

证券研究报告

2018.6.27

聚焦——商业模式系列

美年健康：从预防到大健康产业闭环，助力 “每年”健康

分析师 郑薇 SAC执业证书编号：S1110517110003

风险提示：新建体检中心拓展与整合不及预期，高端体检套餐销售不及预期，产业链延伸不及预期，市场竞争风险。



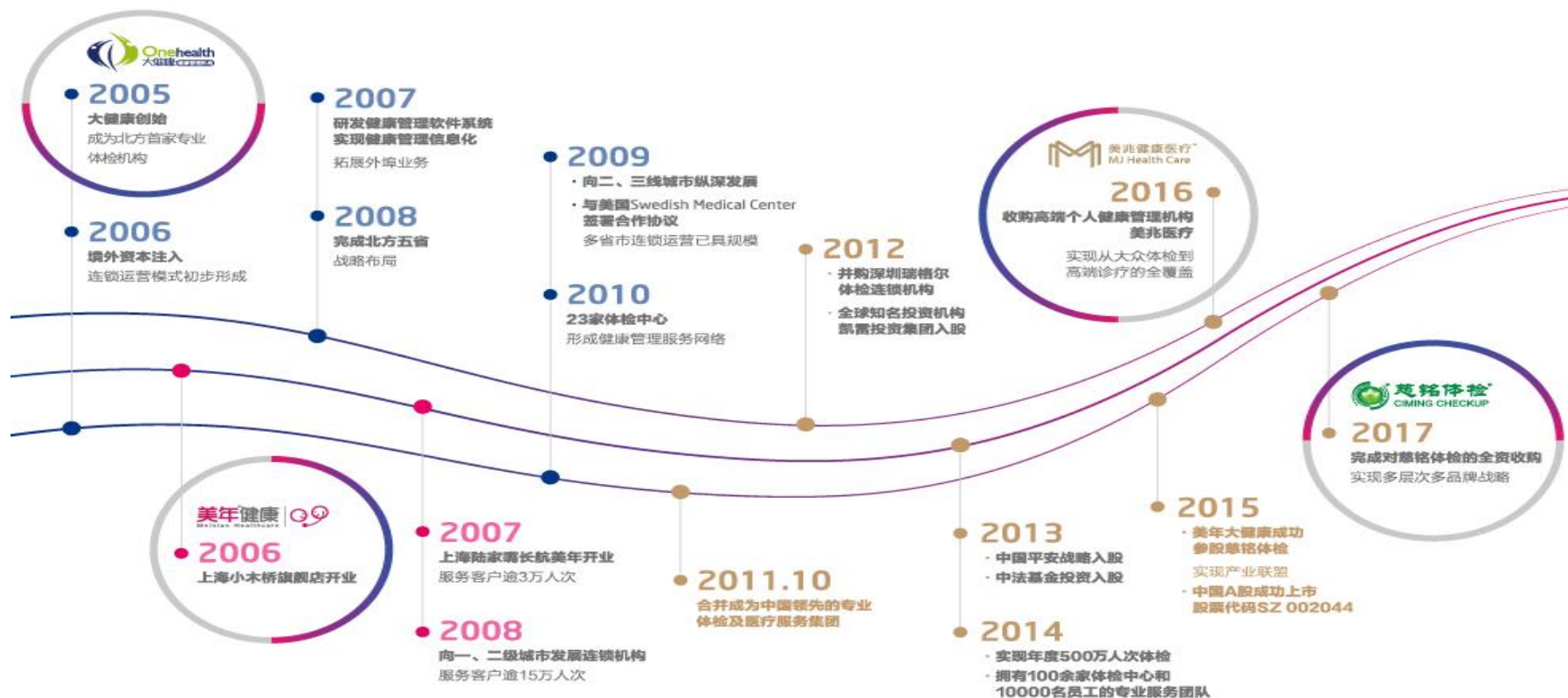
行业评级：强于大市

简介

美年大健康产业（集团）有限公司始创于2004年，是中国知名的专业健康体检和医疗服务集团，总部位于上海，深耕布局北京、深圳、沈阳、广州、成都、武汉、西安、天津、重庆、杭州等200余个核心城市，布局400余家医疗及体检中心，专业服务团队拥有全职专家、医护及管理团队4万余人。2016年服务客户人次近1500万，2017年已为2000万人次提供专业健康服务，是医疗和大健康板块中市值和影响力卓越的上市公司。

数据来源：公司官网，天风证券研究所

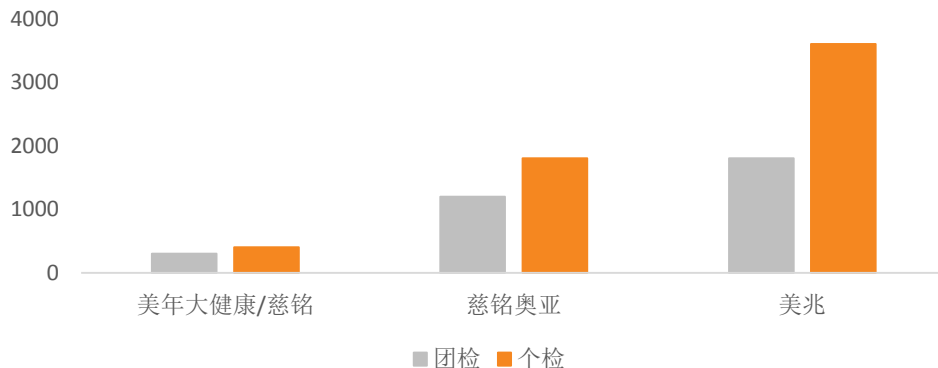
发展历程



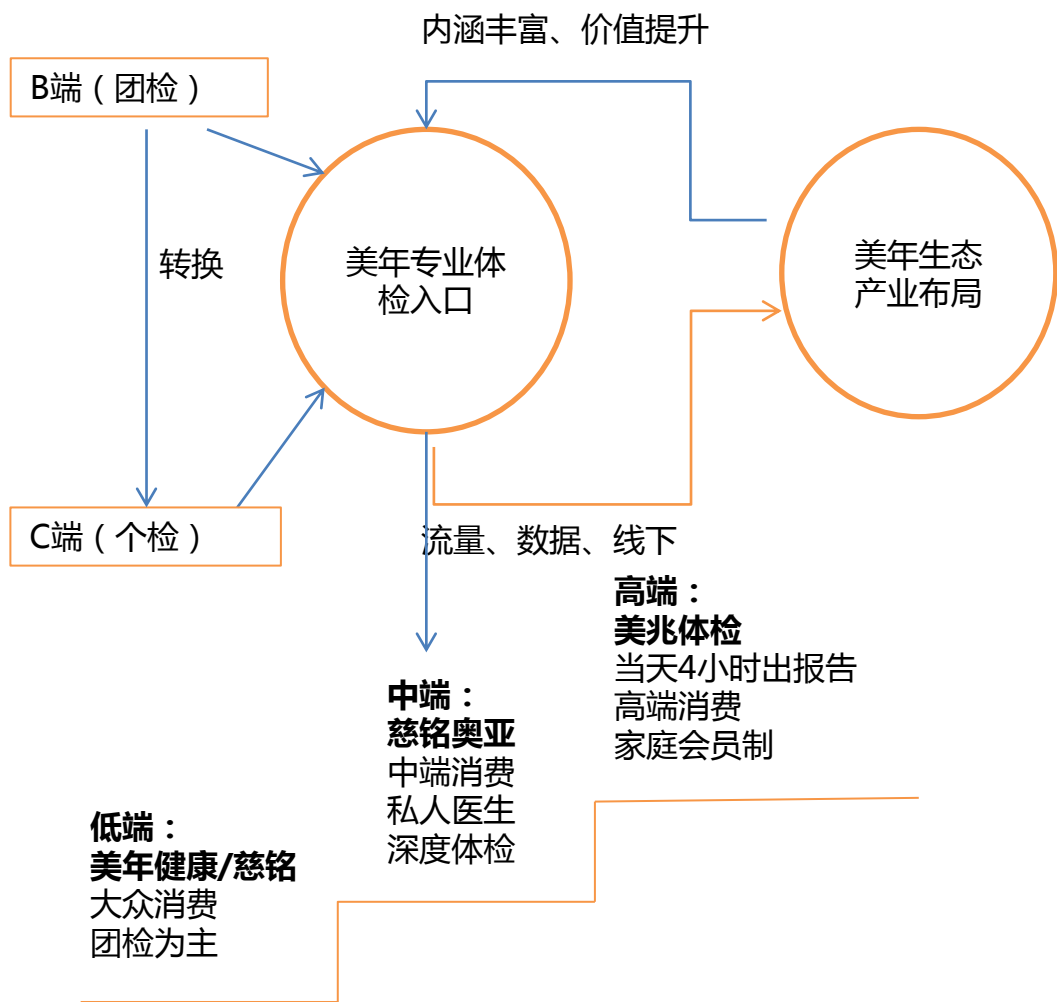
定位

- **企业定位**：依托庞大的体检人群、海量精准的健康大数据平台，以及遍布全国的标准化医疗服务体系，形成包含专业检查、风险评估、健康管理、医疗保障的PDCA服务闭环。
- **产品定位**：为客户提供多层次、全方位、精准化个性的健康服务
 - ✓ 低端产品：大众消费，以团检为主（美年健康、慈铭）
 - ✓ 中端产品：中端市场，深度体检，私人医生服务，国内外就医转诊（慈铭奥亚）
 - ✓ 高端产品：当天四小时出报告，家庭会员制（美兆体检）
- **客户定位**：广大体检人群，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
 - ✓ 团检：企业机构
 - ✓ 个检：具备一定消费能力的人群

中高端体检团检/个检价格（元）



业务系统



• 专科

美维口腔集团 (合作)
五官科专科医院民生医疗 (合作)
互联网中医平台掌中医 (合作)

• 基因

美因基因 (持股20%)

• 远程

大象医生 (合作)

• 产品

智飞生物 (宫颈癌疫苗注射合作)
中药材天地网

• 疾病管理

好卓数据-优健康APP (持股19.9%)
掌中医 (合作)

• 器械

安翰医疗内镜胶囊机器人 (合作)
上海美熙医学诊断 (西门子49%, 美年51%)
西门子、东芝、迈瑞等设备龙头 (合作)

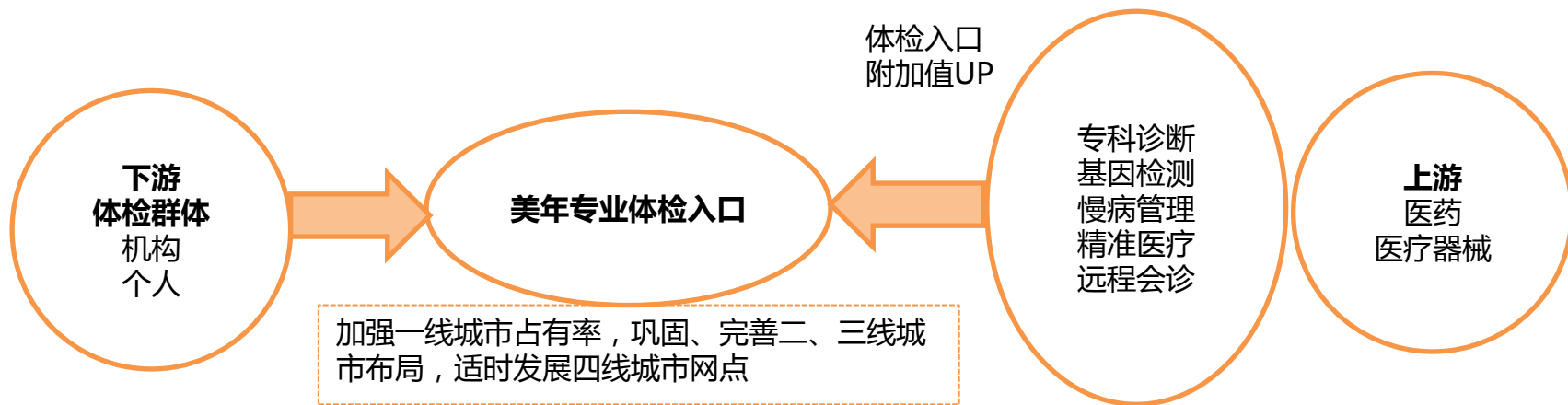
• 保险

加快专业健康保险公司的设立和第三方支付申请

业务系统

公司不仅通过加快布局体检中心获取流量，还与多家机构合作共同搭建产业平台、整合上下游，布局专科诊断、基因检测、慢病管理、精准医疗、远程会诊打造大健康生态圈与体检协同作用，提高体检入口服务附加值。

- 体检机构具备数据入口价值
 - ✓ 相对医院数据：体检机构获取更多客户数据，不仅服务患者，且服务海量健康人群
 - ✓ 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
- 体检机构具备渠道价值
在医保控费下，体检机构为上游医药、医疗器械等放量的重要通道，例如：
 - ✓ 与西门子、东芝、迈瑞等设备龙头的合作
 - ✓ 与智飞生物就HPV 疫苗的国内接种达成合作
 - ✓ 2016 年成为华大基因第二大客户



优势资源

- **门店**

公司拥有400余家医疗服务及体检中心，覆盖了全国32个省市自治区，215个核心城市，是国内规模领先、分布最广的专业体检及医疗机构。同比竞争对手爱康国宾仅100多家。美年健康全国连锁及多城区的体检中布局为客户就近体检提供了更多选择及出行的便利。根据2017年年报的公司规划，预计今年年底达600家分院，到2020年底，预计达成1000家分院的战略目标。
- **人员**
 - ✓ **董事长俞熔**：长期从事大健康产业的公司治理和投资，对公司发展战略、新业务规划、资源整合、人才培养方面起到至关重要的作用
 - ✓ 公司拥有30000多名院士、教授、主任医师、健康顾问、医疗人员组成的专业服务团队
 - ✓ 每家体检分院都配有100多名医护团队，更有多名副主任以上医师现场服务
 - ✓ 拥有一支对连锁医疗服务机构经营及管理经验丰富的中高级管理队伍
- **品牌-打造多层次、全方位、精准化、个性化的健康服务**
 - ✓ 大众健康体检市场方面以美年大健康和慈铭体检两大品牌为市场核心覆盖
 - ✓ 高端团体健康体检及综合医疗服务市场及高端个人健康体检则分别通过慈铭奥亚、美兆体检提供高水准的优质服务。

优势资源

• 合作资源

与制造业和龙头公司合作，提高议价能力，降低成本，例如：

- ✓ 战略合作安翰医疗，孵化胶囊胃镜新技术
- ✓ 携手西门子，开启与上游设备供应商合作
- ✓ 参与成立美因基因，打造国人基因检测大平台
- ✓ 通过运用飞利浦分析系统软件及微医、大象医疗等医疗资源，实现精准体检

• 产品

公司不断推出具有创新性的优质体检项目，继“3650套餐”、胶囊胃镜检查之后，又推出冠脉核磁、基因检测、胶囊胃肠镜、AD早期检测等高端体检项目，携手智飞生物落户宫颈癌疫苗增值业务等，满足用户更多方位的健康服务需求。

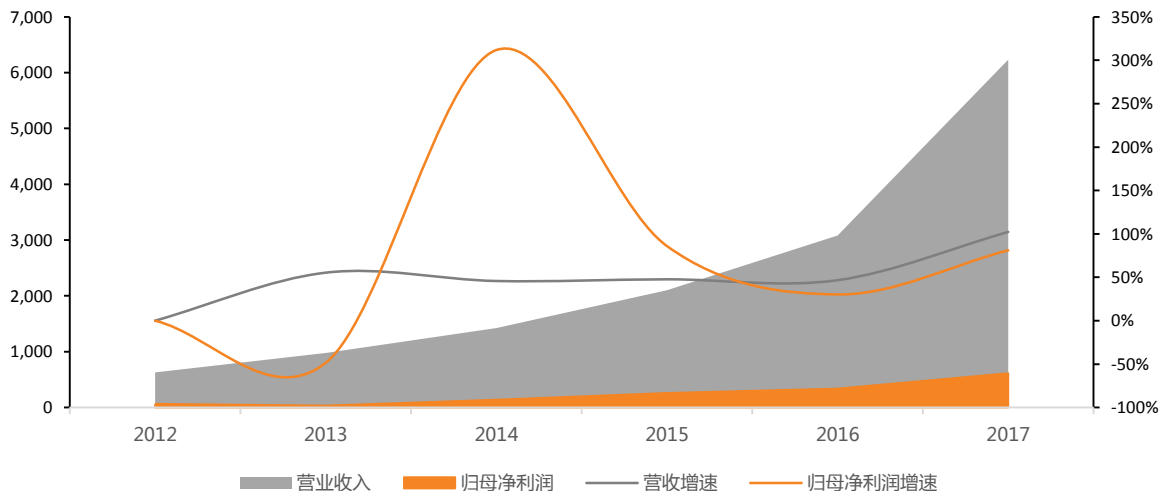
财务分析

业务规模与业绩高增长，具备较高成长性

公司2017年实现营收62.3亿元，同比增长102.25%，实现归母净利润6.1亿元，同比增长81.11%，扣非后归母净利润5.31亿元，同比增长71.3%（营收与业绩增速数据为未对慈铭并表做追溯调整数据）。

2017年公司完成了对慈铭体检72.22%的股权收购，并表完成后，进一步增厚公司业绩。2017年公司体检业务规模效应逐步显现，作为国内的体检龙头，公司业务规模与业绩的双高增长，进一步彰显了其具备较高的成长性。

2012-2017年公司营收、归母净利润（百万）及增速



财务分析

成本端主要为人力成本与房租成本

- 2017年公司营业成本为33.06亿元，主要系新增体检中心所致；从成本构成上来看，公司体检服务总人工费用占比较高，占总成本的32.49%，其次为房租物业占比为16.60%。公司建有3万多人的专业服务团队，医疗服务行业人力资源影响因素对公司运营较为关键，人工费用占比因此也较高。

人工费用

从16年的7.96亿元上升至17年的10.74亿元，同比增长34.97%

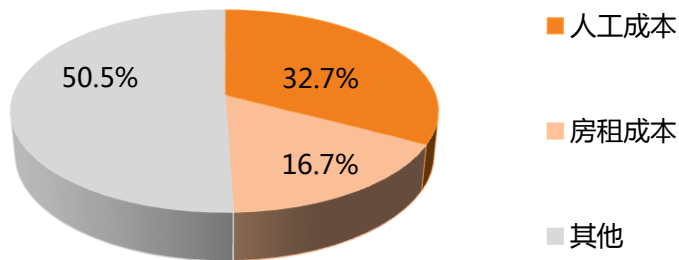
房租费用

从16年的4.33亿元上升至17年的5.49亿元，同比增长26.78%

设备购置

固定资产从16年的12.68亿元上升至17年的18.09亿元，主要系公司新增体检中心和购买大型设备

美年健康成本构成

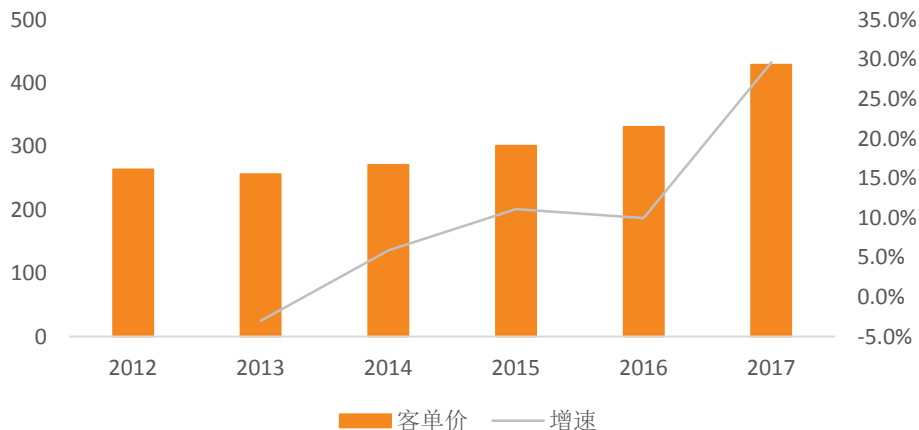


财务分析

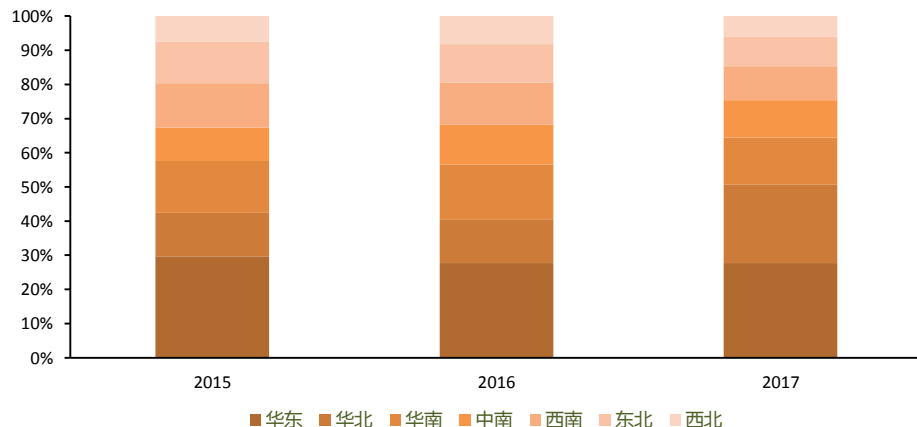
个检比例提升与高端项目推出，带动客单价提升

- 作为全国体检龙头，体检收入依然是公司的主要收入来源，17年体检收入约61.4亿元，占总收入的98.54%。公司积极拓展个检和增值服务市场空间，平均客单价提升10%，团检和个检比例由16年的77%/23%调整至2017年的70%/30%。
- 分地区来看，公司在华东、华北、华南以及中南地区营收占比较高，分别为为27.68%、23.09%、13.64%与10.96%，我们认为这部分地区人群消费能力强，在体检项目的选择上，高端体检项目的选择率更高，是客单价提升的主要推动地区。

2012-2017年美年健康客单价（元）及增速



2015-2017年公司主营业务构成（分地区）

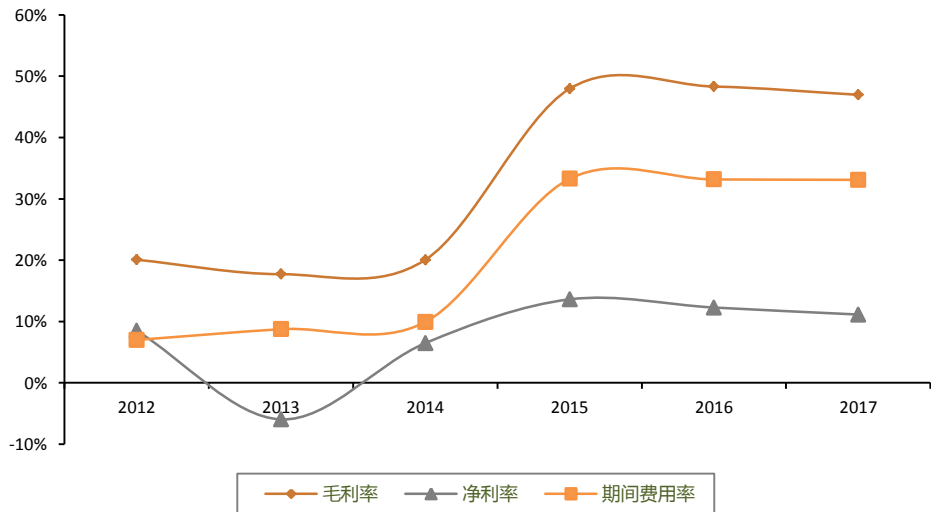


财务分析

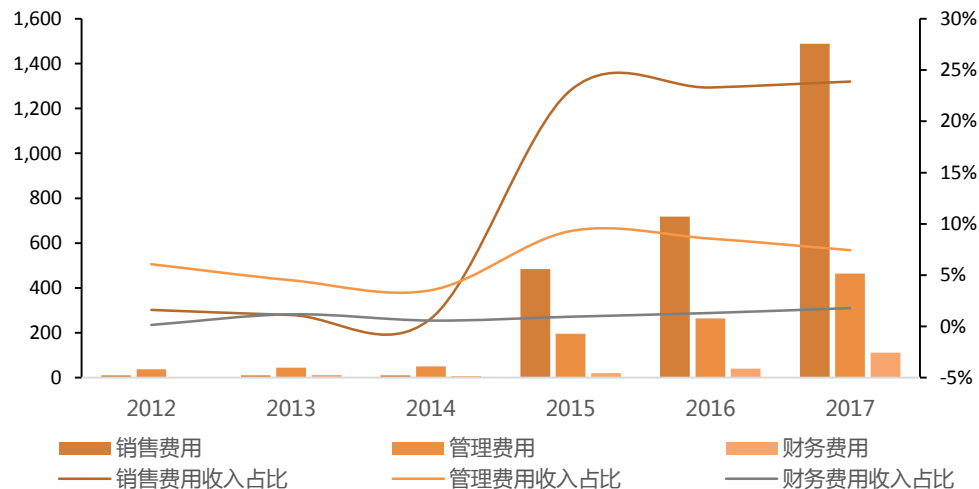
整体盈利能力稳定，控费能力较强

- **盈利能力**：2017年公司毛利率水平为47.0%，净利率为11.1%，期间费用费用率为33.1%。公司体检服务毛利率为46.61%，较2016年提升1.42个百分点。
- 2017年公司期间费用率为33.1%，其中销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为23.9%、7.4%与1.8%。随着公司销售规模的扩大，销售费用率较2017年略有提升，增加0.6个百分点，管理费用率下降1.2个百分点，财务费用率提升0.5个百分点，整体控费能力较强。

2012-2017年公司毛利率、净利率以及期间费用率水平



2012-2017年公司三项费用（百万）与费用率变化



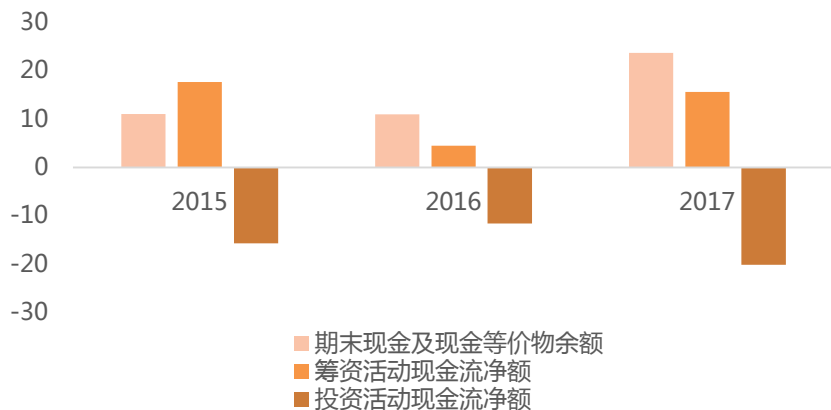
自由现金流

经营活动现金流变动说明：体检行业具有明显的季节性，一季度为传统的淡季，四季度为旺季。因此一季度公司经营活动现金流表现为负值，四季度则会出现大幅的提升。2017年公司经营活动现金流净额为14.45亿元，2018Q1经营活动现金流金额为-1.6亿元，较2017年Q1降幅缩小，主要系公司体检中心增加，销售规模提升。

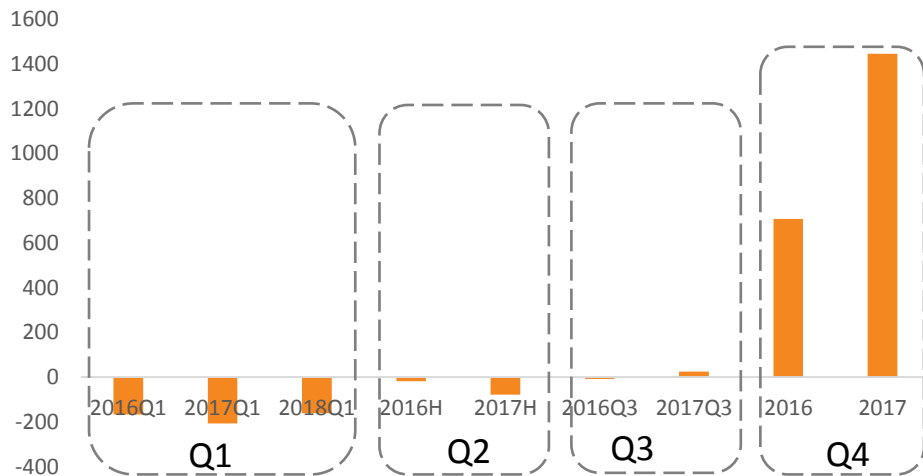
投资活动现金流净额：2017年公司投资活动现金流净额为-20.1亿元，较2016年减少8.5亿元，主要系公司业务布局逐渐推进，参股体检中心不断增加。整体来看，公司投资活动增加同时，筹资活动现金流净额亦相应增加，期末现金及现金等价物余额充足。

公司主要客户为各大企业，回款情况良好，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。

2015-2017年公司现金流情况（亿元）



2016-2018Q1年公司经营活动现金流净额（百万）



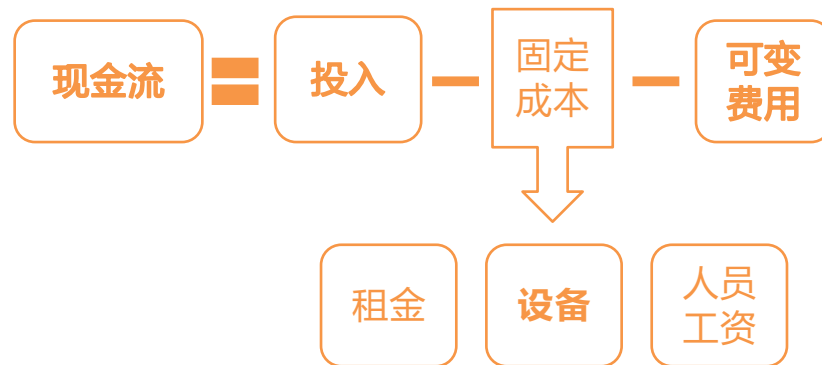
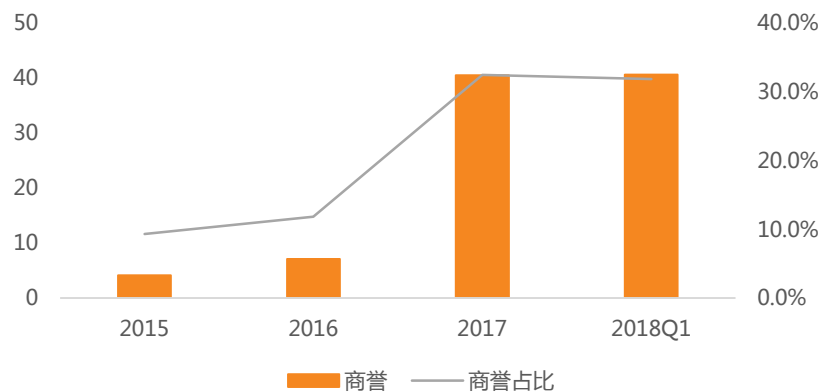
自由现金流

应收账款：美年健康应收账款朝从2016年的10.4亿元增长到2017年的14亿元，占总资产比例为11.27%。公司以团检业务为主，应收款主要为体检服务款且仅与经认可的、信誉良好的第三方进行交易，增长原因主要是公司体检业务规模扩大所致，同时四季度为销售旺季，从而形成较大应收账款，预计回款会在一季度之后逐渐转入。

应付账款：公司从16年的3.4亿元增长到17年的5.9亿元，应付款主要由材料款和房租物业费构成，主要为公司体检中心增加，营收规模增加所致。

商誉：随着公司参股、并购项目的增加，公司商誉值有所提升。

2015-2017年公司商誉（亿元）及占总资产比例



免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律法规许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下