

美年健康 (002044)

证券研究报告

2019年03月01日

“每年”健康方程：体检为矛，数据为盾，铸造平台价值

优质赛道中的领跑选手，规模壁垒助力形成领先优势

2017年我国体检市场规模约1300亿，预计2018年达到1500亿，2012-2018年年复合增速达到21.6%，行业保持了持续高增长。2017年我国健康体检人次约为5亿人次，渗透率约为33%，对比美国、日本等国家70%以上的体检渗透率，我国体检渗透率提升空间充足。随着人民健康意识的提升，体检需求还将进一步释放，我国体检行业将持续保持高景气度成长。虽然目前公立医院占据体检行业的主导地位，但其体检产能扩张受限，同时非公体检机构在资本的助力下，在设备、技术、服务与医疗质量等多方面逐步提升自身的竞争实力，市场份额从2011年的14.7%提升至2017年的18.05%。目前非公体检市场已经形成以美年健康等为龙头的寡头竞争局面，2017年公司的市场份额约占整体体检市场的4.7%。2018年公司基本实现在全国约600家体检中心布局，体检人次预计接近3000万人次，在健康体检领域已经形成了一定的规模壁垒与领先优势，同时公司优秀的连锁化管理经验助力其形成较强的竞争实力，推动其在体检行业这条优质的赛道中继续领跑，提升市场份额。

产品升级推动个检提升，三四线城市的下沉挖掘基层需求

公司是全国非公体检龙头，是国内体检行业创新变革的“先驱者”，形成了以美年健康、慈铭、奥亚、美兆体检为核心的多品牌，多层次发展模式。借助资本力量，公司从体检中心布局到医疗设备配置，从检测技术创新到体检产品创新升级，多方面推动行业与公司发展：1) 继“3650套餐”之后主推的“美年好医生”推动体检行业迈向3.0时代，产品的更迭升级带动公司个检比例提升以及客单价的提升。2017年公司客单价为429元、个检比例25%，2018H1个检的比例达到34%；预计未来每年个检比例、客单价有望分别保持5%、10%的增长；2) 公司在巩固一、二线城市的体检业务的基础上，积极拓展三、四线体检市场；三、四线城市人口总数大，市场竞争相对缓和，公司拥有优于基层医院医疗设备配置的硬实力与优质体检服务质量等软实力，高性价比体检服务有望促进三、四线城市的快速放量。产品更迭升级、体检中心布局渠道的下沉将不断强化公司“量价齐升”的逻辑，推动公司体检主业的长期发展。

依托健康数据流量构建健康产业生态圈，铸造平台价值

体检行业具有一定的设备依赖性，因此扩张可复制性强；另一方面，体检作为健康需求的入口端，具有较好的延展性：横向可叠加大数据分析、产业平台孵化，以及融合保险产品等；纵向，可深度开发医疗服务与诊疗需求，向慢病管理、精准医疗等方向发展。同时随着体检人次的提升，公司健康大数据将更加完善，公司有望依托健康大数据的深度挖掘开发，布局基因检测，人工智能、产业孵化等，逐步构建健康产业生态圈，并铸造更大的平台的价值。

估值与评级

公司体检产品升级以及体检中心布局的扩张下，尚且存在较高的成长空间，另一方面作为非公体检龙头，积累了大量健康数据，随着数据应用的逐步变现，未来的平台价值具有较大的想象空间。我们预测公司2019-2021归母净利润分别为11.53/16.30/22.79亿元，对应EPS为0.37/0.52/0.73元/股，给予其2019年55倍PE，高于行业平均估值水平，对应股价为20.35元，给予“买入”评级。

风险提示：连锁化扩张带来的经营管理风险，体检项目存在漏检等风险，体检中心拓展不及预期，政策风险，市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,081.86	6,233.05	8,454.27	11,528.42	16,299.45
增长率(%)	46.65	102.25	35.64	36.36	41.39
EBITDA(百万元)	648.27	1,223.75	1,461.68	2,034.73	2,817.54
净利润(百万元)	338.91	613.80	822.32	1,153.41	1,630.26
增长率(%)	30.21	81.11	33.97	40.26	41.34
EPS(元/股)	0.11	0.20	0.26	0.37	0.52
市盈率(P/E)	156.58	86.46	64.53	46.01	32.55
市净率(P/B)	16.02	8.17	6.92	6.19	5.38
市销率(P/S)	17.22	8.51	6.28	4.60	3.26
EV/EBITDA	48.46	45.38	34.51	24.11	16.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	17.30元
目标价格	20.35元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,121.57
流通A股股本(百万股)	2,344.56
A股总市值(百万元)	54,003.11
流通A股市值(百万元)	40,560.97
每股净资产(元)	2.02
资产负债率(%)	54.31
一年内最高/最低(元)	30.42/12.69

作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
杨焯辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《美年健康-公司点评:2018年业绩预告发布,体检龙头再起航》2019-02-13
- 2 《美年健康-公司点评:定增预案发布,改善资本结构、深挖数据、开发平台价值》2018-11-23
- 3 《美年健康-季报点评:回购彰显发展信心,枕戈待旦守望全年》2018-10-30

内容目录

1. A 股健康体检第一股，快速发展守护全民健康	5
1.1. 依托大健康产业，并购中崛起	5
1.2. 快速成长的体检龙头，全国布局渐完善	6
1.3. 七大地区收入提升，孕育发展机遇	9
1.4. 全国连锁化布局的优质体检龙头，“量价齐升”逻辑不断强化	11
1.4.1. 全国化的体检中心布局，带动体检服务人次递增	11
1.4.2. 体检产品的更迭升级，推动个检比例与客单价的双提升	13
1.5. 高端设备+多样性体检产品，逐步建立竞争优势	13
2. 优质赛道，体检需求仍具备持续挖掘的潜力	17
2.1. 体检源起于健康意识提升，发展于资本推动	17
2.2. 公立医院占据主导地位，非公体检机构已显寡头竞争格局	20
2.3. 大健康的入口端，具备较好的延展性	23
2.4. 对比国外，我国体检渗透率仍有提升的空间	24
2.5. 千亿空间的体检市场，非公体检机构前景可期	25
3. 以体检为锚，铸造平台价值	29
3.1. 5 点核心商业模式因素分析，广视角看连锁体检机构成长	30
3.2. 借助并购基金实现体检中心的布局，推动渠道的下沉	34
3.2.1. 控股与参股等方式，获取优质体检中心资源	34
3.2.2. 一、二线城市布局渐完善，网络逐步下沉	35
4. 行业先驱者，创新引领发展	36
4.1. “美年好医生”问世，健康产业“闭环”雏形已显	36
4.2. 深度挖掘数据价值，构建健康产业生态圈	37
4.3. 从“B 到 C”，从“一、二到三、四”，“带动”体检服务潜力市场大	37
4.4. 多品牌，多层次，覆盖各层级消费者需求	39
5. 业绩分拆与估值讨论	39
5.1. 业绩分拆	39
5.2. 估值讨论	40

图表目录

图 1：股权结构稳定（截止 2018 年 6 月 30 日）	5
图 2：公司的发展伴随着一系列并购的实现	6
图 3：2012-2018 年 Q3 营收与增速	6
图 4：2012-2018 年 Q3 公司归母净利润与增速	6
图 5：美年健康与同行业毛利率水平比较	7
图 6：美年健康与同行业净利率水平比较	7
图 7：美年健康有息负债（亿元）与资产负债率	7
图 8：美年健康三项费用率水平	7

图 9: 公司 2015-2018Q3 现金流情况 (亿元)	8
图 10: 公司 2015-2018Q3 存货与应收账款周转天数	8
图 11: 公司 2017Q1-2018Q3 经营活动产生的现金流净额 (亿元)	8
图 12: 公司 2015-2018-Q3 ROE 拆分	8
图 13: 分地区公司 2015-2018H1 收入情况 (亿元)	9
图 14: 分地区公司 2015-2018H1 收入占比情况	10
图 15: 分地区公司 2015-2018H1 毛利率情况	10
图 16: 2009 年至 2017 年公司体检中心数量 (家)	11
图 17: 美年健康体检中心布局地图	12
图 18: 上海美年大健康品牌分布	12
图 19: 湖南美年大健康品牌分布	12
图 20: 2009-2017 年公司体检服务人次 (万)	13
图 21: 2012-2017 年公司客单价变化 (元)	13
图 22: 2012-2018H 公司体检服务中团检与个检比例变化	13
图 23: 公司采购设备的分类	14
图 24: 公司高端医疗设备配置与品牌差异	14
图 25: “美年好医生” 体检套餐	16
图 26: 公司天猫旗舰店不同体检套餐销售比例	16
图 27: 天猫旗舰店公司针对不同人群体检套餐销售比例	16
图 28: 公司部分体检套餐价格 (元)	17
图 29: 2012-2018 年我国体检行业市场规模与增速	17
图 30: 我国体检行业的发展	18
图 31: 2009-2018E 我国健康体检人次 (亿) 及增速	18
图 32: 体检行业发展中主要的收并购历史	19
图 33: 2013-2017 年人均可支配水平的变化	19
图 34: 2013-2017 年人均医疗保健支出	20
图 35: 体检行业步入 3.0 时代	20
图 36: 体检行业的产业链	21
图 37: 2012-2018E 民营专业体检机构市场规模及增速	21
图 38: 2011-2018E 民营专业体检机构市场份额逐步提升	21
图 39: 我国体检行业竞争情况	22
图 40: 非公体检行业市场竞争情况	22
图 41: 体检行业波特五力模型分析	23
图 42: 体检行业的发展特性	23
图 43: 体检行业的延展性体现	24
图 44: 国外体检服务的流程	24
图 45: 2017 年不同国家体检覆盖率 (%)	25
图 46: 医疗卫生机构在不同地区的健康体检渗透率	25
图 47: 公立医院健康检查人次及增速	26
图 48: 民营医院健康检查人次及增速	26
图 49: 2010-2017 年各省、市、自治区公立医院体检渗透率	27

图 50: 2010-2017 年各省、市、自治区民营医院体检渗透率.....	27
图 51: 公立医院体检部与私营体检机构的比较.....	28
图 52: 美年健康产业生态圈.....	29
图 53: 美年健康增值服务领域布局（部分）.....	30
图 54: 不同年龄段的体检需求度.....	30
图 55: 公司员工构成.....	31
图 56: 公司体检业务流程.....	31
图 57: 2016 年公司体检服务成本构成.....	32
图 58: 2017 年公司体检服务成本构成.....	32
图 59: 2015-2018Q3 公司预收款与应收账款变化（亿元）.....	33
图 60: 2016Q1-2018Q3 公司按季度营业收入（亿元）.....	33
图 61: 2016Q1-2018Q3 归母净利润（亿元）.....	33
图 62: 2015-2018Q3 单季度公司经营活动现金流净额（亿元）.....	34
图 63: 预估公司体检中心不同城市群分布.....	35
图 64: 美年好医生产品.....	36
图 65: 美年好医生套餐保险方案.....	36
图 66: 以数据为基础搭建健康产业平台.....	37
图 67: B 端迅速放量推动向 C 端的转化.....	37
图 68: 公司体检中心就诊环境.....	38
图 69: 三、四线样本城市与一二线省会城市人均可支配收入增速比较.....	39
图 70: 公司多品牌分层与定位.....	39
图 71: 爱尔眼科 2012-2018Q3 营收规模（亿元）及增速.....	41
图 72: 爱尔眼科 2012-2018Q3 归母净利润规模（亿元）及增速.....	41
图 73: 美年健康 PE Bands.....	41
表 1: 公司主要控股参股公司情况.....	10
表 2: 公司不同价位体检套餐（部分）.....	15
表 3: 未来五年体检行业市场空间测算.....	26
表 4: 公司成立的部分并购基金情况.....	34
表 5: 公司 2018-2022 年业绩分拆.....	40
表 6: 公司与可比公司估值比较(截止到 2019 年 2 月 26 日).....	41

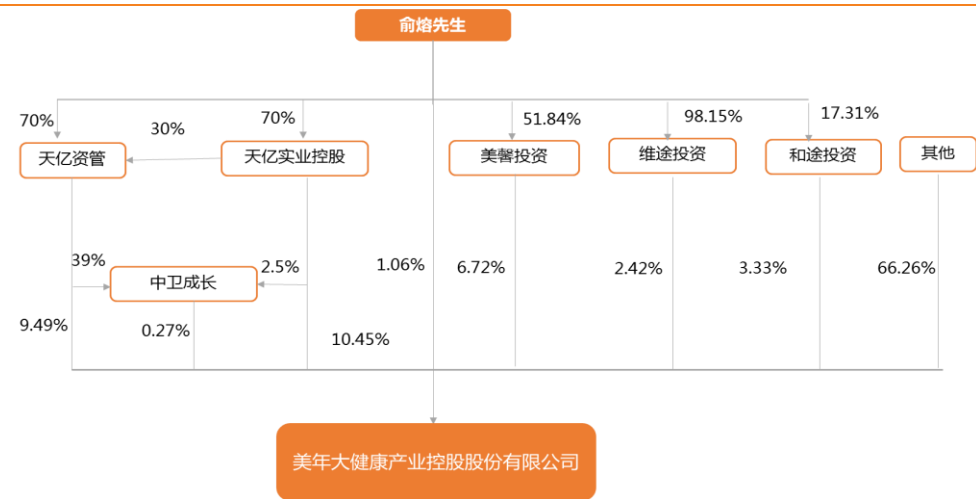
1. A 股健康体检第一股，快速发展守护全民健康

美年大健康产业控股股份有限公司始创于 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之一。公司总部位于上海，旗下拥有“美年大健康”“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”等多个健康体检品牌，致力于为客户提供全方位、深层次、个性化的健康体检服务。作为目前国内的非公体检龙头，公司于 2015 年 8 月成功上市以来，在资本的助力下，逐步实现全国的布局，体检中心覆盖全国 32 个省/市/自治区，215 个核心城市。截止到 2018 年 9 月末，公司在全国布局 571 家体检中心。2017 年体检人次超过 2160 万，2018 年全年预计体检人次接近 3000 万，是目前国内最大的非公专业连锁化体检机构。

1.1. 依托大健康产业，并购中崛起

公司实际控制人为俞熔先生，通过天亿实业控股集团、天亿资管、美馨投资、维途投资等企业，合计持有美年健康 33.74% 的股权，从而实现对公司的控股。从持股结构来看，公司股权相对集中，大股东持股比例合理。俞熔先生作为公司创始人与实际控制人，是公司战略规划的制定者。合理的股权结构、稳定的经营管理层是公司长期稳定发展的基础。

图 1：股权结构稳定（截止 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，公司 2017 年年报，2018 年半年报，天风证券研究所

美年健康是天亿集团核心产业平台。天亿投资集团成立于 1998 年，是中国领先的以医疗健康事业为核心的产业及投资集团。旗下拥有中卫、中孵等多支产业基金，专注投资于高新技术、医疗健康领域等，其中“中卫基金”致力于医疗健康投资的专业基金。天亿集团目前已投资数十家医疗健康科创公司，许多企业已快速成长为细分领域龙头，其中重点培育的核心赛道平台包括：

- 1、国内消费基因服务领导者“美因基因”（2018 年美年健康实现对美因基因控股，美因基因从天亿集团核心平台转入美年健康产业平台）；
- 2、个人健康精准大数据平台“优健康”；
- 3、全球最大的中药材全产业链服务商“中药材天地网”；
- 4、国内最大的远程医疗平台“大象医生”；
- 5、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。

公司依托“美年大健康”为基础的精准流量、医疗载体和渠道影响力，通过“中卫基金”的专业投资平台，协同行业、终端渠道等医疗资源，共同推动公司生态圈的培育，成为医疗健康产业整合和创新发展的领航者。

连锁化体检机构的发展离不开并购的推动作用。回溯公司的发展历史，一系列并购项目的实现，是公司成为非公专业连锁化体检龙头的重要推动力之一。2011 年美年健康与沈阳大健康合并成为“美年大健康”，从此开启体检连锁化模式。2013 年公司收购深圳瑞格尔体检连锁机构，开启华南地区体检中心布局。2015 年公司成功上市，优质的融资平台，再次推动公司体检中心的连锁化发展。2016 年、2017 年公司分别完成对美兆医疗、慈铭体检的收购，实现多层次、多品牌的体检中心布局，成长为国内非公专业连锁化体检龙头企业。

图 2：公司的发展伴随着一系列并购的实现



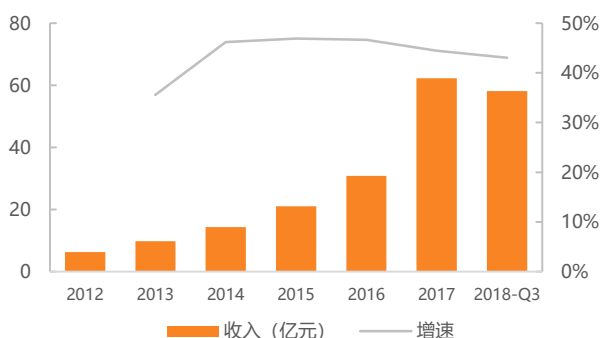
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 快速成长的体检龙头，全国布局渐完善

随着连锁化模式不断在全国推广复制，公司体检中心数量逐步提升，形成全国化的体检中心布局，从而推动经营规模的扩大，成为国内非公专业体检龙头企业。

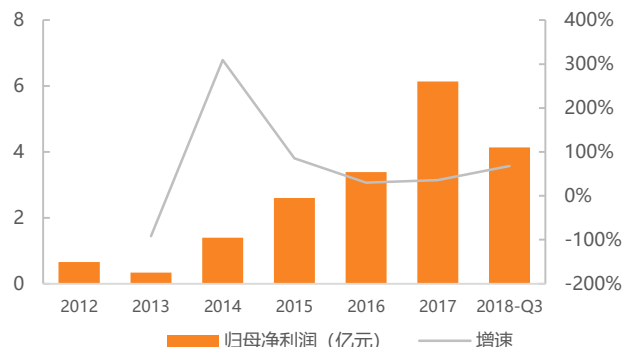
回溯公司的成长，在公司经营规模保持较快增长的同时，也获得了较高的利润回报。2012-2017 年，公司营收规模年复合增长率 CAGR 为 58.19%，归母净利润年复合增长率为 56.21%，收入体量与利润近 5 年均保持了快速的增长。2018 年前三季度公司实现收入 58.19 亿元（+43.04%），实现归母净利润 4.14 亿元（+68.18%）。

图 3：2012-2018 年 Q3 营收与增速



资料来源：公司公告，wind,天风证券研究所

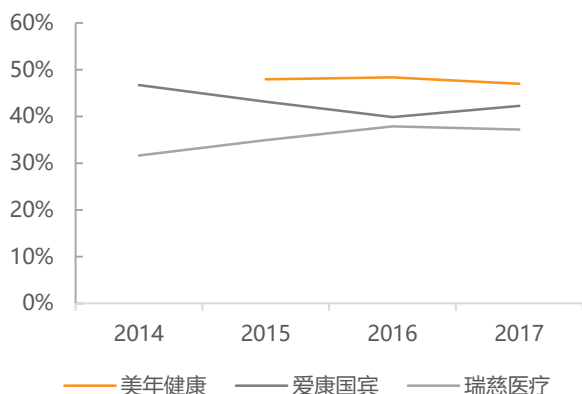
图 4：2012-2018 年 Q3 公司归母净利润与增速



资料来源：公司公告，wind,天风证券研究所

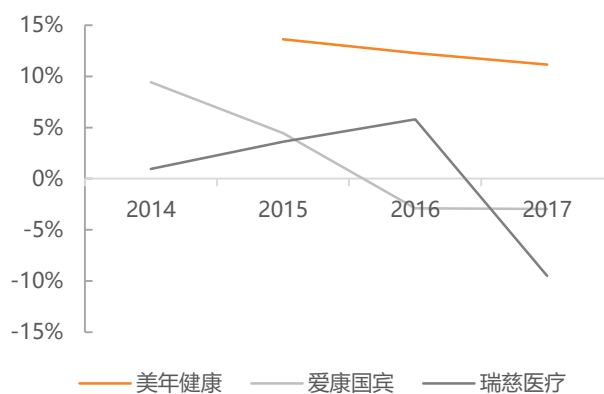
公司主要为消费者提供健康体检业务，拥有较强的盈利能力，毛利率与净利率水平均保持在行业前茅。2017 年公司销售毛利率与销售净利率分别为 46.96%、11.14%。高于其他专业体检机构。体检中心的成本主要体现为房租、设备耗材采购、人力成本等。随着体检中心数量的增加，公司规模效应逐渐显现；同时优秀的连锁化经营管理能力，也让公司表现出了优于同行业可比公司的盈利能力。

图 5：美年健康与同行业毛利率水平比较



资料来源：wind,天风证券研究所

图 6：美年健康与同行业净利率水平比较



资料来源：wind,天风证券研究所

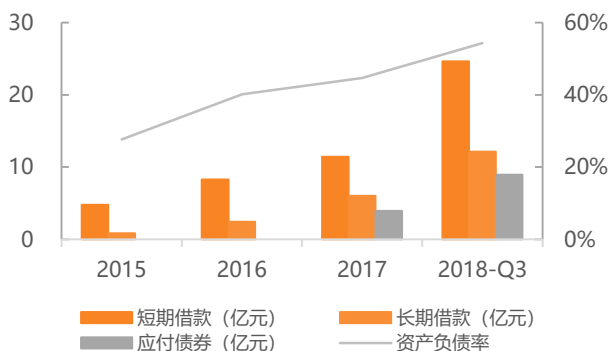
公司是国内非公专业体检龙头企业，长期耕耘于我国疾病预防事业与居民健康管理。从客户类型区分，公司客户主要为 B 端客户与 C 端客户。B 端客户流量大、客单价相对低，但体检中心可以迅速上量，快速提升经营规模，实现流量的变现；C 端客户流量积累慢，但客单价高，客户黏性也更强，是公司未来业绩增长的主要推动力之一。

新的体检中心的筹建完成，剔除设备、耗材、房租、人工等固定成本后，公司在市场的投入费用主要为 B 端客户与 C 端的客户开发，以及营销激励等。

作为并购扩张的连锁化经营企业，资本的力量，对推动公司并购扩张起到了比较很重要的作用。因此，在公司体检中心布局的扩大，经营规模不断提升的同时，财务杠杆亦有所提升，导致公司资产负债率不断提升，2018 年 Q3 公司有息负债总额为 45.71 亿元，资产负债率为 54.31%。

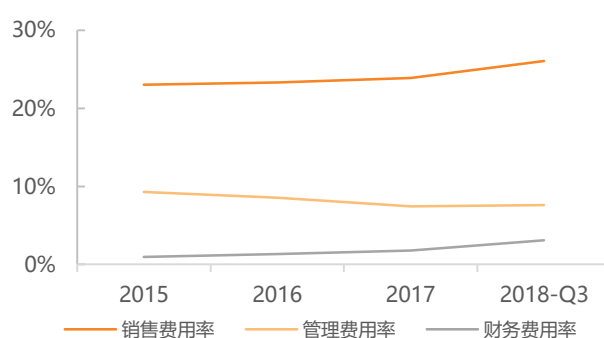
从三项费用率来看，2015 年至今，体检中心布局的提升，导致公司销售费用率与财务费用率有所提升，但管理费用率有所下降；整体来看，公司管理费用率下降明显，三项费率控制在较为合理水平，2018 年 Q3 三项费用率为 36.77%。

图 7：美年健康有息负债（亿元）与资产负债率



资料来源：wind,天风证券研究所

图 8：美年健康三项费用率水平

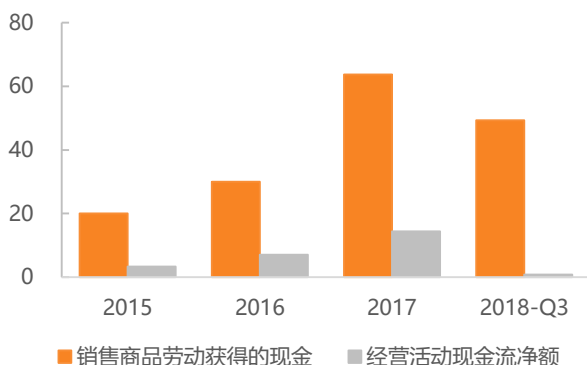


资料来源：wind,天风证券研究所

公司 B 端客户又称企业类大客户，为团检订单，C 端客户则又称为个检客户。企业类大客户通常通过预付定金或者先检后付等方式与公司合作，因此回款会存在一定账期。针对下游企业大客户，公司通过一系列类信用风险评估来保障体检款的正常回款。个检客户一般采用提前购买或者现付等方式，通常不存在账期，相对是一种更优的盈利方式。

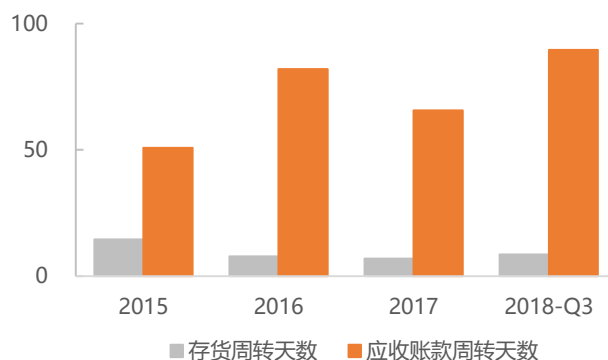
公司主要依靠提供体检服务赚取现金流，因此整体的运行能保证较好的现金流，以及良好的周转能力。

图 9：公司 2015-2018Q3 现金流情况（亿元）



资料来源：wind,天风证券研究所

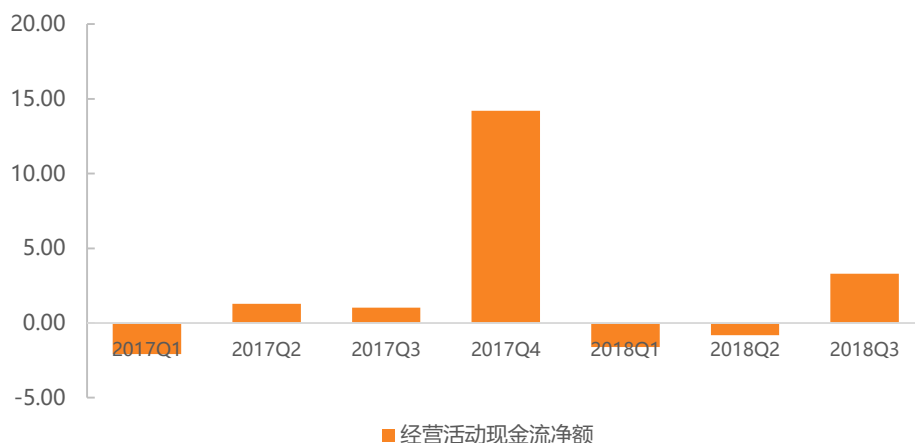
图 10：公司 2015-2018Q3 存货与应收账款周转天数



资料来源：wind,天风证券研究所

体检服务具有一定的周期性、季节性：一季度为传统的体检淡季，二季度、三季度、四季度体检人次逐季提升。因此公司的营收与现金流相应也存在一定的季节波动性。一季度现金流通常为负，后面几个季度开始回转，四季度达到最高。

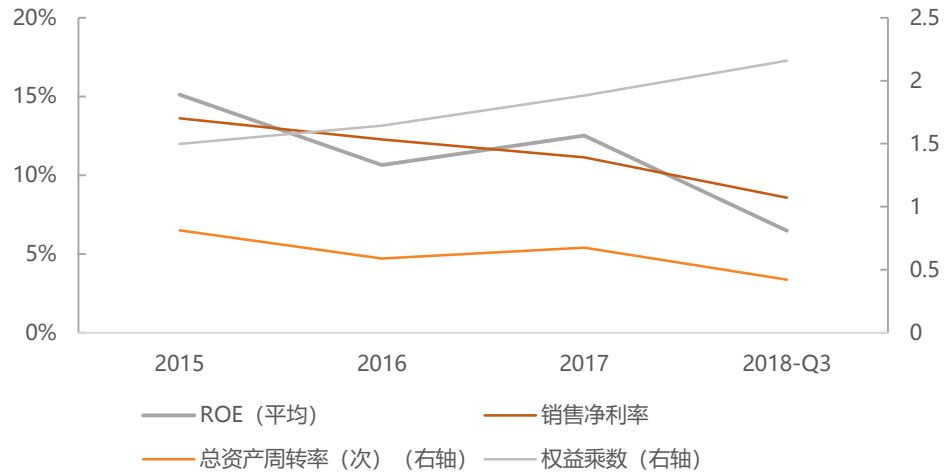
图 11：公司 2017Q1-2018Q3 经营活动产生的现金流净额（亿元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

拆解公司 ROE，发现公司近三年 ROE 呈现波动向下的变化趋势。其变化趋势与总资产周转率的吻合度较高，走势更相似。2015-2018Q3 公司销售净利率有所下滑，但权益乘数的变大对销售净利率对 ROE 的变化有所对冲，因此整体 ROE 走势与总资产周转率变化趋势拟合度高，这也因为公司体检中心不断增加，导致 ROE 有所下滑。未来公司 ROE 的提升可以从提高周转率方面来推动。

图 12：公司 2015-2018-Q3 ROE 拆分

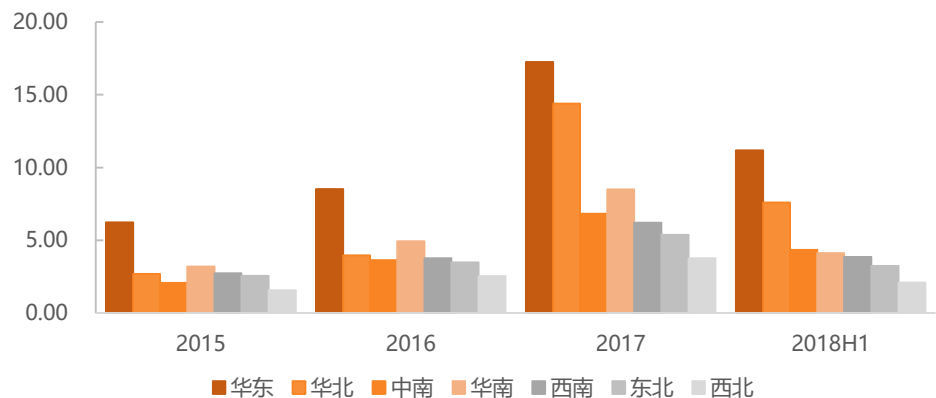


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 七大地区收入提升，孕育发展机遇

公司体检中心布局全国 32 个省/市/自治区，215 个核心城市。其中华东地区体检中心收入最高，2018 年上半年实现收入 11.19 亿元，其次为华北地区，收入 7.6 亿元。一方面华东地区经济相对较好，消费能力与健康意识相对较强，另一方面，公司总部位于上海，在华东地区布局时间长，已经拥有了一定的口碑与品牌知名度。除华东、华北地区外，公司在中南、华南地区收入有明显的提升，增长潜力较大。

图 13: 分地区公司 2015-2018H1 收入情况 (亿元)

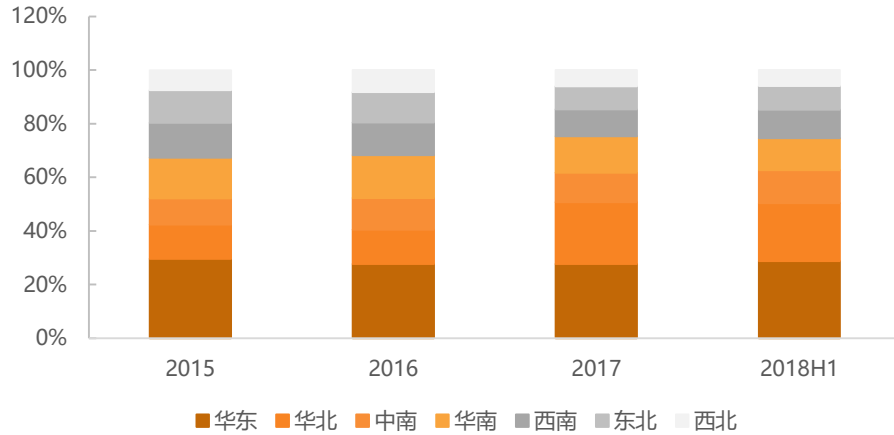


资料来源: wind, 公司年报天风证券研究所

2018 年上半年，华东、华北、中南地区收入占比分别为 28.8%、21.51%、12.34%。其中华北、中南地区收入占比提升速度较快。华南、西南、东北、西北地区从 2015 年至 2018 年上半年来看，收入占比整体呈现下降的趋势。

从 2015 年到 2018 年上半年的经营情况来看，作为收入主要来源的华东地区，收入占比相对稳定，华北地区收入占比从 2015 年的 12.75%，提升至 2018 年上半年的 21.51%。中南地区的收入占比从 2015 年的 9.8% 提升至 2018 年 H1 的 12.34%。

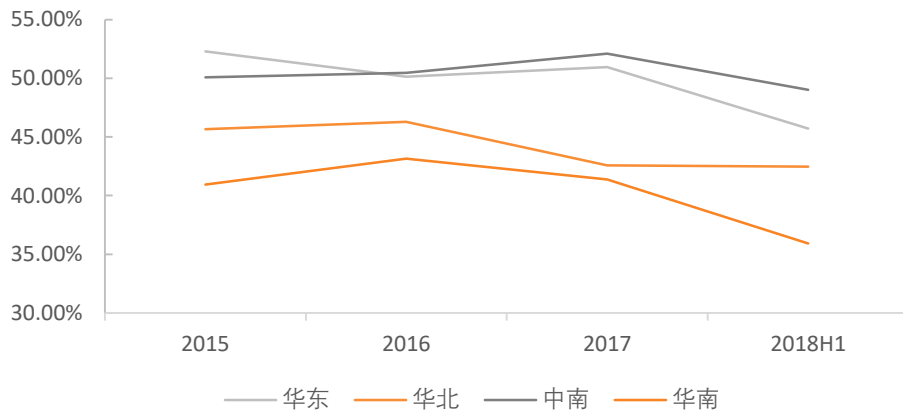
图 14：分地区公司 2015-2018H1 收入占比情况



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

分拆不同地区毛利率情况：2017 年华东地区与中南地区毛利率较高，超过 50%。我们判断，华东、中南地区体检中心成熟度高，居民消费能力强，健康意识高，从而体检中心整体的盈利能力也相对较强。华北、华南地区体检中心的成熟度相对低，市场也存在一定的竞争，因此毛利率较华东与中南地区略低。

图 15：分地区公司 2015-2018H1 毛利率情况



资料来源：wind,公司年报天风证券研究所

2017 年，公司子公司中沈阳、成都、深圳、郑州等子公司，收入规模靠前，并保持了相对较为快速的增长。2017 年公司前十大子公司营业收入为 47.5 亿元，占公司当年收入占比为 76.22%。2016 年，该比例为 80.48%。我们预计，随着公司其他地区体检中心的逐步成熟以及销售收入的快速提升，公司现有的前十大子公司营业收入占比或将进一步降低。

表 1：公司主要控股参股公司情况

公司	成立时间	城市群	2016 年营收(百万)	2017 年营收(百万)	2017 增速
沈阳大健康科技健康管理有限公司	2007 年	二线	501.60	705.79	40.7%
成都美年大健康健康管理有限公司	2008 年	二线	214.18	378.13	76.5%
深圳美年大健康健康管理有限公司(瑞格+鸿康)	2007 年	一线	425.48	485.60	14.1%
郑州大健康科技有限公司	2010 年	二线	155.27	246.01	58.4%
北京美年健康科技有限公司	2009 年	一线	147.24	187.80	27.5%
西安美年大健康健康管理有限公司	2011 年	二线	229.05	318.43	39.0%

公司					
上海分部	1995 年	一线	373.66	483.79	29.5%
武汉美年大健康体检管理有限公司	2012 年	二线	109.63	163.52	49.2%
长沙美年大健康健康管理有限公司	2010 年	二线	83.07	172.11	107.2%
慈铭健康体检管理集团有限公司(2017 年并入)	2004 年		1234.20	1609.40	30.4%
总计			2239.18	4750.57	112.2%
营收占比			80.48%	76.22%	

资料来源：2017 年年报, 天风证券研究所

1.4. 全国连锁化布局的优质体检龙头，“量价齐升”逻辑不断强化

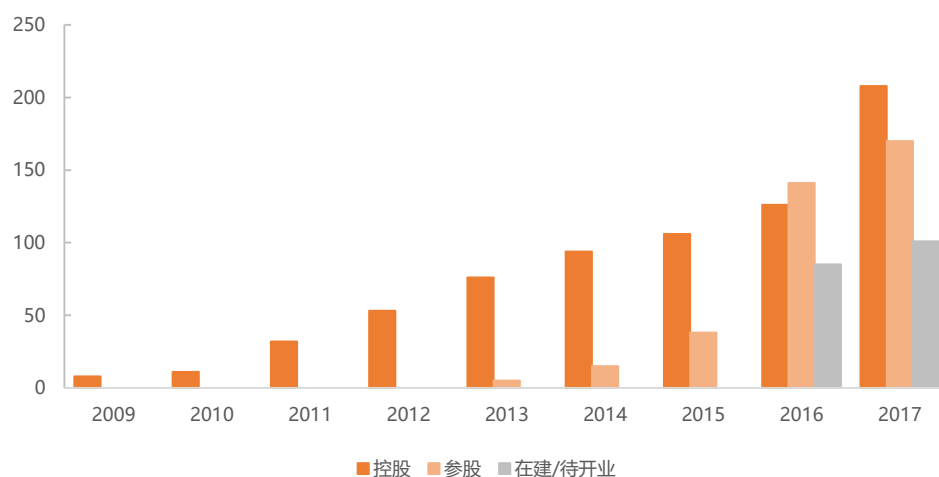
1.4.1. 全国化的体检中心布局，带动体检服务人次递增

作为全国体检行业龙头企业，公司体检中心基本实现全国全覆盖。2017 年公司拥有体检中心 400 余家（美年健康控股 146 家，参股 155 家；慈铭体检控股 60 家，参股 5 家；美兆体检控股 2 家，参股 3 家，奥亚体检参股 7 家，在建 100 余家），预计 2018 年公司体检中心数量将近 600 余家。

作为提供体检服务的专业医疗机构，公司获得一定市场份额与口碑的重要举措之一就是通过对连锁化的方式，快速实现在全国的布局。提前进行市场的卡位，同时培育消费者的消费习惯，建立市场口碑，实现连锁化效应的放大。

从 2009 年至今，公司通过自建、并购等方式实现了体检中心数量的快速增长。2011 年公司与沈阳大健康合并后体检中心数增加至 32 家；2017 年慈铭体检并表后，体检中心达到 400 余家；2009-2017 年，公司体检中心数量实现了快速增长。

图 16：2009 年至 2017 年公司体检中心数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2016 年后含慈铭体检体检中心数量

在体检中心布局逐步增加的同时，公司亦重视渠道的下沉。在巩固一、二线城市的优势地位的同时，加快三、四线城市的布局。公司积极卡位三、四线城市健康体检市场，推动三、四线城市体检市场的发展。

公司在选择体检中心的布局拓展时，会综合考虑当地的经济水平、竞争情况、人口数量等

因素，从而进行合理的布局。

我们对公司官网已经开业的体检中心进行统计：公司目前基本建立了覆盖全国的体检中心布局网络，在沿海以及中部等经济发达省份体检中心布局在 11 家及以上。2018 年，拉萨美年大健康体检中心开始营业，公司基本完成全国范围内的布局。

图 17：美年健康体检中心布局地图



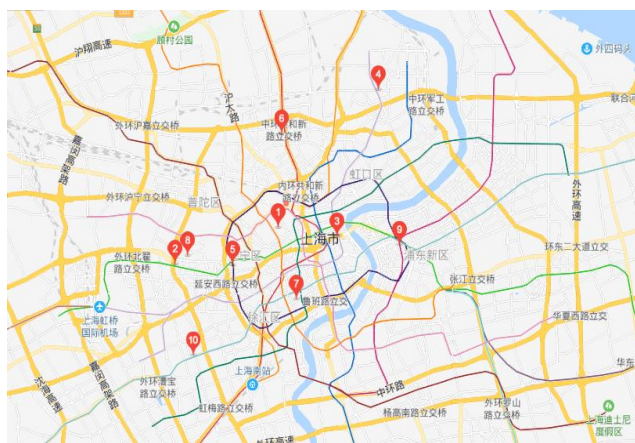
资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：1、地图中展示的主要为“美年健康”品牌布局。2、拉萨美年大健康暂未在官网显示，故暂未加入体检中心布局地图中

以上海与湖南省为例对公司体检中心的分布进行分析：上海作为一线城市，经济发达，人口基数大，居民健康意识高。但同时上海地区拥有丰富的医疗资源，体检市场竞争亦较大。公司总部位于上海，在上海地区已建立自己的品牌与市场口碑；2017 年，公司子公司上海分部净利润为 7600 万。

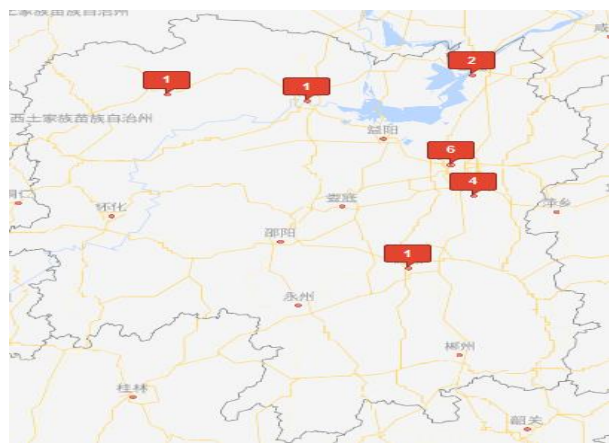
湖南省地处我国中部地区，下辖 13 个省辖市，2017 年末常住人口 6860.2 万。公司在湖南省的布局，下沉至株洲、湘潭以及衡阳、张家界等地区，2017 年长沙美年大健康实现收入 1.7 亿元，净利润 2073 万。从湖南省的体检中心布局来看，公司在三、四线城市的布局还有较大的拓展空间。

图 18：上海美年大健康品牌分布



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 19：湖南美年大健康品牌分布

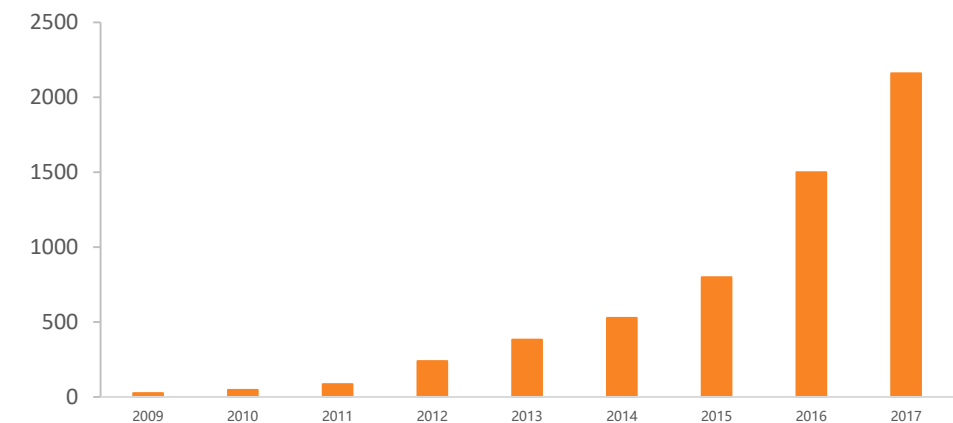


资料来源：百度地图，天风证券研究所

我国健康体检市场发展时间短，目前仍主要以团检为主，主要客户为大型企业、事业单位等。不同品牌的体检机构通过招标等方式获得体检订单，因此具有放量快，季节性等特点，较快实现体检中心的盈利，缩短市场培育时间。

2009 年以来，随着体检中心数量的不断增加，公司体检服务人次也实现了较大的提升，从 2009 年的 26 万人次，提升至 2017 年的 2160 万余人次，我们预计 2018 年，公司体检服务人次接近 3000 万人次。2009 年至 2017 年，公司体检服务人次实现 74% 的年复合增长。

图 20：2009-2017 年公司体检服务人次（万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

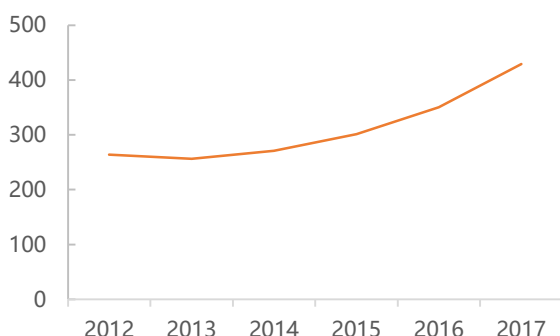
注：1、2016 年以后含慈铭体检服务人次；2、体检人次基数大，难以完全精准，因此取体检人次的大约值。

1.4.2. 体检产品的更迭升级，推动个检比例与客单价的双提升

随着健康意识的提升，更多的消费者开始选择更深度、更专业性、更具个性化的体检套餐。公司在全国拥有近 600 家体检中心，市场口碑好、规模效应明显，赋予了其加强健康体检市场教育以及个检套餐宣传推广的优势。公司积极进行更加个性化、精准化、全面化的体检产品的设计与推广，进一步推动个检比例的提升。2018 年上半年，公司个检比例达到 34%，较 2012 年提升 13 个 pp。

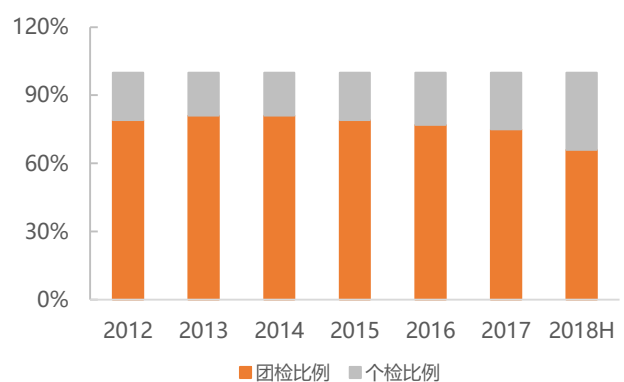
个检比例提升的同时也带动了公司客单价的提升。2012 年到 2017 年，公司体检客单价从 256 元/次，提升至 429 元/次。作为连锁化的专业体检服务机构，公司体检中心数量增加的同时，带动了客流量的提升；同时体检客户结构也逐步向高个检比例调整发展，从而带动“客单价”的提升，不断强化了其“量价齐升”的逻辑。

图 21：2012-2017 年公司客单价变化（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2012-2018H 公司体检服务中团检与个检比例变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5. 高端设备+多样性体检产品，逐步建立竞争优势

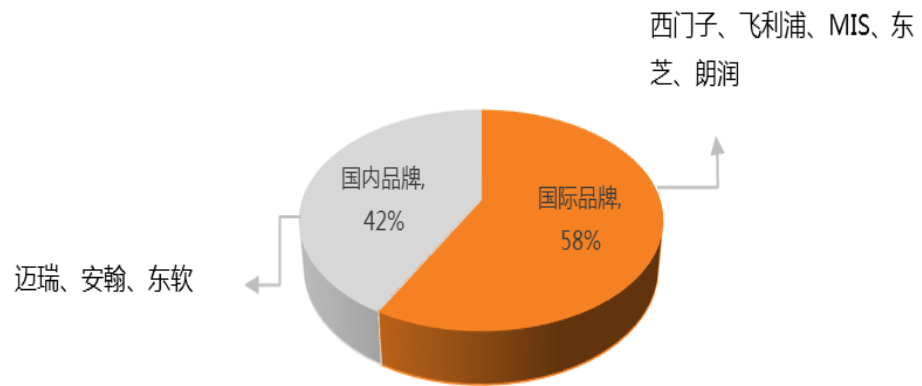
健康体检行业对于医疗技术的依赖度并不高，对设备的依赖度相对较高。因此在长期的发展过程中设备的更新升级对行业的发展具有一定的推动作用。公司自 2015 年成为 A 股健康体检第一股后，在资本的带动下，借助并购与自建等方式，不断扩大体检中心的布局，

并通过集团化统一采购医疗设备，子公司融资租赁等方式，在控制成本的同时配置高端医疗设备，以此来提供更加专业、优质的体检服务，保障各体检中心医疗质量的统一性，推动公司长期发展。

1、高端医疗设备的投入，提升医疗服务质量。公司的医疗设备、试剂、医用耗材等由集团公司统一采购，利用规模优势获得采购议价，降低采购成本，并实现了各地区分院品牌与品质的统一性。

目前公司体检中心配置有核磁共振、低剂量螺旋 CT、胶囊胃镜、DR 等设备，其中西门子、飞利浦、MIS 等国际品牌配置比例达到 58%，迈瑞、安翰、东软等国产品牌占比为 42%。从设备配置上来看，已位于国内体检行业的前列。

图 23：公司采购设备的分类



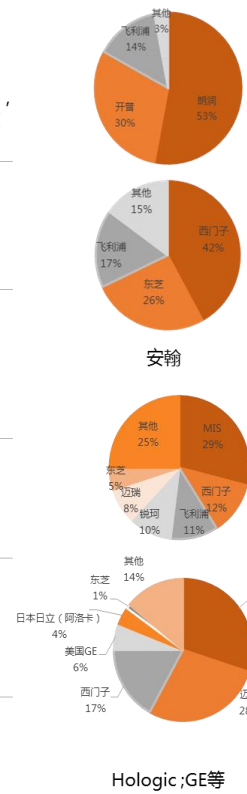
资料来源：公司官网，天风证券研究所

高端医疗设备的投入能更有效的帮助医生对消费者的体检结果进行检查诊断，同时也能针对更多体检项目进行诊断研究，推动公司体检套餐的升级。

公司大型医疗设备的配置国际品牌占比约为 58%，我们预判其医疗设备配置已经逐步比肩一线城市公立医院，优于部分三、四线城市公立医院配置。高端设备的配置、更加优质灵活的体检服务，未来将为公司在三、四线城市的健康体检市场争夺赛中提供一定竞争优势。

图 24：公司高端医疗设备配置与品牌差异

产品	简介	性能优势
 核磁共振	精准的颅脑影响诊断利器	核磁成像，无放射性，绿色安全；软组织分辨率高，图像清晰；高级功能影像，清晰显示早期病变，速度快，噪音小，病人舒适体验。
 低剂量螺旋CT	早期肺癌筛选利器，提前1-1.5年发现病灶	低剂量，早期肺癌筛查利器，高质量检测结果，5秒完成心脏检查
 胶囊胃镜	世界唯一会动的磁控胶囊胃镜机器人系统	无痛无创无麻醉，进入体内无异物感和不适感；无交叉感染，一次性使用，安全卫生；轻松便捷，15分钟左右左右胃部检查即可完成；图像清晰，采用分辨率490*480的高清摄像头，提供清晰明亮大视野的临床图像；不影响工作生活，体检完以后，胶囊随便自然排出体外。
 DR	低辐射，细小病灶检出率成倍提高	环保低辐射，人体工程学设计；细小病灶检出率成倍提高
 彩超		辐射小，绿色安全人体工程学设计
 数字乳腺机		环保低微辐射；图像可供前后对比，不受年龄、体形的限制；数字化探测器，影像采集及处理技术



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2、以高端医疗设备为基础，进行体检产品升级，从而带动个检比例、客单价的提升。针对不同的消费人群的需求、职业、年龄等，公司设计了不同的体检套餐。丰富的体检套餐，更具个性化的体检项目，从而满足不同消费人群的体检需求。

根据不同体检人群的消费需求，公司体检套餐价值也具有一定的梯度。这种梯度的价格设置，以及个性化的体检产品设计对公司未来个检比例的提升与客单价的提升都将起到一定推动作用。

表 2：公司不同价位体检套餐（部分）

套餐	特色	单价（元/次）
499 套餐	胸部 CT、彩超检查	499
999 套餐	颅脑平扫 MRI、动脉硬化检测，宫颈 TCT	999
1199 套餐	甲状腺功能检测、基因检测、	1199
2018 套餐	心脏核磁、劲动脉彩超、幽门螺旋杆菌、便潜血	2018
3650 套餐	胶囊胃镜	3650
4980 套餐	胶囊小肠镜	4980

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，官网微信平台等，天风证券研究所

2015 年至今，公司陆续推出了“999 套餐”、“3650 套餐”等体检产品。“3650 套餐”之后，又相继推出冠脉核磁、基因检测、胶囊胃肠镜、AD 早期检测等高端体检项目。2018 年 12 月，公司再次推出“美年好医生”体检套餐，推动体检行业进入 3.0 时代。未来有望在带动营收与利润增长的同时，带动个检比例以及客单价的提升。

图 25：“美年好医生”体检套餐



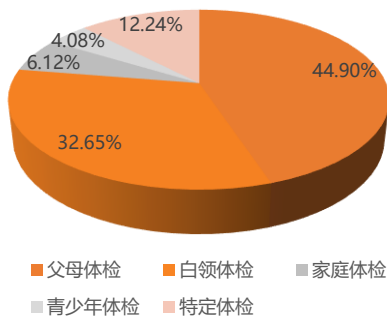
资料来源：美年健康天猫旗舰店，天风证券研究所

针对不同的客户类型，公司采用不同的销售方式从而获取客户以及订单。公司团检订单的获取主要依靠营销人员帮助开拓市场，参与招标等；个检套餐的销售可依靠京东、天猫、美团等第三方电商平台，也可在公司官网平台购买。

我们统计了公司天猫旗舰店的部分体检套餐销售数据，得到如下的分析结论：

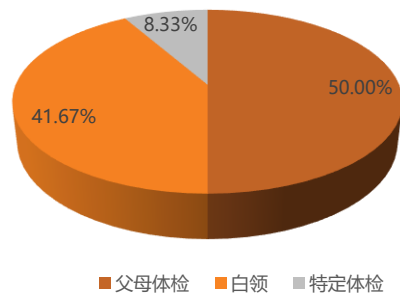
- (1) 体检套餐中针对父母的健康体检套餐占比最高，为 44.90%，其次为针对青年、白领的体检套餐；
- (2) 销售量在 1000 份以上的体检套餐中，父母体检套餐需求依旧最旺盛；
- (3) 体检套餐价格在 1000 元-1500 元的销售量相对高。

图 26：公司天猫旗舰店不同体检套餐销售比例



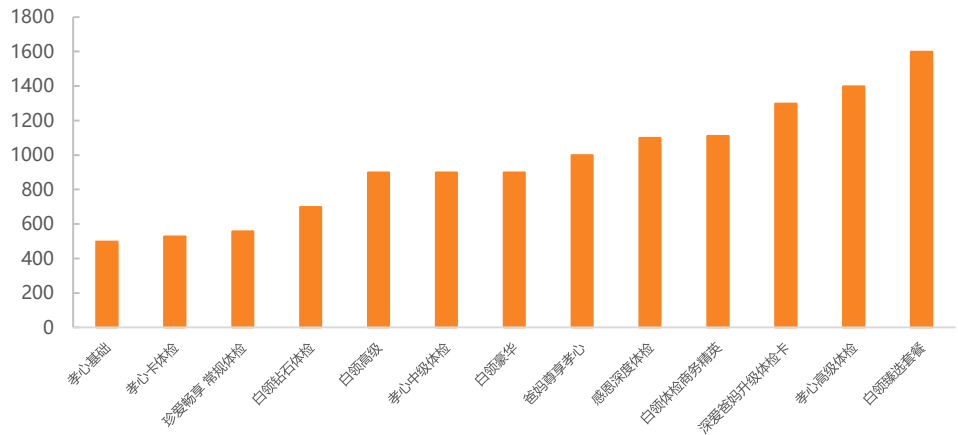
资料来源：美年健康天猫旗舰店，天风证券研究所

图 27：天猫旗舰店公司针对不同人群体检套餐销售比例



资料来源：美年健康天猫旗舰店，天风证券研究所

图 28：公司部分体检套餐价格（元）



资料来源：美年健康天猫旗舰店，天风证券研究所

我们可以推测，大部分白领或许已经参与了公司的团检项目，对于体检的增量需求更多是深度体检以及个性化体检；同时也有部分子女为父母购买体检套餐，而这部分需求未来有望逐步转化为公司个检市场的收入。

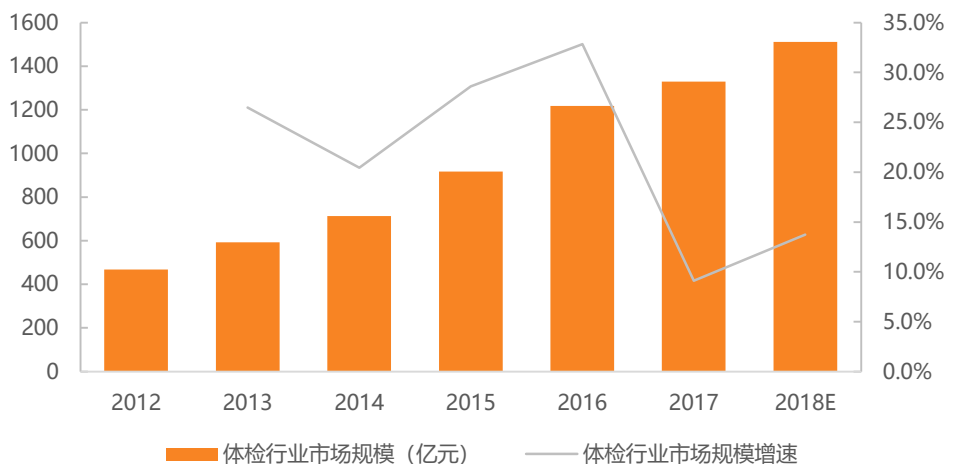
通过团检订单，公司能迅速获得人流量，聚集大量的体检流量，从而获得品牌推广效果；同时随着体检设备的更新升级，更具个性化的体检套餐相继推出，从而带动个检比例的提升，未来产品的更替升级，个检比例与客单价的提升将成为公司长期发展的动力。

2. 优质赛道，体检需求仍具备持续挖掘的潜力

2.1. 体检源起于健康意识提升，发展于资本推动

2017 年我国体检市场规模约为 1300 亿，预计 2018 年我国体检市场规模约为 1500 亿，2012-2018 年预计复合增速达 21.6%。根据前瞻产业研究院发布的《中国健康体检行业发展前景与投资预测分析报告》数据预测，2020 年我国健康体检行业市场规模有望达到 2400 亿，第三方专业体检市场将达到 720 亿的收入规模。

图 29：2012-2018 年我国体检行业市场规模与增速



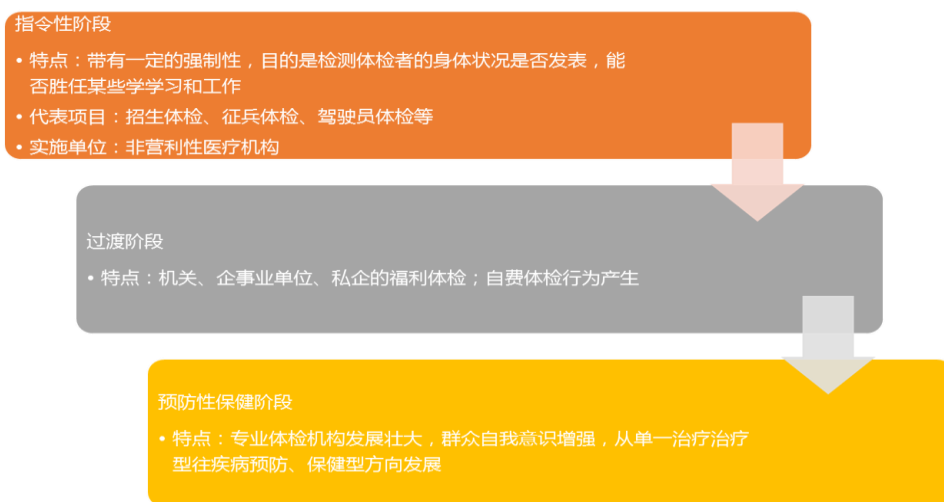
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

健康体检旨在通过医学的手段和方式对受检者健康状况进行评估，以期能早期发现受检者是否罹患疾病或存在健康隐患的诊疗行为。

在体检行业发展的历程中，行业经历了从萌芽到相对成熟的发展阶段。从 90 年代的初兴到现在，我国体检行业虽然起步晚，但伴随着人民健康意识提升、消费能力提升以及资本

的力量推动下，行业获得了快速的发展，尤其是非公体检机构的发展，在我国体检行业发展史中留下了浓墨重彩的一笔。

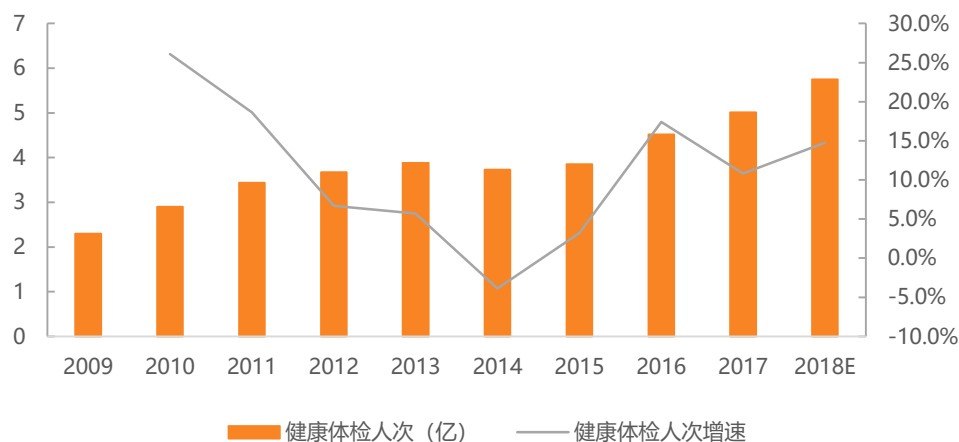
图 30：我国体检行业的发展



资料来源：公司公告，中国产业信息网，天风证券研究所

2017 年我国体检渗透率约为 33%，平均客单价为 290 元。前瞻产业研究院数据显示，2017 年我国健康体检人次突破 5 亿人次。在资本推动的力量下，非公体检机构在体检设备配置、专业化服务、市场化运作等多方面崭露头角，逐步扩大市场份额，推动行业的快速发展。

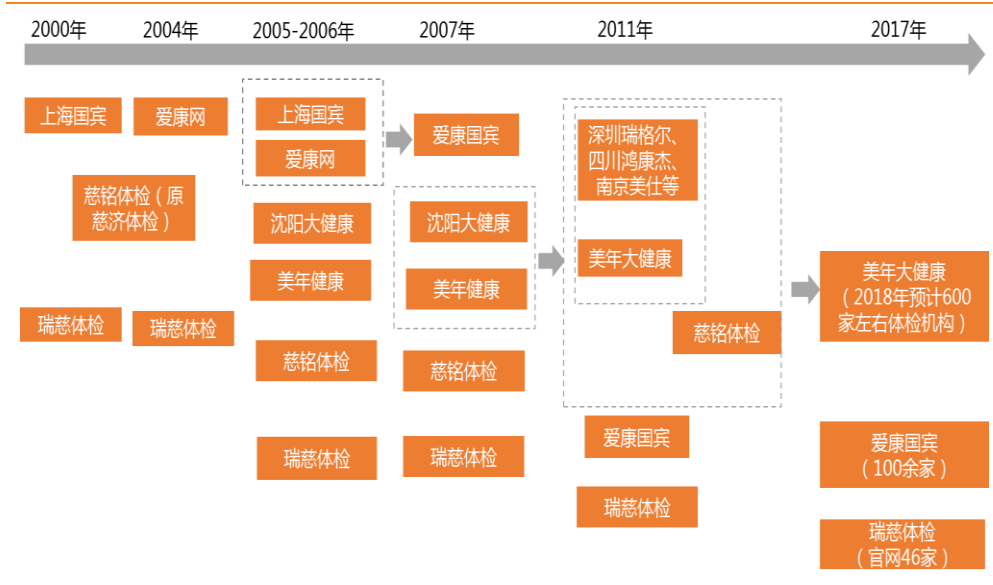
图 31：2009-2018E 我国健康体检人次（亿）及增速



资料来源：卫生统计年鉴，前瞻产业研究院，天风证券研究所

体检业务具有一定区域性，因此，体检机构需要依靠不断的新建或者并购，扩大其在当地的市场份额，增强品牌能力，形成连锁化的规模化效应。纵观体检行业的发展，资本的力量在推动行业发展连锁化与规模化的进程中具有重要意义。

图 32：体检行业发展中主要的收并购历史

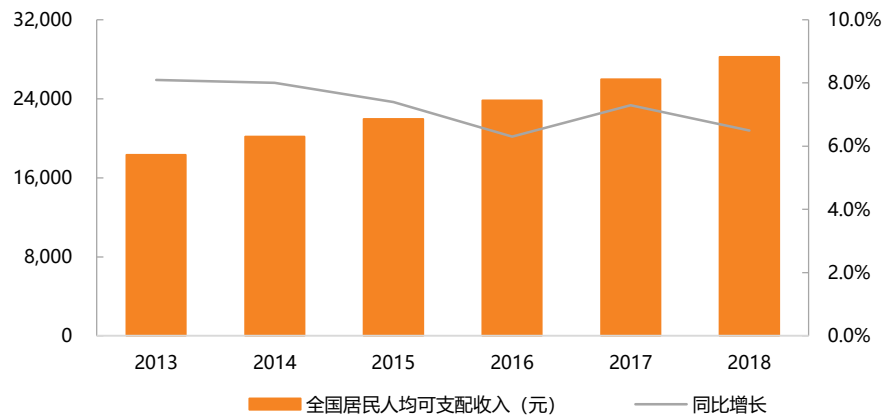


资料来源：美年健康、爱康国宾、瑞慈体检等官网，天风证券研究所

从消费者角度以及外部环境两方面来看我国体检行业的发展，离不开几个关键词“政策、消费水平、健康支出、资本”。

- 关键词一：“政策”。在政策指引下，社会办医得到了较大认可与支持，因此也推动了较多的社会资本进入到该领域；同时医生多点执业、大型医用设备配置审批等政策的变革，让民营医疗机构在资质审批、医疗资源获取等方面的劣势不断补齐，竞争力逐步提升，从而促进了我国民营医疗服务机构的发展。
- 关键词二：“消费水平”。体检医疗服务是一种健康“消费”。在人均可支配收入提升的情况下，居民将一部分消费用于健康检查的意愿或将更高，未来“体检消费”的潜力较大。同时由于体检套餐的价格跨度区间大，且是一年一次的消费频率，价格敏感度低，可接受程度更强。

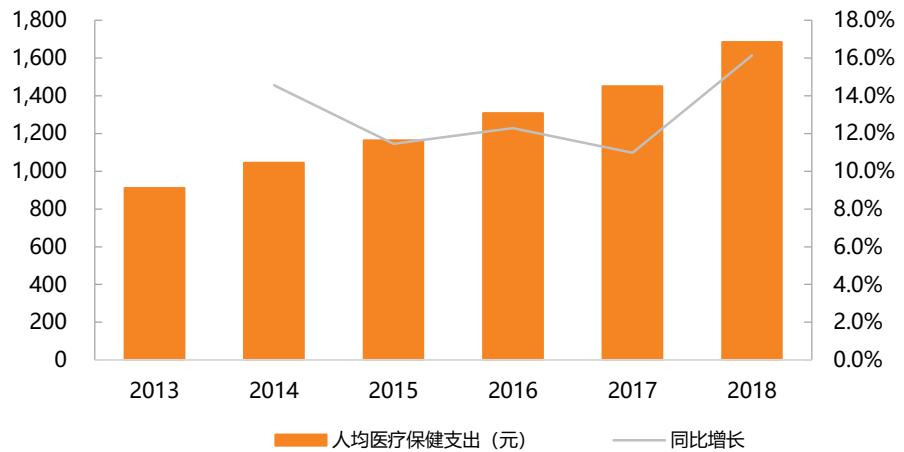
图 33：2013-2017 年人均可支配收入的变化



资料来源：wind, 天风证券研究所

- 关键词三：“健康支出”。随着生活水平的提高、健康意识的增强，居民对于医疗保健的支出亦稳步增长。根据 2013 年到 2017 年我国人均医疗保健支出及其增速来看，整体呈现提升的态势，而随着人口老龄化程度的提升，这种健康医疗支出的消费意愿或将更加强烈，健康医疗支出的比例有望提升。

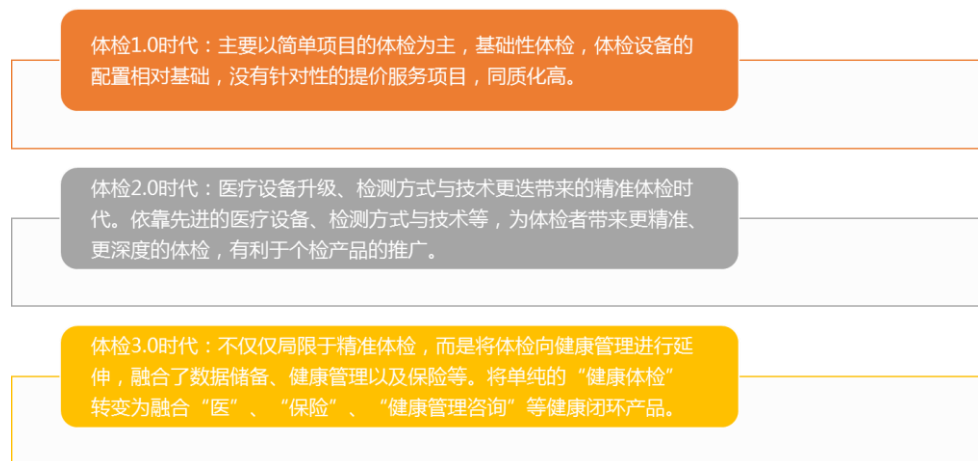
图 34：2013-2017 年人均医疗保健支出



资料来源：wind, 天风证券研究所

- 关键词四：“资本”。随着体检项目管理的升级，我国体检医疗服务行业已经进入 3.0 时代，而其中资本的推动起到了重要作用。从体检 1.0-体检 3.0，体检服务机构不断进行设备的更替升级，产品的升级、专业化服务的升级，最后走向健康管理的升级。“资本”作为体检行业发展过程中的“卖水人”，是行业集中度提升、体检产品创新升级的“造血者”。

图 35：体检行业步入 3.0 时代



资料来源：公司官方微信，天风证券研究所

2.2. 公立医院占据主导地位，非公体检机构已显寡头竞争格局

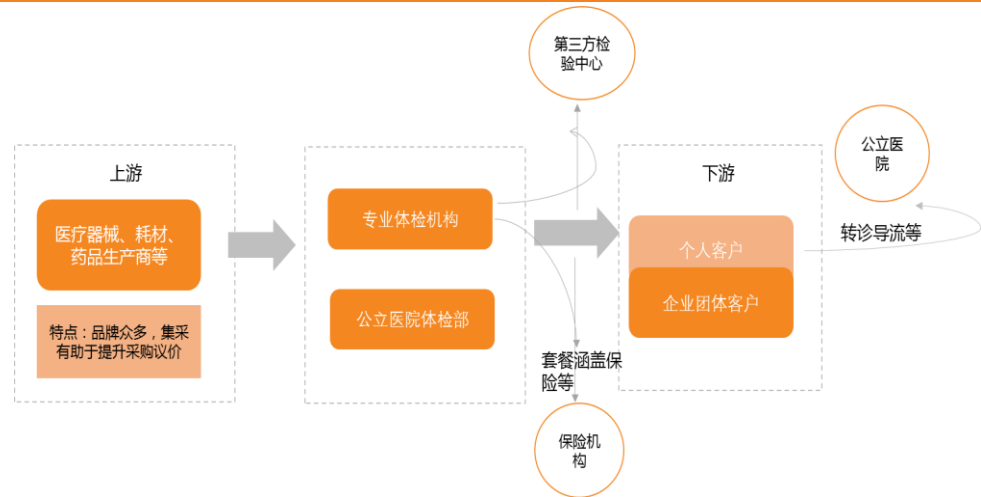
在整个健康产业链中，健康体检机构在设备采购中处于相对强势的位置：一方面体检中心可依靠规模化的采购方式来提升医疗设备、耗材等的议价能力；另一方面我国医疗器械行业市场相对分散，集中度较低，这也进一步增加了具有规模化的体检机构的采购议价能力。

健康体检行业的下游团检客户与个检客户各具特点：

团检客户是较早发展起来的，其特点是：体检量大，体检项目相对较为常规化、标准化。因此，团检客户对体检中心的议价能力相对较强，客单价相对低。体检中心发展团检客户，利润率相对低，但规模化效应较强。

个检客户相对比较分散，主要依靠体检中心的产品特色、服务能力、品牌力、营销等获取客流量，其特点是客户议价能力相对低，客单价高。未来对于体检机构而言如何开拓更多个检客户将会更具有战略意义。

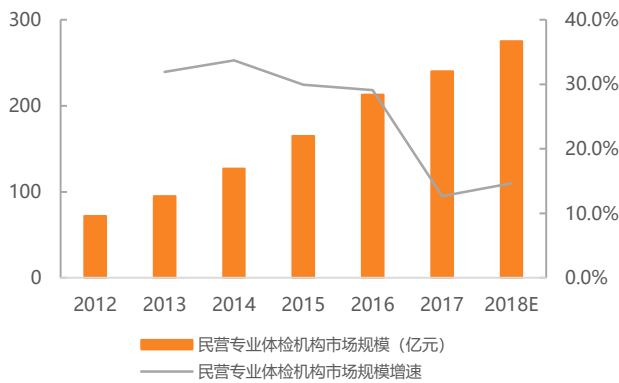
图 36：体检行业的产业链



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

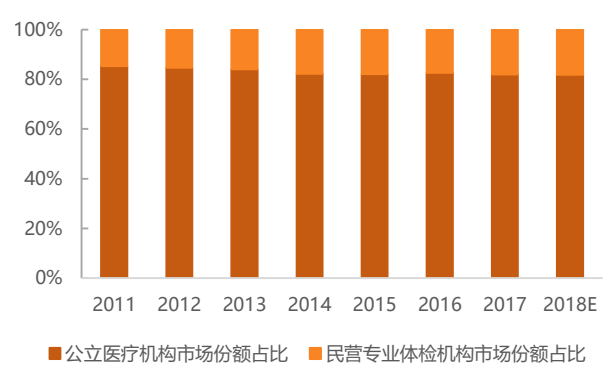
虽然目前我国健康体检市场已经达到千亿规模，但是由于医疗机构数量、医生资源、医疗资源集中度、社会信任度等方面的差异，公立医院依旧占据主导地位。2017 年我国民营专业体检机构规模约为 240 亿元，2012 年到 2017 年年复合增长率为 27.2%。非公体检机构市场规模不断提升，市场占有率也处于逐年提升态势，但其市场占有率依旧比较低，2017 年该比例仅为 18%，未来替代公立医疗卫生机构体检部市场份额的空间较大。

图 37：2012-2018E 民营专业体检机构市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 38：2011-2018E 民营专业体检机构市场份额逐步提升



资料来源：中国产业信息网，中商产业研究院大数据库，天风证券研究所

从行业整体竞争格局来看，非公立医疗卫生体检机构虽目前市场份额占比较低，但随着行业的不断发展，一些非公立医疗卫生体检机构逐步借助资本的力量，利用自建或并购的方式，逐步形成了全国连锁化的专业体检机构，市场份额稳步提升。

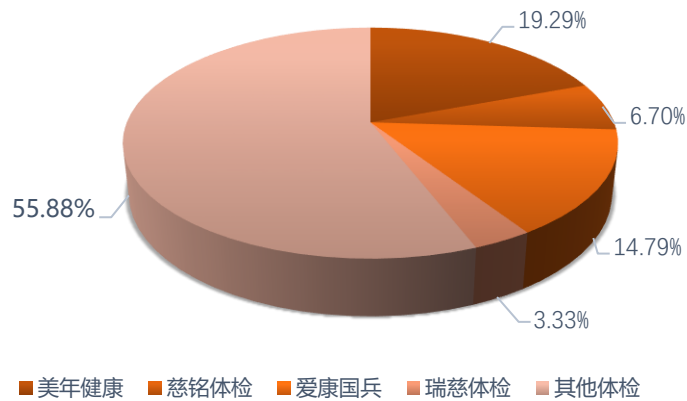
图 39：我国体检行业竞争情况

公司	成立地址	注册成立时间	布局城市	门店数量（最新）	2017年收入（亿元）	布局特点
美年大健康	上海	2004年	上海、四川、安徽、北京、广东、湖南、重庆等全国32各省/市200多个城市	近600家（含慈铭）	46.3	一二线城市集中布局，三、西线城市网点逐步完善
爱康国宾	北京	2007年	香港、北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、南京等37个城市	120家（截止2018年11月）	35.5	一二线城市为主，部分三线城市
慈铭体检（2017年被美年收购）	北京	2004年	北京、上海、广州、武汉、深圳、天津、成都等城市	65家（2017年）	16.09	以二线城市为主，部分三线城市
瑞慈体检	上海	2000年	上海、江苏、广东、四川、山东、湖南、湖北等	46家（官网披露）	8.0	集中于一线城市布局，二、三线城市布局较少
普惠	西安	2005年	西安、咸阳、成都、河北、合肥、河北、江西、新疆、贵阳、甘肃、河南、郑州等	30家		西安地区为主，外省分布较为分散
红隼马	天津	2004年	天津、太原等	近10家		
九华	北京	1997年	北京、天津、太原、成都等	10家		北京为主
民众	天津	2008年	北京、天津、重庆、河北、成都、无锡等	15家（官网）		相对分散

资料来源：各公司官网，wind，天眼查，天风证券研究所

目前，专业的第三方体检市场，已经形成美年健康与爱康国宾为龙头的寡头竞争局面。随着美年健康收购慈铭体检的完成，美年健康（含慈铭体检）在非公体检市场中的市场份额2017年达到26%，具有更加明显的竞争优势。

图 40：非公体检行业市场竞争情况



资料来源：中商产业研究院，wind，天风证券研究所

体检行业的波特五力分析：

上游：健康体检的上游主要为一些医疗器械企业，我国上游医疗器械企业相对较分散。对于体检行业而言，彩超、乳腺机等设备的采购相对较多，而通常体检机构采用集中采购的方式，因此议价能力较强。上游的变化不会对体检机构的采购形成较大的成本压力。

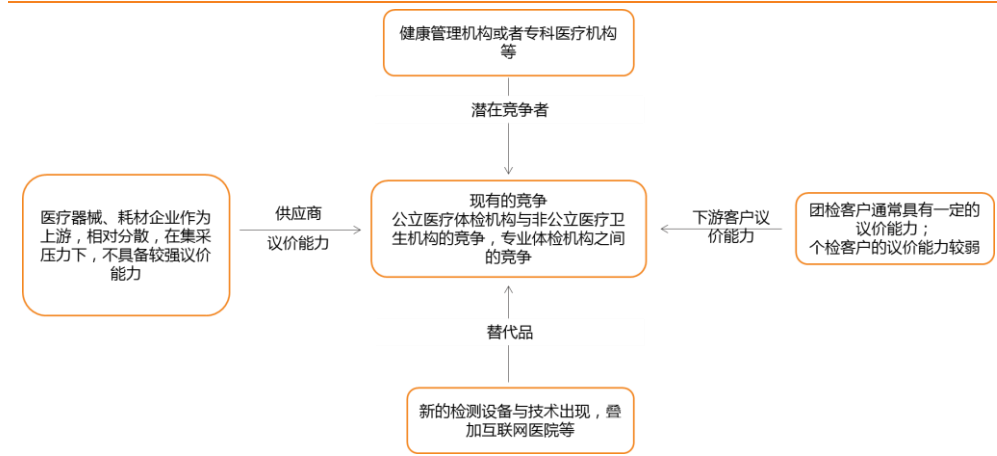
下游：目前我国健康体检下游主要为团检客户与个检客户。对于团检客户而言，采购量大，具有一定的议价能力，而对于个检客户而言，通常议价能力较弱。

现有竞争：从现有的行业的竞争情况来看，主要为公立体检医疗机构与非公体检机构之间的竞争，以及非公体检机构之间的竞争。整体而言，目前行业中非公体检龙头头部效应已经逐步明显，竞争优势较大。

潜在竞争者：体检行业市场空间大，发展潜力足，未来或许会出现一些健康管理机构或者是专科医疗机构向体检行业切入，形成潜在的行业竞争；

替代品：由于健康体检的某些项目具有一定的设备依赖性，而未来新的检测技术以及设备的更新后，或许患者可以依靠这些设备与技术自己完成自身体检，而不需要再到体检机构进行检查，同时随着互联网医院的发展，可在线完成医生的咨询以及体检报告的解读，从而替代体检机构。但这种可能性较小。

图 41：体检行业波特五力模型分析



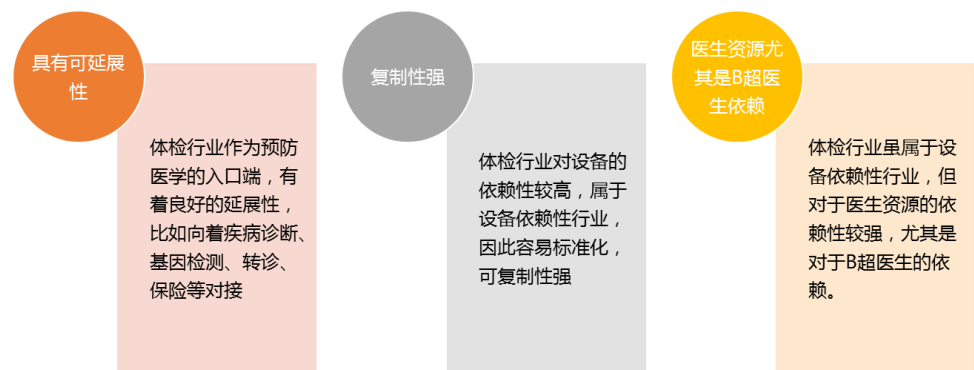
资料来源：天风证券研究所

2.3. 大健康的入口端，具备较好的延展性

体检作为健康医疗的入口端，在我国医疗卫生服务产业链中具有重要的意义。提供健康体检的医疗服务机构凭借体检人次的不但提升，积累了大量的健康体检数据。随着互联网大数据技术的发展，健康数据的价值也愈加重要。

在积累一定的体检健康数据之后，体检行业逐步的体现了其优于其他行业的延展性。通过对大量的数据分析处理，未来可在此基础上逐步开发更加精准、个性化的体检套餐，同时结合保险、健康管理、互联网就诊等业务，将单纯的健康体检服务转变为健康管理服务等。从而展示体检行业良好的延展性。

图 42：体检行业的发展特性

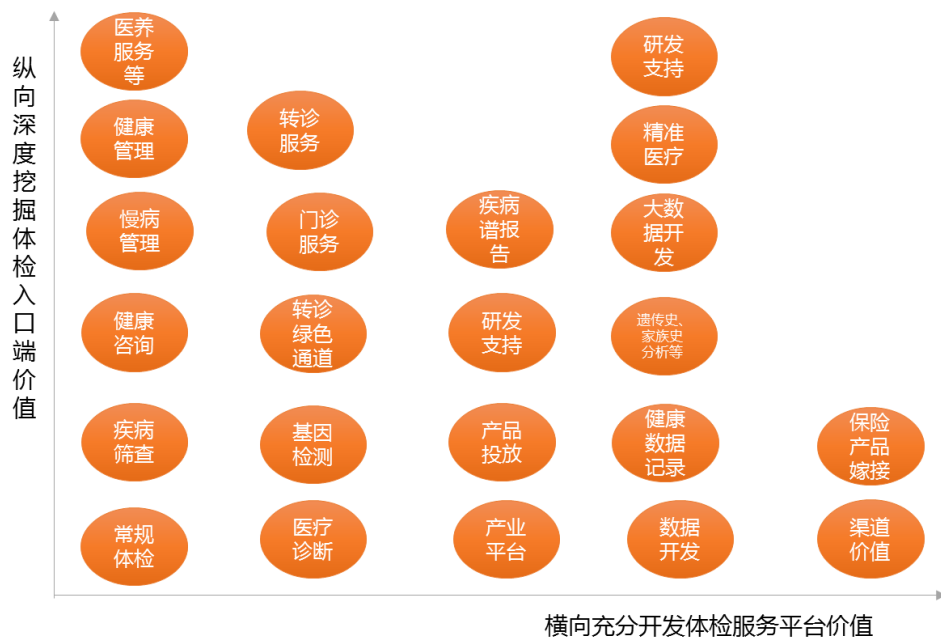


资料来源：天风证券研究所

体检行业具有一定的设备依赖性，因此相对容易标准化，可复制性比较强，这也是目前连锁体检机构能快速扩张成长的重要前提。

作为健康产业的前端，体检行业展示了良好的延展性，这种延展性体现了其良好的嫁接能力，能作为疾病筛查，诊断、以及产业孵化载体，也正是这种延展性，给予其具备平台价值的基础。

图 43：体检行业的延展性体现



资料来源：公司官网，官网微信公众平台，天风证券研究所

2.4. 对比国外，我国体检渗透率仍有提升的空间

美国医疗服务体系与国内的服务体系有一定差异。美国的体检多是在全科诊所，由家庭医生来完成，体检机构或者是医院相对较少。而我国体检服务集中在公立医院以及一些第三方专业体检机构。随着资本的介入以及健康体检观念的逐步深入，一些专业的体检机构开始向全国扩张，形成了专业的连锁化体检机构。

图 44：国外体检服务的流程



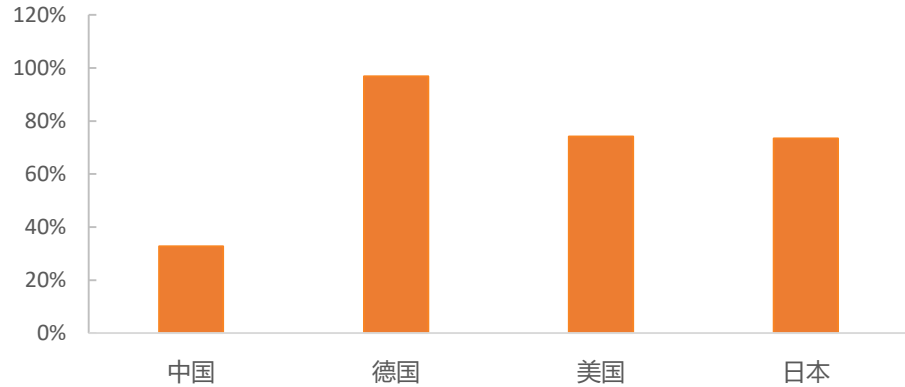
资料来源：前瞻网，健康界，天风证券研究所

美国健康体检项目，是包含在医疗保险以内，且由于美国医生是相对独立的群体，诊所以家庭医生为主，因此主要为个检项目。在体检项目的设置体验上，美国的体检项目相对更

加的个性化，更加注重与医生的交流，而较少的依赖医疗设备以及体检套餐丰富度等。

与美国、日本等国家相比，我国体检医疗服务起步晚。医疗体制以及健康意识的差异，也导致了我国体检覆盖率较美国、日本等国家体检覆盖率低。随着非公体检机构的逐步成长，我们体检健康的市场教育逐步加强，未来体检渗透率的提升空间仍较大。

图 45：2017 年不同国家体检覆盖率（%）



资料来源：卫生统计年鉴，公司公告，天风证券研究所

2.5. 千亿空间的体检市场，非公体检机构前景可期

2017 年我国体检渗透率约为 33%，随着人口老龄化、健康消费的重视程度与支出的提升，未来体检行业的发展前景可期。从各个地区健康体检人次渗透率来看，2009 到 2017 年，我们不同地区体检渗透率是呈现逐步提升的态势，华东、华南、西北地区 2017 年体检渗透率达到 34%、35.7%、33%。目前仅东北地区健康体检的渗透率尚不足 20%。

体检医疗服务“消费属性”强，是自主消费，不受医保控费影响，消费者的可选择性较强，价格敏感度相对较低。因此，随着健康意识与健康消费的升级，可以预判，未来我国健康体检的渗透率或将持续提升。

图 46：医疗卫生机构在不同地区的健康体检渗透率

	医疗卫生机构-地区体检渗透率								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华北	22.50%	16.20%	22.67%	22.35%	34.49%	21.59%	23.67%	23.44%	24.40%
东北	10.84%	9.67%	15.28%	17.58%	17.35%	18.82%	18.03%	10.23%	18.67%
华东	19.85%	20.27%	26.82%	28.63%	29.31%	29.61%	30.68%	45.81%	34.14%
华中	13.96%	16.69%	26.25%	27.75%	28.03%	28.58%	27.78%	27.28%	28.24%
华南	21.22%	22.10%	29.98%	32.32%	32.00%	33.47%	33.88%	34.99%	35.71%
西南	12.75%	17.03%	27.37%	29.04%	26.87%	26.72%	27.92%	27.46%	29.23%
西北	16.97%	16.97%	25.68%	27.60%	27.93%	26.49%	27.22%	32.07%	32.94%

资料来源：wind，卫生统计年鉴，天风证券研究所

注：医疗卫生机构包含：医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构、其他医疗卫生机构

对未来 5 年我国体检行业市场空间进行测算：

测算方式：按照一、二线城市（计划单列市、省会城市）以及三、四线城市（地级市及县级市）分别进行渗透率与平均客单价测算：

- 一、二线城市健康意识、消费能力等相对较高，同时团检客户的基数大，预测在五年后，一、二线城市的体检渗透率将有比较明显的提升，假定到 2020 年，一、二线城市的体检渗透率为 55%。

- 三、四线城市的人口基数大，但健康保健意识的提升相对缓慢，预测三、四线城市的体检渗透率的提升相对缓慢，假定到 2020 年，三、四线城市的体检渗透率为 35%。
- 。三、四线城市的体检行业竞争程度相对小，供应端紧缺更具有优势，因此优惠促销活动相应较小；另一方面，随着体检设备的更新，以及体检套餐的升级，客单价存在自然的增长。假定到 2020 年，一、二线城市的客单价为 350 元，三、四线城市的客单价为 450 元。

以 2017 年人口数量为基数，我们对体检行业 2020 年的市场空间进行测算。到 2020 年，我国体检行业将达到 2282 亿元。

表 3：未来五年体检行业市场空间测算

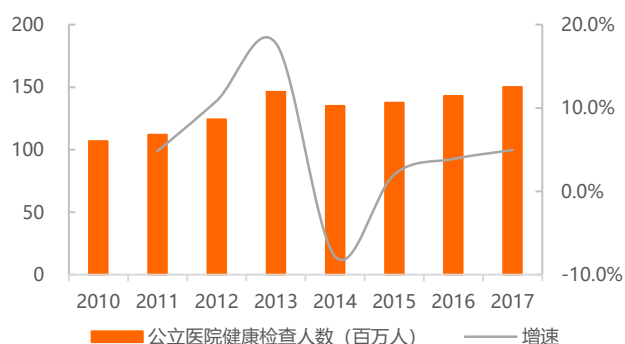
	2018 年行政划分城市数量	2017 年人口 (亿)	2017 年覆盖率	2020E 体检渗透率	2020E 体检人次	2020E 体检客单价(元)	2020E 市场空间(亿)
全国		13.9	32.80%	39%	5.395	423	2282
计划单列市、省会城市	36	2.65	-	55%	1.46	350	510
地级市及县级市	784	11.25	-	35%	3.94	450	1772

资料来源：国家统计局，卫生统计年鉴，天风证券研究所

2017 年公立医院健康体检人次为 1.5 亿人次，民营医院健康体检人次为 0.3 亿人次。到公立医院进行健康体检的人次是到民营医院进行健康体检人次的 5 倍。但随着健康体检的需求量的提升，公立医院由于设备、场地等局限性问题，可提供的体检产能会越来越有限，而民营医院以及第三方专业的体检机构，在产能上更加满足日益旺盛的体检需求。2010 年到 2017 年公立医院健康体检人次的增速有所放缓，而民营医院的体检人次则提升明显，呈现出比较好的增长。

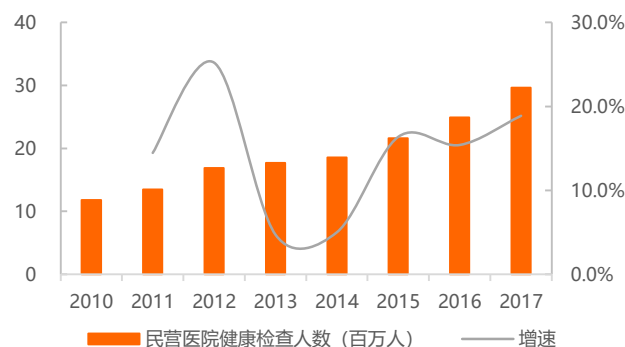
我们预判，未来随着社会资本的进一步推动，民营医院的设备、医生资源等与公立医院的差距将会逐步的缩小，社会信任度进一步提升，推动其在健康体检行业的市场份额的快速提升。

图 47：公立医院健康检查人次及增速



资料来源：2011-2018 卫生统计年鉴，天风证券研究所

图 48：民营医院健康检查人次及增速



资料来源：2011-2018 卫生统计年鉴，天风证券研究所

我们对历年各省/市/自治区公立医院以及民营医院体检渗透率进行分析比较。从各个省份公立医院体检的渗透率来看，我国体检行业渗透率提升明显，但江西、湖南等地公立医院体检渗透率相对低，相反，公立医院体检渗透率最高的主要在西藏与新疆地区。我们推断，西藏、新疆等地区民营机构与第三方体检机构数量相对少，医疗资源依旧以公立医院为主。

图 49：2010-2017 年各省、市、自治区公立医院体检渗透率

公立医院体检渗透率								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
西藏	3.04%	5.39%	14.24%	17.62%	22.22%	21.19%	19.12%	26.17%
新疆	9.46%	10.21%	12.45%	13.10%	13.05%	15.48%	21.57%	20.08%
广东	14.36%	15.27%	16.80%	17.12%	18.04%	18.30%	18.93%	19.90%
上海	16.24%	16.40%	17.71%	17.96%	17.74%	19.18%	20.02%	19.63%
浙江	13.36%	13.35%	14.38%	16.71%	17.23%	18.22%	16.59%	16.91%
北京	15.26%	12.25%	12.82%	12.72%	13.55%	14.03%	13.95%	13.84%
宁夏	7.25%	7.78%	9.83%	10.67%	11.60%	11.81%	11.24%	13.23%
天津	10.56%	9.98%	10.76%	10.49%	11.10%	10.98%	10.64%	13.03%
湖北	8.40%	8.95%	9.38%	9.01%	9.76%	10.08%	10.89%	11.52%
江苏	9.55%	9.88%	10.61%	11.34%	12.53%	12.00%	12.21%	11.46%
重庆	7.09%	8.22%	8.28%	8.48%	9.24%	10.14%	10.37%	11.39%
福建	7.76%	7.98%	8.54%	8.69%	9.74%	9.32%	9.59%	11.05%
青海	5.23%	6.92%	6.90%	8.12%	6.03%	6.74%	7.20%	10.83%
山东	9.04%	8.15%	9.98%	9.01%	9.64%	9.98%	10.12%	10.63%
四川	6.41%	8.14%	8.73%	8.43%	10.10%	10.25%	9.53%	10.58%
陕西	7.10%	7.83%	8.33%	9.22%	7.84%	8.74%	9.52%	10.53%
贵州	5.45%	5.26%	6.07%	6.55%	6.20%	7.99%	8.32%	10.21%
广西	7.59%	7.37%	8.44%	7.52%	8.80%	8.87%	10.16%	10.12%
辽宁	6.90%	7.40%	8.34%	8.63%	10.75%	8.73%	8.79%	9.04%
山西	6.35%	6.60%	7.32%	65.54%	7.21%	8.02%	8.53%	9.04%
甘肃	5.72%	5.86%	7.91%	7.03%	7.52%	8.26%	8.88%	8.73%
海南	4.61%	5.21%	6.12%	7.12%	7.06%	6.93%	8.28%	8.49%
云南	5.51%	5.22%	6.25%	6.11%	6.48%	6.87%	7.45%	8.32%
黑龙江	6.65%	6.19%	8.92%	6.82%	7.60%	8.47%	8.29%	8.02%
内蒙古	5.49%	8.07%	6.61%	5.80%	6.63%	7.86%	7.18%	7.56%
吉林	7.69%	6.25%	6.77%	6.55%	6.49%	6.59%	7.42%	7.53%
河南	5.84%	6.26%	6.80%	7.63%	8.91%	6.78%	6.86%	7.52%
安徽	6.15%	5.98%	6.43%	6.21%	6.35%	6.53%	7.01%	7.10%
河北	6.25%	6.63%	6.90%	6.65%	6.59%	6.74%	6.96%	6.85%
湖南	5.08%	6.09%	5.88%	5.95%	6.15%	6.30%	6.63%	6.81%
江西	4.17%	5.66%	6.10%	5.02%	5.94%	5.64%	5.95%	5.57%

资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

注：计算公式为各省、市、自治区公立医院体检人次/省、市、自治区常住人口

民营医院体检渗透率相较于公立医院体检渗透率的差值较大。民营医院体检渗透率最高的江苏省，2017 年该值仅为 5.84%。但从数值的增长情况来看，民营医院体检渗透率的增长势头则表现较好。随着社会资本的进入，民营医院的医疗质量逐步提升，社会信任度提升，以及更加灵活的运营机制，也为其带来了快速的发展。

图 50：2010-2017 年各省、市、自治区民营医院体检渗透率

民营医院体检渗透率								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
江苏	2.10%	2.85%	3.46%	3.76%	3.87%	4.53%	5.13%	5.84%
浙江	1.19%	1.33%	1.24%	1.44%	1.77%	2.11%	3.03%	3.70%
西藏	0.00%	0.20%	0.34%	0.66%	0.62%	1.96%	4.82%	3.69%
上海	0.95%	1.19%	1.63%	2.21%	2.19%	2.41%	3.69%	3.53%
宁夏	0.60%	0.47%	0.53%	0.80%	1.29%	1.10%	1.17%	3.33%
陕西	0.79%	0.85%	0.90%	1.03%	1.62%	1.94%	2.55%	3.17%
广东	2.31%	2.50%	2.68%	2.70%	2.49%	2.76%	2.83%	3.03%
青海	0.16%	0.44%	0.56%	0.51%	1.13%	1.54%	0.79%	2.36%
北京	1.62%	1.55%	1.77%	1.42%	1.43%	1.85%	1.82%	2.30%
河南	0.35%	0.46%	0.56%	0.71%	0.66%	1.21%	1.70%	2.28%
山东	0.73%	0.80%	1.07%	1.32%	1.63%	1.64%	1.65%	2.23%
四川	1.01%	1.19%	1.90%	1.51%	1.86%	1.54%	1.99%	2.17%
天津	1.12%	0.48%	0.56%	1.79%	1.58%	1.59%	2.37%	2.05%
辽宁	0.63%	0.58%	0.95%	0.85%	1.02%	1.05%	1.32%	1.86%
安徽	0.61%	0.81%	1.20%	0.98%	1.17%	1.33%	1.68%	1.83%
贵州	0.58%	0.65%	0.86%	1.05%	0.99%	1.17%	1.40%	1.79%
重庆	0.96%	1.11%	1.35%	1.44%	1.79%	1.86%	2.11%	1.72%
河北	0.65%	0.67%	1.38%	1.44%	0.73%	0.94%	1.10%	1.50%
吉林	0.48%	0.65%	0.76%	0.68%	1.15%	1.44%	1.63%	1.47%
福建	1.35%	1.48%	1.77%	1.33%	1.51%	1.15%	1.63%	1.46%
山西	1.20%	0.80%	1.10%	0.82%	0.76%	0.87%	1.02%	1.38%
内蒙古	0.44%	0.45%	0.64%	0.83%	1.34%	1.44%	1.55%	1.34%
云南	0.71%	0.94%	1.13%	1.22%	0.92%	2.58%	1.10%	1.25%
湖南	0.51%	0.57%	0.54%	0.48%	0.58%	0.66%	0.85%	1.24%
湖北	0.27%	0.37%	0.43%	0.55%	0.66%	0.87%	0.97%	1.15%
黑龙江	0.18%	0.27%	0.26%	0.52%	0.50%	0.33%	0.44%	1.11%
新疆	0.87%	0.97%	0.89%	0.70%	0.72%	0.73%	1.09%	1.10%
甘肃	0.30%	0.36%	0.43%	0.92%	0.59%	0.81%	0.70%	0.99%
江西	0.34%	0.44%	0.63%	0.58%	0.55%	0.54%	0.60%	0.89%
海南	0.35%	0.32%	0.32%	0.22%	0.28%	0.45%	1.02%	0.88%
广西	0.25%	0.28%	0.31%	0.35%	0.37%	0.36%	0.30%	0.50%

资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

注：计算公式为各省、市、自治区民营医院体检人次/省、市、自治区常住人口

从公立医院体检渗透率与民营医院体检渗透率来看，近年来体检渗透率提升趋势明显，民营医院体检渗透提升的速度与空间都较快。但由于体检部只是公立医院收入来源的一小部分，并且受制于空间、设备、人员等问题，公立医院的体检产能有限，未来公立医院体检渗透率达到一定程度后，再满足新增的体检需求相对较难，从而也给予了民营体检机构发展契机。

图 51：公立医院体检部与私营体检机构的比较

类别	一、二线公立医院体检部	三、四线公立医院体检部	非公体检机构
设备技术	设备配置齐全，设备配置相对高端，技术能力强	由于资金以及资源等能力，设备配置次于一二线城市公立医院	随着设备资本的支持，一些非公体检机构的设备配置开始追上一二线公立医院，优于三、四线城市公立医院体检部
产能	体检部非其主要收入，场地与产能都比较有限	场地与产能相对比一二线公立医院体检机构好，但仍旧相对有限	场地与产能相对于公立医院的体检机构充裕
服务能力	并不太重视服务理念以及服务质量等方面的问题	并不太重视服务理念以及服务质量等方面的问题	具有相对先进的健康管理理念以及检后的健康管理服务能力等
功能定位	定位于临床、科研以及教学为主，体检业务作为其辅助业务，非主要收入来源	定位于临床、科研以及教学为主，体检业务作为其辅助业务，非主要收入来源	体检业务作为其主要收入，专业化程度高
地位	社会公信力强，体检结果认可度高	有一定的公信力，体检结构获得本医院的认可	社会公信力相对弱，目前的体检结果与大部分公立医院无法得到全部认可
交叉感染风险	医院的人口密集，病人患者多，交叉感染率居高	患者相对较多，交叉感染的风险相对高	主要为健康人群，能较好的避免或者减少医院的交叉感染风险
运作模式	主要为诊断以及治疗为主，非盈利性医疗结构	主要为诊断以及治疗为主，非盈利性医疗结构	通过体检服务创造收入，会制作各类体检产品，以满足市场需求，并辅助一定的营销手段
经营模式	单家医院经营，不存在连锁经营的方式	单家医院经营，不存在连锁经营的方式	业务体系可标准化程度高，复制能力强，能迅速进行规模化扩张
销售能力	不采取营销的方式	不采取营销的方式	通常会有各种营销手段，进行健康市场的教育，并充分挖掘潜在客户

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

根据 Frost & Sullivan 的数据，2015 年我国共有 6500 家体检机构，其中 4600 家是公立医院的体检机构，占比为 70.8%，500 家是民营专业体检机构，占比 7.7%。近两年来，非公体检行业迎来了较快的发展，体检中心数量增加明显，估计目前非公专业体检机构的占比或已超过 10%。未来随着行业的进一步发展，非公专业体检机构的发展前景可期。

3. 以体检为锚，铸造平台价值

公司致力于预防医学的发展，为消费者提供健康体检服务。随着体检中心的不断增加，经营规模的不断提升，公司作为健康体检的流量入口，积累了越来越多的健康数据；在实现了连锁化、规模化后，公司积极布局大数据的挖掘以及美年健康产业生态圈的搭建，逐步向平台型发展。随着公司在基因检测、远程医疗、慢病管理、健康保险等领域的拓展稳步推进，健康产业生态圈，平台型企业的雏形已显。

图 52：美年健康产业生态圈

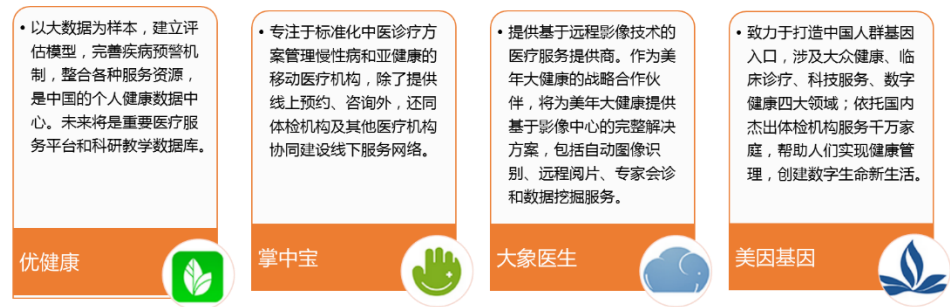


资料来源：公司官网，天风证券研究所

体检行业具备良好的延展性同时也是健康体检数据流量的入口。公司作为非公体检龙头企业，具备以美年健康为中心，搭建健康产业平台的条件。

公司致力于打造个人的健康数据中心，慢病管理平台，以及研发创新等生态系统，提供包括基因检测、远程医疗等增值服务。目前美因基因（基因检测）、大象医生（远程医疗服务）、优健康（健康数据中心）等逐步投入使用，未来公司平台型的价值将更加凸显。

图 53：美年健康增值服务领域布局（部分）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

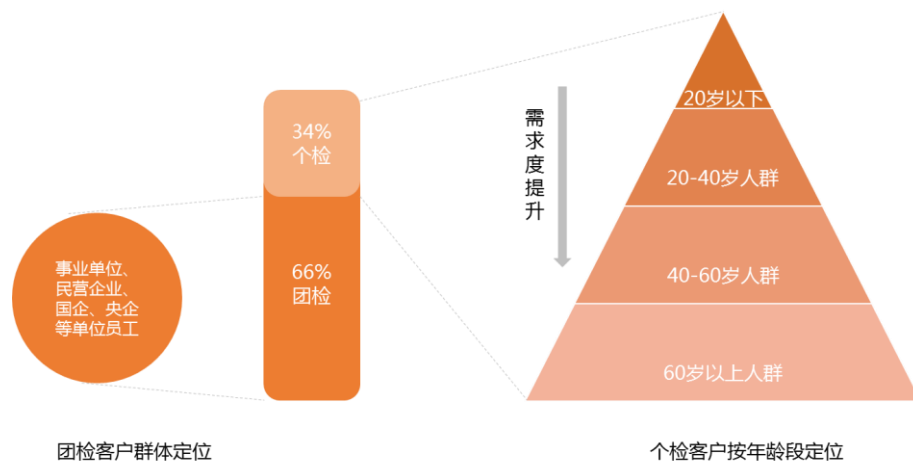
3.1.5 点核心商业模式因素分析，广视角看连锁体检机构成长

客户定位于各层次消费者，从 B 端切入推进业务发展

从业务类型上来看，公司的体检服务对象主要为集团单位的团检，以及 C 端的个检客户。其中团检业务主要是通过招标/竞标等方式成为一些大中型企业、事业单位等每年度的员工福利体检机构，团检这部分人群大多数为具有稳定收入的工作者；个检业务主要针对全部年龄段、有体检需求的人群。

从实际情况来看，随着年龄的增加，健康体检的必要性与需求度相对更大，因此我们按照年龄来区分个检需求的，60 岁以上人群个检需求将是最强烈的，这也从侧面印证了公司个检消费中，针对父母设计的体检套餐类型最多，销量更高的结果。

图 54：不同年龄段的体检需求度



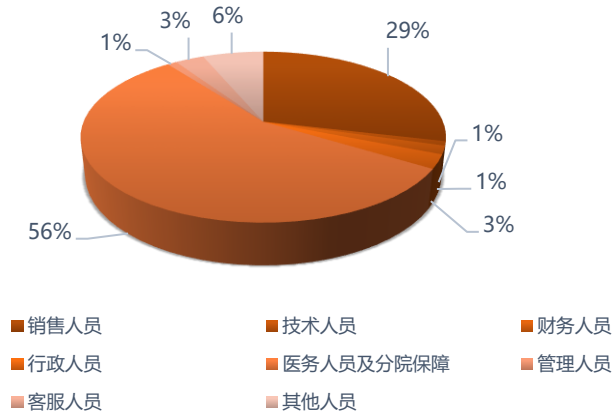
资料来源：公司公告，2018 年半年报，天风证券研究所

从人员结构上看，公司人员分为营销人员、行政管理以及医护人员、客服人员等。营

销售人员主要负责当地体检市场的开发，尤其是团检客户的开发；医护人员主要负责体检项目的检查、服务等；客服人员主要负责后台客户的售后服务等。

不同职务的员工，在公司的业务流程中，承担了不同的职能，共同搭建维护了公司整体业务系统的运行。从 2017 年公司员工的构成上来看，医护人员的占比最高，其次为销售人员。

图 55：公司员工构成



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

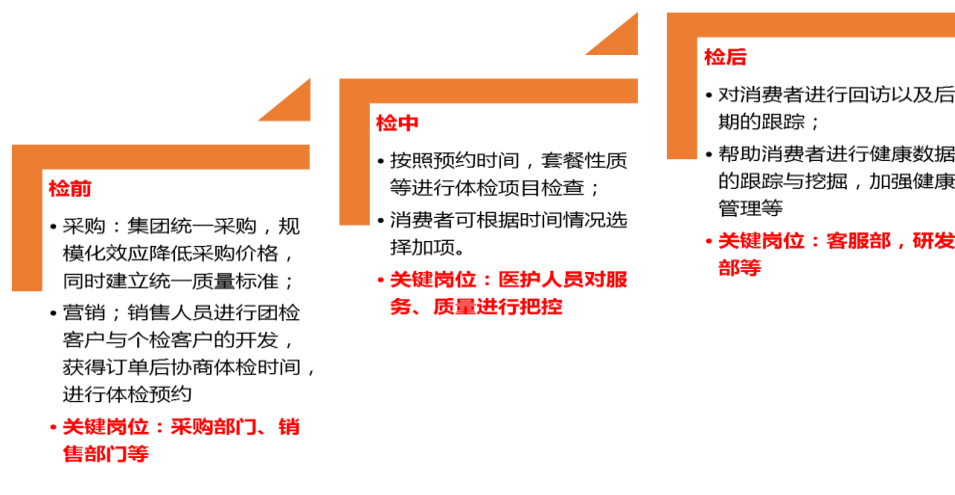
公司业务流程可简单划分为检前、检中、检后。

“检前”流程中，公司招募营销人员，负责当地市场的开拓，集团客户与个检客户的开发。获得订单后，反馈到公司，并制定体检计划，通常团检订单到检高峰期是在第三季度与第四季度。个检方面目前公司大部分体检中心是采取预约制度，既能有效控制单日体检人数、提升消费者的服务体验；又能提高体检中心的运行效率。

“检中”：消费者根据预约时间到体检中心进行检查，按照自己的实际情况以及体检项目到指定的体检区进行体检，公司体检中心进行体检项目的样本采集，一些项目或由公司检测，或外送第三方检验中心进行检测，最后由体检中心医师出具体检报告。由于体检项目是单项独立的，因此在体检过程中，消费者或许会根据自身的实际情况以及需求等进行加项体检。

“检后”：患者获得体检报告后，可对体检结果进行咨询，并依据体检结果更好的认识到自身的身体健康状态。对于公司而言，在获得大量的健康数据后，在合规的前提下，可进行更多健康数据的挖掘，作好检后的跟踪与管理；或是根据检查结果为消费者实现医疗资源对接、保险对接、健康管理等其他增值服务。

图 56：公司体检业务流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

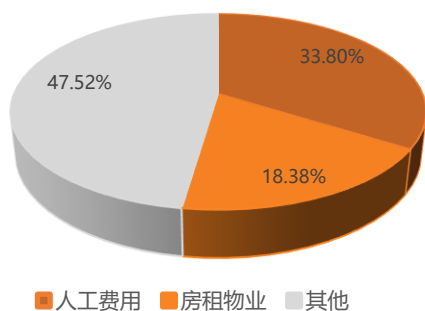
服务型盈利企业，人工与房租为最大成本项

公司的盈利来源主要依靠提供体检服务，属于服务型收费的企业。因此对于公司而言，医疗设备、耗材等属于成本项；另外投入较多的成本是人工成本以及房租成本。公司医疗设备以及耗材、试剂的采购是通过集团公司集中进行采购，具有一定的规模效应，议价能力较强。一些大型设备，子公司采用融资租赁等方式保障质量的同时避免一次性较大的投入，增加体检中心筹建费用。

公司目前的体检中心分为三类：旗舰店、标准店和类社区体检中心。未来重点布局的三、四线城市，将主要开设标准店。标准店初始投资资金约为 2000 万左右，其中约 1000 万的设备通过融资租赁的方式取得。

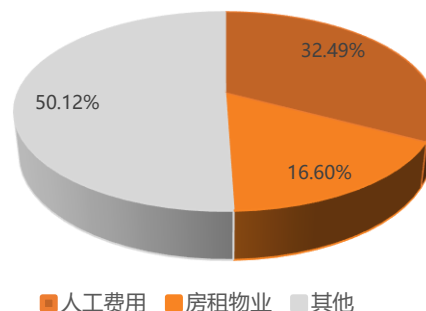
公司体检服务中，2017 年中人工费用占比为 32.49%，房租物业成本为 16.6%。人工与房租成本占公司体检服务成本大约 49.8%，该比例较 2016 年有所下降。

图 57：2016 年公司体检服务成本构成



资料来源：wind,天风证券研究所

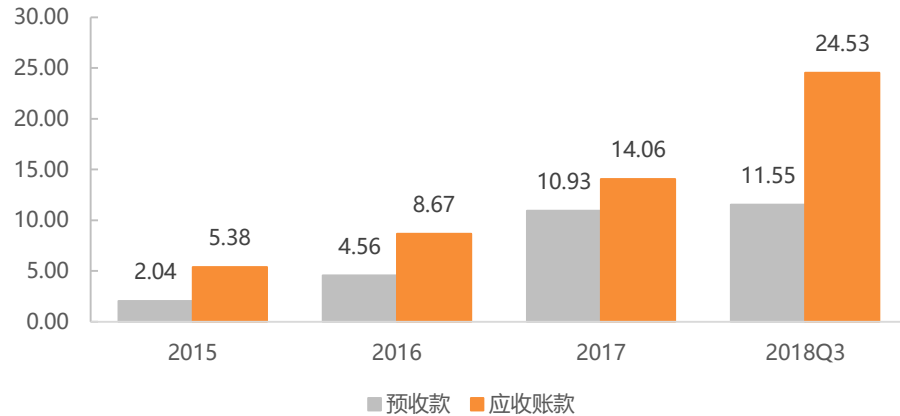
图 58：2017 年公司体检服务成本构成



资料来源：wind,天风证券研究所

在服务收费上，团检客户与个检客户的收费方式存在一定的差异。团检客户通常是预先支付一部分的定金，到年底再根据实际到检率进行付款；而对于个检客户而言，则通常是先付款购买体检卡，后预约检查的方式。所以，团检业务的提升会增加公司的应收账款；个检业务的提升，会增加公司的预收款。

图 59：2015-2018Q3 公司预收款与应收账款变化（亿元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

掌握“资本”等关键资源，推动自身发展

公司历经数载的发展成为我国非公体检机构龙头，体检中心分布全国。既有进入资本市场后发展大趋势的推动，同时也与其自身所发展的内核资源有关：

1、资本优势：体检中心的连锁化，需要依靠资本的力量实现在全国范围内的布局。一方面公司 2015 年成功上市，获得资本市场的入场券，从而获得一定资本优势，促进自身的发展，通过体外并购、参股等模式调动资源，扩大规模；另一方面，天亿集团作为公司控股股东，旗下拥有“中卫基金”等医疗产业基金，具有成熟的基金运作经验以及项目孵化能力等，助力上市公司的进一步发展。

2、业务模式优势：公司的体检业务是以团检业务为主；团检业务上量快，能迅速放量。因此在体检中心成立初期，团检订单的迅速上量能帮助体检中心缩短盈亏平衡周期，提升投资回报率；同时团检业务有助于公司快速的提升品牌影响力与市场口碑，从而再带动个检比例的提升。

3、设备优势与服务优势：体检服务对医疗设备具有一定的依赖性，公司体检中心配置有先进的医疗设备，对许多疾病以及病灶的检查准确度高；公司体检设备采用集团公司集中采购的方式，保证了公司各地体检机构配置的标准化。公司拥有丰富的连锁化管理经营，保障医疗质量，提升医疗服务体验感，不断强化自身品牌建设。

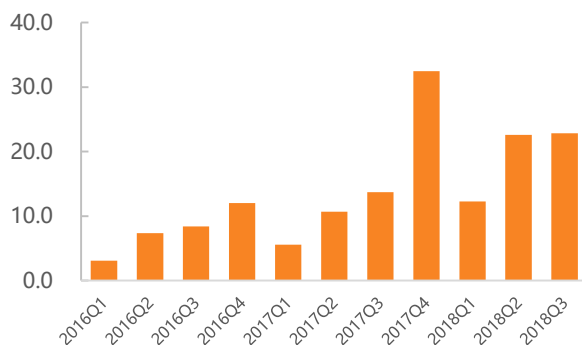
4、医疗服务牌照优势：我国对医疗机构的审批较为严格，开办医疗服务机构需要申请《医疗机构许可证》、《卫生许可证》等，经过卫计委统一审批后，才能进行运营。而针对配置具有辐射性的大型医疗设备的医疗机构，还需要获得《放射诊疗许可证》等。公司作为全国连锁化的专业体检机构，在规模、医疗设备、运行体系建立等方面已经具有了较好复制性，医疗牌照申请流程与资格优势明显。

体检季节性不影响现金流周转

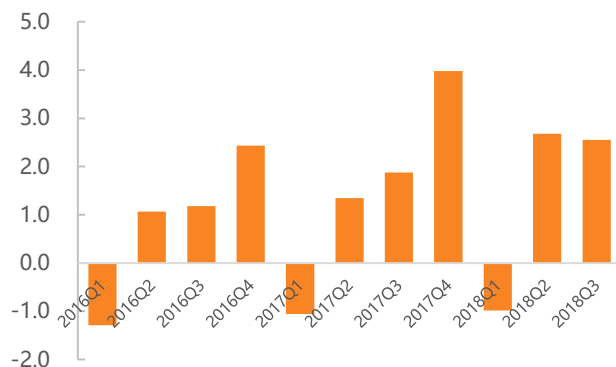
公司的盈利模式属于服务型收费盈利，具有稳定的现金流。由于团检业务主要集中在下半年，因此体检行业也呈现出一定的季节性。2017 年，公司四季度营业收入占当年收入的 52%。

图 60：2016Q1-2018Q3 公司按季度营业收入（亿元）

图 61：2016Q1-2018Q3 归母净利润（亿元）



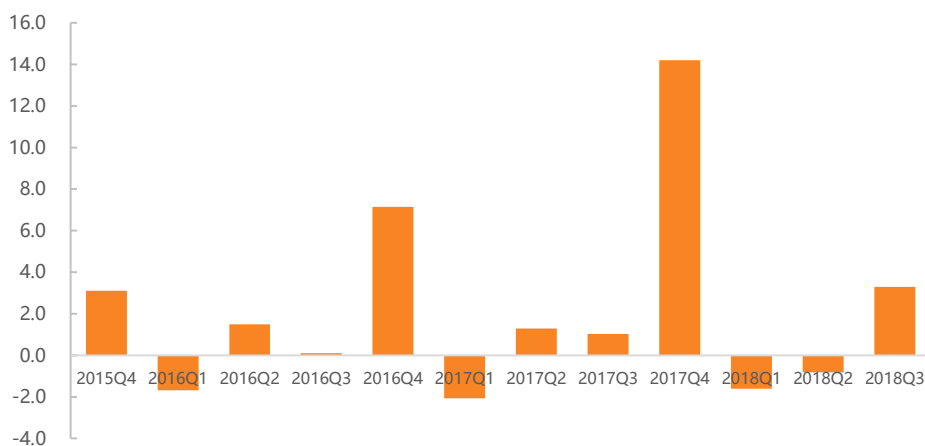
资料来源: wind,天风证券研究所



资料来源: wind,天风证券研究所

一季度之后公司经营活动现金流逐步开始好转,四季度是回款高峰期,经营活动现金流净额也较大。

图 62: 2015-2018Q3 单季度公司经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 借助并购基金实现体检中心的布局, 推动渠道的下沉

3.2.1. 控股与参股等方式, 获取优质体检中心资源

公司体检中心的扩张通常采用“先参后控”以及产业并购基金的方式进行。从而将一些费用发生在上市公司体外, 等体检中心达到一定成熟度后, 再择机进行控股或者进行收购。通过自建、收并购、体外孵化等多样化的方式, 公司加速了全国范围内体检中心的布局, 推动美年、慈铭、奥亚、美兆等多品牌的发展。

表 4: 公司成立的部分并购基金情况

成立时间	基金名称	参与机构	总计金额 (亿元)	美年认缴出资额 (万元)	美年出资比例	用途
2017/3/21	国投瑞银体检中心投资基金	国投瑞银、海峡汇富、亿达咨询	4.52	6700	14.82%	
2017 年	健亿投资并购基金	天亿资管、丝路华创管理、丝路华创资本、天亿投资、银河金汇证券、长城国投	15.02	15000	9.99%	公司计划与健亿投资在北京、上海、广州、深圳、成都、南京、杭州、郑州、重庆、西安等 14 个地区分别设立美兆体检中心
2017/6/23	嘉兴信文淦富	天亿投资、中孵创投、华泰资管	26.02	65000	24.98%	在深圳、成都、沈阳、天津、厦门、东莞、珠海等 10 个地区分别投资美年、奥亚体检中心

2017/12/14	南通美兆美年健康产业并购基金	招商资管、杭州海立、天亿控股	5.02	5000	9.96%	在江苏、重庆等地区投资美兆体检、美年体检中型
2018/1/25	美年健康并购基金	德邦证券、中兵慧明、平安财智	10.00	20000	20.00%	股权投资、创业投资、产业投资等非证券股权投资活动与相关的咨询服务业务
2018/10/8	南通美富投资基金	东富通达、东富汇通、舜喜投资	12.03	22800	18.95%	体检医疗机构的股权投资

资料来源：公司公告，天风证券研究所

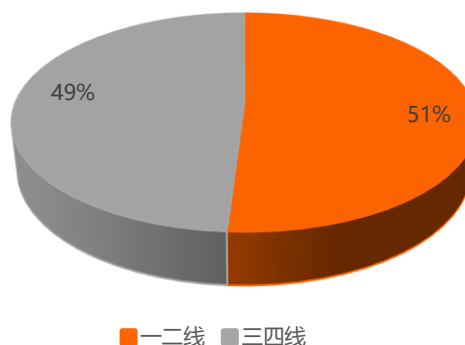
健亿投资主要用于美兆体检中心投资，布局高端体检；嘉兴信文淦富并购基金规模大，主要投资美年与美兆健康体检中心，通过体外并购基金的方式，在体外进行美兆体检中心的布局与品牌推广、美年健康体检中心的渠道布局。

3.2.2. 一、二线城市布局渐完善，网络逐步下沉

目前公司已经完成了在一、二线城市的布局，在巩固一、二线城市现有的体检业务地位外，进一步在三、四线城市进行扩张。三、四线城市人口基数大，同时呈现出医疗保健需求提升态势，未来或将拥有更广的市场空间。

粗略估算，目前公司的体检中心中，一、二线城市的布局占比大约为 51%；三、四线城市的体检中心布局占比大约为 49%，随着体检中心的成熟度逐步提升，未来或将贡献更多利润。

图 63：预估公司体检中心不同城市群分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从投入的角度来说，三、四线城市的租金与人力投入等较一、二线城市低。根据公司现有三、四线城市的门店情况，我们假定三、四线城市单店投入 1800 万，占地 3000-3500 平左右；假如平均每天的接待量为 200 人，按照 450 元的客单价进行计算，如果每年可体检天数为 300 天，则每年收入为 2700 万，按照 10%的净利率计算，两年盈亏平衡期后，每年净利润约为 270 万。

三、四线城市竞争环境相对较好，且个检比例相对高，相较于团检的定价优惠活动就少，因此客单价可能会更高，整体来看，预计三、四线城市 1-2 年就能达到盈亏平衡，且盈利能力较强。

综合来看，连锁医疗服务机构从规模到品牌，从品牌到规模，其本质是“量”与“价”的正向反馈。随着规模与品牌的效应增强，公司的市场份额也呈现逐步提升的趋势。而推动“量价齐升”的核心因素有：1、依靠体检项目的升级更新，提供更加精准、个性与完善的体检体验，从而提升个检比例与客单价；2、业务布局逐步的向三、四线城市进行布局，在专业第三方体检机构竞争相对较为良好的市场，依靠设备优势、运营管理优势、服务质量等获得更多的市场份额。

4. 行业先驱者，创新引领发展

4.1. “美年好医生”问世，健康产业“闭环”雏形已显

2018年10月，公司联合平安好医生，中国人保财险、优健康、大象医生等推出了重磅健康管理体检产品“美年好医生”。“美年好医生”将单纯依赖设备以及检测项目数量的体检服务迈向了“检、存、管、医、保”全程保障的3.0健康体检时代。

图 64：美年好医生产品



资料来源：天猫官网，天风证券研究所

“美年好医生”体检套餐按照年龄段进行划分，针对3类人群，6段年龄，设置了9档位精准定制的套餐。从999套餐到4999套餐。消费者购买“美年好医生”后，不仅能获得相应的体检项目检查，同时还能拥有后续线上专家远程问诊、线下一站式就医服务、海外医疗绿色通道以及重大疾病保险。

“美年好医生”不仅仅是单纯的体检套餐，而是将医疗服务、管理与保险进行了更好的融合，是公司以体检为基础，迈向健康管理的重要一步。我们预计，2019年公司“美年好医生”这款体检套餐，既能增强消费者黏性，又能进一步带动公司个检比例的提升，以及客单价的提升，为公司带来“量价齐升”的价值。

图 65：美年好医生套餐保险方案

方案	方案一	方案二
套餐	999/1199/1399/ 1599/1799/1999 (元)	2999/3999/4999 (元)
保险金额	重大疾病保险 15万元	20万元
	复查费用保险 600元	1200元
	体检意外保险 20万元	35万元

资料来源：美年健康天猫旗舰店，天风证券研究所

健康体检行业经历检测技术、检测方法、设备的更新升级，公司作为非公体检龙头，再嫁接更精准、更全面、更深度的体检项目后，与公司的发展形成了正向的反馈，推动公司体检流量与客单价的提升。“美年好医生”体检套餐的推出，对公司健康产业闭环的形成具有重要的意义，是更加专业医疗服务的体现，是向健康管理的深度迈进。

4.2. 深度挖掘数据价值，构建健康产业生态圈

健康体检是公司的主要业务，随着经营规模的不断提升，美年健康目前已经是国内规模领先，体检中心分布最广的专业体检医疗机构。依托遍布全国近 600 家的体检中心，公司形成的数据规模也在快速的提升。近年来，公司依托获取的体检健康的数据，在合规的前提下，充分发挥数据最大的价值，逐步开展了健康咨询、健康评估等业务，强化健康产业生态圈的建设。

数据资源是公司作为全国非公体检龙头的优势之一。公司注重数据的开发挖掘，并以此为基础，搭建健康生态圈平台以及孵化载体的功能，开展精准、广泛、有效的健康管理；既能支持公司体检业务的快速发展需求，又能通过数据挖掘与分析能力，提高为消费者提供更多增值服务的能力。

图 66：以数据为基础搭建健康产业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

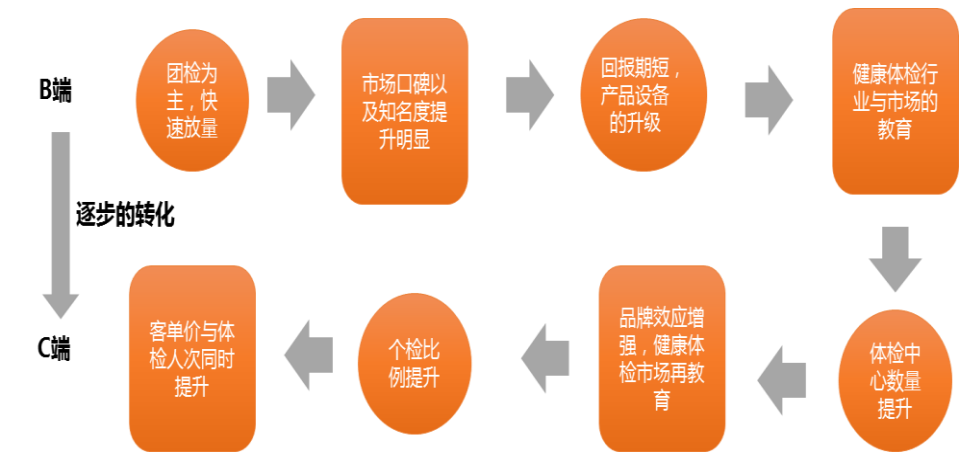
体检业务延伸性强，同时预防医学又是健康管理的前端，具有重要意义。在完成数据的积累与开发后，公司遍布全国的体检中心，具备嫁接数据应用的条件，这也是公司实现平台化价值的重要条件之一。

4.3. 从“B到C”，从“一、二到三、四”，“带动”体检服务潜力市场大

美年健康作为全国非公体检龙头，伴随整个体检行业经过了从体检项目、医疗设备依赖阶段，逐步向全面保障健康管理的体检时代迈进的过程。在长期的发展过程中，体检业务也逐步的从高比例团检业务，向高比例个检业务发展。预计 2018 年公司体检业务中个检服务占比达到 30%，并呈现逐年提升态势。

公司的团检业务不仅带来了体检人次的迅速放量，缩短投资回收期；同时也能快速的打造自身的市场口碑，逐步进行了健康体检市场的教育。未来随着产品的升级更迭，更多个性化、定制化的体检产品推出，有望助力公司个检比例的提升、客单价的提升，逐步的实现从 B 端向 C 端的转化。

图 67：B 端迅速放量推动向 C 端的转化



资料来源：天风证券研究所

公司目前基本已经完成了全国一、二线城市的布局，并占据了一定的市场份额。近年来，在巩固一、二线城市的市场份额的基础上，逐步的拓展三、四线城市的体检业务，挖掘三、四线城市健康体检需求。

与一、二线城市相比，三、四线城市拥有更庞大的需求市场，更加缓和的竞争环境。公司作为上市企业，拥有向三、四线城市标准化开店运行的资本能力、管理能力以及医疗服务能力，未来三、四线城市体检业务的发展或将成为公司新的增长动力：

- 与三、四线城市公立医疗机构相比，公司在医疗设备、体检服务、就诊环境与性价比等方面优于公立医院，在三、四线城市具有较强的竞争力。

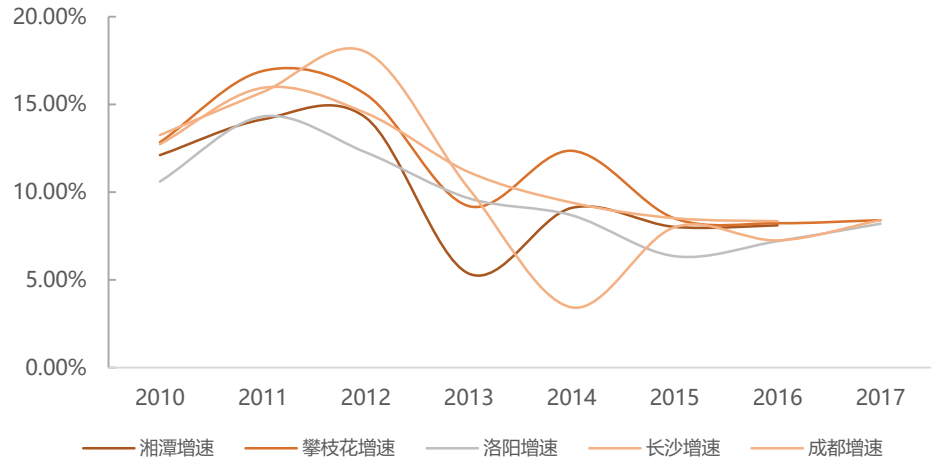
图 68：公司体检中心就诊环境



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 三、四线城市消费的潜力大：从人口基数上看，我国依旧以三、四线人口居多，因此体检需求也更大。同时“父辈”等老龄人口居住比例大，有助力推动三、四线城市的“带动”体检消费（子女为父母等购买体检套餐），从而推动个检的消费。因此从消费端来看，三、四线城市增长潜力较大，尤其是个检方面具有较大提升空间。
- 三、四线城市的经济发展逐步向上，居民的健康意识逐步提升，对于每年 500-600 元的体检消费价格敏感度低，可接受程度强。综合来看，三、四线城市的体检消费市场大，并且拥有良好的竞争环境，有助于快速的实现市场份额的提升。
- 相对一、二线城市来说，三、四线城市的健康意识正处于提升阶段，空间市场较多，竞争相对缓和，是较大的潜力市场。同时三、四线城市的消费能力逐步提升，未来三、四线城市居民的支付能力将存在较大的提升。

图 69：三、四线城市样本城市与一二线省会城市人均可支配收入增速比较



资料来源：wind, 天风证券研究所

注：三、四线城市参考为城镇居民可支配收入；长沙、成都为人均可支配收入

从三、四线城市样本城市城镇居民可支配收入增速来看，自 2016 年起，该增速逐步的向上提升，三、四线城市的消费能力处于逐步提升的态势。

4.4. 多品牌，多层次，覆盖各层级消费者需求

公司旗下拥有美年大健康、慈铭体检、慈铭奥亚、美兆体检等多品牌，涵盖了从 B 端到 C 端，从高端个检到大众团检的多层次，全方位，多品牌的体检服务。美年大健康与慈铭体检主要聚焦于服务大众健康的专业连锁体检品牌，慈铭奥亚则主要定位于服务中高端团体的健康体检与综合医疗服务；美兆体检则定位于服务高端个人专业化体检，为客户提供全面的深度的、个性化的健康管理。

图 70：公司多品牌分层与定位

	定位	定价	
	服务大众健康专业体检	团检 > 300元；个检 > 399元	中低端
	服务大众健康专业体检	团检 > 300元；个检 > 399元	
	服务中高端团体专业体检	团检 > 1200元；个检 > 1800元	中高端
	服务高端个人专业体检	团检 > 1800元；个检 > 3650元	高端

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

我们认为通过不同品牌的打造，公司可服务群体将变广，有助于其捕获不同体检消费人群的需求，尤其是高端体检的切入，既有利于提升个检比例，又能优化服务质量，强化塑造优质体检品牌效应，打造从健康体检到健康管理的产业链。同时，公司通过多品牌的建立，亦有助于降低单一品牌可能产生的品牌风险。

5. 业绩分拆与估值讨论

5.1. 业绩分拆

美年健康作为全国非公体检龙头，体检中心的设备配置已经能逐步的媲美公立医院的设备配置，优于部分三、四线城市的公立医院设备配置。随着体检中心网络的不断下沉以及体

检产品的升级，公司有望最先抓住体检需求增长以及三、四线城市体检需求释放的机遇，并且提升个检比例，强化公司“量价齐升”的逻辑，推动公司的发展。

我们按照公司体检中心贡献，对公司未来三年业绩进行分拆，预计公司 2019 到 2021 年，实现营业收入 115.28/162.99/227.88 亿元，实现归母净利润分别为 11.53/16.30/22.79 亿元。

我们对如下条件进行假定：

1、公司近年毛利率水平保持相对恒定，随着体检中心的扩展摊销与财务费用等增加，净利率水平有所降低并保持恒定。

2、公司 2018 年体检中心接近 600 家，此后三年，每年增加 100 家左右。一般体检中心在 2 年内可达到盈利的程度，美年参变控并表 50 家左右。（注：2017 年公司除控股与参股外还包含 101 家在建待开业体检中心）。

3、公司新增体检中心一二线城市与三、四线城市均有布局，但根据我们以上的分析，认为公司向三、四线城市布局的体检中心比例会更高；三、四线城市体检中心面积能达到 3000-3500 平米，一二线城市通常为 2000-3000 平米，因为我们取中间值 3000 平米。单店日人均客流量为 250 人，全年大约 7.5 万人体检人次；全年服务人次中 68%为控股体检中心提供，并逐年提升；

4、随着产品的不断升级以及个检比例的提升，公司客单价 2019 年达到 500 元/人，往后保持每年 10%的增长。

表 5：公司 2018-2022 年业绩分拆

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营收（亿元）	30.82	62.33	84.54	115.28	162.99	227.88
营收 YOY	46.65%	44.48%	35.63%	36.4%	41.4%	39.8%
毛利率	48.31%	46.96%	47%	47%	47%	47%
营业成本（亿元）	26.22	53.94	44.80	61.68	86.38	120.78
营业成本 yoy	46.02%	105.72%	-16.94%	37.65%	40.06%	39.82%
净利率	12.3%	11.1%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润（亿元）	3.39	6.14	8.22	11.53	16.30	22.79
归母净利润增速		81.1%	33.8%	40.3%	41.4%	39.8%
体检业务分拆						
体检中心（含慈铭）-控+参(家)	267	378	605	696	800	920
体检中心 YOY		41.6%	60%	15%	15%	15%
新增体检中心（家）		111	227	91	104	120
体检中心（含慈铭）-控股	126	208	278	328	378	428
控股体检中心增加数量（家）		82	70	50	50	50
控股体检中心增速		65.1%	33.7%	18.0%	15.2%	13.2%
参股体检中心（家）	141	170	327	368	422	492
体检人次（万人）	1500	2160	2756	3547	4559	5795
体检人次增速		44.0%	27.6%	28.7%	28.5%	27.1%
客单价(元)	350	429	472	500	550	605
客单价增速		22.57%	10%	6%	10%	10%
营业收入（亿）		61.42	84.54	115.28	162.99	227.88
营收 YOY		44.48%	37.64%	36.37%	41.38%	39.82%

资料来源：wind, 天风证券研究所

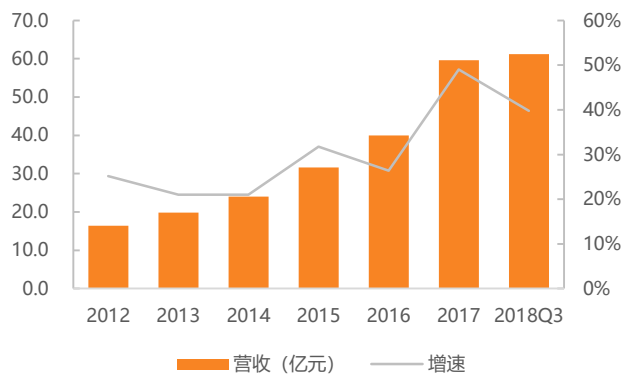
5.2. 估值讨论

公司作为非公体检龙头，未来将持续收益体检行业需求的释放，主营业务增长动力足。而

随着体检人次的增加，公司积累的健康数据愈加完善和丰富，通过对健康数据深度分析与挖掘，公司将逐步的发挥平台的价值，建成健康产业生态圈。

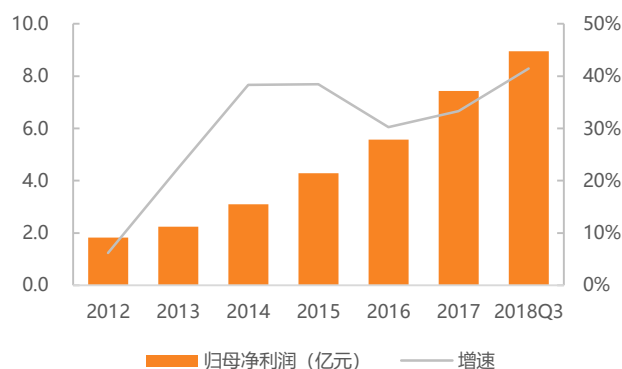
目前 A 股上市的医疗服务类型的公司主要为爱尔眼科与通策医疗。爱尔眼科是国内的眼科医疗服务龙头，通策医疗则是口腔连锁龙头。目前爱尔眼科与公司体检中心布局已经基本遍布全国，通策医疗的布局以浙江省为主，逐步的往外扩张。

图 71: 爱尔眼科 2012-2018Q3 营收规模 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 72: 爱尔眼科 2012-2018Q3 归母净利润规模 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 公司与可比公司估值比较(截止到 2019 年 2 月 26 日)

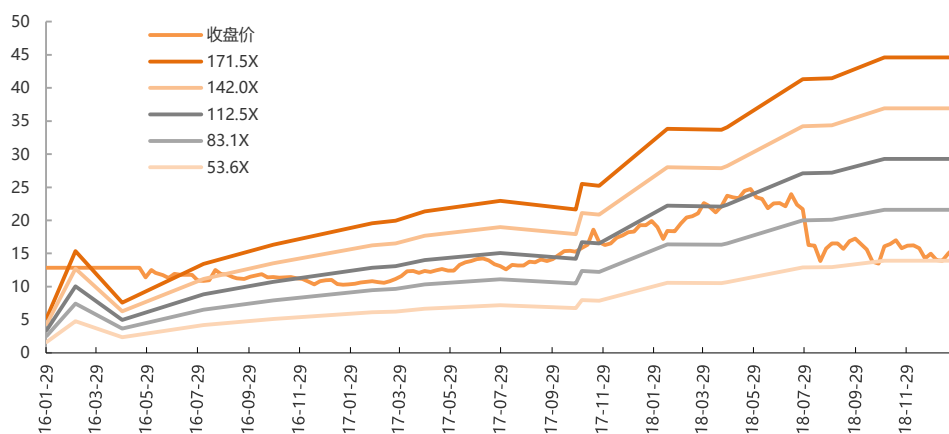
公司	2017 年营收 (亿元)	2017 年净利润 (亿元)	2017A PE	2017A PEG	2018E PE	2019E PE	2020E PE
美年健康	62.33	3.59	92.7	2.58	56.8	45.1	31.9
爱尔眼科	59.63	3.3	63.1	1.89	74.4	55.7	42.9
通策医疗	11.8	2.17	47.85	0.81	57.3	43.4	33.1
平均			67.9	1.76	62.8	48.1	35.8

资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 预测估值来源与 wind 一致预期

与可比公司进行比较，2019 年可比公司 PE 平均水平为 48 倍，公司作为非公体检龙头，收入、利润体量以及增速均位于医疗服务第一梯队；从公司 PE Bands 来看，随着大盘的调整等，公司目前的估值水平是处于 2016 年以来的低位。

图 73: 美年健康 PE Bands



资料来源: wind, 天风证券研究所

体检行业具有较好的延展性，公司以体检业务为载体，积累了大量的健康数据，未来可继续深化分析健康数据的应有，成为市场最具平台价值塑造的企业之一。目前公司 PE 水平处于相对低的位置，估值水平位于可比公司平均水平。我们认为，公司所处的体检行业是一条优质赛道，主营业务在产品升级以及体检中心布局的扩张下，尚存在较高的成长空间；另一方面作为非公体检龙头，公司积累了大量健康数据，随着数据应用的逐步变现，未来的平台价值具有较大的想象空间，可以给予其一定的估值溢价。

我们预测公司 2019-2021 归母净利润分别为 11.53/16.30/22.79 亿元，对应 EPS 为 0.37/0.52/0.73 元/股。与眼科龙头爱尔眼科相比，公司经营体量与利润规模水平相似，且近年来拥有较高的成长性，因此 2019 给予其 55 倍 PE，高于行业平均值，比肩眼科龙头爱尔眼科估值水平，对应股价 20.35 元，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,101.44	2,366.47	4,505.49	6,413.99	9,348.95
应收账款	1,025.18	1,675.16	1,401.45	1,954.81	1,841.39
预付账款	70.36	117.84	214.52	186.01	417.53
存货	45.18	83.12	103.58	117.07	170.89
其他	128.45	347.07	346.57	347.73	347.60
流动资产合计	2,370.60	4,589.66	6,571.61	9,019.60	12,126.37
长期股权投资	1,061.18	31.32	31.32	31.32	31.32
固定资产	937.19	1,808.73	2,251.39	2,628.73	2,936.12
在建工程	50.31	86.58	79.29	79.65	74.82
无形资产	25.86	137.89	131.81	124.65	116.40
其他	1,544.48	5,825.30	5,659.90	5,467.83	5,229.10
非流动资产合计	3,619.02	7,889.81	8,153.71	8,332.18	8,387.77
资产总计	5,989.62	12,479.47	14,725.32	17,351.78	20,514.14
短期借款	830.00	1,144.43	2,113.57	2,075.11	2,607.91
应付账款	421.39	854.78	989.26	1,692.77	2,262.85
其他	846.37	2,466.06	2,697.94	3,378.08	3,604.57
流动负债合计	2,097.76	4,465.27	5,800.77	7,145.97	8,475.33
长期借款	245.14	603.31	507.26	691.70	977.97
应付债券	0.00	396.50	132.17	176.22	234.96
其他	62.80	111.53	111.53	111.53	111.53
非流动负债合计	307.93	1,111.33	750.95	979.45	1,324.46
负债合计	2,405.69	5,576.60	6,551.71	8,125.42	9,799.79
少数股东权益	271.30	406.34	508.83	652.59	855.77
股本	2,421.48	2,601.31	3,121.57	3,121.57	3,121.57
资本公积	21.46	2,357.46	2,357.46	2,357.46	2,357.46
留存收益	890.95	3,895.14	4,543.21	5,452.21	6,737.01
其他	(21.26)	(2,357.39)	(2,357.46)	(2,357.46)	(2,357.46)
股东权益合计	3,583.92	6,902.87	8,173.61	9,226.36	10,714.35
负债和股东权益总计	5,989.62	12,479.47	14,725.32	17,351.78	20,514.14

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	378.52	694.33	822.32	1,153.41	1,630.26
折旧摊销	218.03	407.08	152.70	219.46	285.68
财务费用	42.94	112.25	97.34	114.29	128.96
投资损失	(37.12)	(60.50)	(60.50)	(60.50)	(60.50)
营运资金变动	(0.34)	630.59	688.82	1,036.23	863.50
其它	105.05	(339.22)	107.88	151.32	213.88
经营活动现金流	707.08	1,444.53	1,808.55	2,614.21	3,061.78
资本支出	1,710.67	3,490.46	582.00	590.00	580.00
长期投资	1,021.23	(1,029.86)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,893.22)	(4,474.54)	(1,103.50)	(1,119.50)	(1,099.50)
投资活动现金流	(1,161.32)	(2,013.95)	(521.50)	(529.50)	(519.50)
债权融资	1,231.86	2,553.00	3,161.76	3,351.81	4,229.61
股权融资	(122.09)	2,410.34	428.69	(108.45)	(123.12)
其他	(658.94)	(3,404.49)	(2,738.49)	(3,419.58)	(3,713.80)
筹资活动现金流	450.82	1,558.86	851.96	(176.21)	392.69
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3.42)	989.44	2,139.01	1,908.50	2,934.97

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,081.86	6,233.05	8,454.27	11,528.42	16,299.45
营业成本	1,593.10	3,305.84	4,480.76	6,110.06	8,638.71
营业税金及附加	0.82	7.78	10.55	14.39	20.34
营业费用	718.02	1,488.12	2,049.98	2,766.82	3,928.82
管理费用	263.73	463.54	646.75	864.63	1,222.46
财务费用	40.33	111.20	97.34	114.29	128.96
资产减值损失	6.03	17.75	17.75	17.75	17.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.12	60.50	60.50	60.50	60.50
其他	(74.24)	(125.53)	(121.00)	(121.00)	(121.00)
营业利润	496.96	903.84	1,211.64	1,700.97	2,402.90
营业外收入	4.04	4.05	4.29	4.29	4.75
营业外支出	2.02	6.31	6.31	6.31	6.31
利润总额	498.97	901.58	1,209.62	1,698.95	2,401.34
所得税	120.46	207.26	279.42	394.23	557.21
净利润	378.52	694.33	930.20	1,304.73	1,844.13
少数股东损益	39.61	80.53	107.88	151.32	213.88
归属于母公司净利润	338.91	613.80	822.32	1,153.41	1,630.26
每股收益(元)	0.11	0.20	0.26	0.37	0.52

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	46.65%	102.25%	35.64%	36.36%	41.39%
营业利润	38.94%	81.88%	34.05%	40.39%	41.27%
归属于母公司净利润	30.21%	81.11%	33.97%	40.26%	41.34%
获利能力					
毛利率	48.31%	46.96%	47.00%	47.00%	47.00%
净利率	11.00%	9.85%	9.73%	10.00%	10.00%
ROE	10.23%	9.45%	10.73%	13.45%	16.54%
ROIC	30.36%	27.79%	19.60%	27.65%	42.56%

偿债能力					
资产负债率	40.16%	44.69%	44.49%	46.83%	47.77%
净负债率	-13.84%	1.05%	8.04%	-12.09%	-15.31%
流动比率	1.13	1.03	1.13	1.26	1.43
速动比率	1.11	1.01	1.12	1.25	1.41
营运能力					
应收账款周转率	3.59	4.62	5.50	6.87	8.59
存货周转率	88.26	97.16	90.57	104.50	113.21
总资产周转率	0.59	0.67	0.62	0.72	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.20	0.26	0.37	0.52
每股经营现金流	0.23	0.46	0.58	0.84	0.98
每股净资产	1.06	2.08	2.46	2.75	3.16
估值比率					
市盈率	156.58	86.46	64.53	46.01	32.55
市净率	16.02	8.17	6.92	6.19	5.38
EV/EBITDA	48.46	45.38	34.51	24.11	16.84
EV/EBIT	58.47	54.95	38.54	27.03	18.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com