

美年健康(002044)/医疗服务

专业体检领跑者，创新医质并重促长期成长

评级：买入(首次)

市场价格：17.01

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4314.13	6233.05	8534.16	11589.46	15658.75
增长率 yoy%	105.29%	44.48%	36.92%	35.80%	35.11%
净利润	451.70	613.80	854.73	1173.46	1624.55
增长率 yoy%	73.55%	35.89%	39.25%	37.29%	38.44%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.27	0.38	0.52
每股现金流量	0.28	0.46	0.35	0.68	0.83
净资产收益率	7.71%	9.45%	11.84%	13.98%	16.21%
P/E	118.24	87.02	62.49	45.51	32.88
PEG	1.61	2.42	1.59	1.22	0.86
P/B	9.11	8.22	7.40	6.36	5.33

基本状况

总股本(百万股)	3122
流通股本(百万股)	2324
市价(元)	17.01
总市值(亿元)	531
流通市值(亿元)	395

股价与行业-市场走势对比
相关报告
投资要点

- 核心推荐逻辑：1) 体检行业景气度高，未来5年行业增速预计保持15%左右，公司稳坐行业龙头，规模效应逐渐凸显；2) 量价齐升驱动业绩高增长，预计3年营收保持35%以上增长；3) 纵向打造全方位的健康管理平台，横向打通产业链上下游，产业地位稳步提升，平台价值逐步兑现。**
- 体检行业高景气，公司经营规模已形成压倒优势，稳坐行业龙头。**受消费升级和民众预防意识提高的推动，健康体检行业未来5年有望维持15%左右增速；非公专业体检行业增速快于整体，预计至2022年规模可达790亿，占总体检市场的25%左右。目前公司在营体检中心超500家，2017年服务人次超2160万，体量为行业第二名的3倍，龙头地位稳固，有望直接受益于行业扩容。
- 高效的资本运作+标准化运营体系，扩张速度和盈利周期俱佳。**公司凭借良好的资本运作经营规模实现后来居上，通过并购基金撬动资本杠杆，“先参后控”经营体检中心数持续快速增长。公司已形成标准化运营体系，总部集中采购分店运营销售的模式最大化运营效率，单店盈利周期缩短至1-1.5年。
- 量升价提，中短期业绩持续高增长。**1) 量升：公司体内外资金充沛，足以支撑新增门店的资本支出，预计至2020年门店总数将超过800家，体检服务约人次4300万；新增门店多在三四线城市，竞争格局良好，市场容量是公司当前收入规模的5倍左右。2) 价提：多品牌策略、三四线渠道下沉、高附加值项目丰富服务内涵，多方发力提升个检比例，预计2018年末个检比例30%，带动整体客单价实现两位数增长，量价齐升驱动公司未来3年持续高速增长。
- 新推出“美年好医生”实现健康管理闭环，率先迈入健康体检3.0时代。**公司联合平安好医生、中国人保财险等推出的“美年好医生”，将检、存、管、医、保五大环节全部联通，全面体检、健康银行、健康咨询、就医直通与保险保障，实现消费者健康管理的全程保障。新品定价灵活，目标3年销售1000万套，有望给公司带来丰厚增量贡献。
- 长期看，服务化、平台化锻造公司最坚实壁垒。**公司一直坚持“做大主业、建立生态、完成闭环”的核心发展战略，通过对体检服务前后端的延伸，向健康管理中心纵深发展。通过参股关键赛道，如彩超、胶囊胃镜、诊断设备等硬件公司，打造开放的平台；将健康管理、智能诊断、健康保险、慢病防治的企业接入体检平台，实现健康生态圈的闭环。

- **盈利预测与估值:** 我们预计 2018-2020 年公司收入 85.3、115.9、156.6 亿元, 同比增长 36.9%、35.8%和 35.1%, 归属母公司净利润 8.5、11.7、16.2 亿元, 同比增长 39.3%、37.3%、38.4%, 对应 EPS 为 0.27、0.38、0.52 元。目前公司股价对应 2018 年 62 倍 PE, 考虑到公司是 A 股唯一的体检行业上市公司, 且新建体检中心有望快速进入收获期, 公司后续成长高确定性, 我们给予公司 2019 年 55-60 倍 PE, 目标区间 20.9-22.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示事件:** 体检中心盈利情况不及预期风险, 医疗服务质量控制风险, 部分体检中心经营不达预期引起的商誉减值风险, 健康体检行业市场规模发展不及预期的风险。

内容目录

兼具发展速度与质量的民营体检龙头	- 6 -
掌舵人资本运作能力突出，整合中快速壮大	- 6 -
业绩高速增长，盈利能力优秀	- 7 -
两轮股权激励完成，员工激励充分	- 8 -
加强医质管理，立足长远发展	- 8 -
专业体检市场：蓝海中的蓝海	- 9 -
公立占据主导，需求爆发拉动行业增长.....	- 9 -
非公专业体检优势明显，市场扩容势不可挡	- 10 -
稳坐龙头，优势突出，创新引领	- 12 -
龙头地位稳固，规模效应显现	- 12 -
解码高速扩张：高效的资本运作+标准化运营体系	- 14 -
多品牌策略，构筑差异化竞争优势	- 16 -
行业创新标杆，健康体检从 2.0 到 3.0 时代	- 18 -
量升价提，双引擎驱动公司持续高增长	- 20 -
量升：三年千店，抢占三四线空白市场.....	- 20 -
价提：多方发力提升个检比例	- 24 -
掌控关键赛道，平台价值兑现	- 25 -
产品为导向转为服务为导向，向健康管理中心迈进	- 26 -
以平台为基底，良性产业链不断延伸	- 27 -
商业保险：健康生态圈的最后一环.....	- 28 -
盈利预测与估值	- 28 -
盈利预测	- 28 -
投资建议	- 29 -
风险提示	- 30 -

图表目录

图表 1：公司股权结构图	- 6 -
图表 2：公司发展历程	- 7 -
图表 3：2012-2018H1 营业收入（百万）及增速	- 7 -
图表 4：2012-2018H1 归母净利润（百万）及增速	- 7 -
图表 5：2012-2018H1 毛利率与净利率	- 8 -
图表 6：2012-2018H1 期间费用率情况	- 8 -
图表 7：公司员工持股计划	- 8 -
图表 8：2011-2016 年健康体检检查人数及覆盖率	- 9 -
图表 9：2010-2017 年我国体检市场规模（亿）	- 9 -
图表 10：2015 年中国体检机构数量情况	- 10 -

图表 11: 2015 年中国健康体检收入规模情况.....	- 10 -
图表 12: 专业体检机构优势比较.....	- 10 -
图表 13: 体检中心基本标准.....	- 11 -
图表 14: 未来五年体检市场规模测算.....	- 12 -
图表 15: 龙头体检机构关键经营数据对比 (数据截止 2017 年年末)	- 12 -
图表 16: 美年健康在营体检中心数量变化.....	- 12 -
图表 17: 公司与爱康国宾体检人次对比 (万人次)	- 13 -
图表 18: 公司与爱康国宾体检收入对比 (亿元)	- 13 -
图表 19: 美年健康各省市网点布局 (仅统计官网列示的体检中心)	- 13 -
图表 20: 体检中心主要设备投入.....	- 14 -
图表 21: 体检中心初始投入测算.....	- 14 -
图表 22: 美年健康上市前融资历程.....	- 14 -
图表 23: 美年健康相关并购基金基本情况.....	- 15 -
图表 24: 爱康国宾和慈铭体检主要融资历程.....	- 15 -
图表 25: 标准体检中心盈亏平衡点测算.....	- 16 -
图表 26: 标准体检中心 5 年盈利模型.....	- 16 -
图表 27: 公司 2017 年销售费用构成.....	- 16 -
图表 28: 2015-2017 年公司员工人均创收和人均创利.....	- 16 -
图表 29: 公司的多品牌策略.....	- 17 -
图表 30: 体检项目与费用情况.....	- 17 -
图表 31: 2006-2067 年高净值人群的规模.....	- 18 -
图表 32: 美兆体检的商业模式.....	- 18 -
图表 33: 美兆体检与北京 301 医院体检中心对比.....	- 18 -
图表 34: 美年健康配置的部分先进体检设备.....	- 19 -
图表 35: 美年好医生所提供的服务内涵.....	- 20 -
图表 36: 公司未来三年资金需求测算.....	- 20 -
图表 37: 公司有息负债来源.....	- 21 -
图表 38: 公司经营性现金流充沛.....	- 21 -
图表 39: 部分三四线城市体检机构竞争格局.....	- 21 -
图表 40: 公司与爱康国宾布局城市等级数量对比.....	- 23 -
图表 41: 公司不同等级城市门店数分布情况 (截止 2018 年 8 月)	- 23 -
图表 42: 三四线城市体检市场容量测算.....	- 23 -
图表 43: 公司未来三年客流量测算.....	- 24 -
图表 44 与发达地区相比客单价提升空间大.....	- 24 -
图表 45: 爱康国宾团检与个检收入占比情况.....	- 25 -

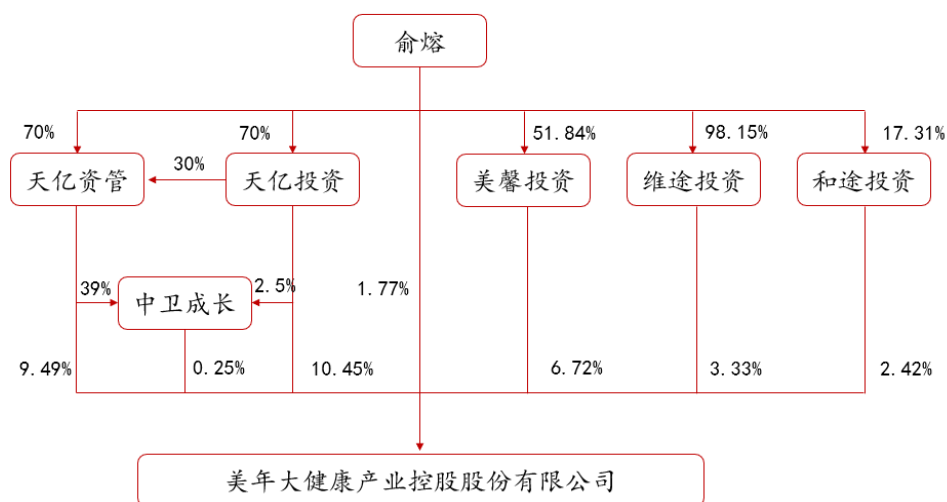
图表 46: 公司个检比例提升带动客单价提高.....	- 25 -
图表 47: 三四线城市体检量占比对客单价影响的测算.....	- 25 -
图表 48: 美年健康生态圈布局	- 26 -
图表 49: 公司健康管理中心布局方向.....	- 27 -
图表 50: 天化集团医疗投资布局.....	- 27 -
图表 51: BUPA 业务板块.....	- 28 -
图表 52: 国内商业医保与医疗服务产业链融合典型事件	- 28 -
图表 53: 美年健康业务分拆预测 (单位: 百万元)	- 29 -
图表 54: 可比公司估值	- 30 -
图表 55: 美年健康财务模型预测.....	- 31 -

兼具发展速度与质量的民营体检龙头

掌舵人资本运作能力突出，整合中快速壮大

- 美年大健康产业控股股份有限公司成立于 2004 年，是一家以健康体检为核心，集健康咨询、健康评估、健康干预于一体的专业体检和医疗服务集团，也是目前中国最大的个人健康大数据平台。
- 实控人对公司发展前景坚定信心，多次增持公司股份。董事长俞熔先生为公司实际控制人，持有公司 34.44% 的股份。俞熔同时也是上海中卫创业投资管理咨询有限公司执行董事、上海天亿投资（集团）有限公司董事长，从事产业投资多年，为公司资产的后续扩张整合奠定了基础。基于对公司业绩成长和发展前景的坚定信心，俞熔先生自 2016 年起通过竞价交易和“天勤十七号”信托计划多次增持公司股票，不包括员工持股计划在内，已累计增持公司股份 2136.73 万股，占公司总股本的 0.82%。

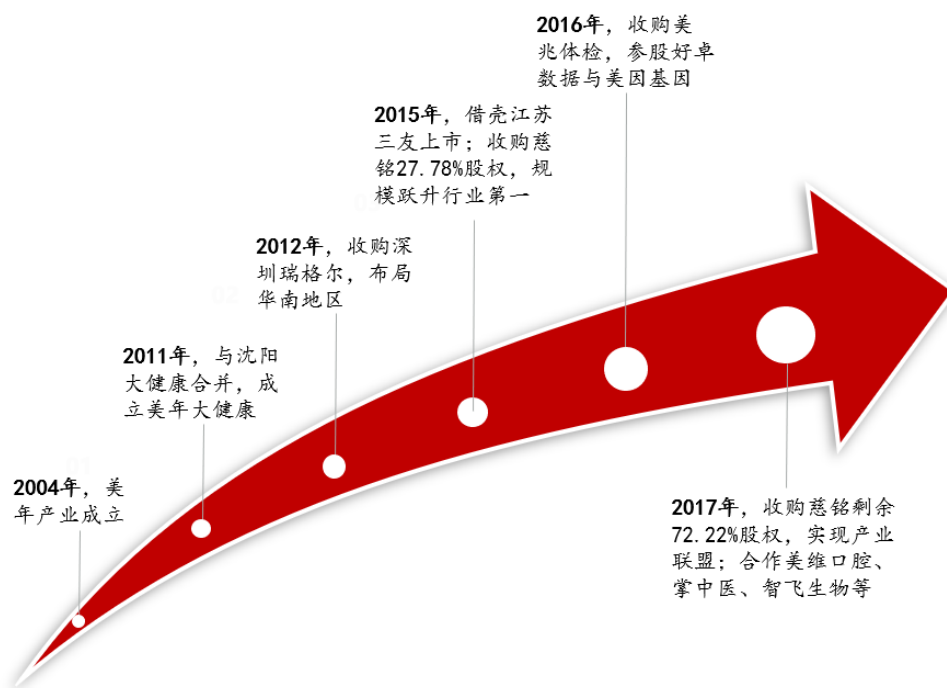
图表 1：公司股权结构图



来源：中泰证券研究所，公司公告

- 得益于实控人深厚的行业资源和突出的资本运作能力，公司在收购整合中快速壮大。公司上市之前，通过对体检行业优质资源的并购整合，实现了体检中心规模和覆盖区域的快速扩张。2011 年与沈阳大健康完成合并，布局由华东地区拓展至华北、东北；2012 年收购深圳瑞格尔后填补了华南地区的空白；2015 年收购同为体检行业领导者之一的慈铭体检后，公司规模超越爱康国宾，成为国内最大的非公立专业体检机构。上市之后，公司围绕体检主业，通过参股细分领域公司或达成战略合作进行产业链的延伸，布局多元化医疗服务，力图打造健康体检的生态闭环。

图表 2: 公司发展历程

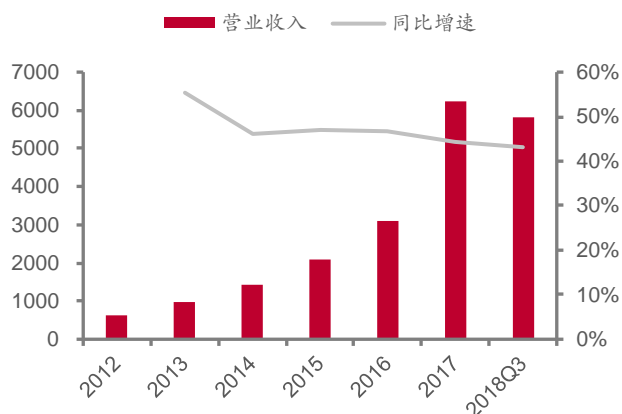


来源: 中泰证券研究所, 公司官网

业绩高速增长, 盈利能力优秀

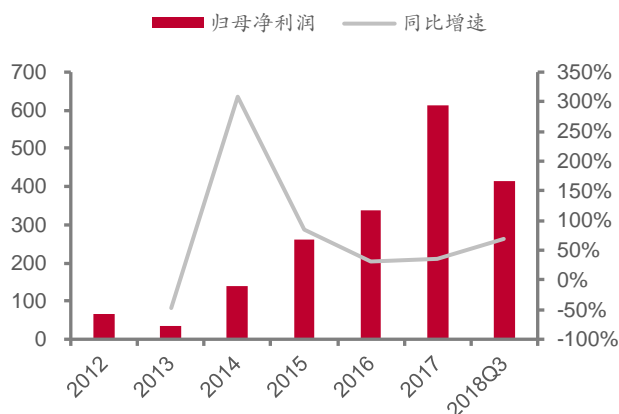
- **业绩进入高速增长通道。**公司 98%的营业收入来自体检服务, 2018 前 3 季度实现营收 58.19 亿元, 追溯调整后同比增速达 43.04%; 实现归母净利润 4.14 亿元。2012 至 2017 年营收年复合增长率达到 58%, 净利润也保持 30%以上的高速增长, 年复合增长率为 54%。

图表 3: 2012-2018Q3 营业收入 (百万) 及增速



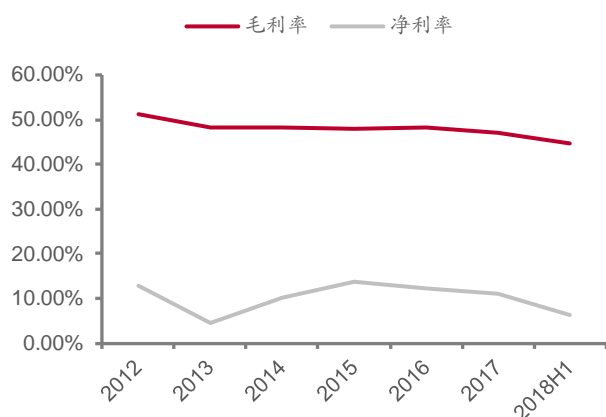
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 4: 2012-2018Q3 归母净利润 (百万) 及增速

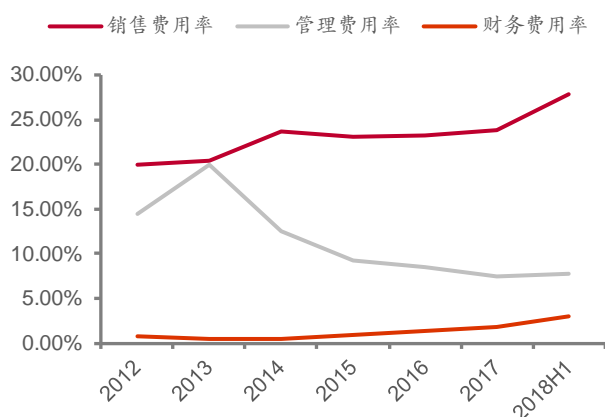


来源: 中泰证券研究所, wind

- **盈利能力优秀, 成本控制得当。**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。公司销售费用率在 20%-25%之间, 主要由于公司处于高速扩张期, 且近年来不断加大个检推广力度, 故而销售支出较大。管理费用率稳中有降, 是因为随着公司门店扩张, 规模效应显现, 在开店管理、质量管理、经营效率管理等方面持续改善。

图表 5: 2012-2018H1 毛利率与净利率


来源：中泰证券研究所，wind

图表 6: 2012-2018H1 期间费用率情况


来源：中泰证券研究所，wind

两轮股权激励完成，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，对管理层及核心员工起到良好的激励作用。2016 年员工持股计划覆盖 1000 名员工，通过大宗交易及竞价交易方式以均价 13.25 元/股的价格从二级市场受让凯雷投资持有股票 7000 万股，该轮员工持股计划已于 2017 年 9 月到期。
- 公司 2017 年的员工持股计划覆盖员工 3200 名，并于 2018 年 1 月 3 日全部完成二级市场购买，均价为 19.09 元/股。此轮员工持股计划覆盖将近 30% 的员工，解禁期为 24 个月。我们认为，员工持股计划使公司高管人员及核心员工与股东利益绑定一致，将会充分调动其积极性，起到良好的激励作用。
- 2018 年 10 月底，公司发布关于以集中竞价方式回购部分社会公众股份预案的公告。拟使用自有资金不低于人民币 30,000 万元且不超过人民币 50,000 万元，回购股份价格不超过人民币 17 元/股，公司回购的股份拟用于员工持股计划或股权激励计划。在相对弱市的环境下，公司回购有望坚定投资者对公司长期价值的信心，同时充分调动公司高管与员工的积极性。

图表 7: 公司员工持股计划

	2016 年员工持股计划	2017 年员工持股计划
覆盖员工人数	1000	3200
股份数量	7000 万股	10000 万股
成交均价	13.25 元/股	19.09 元/股
除权价	11.04 元/股	15.91 元/股
购买完成日期	2016/9/23	2018/1/3
锁定期	1 年	2 年

来源：中泰证券研究所，公司公告

加强医质管理，立足长远发展

- 自“广州富海”事件后，公司更加重视医疗质量管理，发展更加健康持续。公司一直将医疗质量放在经营活动的首要位置，制定并执行高于行业标准的《十八项核心制度汇编》，完善各个科室、各个岗位操作规程制

定《医务管理记录册》，实时记录、定期追溯的《专科制度、岗位职责、操作规程》。通过《医疗质量管理考核标准 800 分》，在资质证照、人员资质、组织建设、急救管理、职业防护、卫生规范、医疗废物管理与污水处理等七个方面进行全方位无死角督查；建立了集团抽查、省级巡查、分公司督查、分院互查的交叉考核打分的四级控制体系。“广州富海”事件后，公司高度重视，已督促广州美年富海门诊部积极完成整改，同时在全国范围所有分公司、体检分院开展深度自查，全流程无死角排查所有关键环节和指标，从源头杜绝质量隐患。

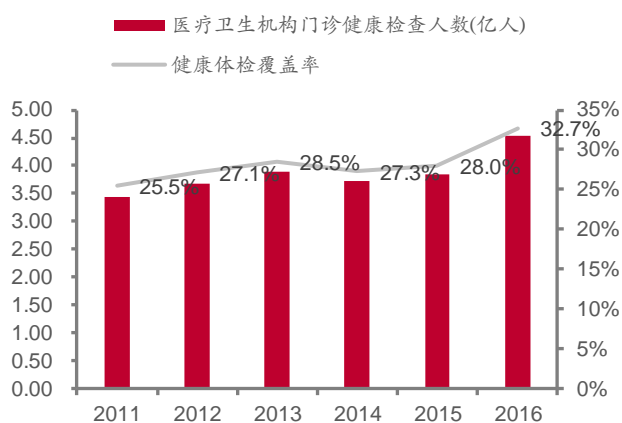
- “广州富海”事件的发生，反映了公司个别门诊部在执行管理和质控制度方面还存在不足和疏漏，当事门诊部的实际问题主要是医师多点执业备案手续及授权签字不规范问题。尽管事件主要责任是个别门诊部管理质控不到位，但也一定程度与国内多点执业开放程度有限、公立医生在私营医院行医难的现状相关。我们认为随着医改的深层次推进，未来这一制约民营发展的问题将逐渐得到解决。此次事件可能对公司短期利润造成一定影响，但经过这样一次洗礼，公司有望实现更加稳步健康的发展。

专业体检市场：蓝海中的蓝海

公立占据主导，需求爆发拉动行业增长

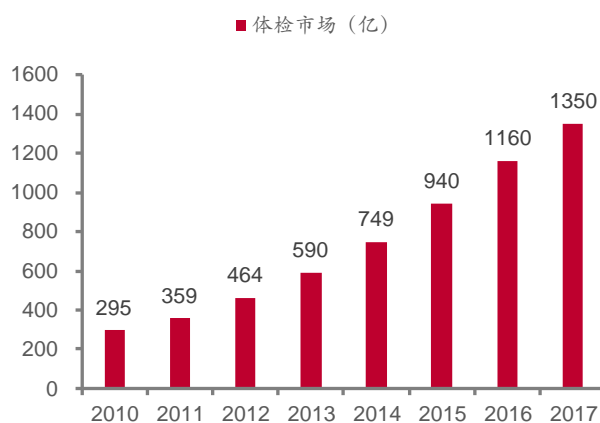
- 从需求端来看，我国健康体检市场需求呈现爆发趋势。年健康检查人数不断上升，2016 年达 4.53 亿人，同比上升 17.8%，健康体检覆盖率为 32.7%。前瞻研究院数据显示，2017 年体检市场规模 1350 亿元，相较于 2010 年的 295 亿增长了 358%，年复合增速达 24.3%。

图表 8：2011-2016 年健康体检检查人数及覆盖率



来源：中泰证券研究所，卫计委，国家统计局

图表 9：2010-2017 年我国体检市场规模 (亿)

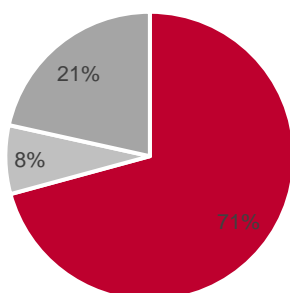


来源：中泰证券研究所，前瞻研究院

- 从供给端看，我国健康体检市场公立医院机构无论是机构数还是收入规模都占主体地位。根据 Frost & Sullivan 的数据，2015 年中国共有约 6500 家体检机构，其中约 4600 家来自公立医疗机构，占比 70.8%；500 家来自非公专业体检机构，占比 7.7%。从收入规模上看，2015 年，公立医疗机构健康体检收入规模为 751 亿元，占全国体检市场总额的 67.9%；非公专业体检机构体检收入规模为 165 亿元，后者的市场份额从 2011 年的 14.7% 提高到 2015 年的 18.1%。

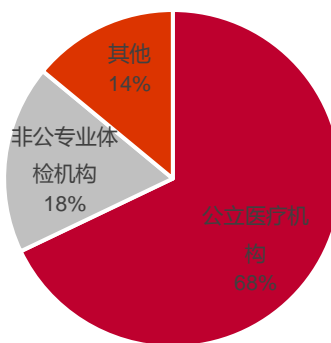
图表 10: 2015 年中国体检机构数量情况

■ 公立医疗机构 ■ 非公专业体检机构 ■ 其他



来源: 中泰证券研究所, Frost & Sullivan

图表 11: 2015 年中国健康体检收入规模情况



来源: 中泰证券研究所, Frost & Sullivan

非公专业体检优势明显, 市场扩容势不可挡

- 与公立医院相比, 非公专业体检机构优势明显。与非公专业体检机构定位于体检服务不同, 公立医院的功能定位更偏向于临床、科研和教学, 健康体检业务仅作为辅助业务, 因而在设备配置、价格、服务、经营管理等多个方面均不及非公专业体检机构。

图表 12: 专业体检机构优势比较

公立医院	设备配置	非公专业体检机构
大型设备配置难度高	设备配置	大型设备配置难度低, 灵活性强
产品价格高	产品价格	目前采取低价策略, 性价比更高
预约周期长, 流程繁琐	服务品质	多渠道预约, 一站式服务流程, 提供多元服务
交叉感染率约为 1.1%	经营管理	交叉感染率较低, 约为 0.5%

来源: 中泰证券研究所

- 非公专业体检机构在大型医疗设备购置方面灵活性更强。原卫生部、发改委规定, 公立医院乙类大型医用设备应逐级申报省卫生厅部门审核, 经卫生厅专家评审通过方可给予配置许可。而非公专业体检机构的大型设备配置难度较低, 只需通过卫健委和环境测评资格审批即可。自 2018 年 1 月起, 社会办医疗机构大型医用设备配置许可证核发审批的取消进一步方便了专业体检机构的设备引入。
- 非公专业体检机构的定价更具吸引力。内容相似的体检套餐, 专业体检机构的定价往往更低。以美年健康最为经典的“3650”套餐为例, 包含胶囊胃镜、CT、核磁等高端检查项目在内的套餐定价为 3650 元, 而公立医院仅胶囊胃镜单项收费就超过 3000 元。
- 非公专业体检机构的服务意识与服务质量更优。由于我国医疗资源分配不均, 大量病人涌入公立医院就诊, 医生处于强势地位, 因此

服务意识较为淡薄，且由于公立医院的医生工作量较大，客观上难有时间与客人充分沟通。相比之下，专业体检机构具备更先进的健康管理理念及富有成效的检后健康管理服务。

➤ **非公专业体检机构的经营管理更专业。**公立医院的设备多数由健康人群和患者共用，存在交叉感染的风险。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%，专业体检机构专业化分工程度高，做到了医检分离，因而几乎不存在交叉感染的情况。

■ **政策利好，非公专业体检走向规范化。**2018 年 6 月 13 日，国家卫健委发布了《健康体检中心基本标准（试行）》，第一次从国家层面明确了我国健康体检中心的统一标准制定。文件中对体检中心的诊疗科目、科室设置、人员配置、基本设施、分区布局、基本设备以及管理都作出明确规定，标准的发布有利于专业体检行业的规范发展。

图表 13: 体检中心基本标准

体检中心	
诊疗科目	内科、外科、妇产科、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、医学检验科、医学影像科
科室设置	1) 内科、外科、妇科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、检验科、放射科、超声科、心电图室等诊疗部门； 2) 质量与安全管理、健康管理、医院感染管理、体检资料管理、信息、设备、消毒供应室等行政部门
人员配置	1) 至少有 2 名具有内、外科副高级及以上专业技术职务任职资格的执业医师负责审核签署健康体检报告； 2) 每个临床检查科室、医技检查科室至少有 1 名具有中级及以上专业技术职务任职资格的执业医师； 3) 至少有 10 名护士，其中至少有 5 名具有主管护师及以上专业技术职务任职资格
设备要求	1) 测量尺、身高体重计、血压计、裂隙灯、显微镜、血细胞分析计数仪、尿液分析检测仪、全自动或半自动生化仪、十二导联同步心电图机、X线光机（DR）、彩色多普勒超声诊断仪等常规设备； 2) 至少配备全导联心电图机、心脏除颤仪、简易呼吸器、负压吸引器、气管插管设备、供氧设备、抢救车及急救药品等急救设备；

来源：中泰证券研究所，《健康体检中心基本标准（试行）》

■ 基于非公专业体检中心相对公立医院的比较优势以及政策利好，我们判断未来在健康体检行业整体规模不断扩张的同时，非公专业体检机构将会挤占公立医院份额，增长速度快于整体。我们对未来五年总体检市场和专业体检市场的规模进行了测算：**至 2022 年预计总体检市场规模将达 3000 亿元，其中非公专业体检市场规模可达 800 亿，市场占有率 25% 左右。**

图表 14: 未来五年体检市场规模测算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
总体检市场							
健康检查人次 (万)	45290	49819	54303	59190	63925	69039	73872
yoy	10%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
客单价	275	300	324	350	374	400	424
yoy	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%
总体检市场规模 (亿)	1245	1493	1758	2069	2391	2764	3134
yoy		20%	18%	18%	16%	16%	13%
非公专业体检市场							
健康检查人次 (万)	5200	6448	7867	9440	11328	13367	15773
yoy	24%	22%	20%	20%	18%	18%	16%
客单价	360	385	408	433	454	477	501
yoy	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
非公专业体检市场规模 (亿)	187	248	321	409	515	638	790
yoy		33%	29%	27%	26%	24%	24%
非公专业体检市场占有率	15%	17%	18%	20%	22%	23%	25%

来源: 中泰证券研究所

稳坐龙头, 优势突出, 创新引领

龙头地位稳固, 规模效应显现

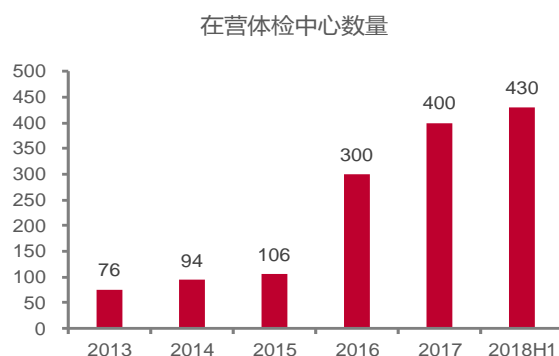
- 公司后发制人, 已成为国内规模领先、分布最广的专业体检机构。**公司成立于 2004 年, 大规模扩张始于 2011 年, 成立时间和扩张时间不属于最早的, 但通过“自建+收并购”的方式实现快速超越。从体检中心数量看, 目前美年在营体检中心超过 500 家 (其中控股约 230 家), 数量是行业第二爱康国宾约 4 倍; 从覆盖城市范围看, 美年覆盖了全国 32 个省市自治区, 215 个核心城市, 遥遥领先于对手, 稳坐行业龙头地位。

图表 15: 龙头体检机构关键经营数据对比 (数据截止 2017 年年末)

公司	美年健康	爱康国宾	瑞慈体检
成立时间	2004	2000	2002
扩张期始于	2011	2007	2014
经营模式	直营	直营	直营+销售代理
覆盖城市	200+	33	16
运营体检中心数量	400+	110	60
17 年新增	20	8	-
覆盖体检人次 (万)	2160	639.5	301
体检收入 (亿元)	61.42	28.36	15.1
毛利率	47.96%	42.25%	38.80%

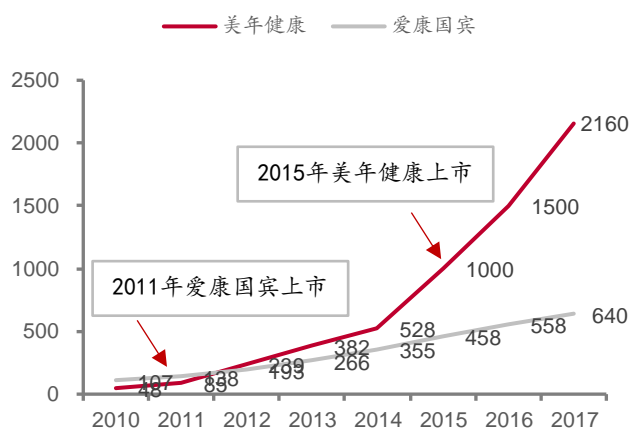
来源: 中泰证券研究所, 各公司年报, 美年数据包括慈铭部分

图表 16: 美年健康在营体检中心数量变化

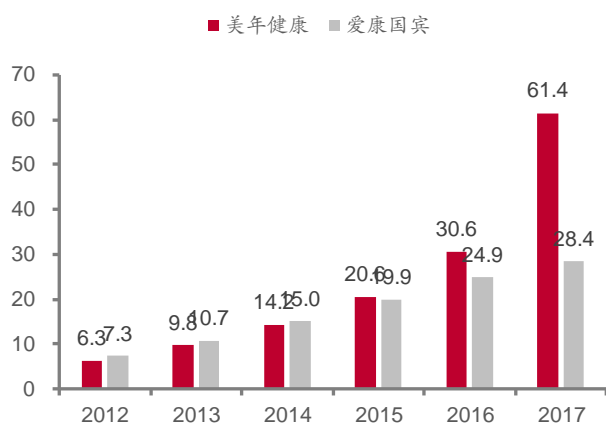


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

- 随着体检中心数量的增长, 公司在体检服务人次和收入方面同样实现了对竞争对手的大幅领先。**2017 年公司服务体检人次逾 2160 万人, 2014-2017 年复合增长率高达 60%; 爱康国宾 2017 年服务人次仅为 639.5 万。公司 2017 年实现体检收入 61.42 亿元, 同年爱康国宾体检收入仅为 28.4 亿元, 公司领先优势明显。

图表 17: 公司与爱康国宾体检人次对比 (万人次)


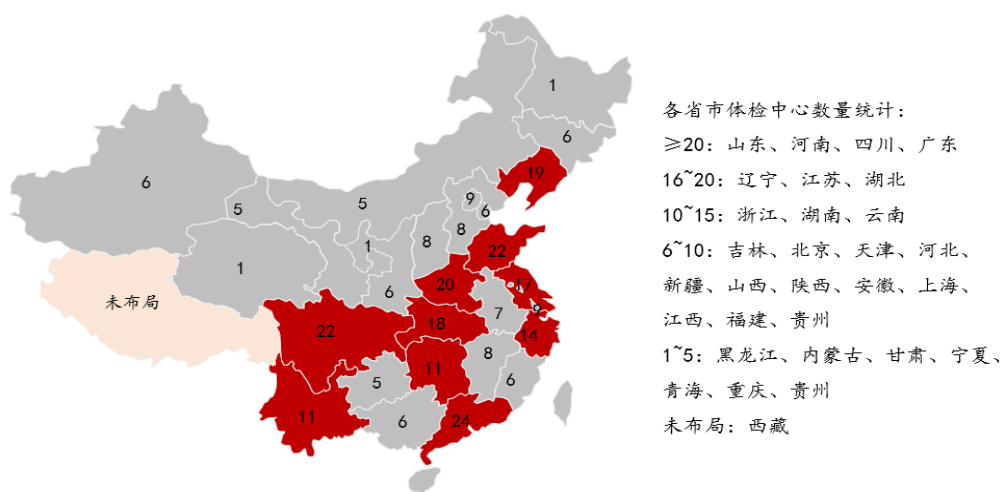
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 18: 公司与爱康国宾体检收入对比 (亿元)


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

■ 公司作为国内营业网络最广、服务人次最多、收入规模最大的体检公司，稳固的龙头地位带来显著的规模效应：

- **密集分布的体检中心网点能更及时地满足客户需求。**健康体检机构存在服务半径限制。美年作为全国网络布局最全面的体检机构，各省市的密集布局不仅有利于体检客户就近选择体检地点，也利于跨区域经营的企业客户管控成本。
- **集团采购和经营费用的边际成本下降。**公司实行集中采购，集团为参股和控股公司提供采购目录，有效降低了采购设备的成本。此外，当某个城市的市场培育成熟后，新开门店的销售、管理团队可在原有基础上新增人手，管理半径缩小，实现了经营费用的边际递减。
- **龙头体检机构的品牌集聚效应。**由于体检费用尚未大规模纳入医保体系，且当前专业体检机构的客户主要是以企业为单位的团体客户，大型企业通常将健康体检作为一项员工福利，因此往往倾向于选择有全国知名度的龙头企业。

图表 19: 美年健康各省市网点布局 (仅统计官网列示的体检中心)


来源: 中泰证券研究所, 公司官网

解码高速扩张：高效的资本运作+标准化运营体系

- 相比其他医疗服务专科，体检机构受医生资源的限制较小，更依赖于设备的先进性，因此资本的获得能力决定着体检公司的扩张速度。以一家占地面积 2800 平方米的标准体检中心为例，对其主要设备投入和初始投资金额进行了测算，初始投资涵盖设备投入、租金、装修费用以及人员薪酬，合计约需 2265 万元，其中设备投入约需 1065 万元，占总投入的 45%左右。

图表 20：体检中心主要设备投入

	设备名称	价格
主要高端设备	核磁共振 (MRI)	300万
	X射线计算机断层摄影设备 (CT)	250万
	数字化X线摄影系统 (DR)	150万
	彩色超声机(3台)	120万
	生化分析仪	30万
	乳腺钼靶X线机	30万
	胶囊胃镜	30万
	动脉硬化检测仪	25万
	骨密度检测仪	20万
	眼底照相机	20万
其他设备	超声经颅多普勒	10万
	低端设备	80万
合计		1065万

来源：中泰证券研究所，公司公告，中国招标网，

图表 21：体检中心初始投入测算

成本类别	成本细分	费用
设备成本	主要高端设备+其他设备	1065万
租金成本	假设租金为4元/平米/天	400万
装修费用	假设每平米装修费用1000元	280万
人员薪酬	假设单店配备100名员工，80医务人员+20销售人员，人均薪酬5.2万元/年	520万
合计		2265万

来源：中泰证券研究所，公司公告

- 高效的资本运作助力公司实现快速布局。美年健康在上市之前就进行过多轮融资，实现了规模快速扩张，逐步完成全国网点布局。上市后，公司通过股份支付、定向增发、设立并购基金等多种形式，筹得大量资金加速扩张。目前公司体检中心数量的增长主要通过并购基金参股的形式进行。2017年，公司新增参股体检中心 155 家，新建完成 6 家，共有 44 家体检中心由参股转为控股。

图表 22：美年健康上市前融资历程

	2004年6月	2011年6月	2012年7月	2013年7月	2014年12月	2015年2月
投资方	注册资本	大众交通、晟果创业等	凯雷投资、华金投资	平安投资、凯雷投资等	信中利	天亿资管、大中咨询等
投资金额	2000万	5800万	2.5亿	2.83亿	2亿	10.3亿

来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 23: 美年健康相关并购基金基本情况

并购基金名称	设立时间	合作方	基金规模	“美年系”资本占比
上海美年大健康一期股权投资基金合伙企业	2016.3	上海子公司美年大健康、中融鼎泓与中融鼎新	10亿	14.56%
美年医疗体检中心投资基金合伙企业	2017.3	国投瑞银资本管理有限公司、海峡汇富	4.52亿	14.82%
上海健亿投资中心（有限合伙）	2017.4	上海天亿资产管理有限公司、丝路华创投资管理（北京）有限公司、丝路华创资本（北京）有限公司、上海天亿投资（集团）有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司、长城国融投资管理有限公司	5.02亿	20.12%
嘉兴信文淦富股权投资合伙企业（有限合伙）	2017.6	上海中解创业投资管理有限公司、北京信文资本管理有限公司、华泰证券（上海）资产管理有限公司	6.51亿	24.98%
南通美兆美年健康产业并购投资基金（有限合伙）合伙协议	2017.12	上海舜喜投资管理有限公司、上海中解创业投资管理有限公司、招商证券资产管理有限公司、杭州海立美兆投资管理合伙企业、上海天亿实业控股集团有限公司	5.02亿	19.92%
美年健康并购基金合伙企业（有限合伙）	2018.1	中兵慧明投资基金管理（珠海）有限公司、平安财智投资管理有限公司、德邦证券股份有限公司	10亿	20.00%
南通美富健康产业投资合伙企业（有限合伙）	2018.10	上海舜喜投资管理有限公司、北京东富汇通投资管理中心（有限合伙）、北京东富通达投资管理中心（有限合伙）	12亿	18.95%

来源：中泰证券研究所，公司公告

- 在美年健康融资顺利，全国范围快速布局的同时，当时的竞争对手爱康国宾和慈铭体检均遭遇融资挫折。2012至2014年，慈铭体检由于两次冲击上市失败，在此期间都无法融资，也因此错过了规模扩张的黄金时期。而爱康国宾由于在美股上市并使用过股权摊薄条款，汇兑成本、融资成本导致财务成本增加，也无法快速复制推广。美年健康管理层制定灵活的发展战略，加上高效的资本运作，从而实现了后来者居上。

图表 24: 爱康国宾和慈铭体检主要融资历程

爱康国宾			慈铭体检		
时间	投资方	投资金额（万）	时间	投资方	投资金额（万）
2006	美国中经合、DJ Ventures、Shanghai Bio-chip	2100	2005	鼎晖投资	980
2007	美林证券、中经合等6家	17500	2008	平安创新、天津宝鼎	9342
2013	高盛和新加坡政府投资公司GIC	70000	2009	天津保银、武汉慈铭总经理、深圳天图、鼎晖投资等	7000

来源：中泰证券研究所，公司公告

- 标准化运营体系有效缩短单店盈利周期，提高异地复制能力。公司已经形成标准化运营体系，各地新开门店在市场宣传、财务管理、业务管理、采购系统方面与总部一致，实现标准化，而地方则负责经营销售，极大提高了单店运营效率。公司目前的单店盈亏平衡期约为 1-1.5 年，比过去缩短了半年。
- 我们构建了单家体检中心的盈利模型以测算其盈亏平衡点和未来五年盈利状况。成本端由固定成本（包括设备投入、装修费用、租金、人员薪酬）和可变成本（包括销售费用、检验试剂成本、外包成本等）组成，收入端以目前公司的平均客单价情况进行测算。测算得出两点结论：其一，单店的盈亏平衡点为 3.3 万人次体检量；其二，单店体检人次只需保持每年 10% 的增长率，即可在开业 5 年后收回初始投资。

关键假设：

- 1) 单店固定成本=折旧+租金+人员薪酬，且未来五年租金成本和人员薪酬每年增长 3%；
- 2) 单店初始固定资产投入为设备投入（1065 万）+装修费用（280 万）

=1345 万，按折旧期限为 10 年计算；

- 3) 可变成本占总营收的 30% (根据公司体检业务毛利率推算)；
- 4) 假设初始客单价为 460 元/人，未来每年增长 6%；

图表 25: 标准体检中心盈亏平衡点测算

科目	数目
折旧	134.5
租金	400
人员薪酬	520
可变成本	455.4
总支出	1509.9
总收入	1518
客单价 (元)	460
年体检量	33000
平均每天体检人次	110
息税前净利润	8.1

来源：中泰证券研究所

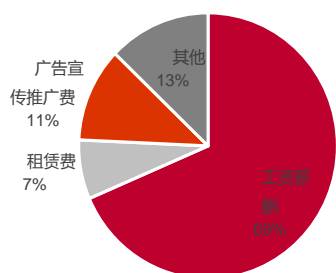
图表 26: 标准体检中心 5 年盈利模型

	year1	year2	year3	year4	year5
折旧	134.5	134.5	134.5	134.5	134.5
租金	400	412.0	424.4	437.1	450.2
人员薪酬	520	546.0	573.3	602.0	632.1
可变成本	455.4	531.0	619.1	721.9	841.8
总支出	1509.9	1623.5	1751.3	1895.5	2058.5
总收入	1518.0	1770.0	2063.8	2406.4	2805.9
客单价 (元)	460	487.6	516.9	547.9	580.7
年体检量	33000	36300	39930	43923	48315
平均每天体检人次	110	121	133	146	161
息税前净利润	8.1	146.5	312.5	510.9	747.3
初始投资剩余	1336.9	1190.4	877.9	367.0	-380.4

来源：中泰证券研究所

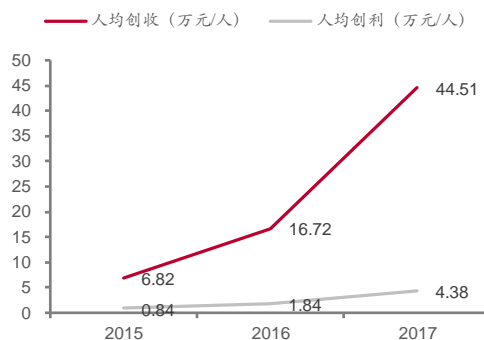
- **强销售团队是公司营收快速增长的重要驱动力，高投入致力于不断提升个检比例。**公司在行业内也强有力的营销团队著称，2017 年销售团队共有 8831 人，占总员工的 28.6%；销售费用占总营收的 24%，其中人员薪酬占主要部分。由于体检行业中团检的价格相对稳定，客单价主要依赖于个检比例的提升，高营销投入主要目的培育广泛个人客户，公司的个检比例持续呈现良好上升态势，预计 2018 年有望达到 30%。公司在营收目标、个检占比、客单价提升、36 小时报告率、检查质量、客户服务等方面制定了 46 项指标、12 项重点考核指标，实行月度考核，在公司内部形成良好的竞争氛围，近三年员工人均创收和人均创利节节攀升。

图表 27: 公司 2017 年销售费用构成



来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 28: 2015-2017 年公司员工人均创收和人均创利



来源：中泰证券研究所，公司公告

多品牌策略，构筑差异化竞争优势

- **公司已经完成从大众体检到高端体检的全梯队布局。**上市以来，公司先后收购慈铭体检和美兆体检，拥有“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”四个健康体检品牌，为客户提供多层次、全方位、精准化、个性化的健康体检服务。其中美年大健康和慈铭体检定位大众体检；

慈铭奥亚定位于服务中高端团体健康体检及综合医疗服务；美兆体检作为世界三大高端体检品牌之一，定位于服务高端个人健康体检。

图表 29: 公司的多品牌策略



来源：中泰证券研究所，公司公告

- 不同品牌的市场定位不同，公司覆盖了从大众体检到高端体检的产品线，有利于精准获客。目前体检市场中，大多数体检服务提供常规的体检项目，价格通常在 150 元至 1000 元之间，中高端体检服务包括了 CT、MRI、PET-CT 等昂贵的医学成像检测，因此价格也更高。不同品牌定位的体检中心提供的体检产品、体检环境、检前检后服务均有所不同，满足不同层次支付水平的人群的消费习惯，多品牌的细分策略更易于切入特定消费需求的健康体检客户。

图表 30: 体检项目与费用情况

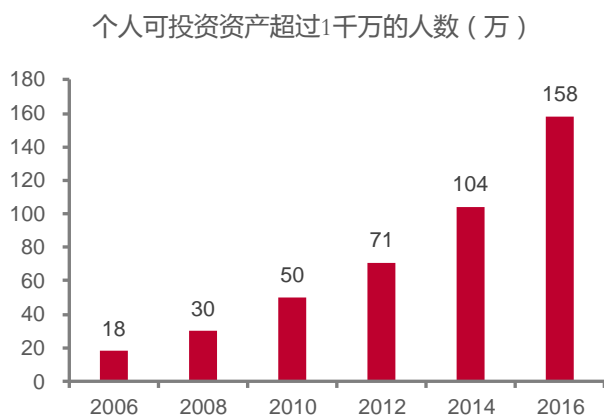
低端-中端	中端-高端	高端版	豪华版	
150元	1000元	2000元	3000元	10000元
<ul style="list-style-type: none"> 内科检查（一般） 外科检查（一般） 耳鼻喉检查 牙科检查 血常规检查 尿液常规检查 胸部X线摄影 心电图 肾功能检查 肝功能检查（基本） 血脂检查（基本） 	<ul style="list-style-type: none"> 肝功能整体检查 血液整体检查 基本肿瘤标记 其他部分的超声检查 	<ul style="list-style-type: none"> 甲状腺整体检查 附加肿瘤标记 乳房X线照相术 其他部分的超声检查 	<ul style="list-style-type: none"> CT 肿瘤整体标记 风湿病检查 骨骼矿物密度 	<ul style="list-style-type: none"> 核磁共振 胃镜 PET-CT 专家问诊

来源：中泰证券研究所，Frost & Sullivan

- 消费升级背景下，高端体检逐渐成为趋势。《2017 中国私人财富报告》显示 2016 年中国高净值人士有 158 万人，而在 2006 年这一数据仅为 18 万人，11 年间中国高净值人群规模扩大 8 倍有余。随着健康消费理念逐渐深入人心，大众体检的流水线作业无法满足升级的消费需求，高端体检成为未来的发展趋势。
- 公司于 2016 年收购高端体检品牌美兆体检，在高端体检市场占据一席之地。美兆体检于 1988 年成立于台湾，与英国 BUPA、日本 PL 并列世界三大高端体检品牌。美兆在台湾率先探索出体检大数据应用，其独创

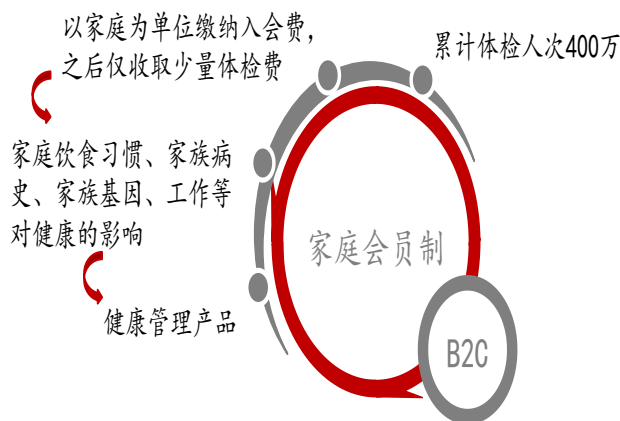
的“AMHTS 美兆自动化体检系统”已累积数亿以上大数据，数据成果获医学权威期刊《Lancet 柳叶刀》全球刊登。美兆实行家庭会员制，按不同家庭人数收取永久入会费，每张家庭会员卡涵盖成员直系血亲，其后每年只需再缴纳少许年费及检查费用，即可终生享受美兆的健康体检服务。

图表 31: 2006-2016 年高净值人群的规模



来源：中泰证券研究所，招商银行《2017 中国私人财富报告》

图表 32: 美兆体检的商业模式



来源：中泰证券研究所，公司公告

- 美兆体检与北京 301 医院作为民营和公立高端体检的典型，代表着高端体检的不同发展方向，一个是全流程健康管理服务，另一个则是权威专家的金字招牌。但 301 医院的模式高度依赖医生资源垄断，不具备可复制性，美兆体检的全流程健康管理服务将是未来高端体检的主流模式。

图表 33: 美兆体检与北京 301 医院体检中心对比

	北京美兆健康体检中心	北京301医院体检中心
医院资质	连续15年通过CAP能力试验并取得证书，经过ISO-9001国际品质验证	国家三甲医院，负担党中央、中央军委和总部首长及部分驻京部队官兵的医疗保健任务
客户情况	团检与个检比例约为1:1	团检与个检比例约为3:7
费用	最基本套餐费用（男）2106/（女）2512；最高级套餐费用（男116项）7000/（女117项）7500；单人3000元入会费用	最基本套餐费用（男）3800/（女）3800；最高级套餐费用（男144项）10152.79/（女161项）10694.33
预约	一般需要提前3-5天进行预约	需提前一周左右。但是体检旺季预约时间需要提前1个月至2个月
套餐选择	体检者需先填写健康问卷，然后专业人士会根据其显示情况提供套餐选择建议	301退休专家在咨询室坐诊，提供体检套餐选择咨询
体检报告	体检报告主要偏重于整体健康管理，不止是单纯的数据报告	由医院退休专家提供解读服务
回访	根据体检结果，工作人员会电话督促体检者前去复查就诊，每周一回	体检后一周左右，医院呼叫中心会抽样对体检者进行回访，了解相关意见

来源：中泰证券研究所，公司官网，中康体检网

行业创新标杆，健康体检从 2.0 到 3.0 时代

- 健康体检 2.0 大幅提升了消费者的体验和体检的准确度。公司始终践行“服务无止境、客户在心中”的经营理念，高度重视客户体验。2012 年起公司陆续开始在旗下体检中心引进先进的医疗设备，包括低剂量螺旋 CT、安翰胶囊机器人以及最新的无创冠脉核磁等检查设备，引领行业进入健康体检 2.0 时代。到目前为止，公司所控股的美年体检中心大型医疗设备保有率，CT、核磁与胶囊胃镜分别达到 98.3%、67.2%和 76.8%，大型设备的高保有率和先进设备的不断配备使得相关检查的准确度和体

验均稳步提升。以对肺癌的筛查为例：过去业内对肺癌的筛查主要依赖于DR，而公司率先广泛引进低剂量螺旋CT设备；胸部低剂量CT检查具有高分辨率的特点，其敏感性、特异性及准确性均高于传统胸片，同时能有效地降低受检者的辐射剂量；公司大数据统计在应用低剂量CT后，公司旗下体检中心筛查出的疑似肺癌病例最终实际被确诊为阳性的比率提高了约1倍，早期发现早期治疗为患者最大程度降低了疾病风险。

图表 34: 美年健康配置的部分先进体检设备

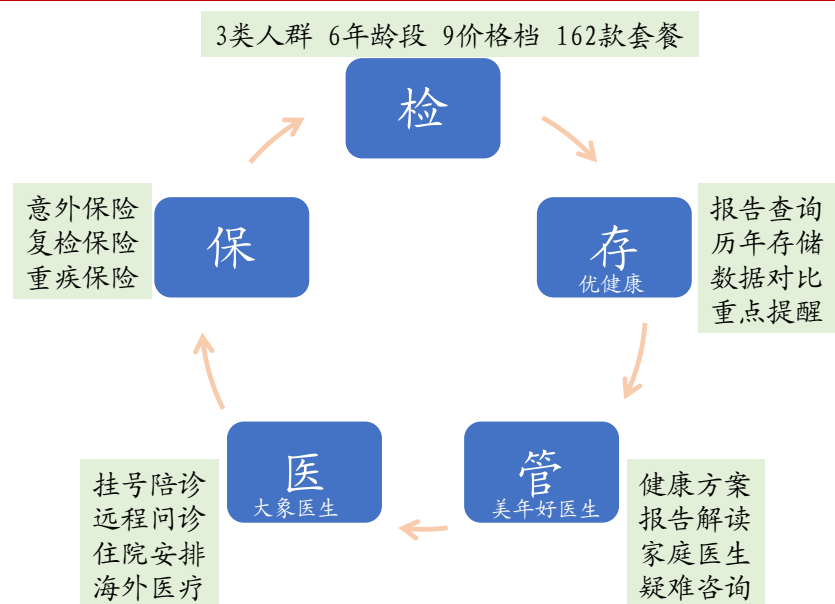


来源：中泰证券研究所

- 2018年10月底，公司召开了“美年好医生”的新品发布会。美年健康联合平安好医生、中国人保财险等推出的“美年好医生”，将检、存、管、医、保五大环节全部联通，为客户提供5维度全面健康管理服务，引领行业进入3.0健康管理时代。
- “美年好医生”实现健康管理闭环，公司竞争力进一步提升。传统体检模式将体检与治疗、保险保障割裂，体检后相关的诊疗和保险等需求难以满足。“美年好医生”提供的检、存、管、医、保5大服务，就是全面体检、健康银行、健康咨询、就医直通与保险保障，实现健康管理全程保障。“美年好医生”的产品定价灵活，从起步999元到高端4999元；公司计划未来3年销售1000万个“美年好医生”套餐，这一创新产品的推出将进一步提升公司的服务竞争力并带动客单价稳定提升。
 - “检”：为消费者提供丰富个性的体检套餐。通过千万级的健康数据库，以及医学专家对于疾病预防筛查方式的共识，为6个年龄层提供总计162款个性化的体检套餐。
 - “存”：为消费者打造专属的健康数据银行。凭借优健康APP，消费者可在36小时内获取体检报告，更能通过历年体检报告的大数据储存与分析，让消费者直观对比指标变化趋势，并获得阳性指标和重大疾病风险提示。
 - “管”：为消费者提供检后健康咨询。依托平安好医生等行业优质资源，数千位专业人员将通过服务热线为消费者提供及时的深度报告解读，并给予专业健康管理方案。消费者还可享受健康咨询、用药建议、送药上门等增值服务。
 - “医”：为消费者提供便捷的绿色就医通道。通过远程医疗平台大象医生，消费者可以在线与全国名医实现远程问诊；同时可为消费者提供就医咨询、预约、住院等绿色通道服务。

- “保”：保险为消费者提供体检后的全方位保障。与中国人保财险联手，采用检后重大疾病保险、复查费用保险、体检意外保险，实现健康管理全程无忧。

图表 35: 美年好医生所提供的服务内涵



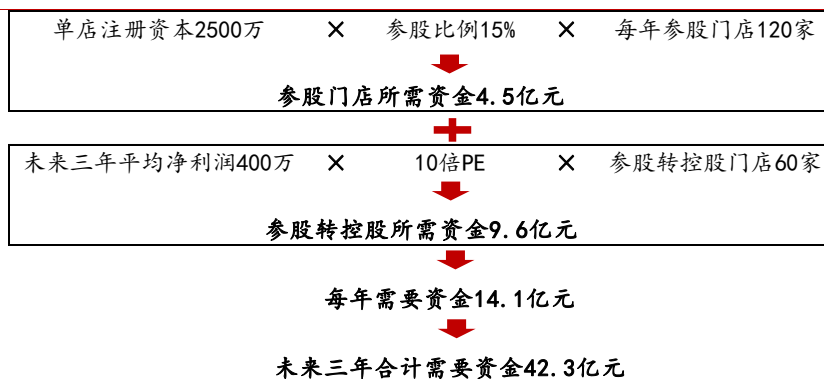
来源：中泰证券研究所，公司网站

量升价提，双引擎驱动公司持续高增长

量升：三年千店，抢占三四线空白市场

- 参考公司战略目标，我们预计到 2021 年公司将在全国布局超过 1000 家家体检中心。至 2018 年 3 季度，公司在营业体检中心超 500 家，含在建医院超过 620 家，即未来三年每年需新增 120 家体检中心可达上述目标。假设公司对新增体检中心的初始参股比例为 15%，以注册资本 2500 万元计，单店参股的初始投入为 375 万元，**每年新增 120 家参股体检中心所需资金为 4.5 亿元。**
- 公司计划每年将达到一定收入体量的参股公司纳入体内。假设公司每年有 60 家参股公司转为控股，在参股比例 15% 的基础上再收购约 40% 股权，达到控股目的。假设收购时单店未来三年平均净利润约为 400 万元，以 10 倍 PE 进行收购，即以单店估值 4000 万元收购，**完成 60 家参股公司收购每年需要资金 9.6 亿元。**

图表 36: 公司未来三年资金需求测算



来源：中泰证券研究所

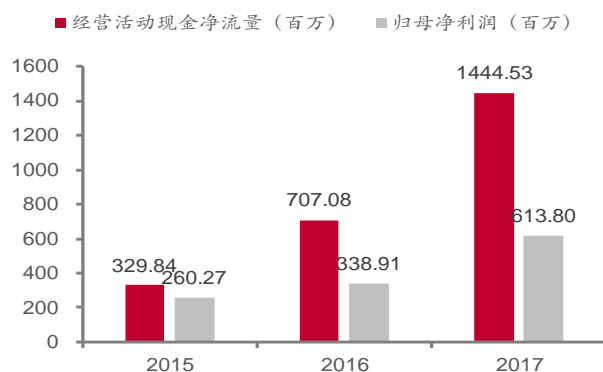
- 根据以上测算，2019-2021年公司每年参股分院需要资金约4.5亿元，参股转控股需要资金约9.6亿元，未来三年合计需要资金约42.3亿元。
- 公司经营性现金流良好，小幅加杠杆则可支撑未来三年资本支出。公司体外资金的来源包括长短期银行借款、发行公司债券、非公开发行股票等。截止2018年3季度，公司有息负债共计45.7亿元，有息负债率约为66%，速动比率0.86，处于适中水平；2017年末公司经营性现金流为14.4亿，随公司收入规模的扩大和个检比例的提升，公司对上游及下游的议价能力正稳步提升，经营性现金流有望持续保持良好状态。按业绩增速推算2018年的经营性现金流可达20亿元。假设将每年经营性现金流中的1/2用于扩张，则公司每年仅需融资5亿元左右即可满足资本开支。

图表 37：公司有息负债来源

负债类别	备注
1	短期借款24.63亿 以保证借款为主，大多是上市公司为担保，子公司在当地银行借款
4	长期借款12.13亿
5	应付债券8.95亿 2017年6月发行4亿元3年中期票据，票面利率6.78%；2018年3年期5亿元公司债，票面利率为6.57%
合计	45.7亿元有息负债

来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 38：公司经营性现金流充沛



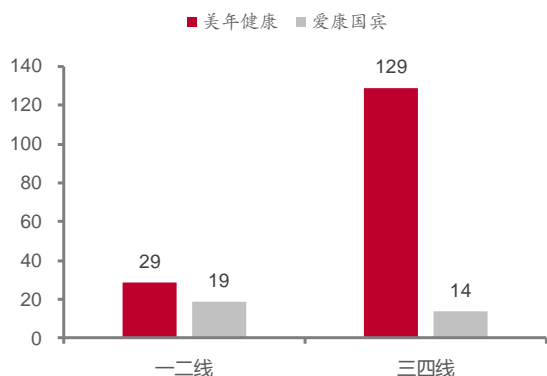
来源：中泰证券研究所，公司公告，公司官网

- 网点布局思路清晰，巩固一、二线城市优势的同时，加大三、四线城市的深耕布局。一、二线城市将在原有体检中心布局的基础上进行补充，提升公司在当地的竞争力。三、四线城市则根据各个城市人口密度、交通发达程度等，以美年大健康和慈铭体检两大品牌为依托加大布局力度。
- 一、二线城市体检量增长空间有限，公司率先下沉渠道，抢占三、四线空白市场。团检主导下的一二线城市体检渗透率已经处于较高水平，专业体检机构竞争激烈，体检量的增长主要依靠争夺其他民营体检机构的客户，增长空间相对有限。三、四线城市公立医疗资源相对匮乏，尚处于体检普及、市场开拓和消费升级阶段，行业有力的竞争对手尚未布局，市场竞争不充分，是真正的蓝海区域。

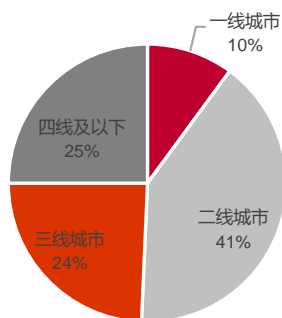
图表 39：部分三四线城市体检机构竞争格局

省份	城市	常住人口 (万)	城市等级	体检机构合 计	美年健康	其他民营体 检机构	医院		美年健康门店平均 营业面积 (平方米)
							三级	二级及以下	
河南省	洛阳	683.2	三线	27	3	2	4	18	3500
	平顶山	498.4	四线	3	1	1	0	1	5000
	济源	73.1	四线	1	1	0	0	0	2000
山东省	临沂	1044.3	三线	15	7	1	1	6	3600
	聊城	603.7	四线	18	1	8	1	8	5400
	东营	215.5	四线	9	2	2	1	4	3600
四川省	绵阳	483.6	三线	25	1	2	4	18	3500
	遂宁	323.6	四线	2	1	0	1	0	4000
	自贡	290.1	四线	13	1	1	6	5	4000

来源：公司官网，中康体检网，中泰证券研究所（机构数量统计来源为中康体检网，城市分级参考《第一财经周刊》）

图表 40: 公司与爱康国宾布局城市等级数量对比


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 41: 公司不同等级城市门店数分布情况 (截止 2018 年 8 月)


来源: 公司官网, 中泰证券研究所 (仅统计官网列示的体检中心)

- 我们对三四线城市体检市场容量进行了测算, 核心假设包括: 1) 每 20 万人新建一家体检中心, 则三四线城市体检机构容量接近 5000 家; 2) 未来三四线城市体检渗透率 30-50%; 3) 未来客单价 600-1000 元/人。根据测算结果, 三四线城市体检市场容量可达 320 亿, 是公司当前收入规模的 5 倍左右。

图表 42: 三四线城市体检市场容量测算

常住人口 (万)	>600万	300万-600万	100万-300万
城市数量	13	121	124
理论可容纳体检机构数量	650	3025	1240
合计	4915		
	体检渗透率	客单价 (元/人)	市场容量 (亿)
乐观	50%	1000	492
中性	40%	800	317
悲观	35%	600	208

来源: 中泰证券研究所, 各地统计局

- 考虑到公司资金充沛开店计划有望如期实施, 以及三四线体检市场容量广阔, 我们对未来三年公司客流量进行了测算。由测算结果可知, 至 2020 年公司整体客流量约 4330 万人次, 体检人次年复合增长率达 25.7%。

关键假设:

- 假设公司美年、慈铭、奥亚、美兆四大品牌的门店比例约为 7: 1: 1: 1;
- 假设“美年大健康”品牌的体检中心 2018-2020 年每家控股体检中心接待 8 万人次/年, 每家参股体检中心接待人次 4 万、4.4 万、4.5 万人次/年;
- 假设 2018-2020 年慈铭、奥亚、美兆平均单店体检人次年均增长率为 8%、7%、7%;

图表 43: 公司未来三年客流量测算

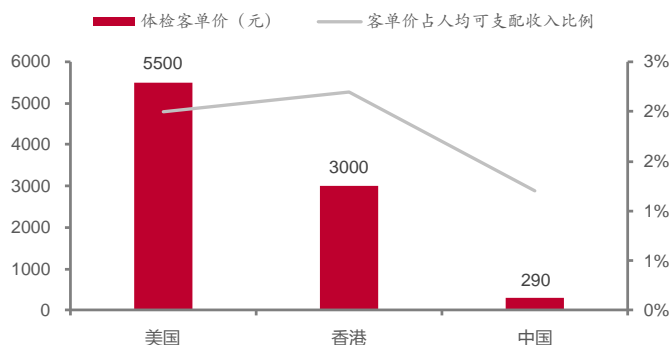
体检中心数 (个)	2017	2018E	2019E	2020E						
美年	301	441	502	562		体检中心人次	2017	2018E	2019E	2020E
美年控股	146	186	224	274		数 (万人次)				
美年参股	155	255	278	288		美年	1839.4	2498.7	3001.3	3488.0
慈铭	65	78	83	90		yo y		36%	20%	16%
慈铭控股	60	63	65	68		慈铭	309.5	434.7	494.9	568.9
慈铭参股	5	15	18	22		yo y		40%	14%	15%
美兆	5	20	32	57		美兆	10.0	43.2	74.0	141.0
美兆控股	2	3	8	14		yo y		332%	71%	91%
美兆参股	3	17	24	43		奥亚	21.0	38.9	65.9	181.8
奥亚	7	12	19	49		yo y		85%	69%	176%
奥亚控股	0	0	5	9		合计	2179.9	3015.5	3636.0	4379.6
奥亚参股	7	12	14	40		yo y		38%	21%	20%
合计	378	551	636	758						

来源: 中泰证券研究所, 注: 体检中心含参股中心

价提: 多方发力提升个检比例

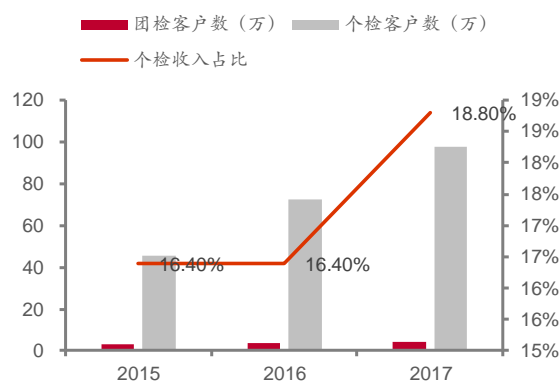
- **客单价提升空间大。**中国大陆地区体检的平均客单价为 290 元, 占人均可支配收入 1.2%, 而美国和香港单次体检占人均可支配收入 2% 左右, 相比发达地区我国体检客单价的提升空间较大。并且随着我国体检行业进入发展黄金时期, 体检服务内涵不断丰富, 高端体检逐渐成为趋势, 供给驱动需求, 体检客单价的天花板也将随之不断抬升。

图表 44 与发达地区相比客单价提升空间大

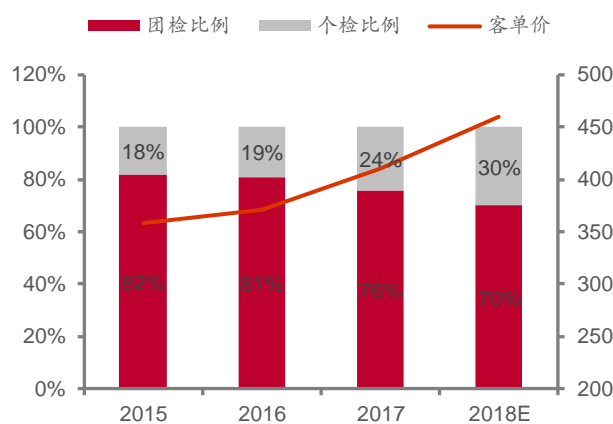


来源: 中泰证券研究所, 慈铭医疗

- **个检比例提高有助于客单价提升。**目前专业体检机构 75% 以上为团单, 且团体客户集中在外企和大型国内企业, 客群较为单一, 市场对价格敏感, 团检客单价的提高十分有限。近几年, 公司个检客单价显著提高, 2012 至 2017 年复合增速约达 12%, 远超团检客单价的增速, 带动了整体客单价的快速提高。

图表 45: 爱康国宾团检与个检收入占比情况


来源: 爱康国宾年报, 中泰证券研究所

图表 46: 公司个检比例提升带动客单价提高


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **双管齐下有效提升个检比例。**公司个检比例的提升主要来自两方面,一方面,三四线城市的渠道下沉,带来增量个检人群;另一方面,公司不断推出的高附加值项目带来存量客户个检比例增加。公司多方发力成果初现,个检比例从2014年的14%提高至2017年的24%左右,预计到2018年末,个检比例将达30%。

➢ **渠道下沉带来增量个检人群。**不同于一二线城市以企业团体为主的客户结构,三四线城市的体检中心的主力始终是个检客户。据调研,美年健康三四线城市体检中心的人均客单价约为600-800元,高于公司接近460元的整体客单价。随着公司持续推进渠道下沉,三四线城市体检量占公司总体体检量的比重将会显著提高,随之带来公司整体个检比例的提高,客单价亦会水涨船高。

图表 47: 三四线城市体检量占比对客单价影响的测算

保守假设一二线城市体检中心客单价为300元/人, 三四线城市体检中心客单价为800元/人					
三四线城市体检量占公司总体体检量的比重	30%	40%	50%	60%	70%
整体客单价(元)	450	500	550	600	650

来源: 中泰证券研究所

➢ **高附加值项目丰富服务内涵。**公司不断推出具有创新性的优质体检项目,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,纵向深挖客户健康需求,实现个检比例的提升。

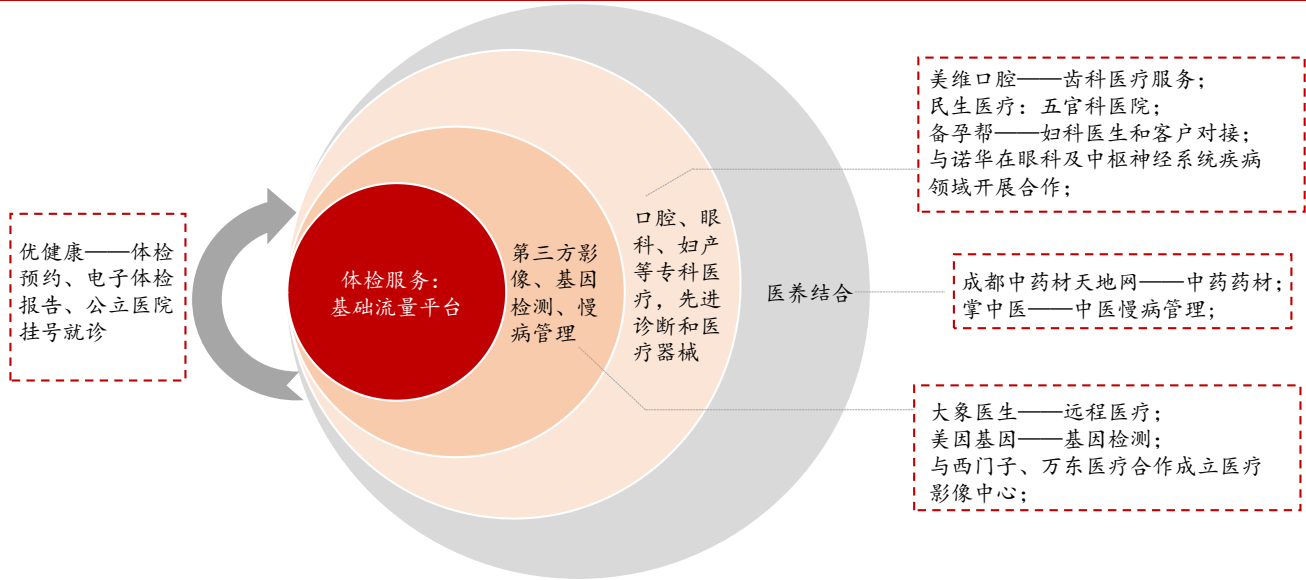
掌控关键赛道,平台价值兑现

■ **体检行业的核心价值不仅在于其规模,更在于其延展性。**从医药产业链来看,体检机构上游连接医药企业、医疗器械企业及其分销商,下游直接面对消费者,并受保险机构影响,与第三方实验室有联系,是连接医疗体系上下游的重要环节。体检行业占据大健康产业的入口,通过横向、

纵向的延展打通产业链，未来体检机构向平台化转型，发展空间广阔。

- 美年健康通过参股关键赛道，如彩超、胶囊胃镜、诊断设备等硬件公司，打造开放的平台；将健康管理、智能诊断、健康保险、慢病防治的企业接入美年的平台，美年在其中承担基础流量平台的角色。过去规模是企业内部资源投资和成长的结果，在公司未来规划中，规模源于发掘企业外部网络的能力。

图表 48: 美年健康生态圈布局



来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

产品为导向转为服务为导向, 向健康管理中心迈进

- 目前我国体检行业缺乏前后端的专业服务，体检项目停留在仪器和技术层面，以仪器来提供量化的体检结果是当下市场的主要模式。这种模式本质上仍然是体检产品的打包贩售，容易陷入产品雷同的困境，用户迁移成本低。体检机构想要长远发展，摆脱价格战、产品雷同的困境，就必须转型向服务衍生。
- 体检机构作为预防医疗的一部分，向健康管理中心的纵向延伸是自然且流畅的。通过全科医生指导决定体检项目，并且针对个人健康风险给出有针对性的建议，或者进行慢病的治疗管控，进行长期健康管理。对于阳性体检结果的客户，体检中心联络各大医院、提供转诊服务，随着政策的开放和技术的进步，未来医生多点执业、远程会诊等新形式也将得以应用。一旦客户与体检中心建立起类似家庭医生的“熟人关系”，让体检获得的数据成为真正有用的医疗数据，体检机构作为团体渠道和数据通道的意义才有可能实现。
- 公司在特色专科、慢病管理等领域持续深入布局，向健康管理中心迈进。诺华制药(中国)与美年健康于2018年5月签署战略合作备忘录，将在眼科及中枢神经系统疾病领域开展深入合作。双方计划建立疾病体检标准、疾病预防、筛查、诊疗、康复及教育于一体的健康管理体系及风险评估体系;发展远程医疗等新技术在医疗领域的应用,打通疾病早筛、早诊、早治的健康综合管理产业闭环。同时,公司生态圈内的糖尿病代谢中心、呼吸慢病中心、消化慢病中心等也都在大力建设当中,2018

年2月公司与国家呼吸临床研究中心暨中日友好医院呼吸中心正式签署合作协议，双方将在体检人群呼吸疾病的研究达成深度合作。

图表 49: 公司健康管理中心布局方向



来源：公司年报，中泰证券研究所

以平台为基底，良性产业链不断延伸

- **围绕体检主业，向产业链上下游延伸。**公司背靠天亿集团，依托天亿集团的医疗投资体系，一方面与上游医疗器械企业合作，是上游 IVD、医疗设备等放量的重要通道；另一方面，与下游医疗服务企业守望互助，丰富自身服务内涵的同时实现了体检中心的入口价值。

图表 50: 天亿集团医疗投资布局



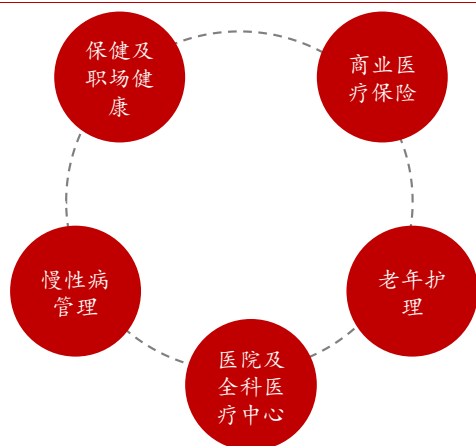
来源：中泰证券研究所，公司官网

- **开放的流量平台，孵化然后反哺。**美年健康与安翰医疗的合作是典型的孵化科创企业然后受其反哺的案例。安翰医疗是国内首家研制成功“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，并 2013 年获得 CFDA 颁发的医疗器械注册证。公司自 2016 年起将安翰的胶囊机器人产品投放至体检机构，仅 2016 年就帮助其销售了 3 万例，极大降低了安翰的获客成本，使其得以快速超越同行。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。“3650 套餐”的大获成功证明了美年作为开放的流量平台的深厚价值，未来这种“孵化+反哺”的模式将会帮助公司在产业链上下游的关键赛道掌握话语权。

商业保险：健康生态圈的最后一环

- 目前中国的健康保险主要是两类产品，企业团体的医保补充保险和大病保险。前者机械地在医保消费的基础上给予一定比例赔付，实则没有任何增值价值，无法在危急时刻提供真正保障；后者类似于寿险，无法在医疗预防、诊治和康复过程中给购买者医疗保障。现有的健康保险产品缺乏对客户生病之前的健康管理、患慢性病后的疾病管理服务。
- 英国宝柏公司(BUPA)是通过打造健康险产业链取得成功的代表企业。在体检业务之外，它还提供商业医疗保险、医院和医疗服务以及保健服务，健康保险业务贡献了主要营收。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。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 51: BUPA 业务板块



来源：BUPA 官网，中泰证券研究所

图表 52: 国内商业医保与医疗服务产业链融合典型事件

	时间	事件
医药企业主导	2016.7	灵康药业与创业软件发起设立长寿健康保险
	2016.12	西藏爱尔医疗投资有限公司、莱美药业等5家上市公司发起设立爱尔健康保险股份有限公司
	2017.2	复星集团等股东共同发起复星联合健康保险股份有限公司
保险主导	2015	泰康人寿投资养老社区燕园正式开园
	2016.5	阳光保险集团投资潍坊阳光融合医院
	2016.10	平安健康险与南方医科大学深圳医院签署战略合作协议，探索管理式医疗
	2017.3	众安保险与微医集团合作推出互联网医院门诊险
	2017.3	医疗机构

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- 美年作为中国最大的体检流量入口在健康保险领域具有天然优势，其团体客户资源丰富，并且由平台沉淀了大量精准数据。公司正在加快专业健康保险公司的设立和第三方支付牌照申请，完善从预防端、医疗端到支付端的闭环。未来有望对标 BUPA，把精准的健康大数据以及互联网金融结合和综合健康服务模式结合，打造中国人真正有价值的个人“健康银行”。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司收入 85.3、115.9、156.6 亿元，同比增长 36.9%、35.8%和 35.1%，归属母公司净利润 8.5、11.7、16.2 亿元，同比增长 39.3%、37.3%、38.4%，对应 EPS 为 0.27、0.38、0.52 元。
- 假设一：公司新建体检中心进展顺利，参考前文体检中心数量和单店体检人次测算，2018-2020 年上市公司体内体检人次的增长分别为；26.4%、

20.6%、21.4%。

- 假设二：受体检比例提升，高端业务的渗透率提升，假设美年大健康品牌客单价分别提升 10.5%、9.1%、9.0%，2018-2020 年毛利率保持 50%；慈铭体检当前客单价高于美年大健康，保守估计客单价增长率保持 8%，2018-2020 年毛利率微幅上升至 41%；慈铭奥亚与美兆体检客单价分别增长 8%、7%、7%，毛利率分别保持 55%、60%。

图表 53：美年健康业务分拆预测（单位：百万元）

销售收入（百万）	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
美年大健康	2101.5	3081.9	4452.9	6386.0	8374.5	11103.1
yoy		46.7%	44.5%	43.4%	31.1%	52.1%
%总收入	100.0%	100.0%	72.5%	74.8%	72.8%	71.9%
毛利	1008.7	1488.5	2204.2	3167.4	4170.5	5551.5
毛利率	48.0%	48.3%	49.5%	49.6%	49.8%	50.0%
慈铭体检	1015.7	1234.0	1609.9	2008.2	2394.4	2867.6
yoy		21.5%	30.5%	24.7%	19.2%	19.8%
%总收入			26.2%	23.5%	20.8%	18.6%
毛利	327.1	475.1	635.9	813.3	974.5	1167.1
毛利率	32.2%	38.5%	39.5%	40.5%	40.7%	40.7%
慈铭奥亚			0.0	0.0	300.5	619.2
yoy					#DIV/0!	106.1%
%总收入				0.0%	2.6%	4.0%
毛利				0.0	165.3	340.6
毛利率				55.0%	55.0%	55.0%
美兆体检			80.0	140.0	427.3	856.2
yoy				75.0%	205.3%	100.4%
%总收入			1.3%	1.6%	3.7%	5.5%
毛利				84.0	256.4	513.7
毛利率				60.0%	60.0%	60.0%
总收入	2101.5	3081.9	6142.9	8534.2	11496.6	15446.0
yoy		46.7%	99.3%	38.9%	34.7%	34.4%
总毛利	1008.7	1488.5	2840.1	4064.8	5566.7	7572.9
毛利率	48.0%	48.3%	46.2%	47.6%	48.4%	49.0%

来源：公司年报，中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股两家医疗服务企业爱尔眼科、通策医疗作为可比公司，平均估值在 58X2018PE、44X2019PE，目前公司股价对应 2018 年 62 倍 PE，2019 年 46 倍 PE，考虑到公司是 A 股唯一的体检行业上市公司，且新建体检中心有望快速进入收获期，公司后续成长高确定性，我们给

予公司 2019 年 55-60 倍 PE，目标区间 20.9-22.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值

证券代码	公司名称	营收 (2017)	近3年营收 CARG(%)	净利润 (2017)	近3年净利润 CARG(%)	一致预期净利润			对应估值			总市值
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	
300015.SZ	爱尔眼科	59.6	35.4	7.43	33.9	10.2	13.8	17.9	65.7	48.6	37.4	670.2
600763.SH	通策医疗	11.8	26.4	2.2	25.3	3.0	4.0	5.2	52.2	39.5	30.0	157.2
	均值								58.9	44.1	33.7	

来源: wind (截止至 2018 年 11 月 16 日, 单位亿元), 中泰证券研究所

风险提示

- **体检中心盈利情况不达预期风险。**公司扩张步伐较快，每年数量可观的新增体检中心对销售、管理团队提出较高要求。部分地区体检机构竞争激烈，可能导致新增体检中心盈利不及预期风险。
- **医疗服务质量控制风险。**高质量的体检服务是客户选择体检机构与公司获取持续业务增长的重要因素。一旦出现质量问题，既关系到体检结果能否真实客观地反映客户健康状况，使公司的公信力受到较大损害，也将对公司的正常经营造成负面影响，从而直接影响公司的品牌形象与市场竞争力。
- **商誉减值风险。**公司商誉账面价值为 46.0 亿元，是在历次收购中收购成本大于被购买方的购买日可辨认净资产公允价值份额产生的，其中并购慈铭体检产生商誉 28.63 亿元；在日常经营中不排除被收购公司在收购后未达收益预期，则存在商誉减值的风险。
- **健康体检行业市场规模不及预期的风险。**市场规模测算基于一定的假设条件，存在假设不及预期或市场规模测算存在误差的风险。

图表 55: 美年健康财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4590	6442	8392	11137	营业收入	6233	8534	11589	15659
现金	2366	3360	4460	5948	营业成本	3306	4469	5979	7984
应收账款	1406	2013	2688	3611	营业税金及附加	8	11	14	20
其他应收款	269	442	527	731	营业费用	1488	2048	2758	3695
预付账款	118	170	221	300	管理费用	464	632	858	1159
存货	83	109	150	199	财务费用	111	153	213	232
其他流动资产	347	347	347	348	资产减值损失	18	18	18	18
非流动资产	7890	8911	9891	10997	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	31	31	31	投资净收益	61	140	160	180
固定资产	1809	2137	2435	2712	营业利润	904	1344	1910	2730
无形资产	138	197	231	278	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	5912	6547	7193	7976	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	12479	15353	18283	22133	利润总额	902	1342	1908	2728
流动负债	4465	6433	7494	8842	所得税	207	308	439	627
短期借款	1144	2700	2800	3000	净利润	694	1033	1469	2102
应付账款	591	694	958	1315	少数股东损益	81	178	296	477
其他流动负债	2730	3040	3736	4526	归属母公司净利润	614	855	1173	1625
非流动负债	1111	1114	1514	1914	EBITDA	1422	1893	2585	3482
长期借款	603	1003	1403	1803	EPS (元)	0.24	0.27	0.38	0.52
其他非流动负债	508	111	111	111					
负债合计	5577	7547	9008	10755	主要财务比率				
少数股东权益	406	585	880	1358	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	2601	3122	3122	3122	成长能力				
资本公积	2357	1837	1837	1837	营业收入	44.5%	36.9%	35.8%	35.1%
留存收益	1538	2262	3436	5060	营业利润	44.2%	48.7%	42.1%	43.0%
归属母公司股东权益	6497	7221	8395	10020	归属于母公司净利润	35.9%	39.3%	37.3%	38.4%
负债和股东权益	12479	15353	18283	22133	获利能力				
					毛利率(%)	47.0%	47.6%	48.4%	49.0%
					净利率(%)	9.8%	10.0%	10.1%	10.4%
					ROE(%)	9.4%	11.8%	14.0%	16.2%
					ROIC(%)	11.5%	13.8%	17.8%	22.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.7%	49.2%	49.3%	48.6%
					净负债比率(%)	38.67%	54.48%	51.20%	48.46%
					流动比率	1.03	1.00	1.12	1.26
					速动比率	1.01	0.98	1.10	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.61	0.69	0.77
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	7.06	6.96	7.24	7.02
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.27	0.38	0.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.35	0.68	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.31	2.69	3.21
					估值比率				
					P/E	87.02	62.49	45.51	32.88
					P/B	8.22	7.40	6.36	5.33
					EV/EBITDA	3	2	1	1

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。