_e	8.69%
WACC	8.19

数据来源：Wind，西南证券

从绝对估值 FCFF 模型的运算结果来看，公司股价为 15.68 元/股。

表 26：公司 FCFF 敏感性测试

WACC \ 永续增长率	6.69%	7.19%	7.69%	8.19%	8.69%	9.19%	9.69%
1.5%	17.14	15.44	14.02	12.82	11.79	10.90	10.12
2.0%	18.64	16.64	14.99	13.62	12.46	11.46	10.60
2.5%	20.51	18.09	16.15	14.56	13.23	12.11	11.15
3.0%	22.87	19.89	17.56	15.68	14.15	12.86	11.77
3.5%	25.98	22.18	19.30	17.05	15.23	13.75	12.50
4.0%	30.23	25.19	21.52	18.74	16.55	14.80	13.36
4.5%	36.43	29.31	24.43	20.88	18.19	16.08	14.38

数据来源：西南证券

由于绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果，公司合理股价将为 28.53 元/股。

7 风险提示

体检中心扩张及整合不及预期风险：新体检中心前期投入大，公司扩张步伐较快，可能对上市公司现金流产生压力。可能会发生因资金链紧张，导致新增体检中心开拓不及预期风险。

上下游产业链延伸效果不达预期风险：尽管我们认为在自身优势和外部合作关系的共同作用下，公司上下游产业链整合和大健康产业闭环的建立将带来业绩的高速增长。但是由于跨业务领域扩张与整合的不确定性，或存在产业链延伸效果不达预期的风险。

系统风险：截至 2018 年 2 月 4 日，公司未解压股权质押总量为 7.4 亿股，占公司总流通股的 70%，占总股本 28%，质押方主要为实际控制人及一致行动人。尽管我们认为公司基本面向好，实际控制人孵化体外资产旨在反哺上市公司主业，但若因为系统风险等原因导致股价大幅调整，可能引发控制权稀释风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3081.86	6019.12	8424.69	11964.48	净利润	378.52	704.30	1065.69	1614.57
营业成本	1593.10	3174.94	4353.83	6058.92	折旧与摊销	218.03	178.57	256.66	341.05
营业税金及附加	0.82	1.59	2.23	3.16	财务费用	40.33	91.15	110.99	125.71
销售费用	718.02	1402.36	1962.81	2787.53	资产减值损失	6.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	263.73	511.63	716.10	1016.98	经营营运资本变动	53.00	-68.64	-90.27	-141.48
财务费用	40.33	91.15	110.99	125.71	其他	11.18	-90.00	-125.00	-155.00
资产减值损失	6.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	707.08	815.38	1218.07	1784.85
投资收益	37.12	90.00	125.00	155.00	资本支出	-567.22	-1400.00	-1100.00	-1100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-594.10	353.40	125.00	155.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1161.32	-1046.60	-975.00	-945.00
营业利润	496.96	927.45	1403.73	2127.17	短期借款	351.50	170.00	100.00	200.00
其他非经营损益	2.02	0.98	1.10	1.21	长期借款	158.76	250.00	0.00	0.00
利润总额	498.97	928.43	1404.83	2128.38	股权融资	-82.87	2857.42	0.00	0.00
所得税	120.46	224.13	339.14	513.82	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	378.52	704.30	1065.69	1614.57	其他	23.44	147.92	-110.99	-125.71
少数股东损益	39.61	73.69	111.51	168.94	筹资活动现金流净额	450.82	3425.34	-10.99	74.29
归属母公司股东净利润	338.91	630.60	954.18	1445.63	现金流量净额	-3.42	3194.12	232.08	914.13
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1101.44	4295.55	4527.64	5441.77	成长能力				
应收和预付款项	1095.73	2142.85	2995.27	4248.30	销售收入增长率	46.65%	95.31%	39.97%	42.02%
存货	45.18	90.03	123.46	171.82	营业利润增长率	38.94%	86.63%	51.35%	51.54%
其他流动资产	128.26	120.32	168.41	239.17	净利润增长率	32.27%	86.07%	51.31%	51.50%
长期股权投资	1061.18	1061.18	1061.18	1061.18	EBITDA 增长率	43.18%	58.50%	47.96%	46.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	987.50	1951.69	2837.79	3639.51	毛利率	48.31%	47.25%	48.32%	49.36%
无形资产和开发支出	735.44	1028.75	1022.07	1015.38	三费率	33.16%	33.31%	33.12%	32.85%
其他非流动资产	834.90	602.08	566.00	529.92	净利率	12.28%	11.70%	12.65%	13.49%
资产总计	5989.62	11292.45	13301.81	16347.04	ROE	10.56%	9.86%	12.98%	16.43%
短期借款	830.00	1000.00	1100.00	1300.00	ROA	6.32%	6.24%	8.01%	9.88%
应付和预收款项	961.45	1894.97	2627.95	3698.51	ROIC	19.33%	23.92%	24.73%	28.99%
长期借款	245.14	495.14	495.14	495.14	EBITDA/销售收入	24.51%	19.89%	21.03%	21.68%
其他负债	369.11	756.91	867.61	1027.71	营运能力				
负债合计	2405.69	4147.02	5090.69	6521.35	总资产周转率	0.59	0.70	0.69	0.81
股本	2421.48	2601.31	2601.31	2601.31	固定资产周转率	3.95	4.52	3.93	4.05
资本公积	21.46	2699.06	2699.06	2699.06	应收账款周转率	4.39	4.70	4.15	4.17
留存收益	869.48	1500.09	2454.27	3899.90	存货周转率	45.62	46.96	40.79	41.04
归属母公司股东权益	3312.63	6800.45	7754.63	9200.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.23%	—	—	—
少数股东权益	271.30	344.99	456.49	625.43	资本结构				
股东权益合计	3583.92	7145.44	8211.12	9825.69	资产负债率	40.16%	36.72%	38.27%	39.89%
负债和股东权益合计	5989.62	11292.45	13301.81	16347.04	带息债务/总负债	44.69%	45.60%	39.11%	33.60%
					流动比率	1.13	2.08	1.89	1.81
					速动比率	1.11	2.05	1.86	1.78
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	755.31	1197.18	1771.38	2593.93	每股收益	0.13	0.24	0.37	0.56
PE	175.00	94.05	62.16	41.03	每股净资产	1.38	2.75	3.16	3.78
PB	16.55	8.30	7.22	6.04	每股经营现金	0.27	0.31	0.47	0.69
PS	19.24	9.85	7.04	4.96	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	72.64	47.30	31.89	21.50					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn