

危中蕴机，精耕管理，非公体检巨头再起航



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——美年健康 (002044.SZ)

❖ 引入阿里战投，平台价值凸显

公司总部位于上海，目前已基本完成中国大陆市场（除港澳台地区）全覆盖，实现布局全国 294 个城市、在营 632 家体检中心。2,602 万人次的年接待量使得公司的健康流量入口领先地位进一步得到巩固，并致力于打造大健康产业生态圈。2019 年，公司引入阿里网络等股东并将在体检、医疗药品/保健品、保险等领域开展深度合作，加速数字化升级。

❖ 资金优势决定扩张速度，精耕管理提升盈利能力

2019 是公司的转型之年。广州富海门诊部事件、商誉减值以及新冠疫情的影响给公司经营带来了一定压力，公司也以此为契机开始了限流提质，主动放缓扩张步速。2011-2019 年，公司采用先参后控、自建和收购相结合的方式快速扩张，控股的体检中心从 11 家增至 289 家。公司参与设立的并购基金总规模超过 60 亿元，资金优势也成为体检中心扩张速度的主要影响因素。同时，公司加快渠道下沉，47.30% 的在营体检中心分布在三/四/五线城市。2019 年团检、个检的占比分别为 78% 和 22%。由于客户个性化定制的需求在增强，个检的客单价较高，未来仍有上升趋势，公司也将全力突破个检，大举进入 C 端市场。

❖ 优质赛道市场广阔，体检行业步入新时代

2019 年我国体检市场规模约 1,686 亿元，预计到 2024 年将达到 3,284 亿元。我国公立体检机构占比为 72%，非公立占比为 28%。民营体检市场呈寡头格局，美年+慈铭份额约 26%，大幅领先爱康国宾（15%）和瑞慈（3.3%）。我国 95% 以上的健康管理服务仍以体检为主，随着互联网与金融巨头的大举介入，体检与保险、购药、寻医等行业将进一步结合，民营机构仍将保持较高的增长态势。

❖ 首次覆盖，予以“增持”评级

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 86.96、104.35、125.22 亿元，同比增速分别为 2%、20%、20%，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.95、8.14、10.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.10、0.21、0.28 元/股，对应市盈率为 117、57、42 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：疫情影响超预期的风险，商誉减值的风险，需求不达预期。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	85.25	86.96	104.35	125.22
+/-%	0.79%	2.00%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润(亿元)	-8.77	3.95	8.14	10.96
+/-%	-207.20%	145.04%	106.02%	34.61%
EPS(元)	-0.22	0.10	0.21	0.28
PE(X)	-52.51	116.57	56.58	42.03
PB(X)	6.30	6.00	5.46	4.88

资料来源：公司公告，川财证券研究所，预测截止日期 2020/5/29

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2020/5/31
前收盘价	11.75 元
公司评级	增持评级

📄 分析师

周豫

证书编号：S1100518090001
010-66495613
zhouyu@cczq.com

📄 联系人

黄心如

证书编号：S1100119110002
021-68416608
huangxinru@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041



正文目录

一、引入阿里战投，平台价值凸显	5
1. 专业健康体检平台，并购整合快速崛起	5
2. 股权结构明晰，阿里入股促进数字化升级	6
3. 数据导流、AI 赋能，构建大健康产业生态圈	7
二、资金优势决定扩张速度，精耕管理提升盈利能力	9
1. 商誉减值叠加疫情影响，业绩触底静待反转	9
2. 发力 C 端个检客户，客单价处于上行趋势	13
3. 产品套餐选择丰富，技术创新服务升级	14
4. 先参后控快速扩张，深入下沉三四线城市	15
三、优质赛道市场广阔，体检行业步入新时代	18
1. 互联网、保险入局，体检升级健康管理全产业	18
2. 健康意识提升，体检人次持续攀升	20
3. 民营机构呈寡头格局，有望与公立医院争夺份额	21
四、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级	23
风险提示	24



图表目录

图 1:	美年健康公司发展历程.....	5
图 2:	美年健康体检中心全国布局图 (2017 年)	6
图 3:	美年健康公司股权结构.....	7
图 4:	美年健康产业生态圈.....	8
图 5:	2015-19 及 20Q1 营业收入及其增速.....	9
图 6:	2015-19 及 20Q1 归母净利润及其增速.....	9
图 7:	2015-2019 年公司的商誉账面原值期末余额 (亿元)	10
图 8:	2017-2019 年慈铭体检的营业收入、净利润以及当年的业绩承诺	12
图 9:	2015-2019 公司体检业务经营数据	13
图 10:	2016-2019 公司体检总接待人次	13
图 11:	2016-2019 公司客单价 (元/人次)	14
图 12:	2017-2019 公司团检/个检比例.....	14
图 13:	美年好医生系列开启健康管理全程保障时代.....	15
图 14:	公司体检中心个数 (含参股)	16
图 15:	公司控股体检中心个数.....	16
图 16:	公司在营体检中心分布数量.....	16
图 17:	公司在营体检中心分布结构.....	16
图 18:	2015-2019 各区域营业收入	17
图 19:	2015-2019 各区域毛利率	17
图 20:	2015-19 年公司的货币资金 (亿元)	18
图 21:	2015-19 年公司的现金流 (亿元)	18
图 22:	2015-19 年公司的资产负债率 (%)	18
图 23:	2015-19 年公司的流动比率/速动比率.....	18
图 24:	健康体检产业全景图谱.....	19
图 25:	2011-2018 年我国健康体检人次 (亿人次)	20
图 26:	2012-2018 年我国健康体检市场规模 (亿元)	21
图 27:	2019-2024 健康体检市场规模预测 (亿元)	21
图 28:	2019-2024 专业体检机构市场规模预测 (亿元)	21
图 29:	中国体检行业竞争格局.....	22
图 30:	民营体检机构的市场份额.....	22
图 31:	公立医院和民营医院的健康检查人次.....	23



表格 1.	2019 年公司商誉减值准备的具体事项 (万元)	11
表格 2.	公司旗下各品牌的平均定价	14
表格 3.	2017 年以来公司参与成立的并购基金一览.....	17
表格 4.	三大民营体检机构的主要经营数据对比	22
表格 5.	可比公司估值比较.....	23

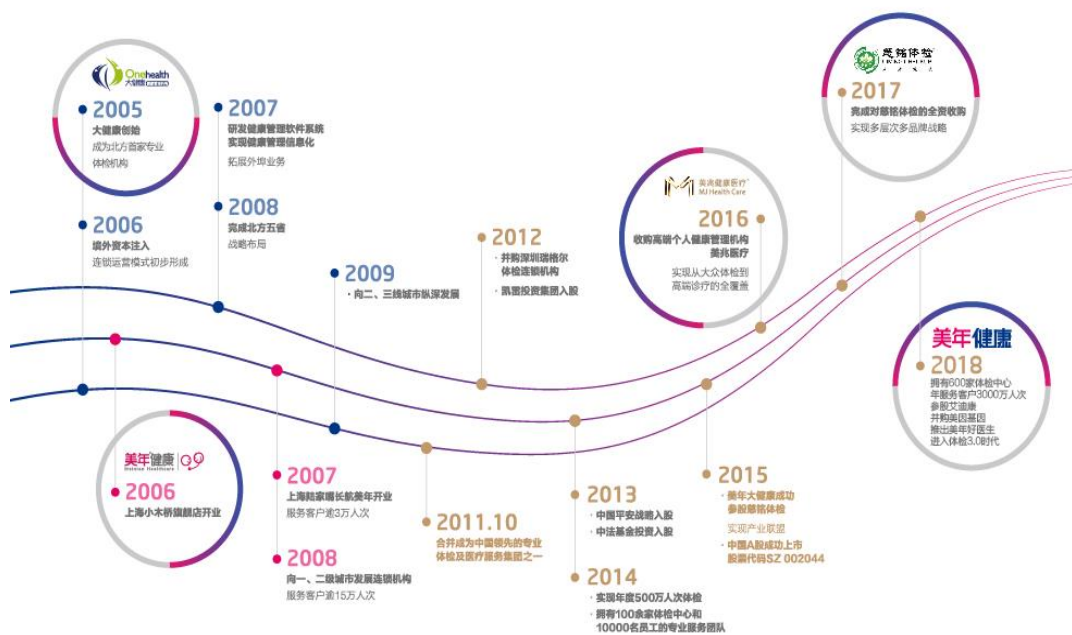
一、引入阿里战投，平台价值凸显

1. 专业健康体检平台，并购整合快速崛起

美年大健康产业控股股份有限公司的前身美年健康产业有限公司始创于 2004 年，是中国专业健康体检和医疗服务集团，总部位于上海。2011 年 10 月 17 日，美年产业和沈阳大健康公司宣布两公司实施合并，成立“美年大健康”集团，成为中国最大的体检连锁集团公司。

随后的 2012 - 2017 年，美年健康又通过收购深圳“瑞格尔”、“美兆”医疗以及“慈铭”体检，实现了体检中心的扩张并构建了完整的产品线。集团于 2015 年 8 月成功在 A 股上市，成为医疗和大健康板块中市值和影响力杰出的公司。

图 1：美年健康公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

美年产业和沈阳大健康合并之初，美年产业、沈阳大健康分别拥有 13 家、18 家体检中心，二者的优势地域分别位于华东地区和东北地区。合并以来，美年大健康通过内生和外延扩张并进，以已有体检中心为基础，向二、三、四线城市深入，并在已经设立美年大健康体检中心的城市增设体检中心，以满足更多客户的需求。截至 2019 年底，公司已基本完成中国大陆市场（除港澳台地区）全覆盖的战略布局，实现布局全国 294 个城市、在营 632 家体检中心。2019

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

年，公司为总计 2,602 万人次提供了专业健康体检服务。

图 2：美年健康体检中心全国布局图（2017 年）



资料来源：公司官网，川财证券研究所

注：图示门店布局截至 2017 年底，2019 年美年健康在青海、西藏门店均已开业

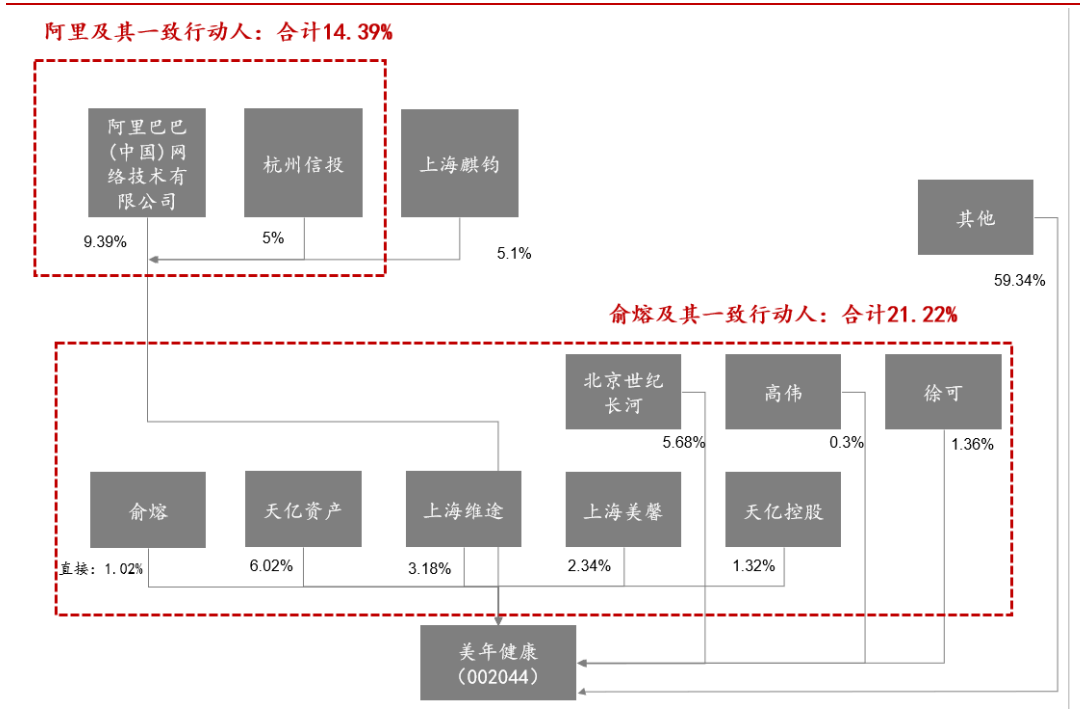
2. 股权结构明晰，阿里入股促进数字化升级

公司的实控人俞熔先生，毕业于上海交通大学电子工程系，上海财经大学金融学硕士、中国中医科学院博士、中欧国际工商管理学院 EMBA，是美年大健康创始人及实际控制人。现任天亿控股董事长、国家卫生计生委健康促进与教育专家指导委员会委员、中华中医药协会养生康复专业委员会副主任委员、北京医学会健康管理分会副主任委员、中国非公立医疗机构协会健康体检分会会长。

2019 年 10 月 25 日，天亿资产、天亿控股、上海美馨、高伟、徐可、遵义市大中企业管理有限公司与杭州信投签署《股份转让协议》，约定将其持有的美年健康股份 195,996,049 股转让给杭州信投，转让总价为 23.54 亿元；天亿控股、上海美馨、遵义大中与阿里网络签署《股份转让协议》，约定将其合计持有的美年健康股份 208,972,822 股转让给阿里网络，转让总价为 25.10 亿元；天亿资产、中卫成长创投有限合伙、上海美馨、高伟与上海麒钧签署《股份转让协议》，将其合计持有的美年健康股份 199,915,969 股转让给上海麒钧，转让总价为 24.01 亿元。

目前，阿里网络以持有 9.39% 的股份成为第一大股东，阿里网络及其一致行动人杭州信投合计持有美年健康 14.39% 的股份，此外持股 5.1% 的上海麒钧也是阿里系云锋基金旗下的公司；美年健康董事长俞熔及其一致行动人合计持有 21.22% 股份，仍为实际控制人。

图 3：美年健康公司股权结构



资料来源：公司公告，公司 2019 年报，川财证券研究所

早在 2017 年，美年健康就与阿里旗下的阿里云展开合作，双方共建云计算平台，并开展了健康体检、医学影像等核心大数据分析及应用，并联手打造适应未来发展所需要的健康大数据开放平台。

2019 年 11 月 8 日，美年健康宣布与阿里网络签署《战略合作框架协议》。根据该协议，美年健康和阿里巴巴相关方将在体检、医疗药品/保健品等方面开展深度合作。其次是在保险领域，阿里巴巴相关方将与美年在保险的客户教育、产品设计、业务创新和提升客户体验等多方面进行深度合作。

3. 数据导流、AI 赋能，构建大健康产业生态圈

接近 3,000 万人次的年接待量使得公司健康流量入口龙头地位进一步得到巩固。美年健康颠覆传统体检思路，于行业内率先推出全新产品“美年好医生”，

正式开启 3.0 健康管理时代。依托庞大的客户人群、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，美年健康正打造中国最具发展潜力的大健康产业集群，而兼具生态圈平台和孵化载体的功能也使美年健康成功构建出了具有强大影响力的健康产业核心生态圈，并持续致力于引领中国预防医学的发展和健康管理产业的变革。

美年生态圈同时提供专科诊疗、基因检测、慢病管理、远程医疗、女性健康、中医治未病等多方位的增值服务。公司也将充分发挥四大品牌及全国体检中心的协同作用，在深耕体检服务、强化医质的同时，推动产品创新、体检大数据分析 and AI 技术应用，带动企业进一步发展。

图 4：美年健康产业生态圈



资料来源：公司官网，川财证券研究所

为提高重大疾病筛查效率，公司进一步扩大 AI 技术辅助筛查的应用领域，实现体检的科学优化和重大疾病检出率双提升。美年健康在全流程智能体检平台“三级影像智能质控体系”放射影像基础上，继续进行检验科 LIS 医学系统智能升级，持续引进先进筛查设备，在现有低剂量螺旋 CT、胶囊胃镜、无创冠脉核磁、基因检测等先进技术和设备基础上，布局新一代乳腺 AI 筛查超声项目，为疾病有效筛查构筑坚实基础。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019 年公司在肺小结节 AI 筛查、消化道早筛、脑健康预警和干预、乳腺健康管理等多方面的创新赛道加速前行，引用 7 条人工智能管线，研发致力于实现脑、眼、肺、胃、乳腺等多部位的 AI 辅助筛查，准确发现细小病灶。

2019 年公司推出“美年好医生 1+X 系列”产品，依据疾病诊断“金标准”，聚焦单病种，针对心脑血管、糖尿病、肿瘤高发疾病和消费者的不同健康需求，定制个性化、多样化的慢病及防癌体检套餐，让消费者体验适合个体情况的健康体检、全流程的健康管理及无后顾之忧的健康保障。

未来美年健康还计划与阿里健康合作，在支付宝平台上线“美年健康电商小程序”，打造健康预防和管理领域的垂直电商，提供专业健康管理服务。消费者可以通过 LBS 定位，找到最便捷的美年专业体检机构，并结合自身需求，筛选服务产品，使健康消费选择更加高效。

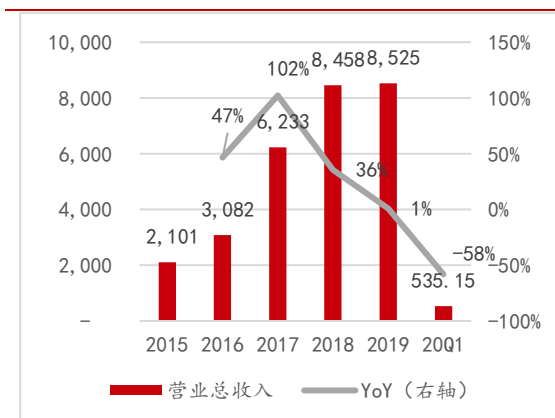
二、资金优势决定扩张速度，精耕管理提升盈利能力

1. 商誉减值叠加疫情影响，业绩触底静待反转

2015-2018 年，公司营业收入由 21.01 亿元增长至 84.58 亿元，年复合增长率达 59.07%；归母净利润由 2.6 亿元增长至 8.21 亿元，年复合增长率达 46.63%。

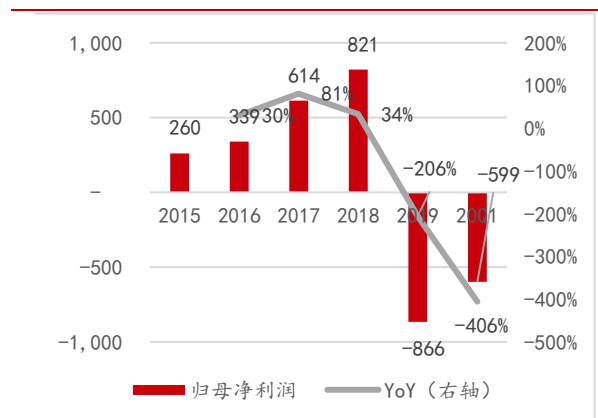
2019 是公司的转型之年。在大幅扩张的同时，2018 年 7 月出现的广州美年富海门诊部事件，对公司的业务开展带来了较大压力，公司也以此为契机开始了经营转型，限流提质，持续加大体检质量管理力度，主动放缓扩张步速。

图 5： 2015-19 及 20Q1 营业收入及其增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 2015-19 及 20Q1 归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

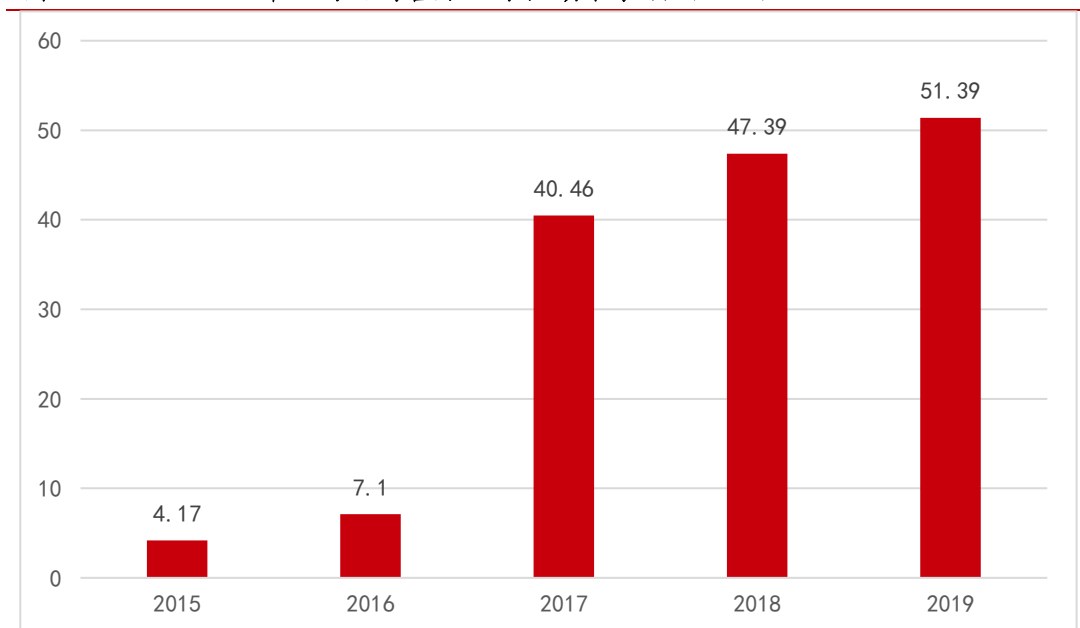
2019 年公司实现营收 85.25 亿元 (+0.79%)，实现归母净利润-8.66 亿元

(-205.58%)；扣非后归母净利润-8.69 亿元 (-222.24%)；经营活动现金流净额为 12.60 亿元 (-18.14%)。报告期内，公司计提商誉减值准备、无形资产减值 10.47 亿元，导致 2019 年同期净利润出现亏损。

2020 年 Q1，公司实现营收 5.35 亿元 (-58.15%)，归母净利润 -5.99 亿元 (-405.68%)，扣非后归母净利润 -5.99 亿元 (-121.33%)，经营活动现金流净额 -9.85 亿元 (-77.27%)。主要系由于新冠肺炎疫情影响，公司遍及全国的体检中心 2 月份基本不能营业，3 月份开始各地体检中心在当地卫生部门的指导下陆续开业，但受疫情管控压力当月收入水平仍处于低位。4 月份公司业务有所恢复，预期 5、6 月份将进一步明显回升。公司在一季报中预计 2020H1 公司整体收入同比下降 40%以上，净利润亏损 8.5-6.5 亿元。

截至 2019 年 12 月 31 日，商誉的账面原值为人民币 51.39 亿元，商誉减值准备 10.35 亿元，减值后，商誉余额为 41.04 亿元，仍然较高，存在一定的风险。商誉主要是由于美年健康在过去进行了较多的收购交易而产生，2017 年的商誉大幅增加主要由于收购了慈铭体检以及进行较快的门店扩张所致。

图 7： 2015-2019 年公司的商誉账面原值期末余额（亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2019年发生减值的主要原因是：(1)受宏观经济下行影响，部分门店客户到检数量有所下降，致使部分体检中心利用率不足；(2)2019年市场新投入体检中心增多，行业竞争加剧，导致业务受到分流影响，未能有效扩大产能；(3)部分新收购体检中心尚处于整合期，管理模式的变动导致收益出现暂时性下滑，与美年品牌的协同效应尚未得以显现；(4)部分地区团检客户招标形式变化，客户减少较多。

表格 1. 2019 年公司商誉减值准备的具体事项 (万元)

被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉减值准备 (万元)
慈铭健康体检管理集团有限公司	57,289
深圳市鸿康杰科技有限公司	6,681
新新健康控股有限公司	9,582
安徽诺一健康管理有限公司	1,090
成都天府新区奥亚医院有限责任公司	4,481
成都锦江美年大健康维康体检门诊部有限公司	695
美年大健康产业集团南通有限公司	1,227
唐山美年大健康健康体检管理有限公司	191
海南美年大健康医院有限公司	929
武汉高信门诊部有限公司	1,138
新疆普惠安泰健康管理有限公司	660
株洲美年大健康健康管理有限公司	950
温州奥亚医院有限公司	1,872
杭州萧山美年金诚综合门诊部有限公司	1,880
杭州美溪医疗门诊部有限公司	303
普洱美年大健康体检中心有限公司	1,072
湘潭市美年大健康健康管理有限公司	1,567
绵阳美年大健康科技有限责任公司	1,946
自贡美年大健康体检医院有限公司	772
乐山美年大健康服务有限公司	3
苏州美大门诊部有限公司	812
西昌美年大健康健康管理有限公司	439
武汉美年亿生健康管理有限公司	1,148
德阳美年大健康体检医院有限公司	1,117
广元美年大健康科技有限公司	770
眉山美年大健康管理有限公司	549
鄂州美年大健康管理有限公司	144
南昌红谷长庚健康体检中心有限公司	881
随州市美年大健康管理有限公司	82
潍坊美年慧尔健康管理有限公司	821
宁波市鄞州易和综合门诊部有限公司	754
武汉美年大健康体检管理有限公司	96

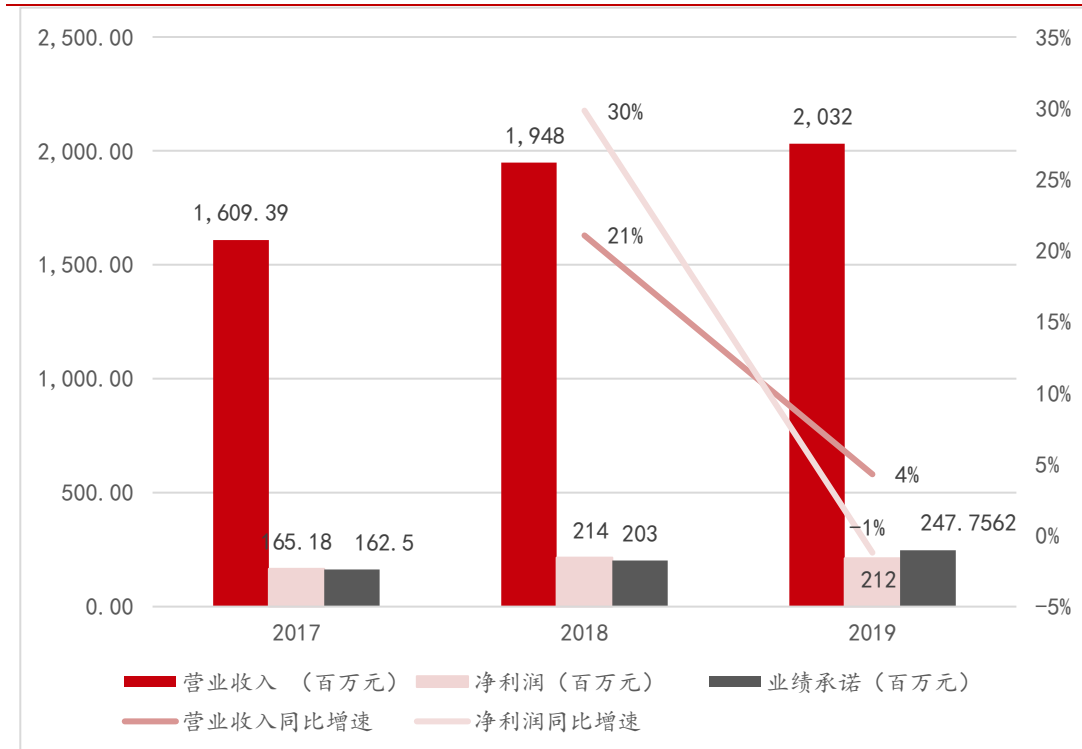


被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉减值准备 (万元)
北京美年佳境门诊部有限公司	107
北京美年绿生源门诊部有限公司	129
潍坊美年大健康健康管理有限公司	409
广东优一健康管理有限公司	414
成都凯尔健康体检医院有限公司	305
锦州美年健康管理有限公司	94
南京美仕年专科门诊部有限公司	84
合计	103,481

资料来源：公司公告，公司 2019 年年报，川财证券研究所

其中慈铭体检 2019 年商誉原值 28.63 亿元，本次计提 5.73 亿元减值准备，是公司商誉余额最大的单一事项。慈铭体检 2017-2019 年度完成营业收入分别为 16.09、19.48、20.32 亿元；净利润分别为 1.65、2.14、2.12 亿元；2017-2018 年均完成业绩承诺，2019 年未实现 2.48 亿元的业绩承诺。

图 8： 2017-2019 年慈铭体检的营业收入、净利润以及当年的业绩承诺



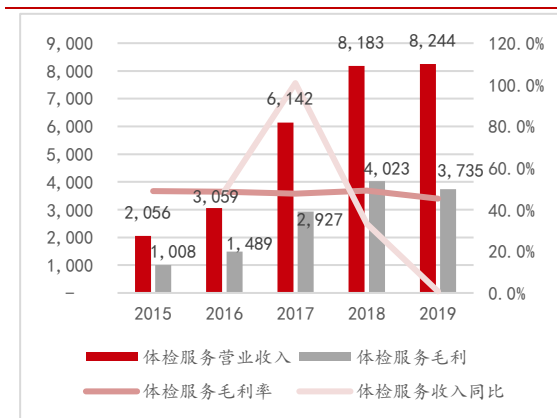
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 发力 C 端个检客户，客单价处于上行趋势

体检业务是公司的核心业务。2015-2019 年，公司体检业务的营业收入由 20.56 亿元增长至 82.44 亿元，占公司总营收比例始终在 96% 以上。2015-18 年体检服务的毛利率均在 47% 以上，2019 年体检业务的毛利率下滑至 45.3%。

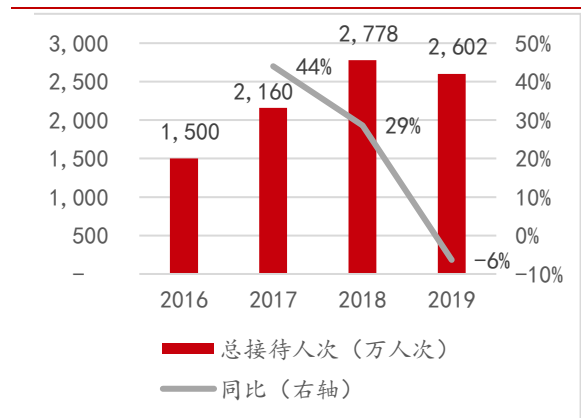
2019 年，公司全年总接待人次为 2,602 万人次，同比下滑 6%。2018 年底开始，公司对内部结构进行深入调整，控流量提高客户质量，降低投诉率，要求各地“不预约不体检”，每天严格控制到检人数，尽力做到均衡。经过一年多的精细化管理运作，随着体检中心数量的增长，以及疫情带来的消费者健康意识的提升，在疫情爆发期过去之后，公司体检人次有望恢复增长。

图 9： 2015-2019 公司体检业务经营数据



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10： 2016-2019 公司体检总接待人次



资料来源：公司公告，川财证券研究所

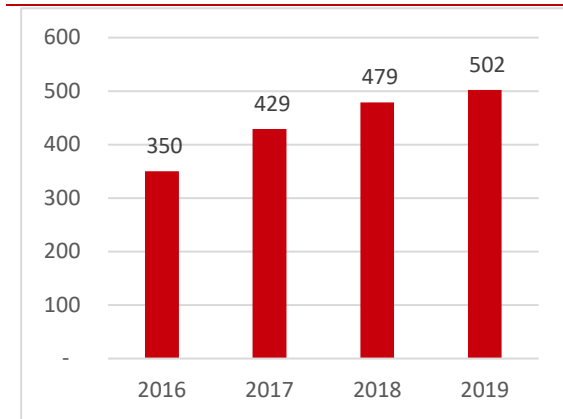
公司 2019 年团检、个检的占比分别为 78% 和 22%。团检客户的优势在于一次性成交大量订单，但是体检中心对此议价能力不强，客单价和毛利率都偏低；而由于客户个性化定制的需求在增强，个检的客单价比团检高，未来仍有上升趋势。

公司从以团检服务为主导，拓展到团检、线上和线下个检相结合，构建线上线下一相结合的医疗服务闭环。开展个检专项深度筛查、健康咨询、健康讲座等增值服务，不断提升复购率。公司将全力突破个检，大举进入 C 端市场，美年健康的销售架构也将围绕“团检事业部”、“个检事业部”、“渠道事业部”三部分展开。

2019 年公司的平均客单价 502 元（上年同期 479 元），增长 4.84%，其中：团检 499 元/人（上年同期 464 元，增长 7.35%）、个检 606 元/人（上年同期

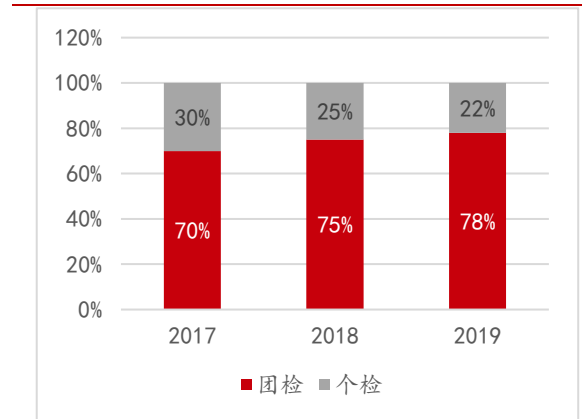
609 元，下降 0.41%)。

图 11： 2016-2019 公司客单价（元/人次）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 12： 2017-2019 公司团检/个检比例



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3. 产品套餐选择丰富，技术创新服务升级

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。

表格 2. 公司旗下各品牌的平均定价

	价格
美年大健康	客单价约 490 元
慈铭体检	客单价约 540 元
奥亚健康	团检>1200 元，个检>1800 元
美兆健康	团检>1800 元，个检>3650 元

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

2018 年，美年大健康自身也推出极具创新意义的重量级健康管理产品“美年好医生”，从单一体检服务迈向“检、存、管、医、保”全程保障，开创 3.0 健康管理新时代，大幅拓展和提升了收入成长空间。公司推出了“定制体检、健康银行、私人医生、就医直通、保险保障”的美年好医生产品体系，在高发

肿瘤、心脑血管、糖尿病、女性两癌等重大疾病方面，帮助消费者克服了“早筛无方法，预防无目的”的健康痼疾，也做到了慢性病及防癌体检套餐定制化。2019年，公司进一步推出“美年好医生 1+X 系列”产品，依据疾病诊断“金标准”，聚焦单病种，针对心脑血管、糖尿病、肿瘤高发疾病和消费者的不同健康需求，定制个性化、多样化的慢病及防癌体检套餐，让消费者体验适合个体情况的健康体检、全流程的健康管理及无后顾之忧的健康保障。

在技术创新方面，在现有肺部筛查、消化道早筛、脑健康预警筛查的基础上，增加免疫力基因检测、女性乳腺超声健康筛查，并在妇女两癌、结直肠癌、胃癌、乳腺癌等 6 大肿瘤方面积极布局早筛突破技术，继续优化医疗配置资源，提高筛查效率，为客户的健康管理体验带来更多可能性。

图 13：美年好医生系列开启健康管理全程保障时代

Meinian Multi-care Series

美年好医生



资料来源：公司官网，川财证券研究所

4. 先参后控快速扩张，深入下沉三四线城市

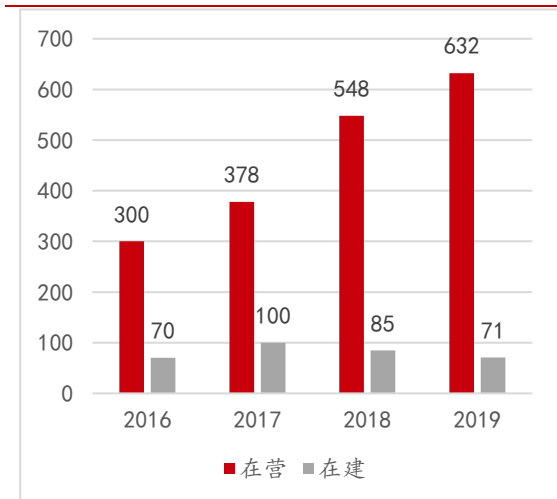
随着连锁化模式的快速扩张，公司体检中心数量逐步提升，形成全国化的体检中心布局，成为国内非公专业体检龙头企业。

截止 2019 年底，公司已在 294 个核心城市布局 703 家体检中心，在营 632 家（美年 499 家、慈铭 88 家、美兆奥亚共 45 家），全年总接待人次为 2,602 万人。2011-2019 年，公司控股的体检中心数量从 11 家增至 289 家，自建+并购带来高速的规模扩张，控股体检中心数量已经超过 11 年的 20 倍。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

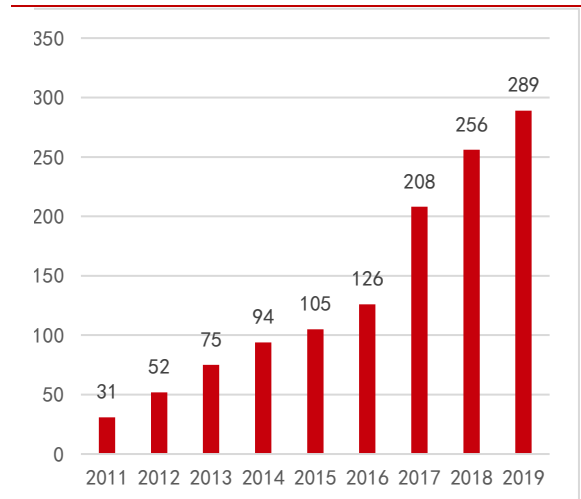
在体检中心布局逐步增加的同时，公司亦重视渠道的下沉。在巩固一、二线城市的优势地位，并加快三、四线城市的布局。截至2019年，公司在营的体检中心中，47.30%的体检中心分布在三/四/五线城市，52.7%的体检中心分布在一二线城市。

图 14： 公司体检中心个数（含参股）



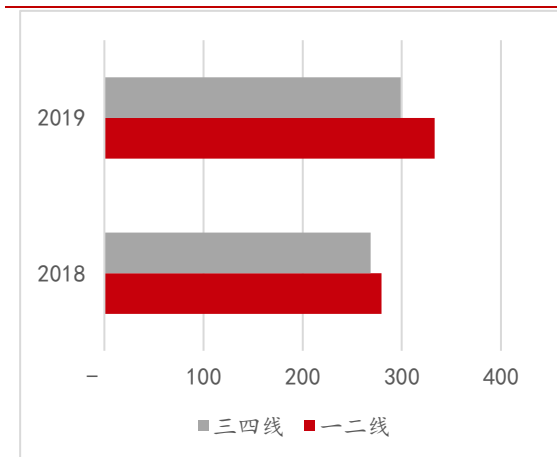
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 15： 公司控股体检中心个数



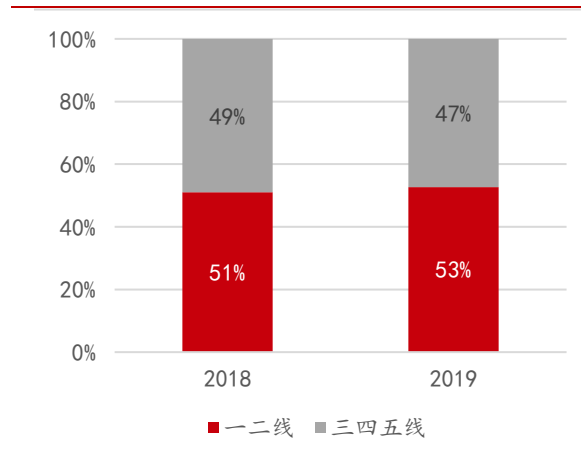
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16： 公司在营体检中心分布数量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

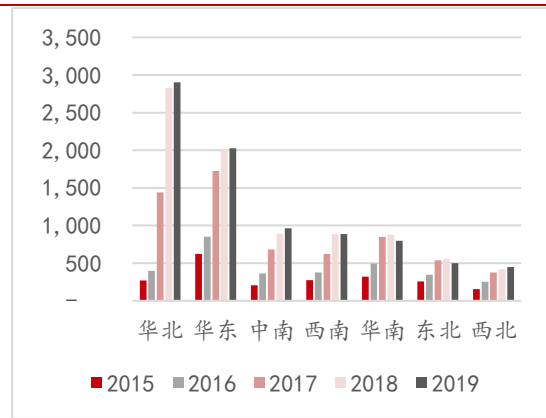
图 17： 公司在营体检中心分布结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

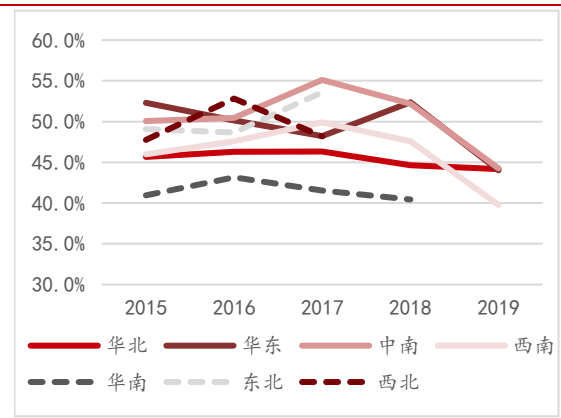
分区域来看，华北和华东地区是公司当前业务最多的两大区域，收入分别占公司总营收的34%和24%；其次是中南、西南和华南地区，收入占比分别为11%、10%和9%；此外东北和西北地区的收入占比分别为6%和5%。

图 18: 2015-2019 各区域营业收入



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 2015-2019 各区域毛利率



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

2017-2018 年美年健康以及股东天亿投资参与设立了至少 6 只并购基金, 基金总规模约 62.61 亿元。新建一家体检中心初始投入在 2,000 万元以上, 考虑到土地、租金以及高端设备的配置投入, 旗下各品牌线的门店初始投入资金也各有差异。而一家体检中心实现盈亏平衡的时间约为 1-2 年, 待培育期之后, 门店成熟后收入上市公司体内。

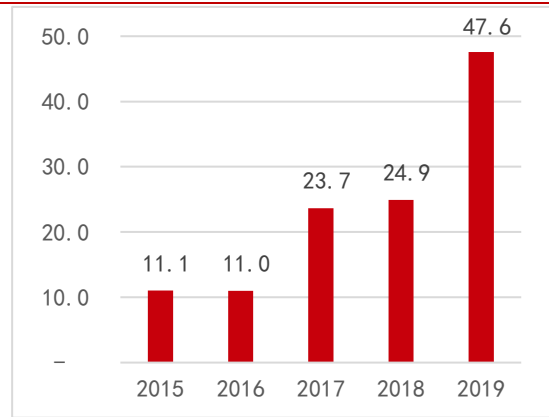
表格 3. 2017 年以来公司参与成立的并购基金一览

成立日期	并购基金	总金额 (亿元)	美年出资额 (亿元)	美年出资比例	基金拟投
2017/3/21	国投瑞银体检中心投资基金	4.52	0.67	14.82%	将在贵州和浙江地区投资 12 家医疗体检中心
2017/4/27	健亿投资并购基金	5.02	0.50	9.96%	计划在北、上、广、深、成都、南京、杭州、郑州、重庆、西安等 14 个地区设立美兆体检
2017/6/23	嘉兴信文淦富	26.02	6.50	24.98%	在深圳、成都、沈阳、天津、厦门、东莞、珠海等 10 个地区投资美年、奥亚体检中心
2017/12/14	南通美兆美年健康产业并购基金	5.02	0.50	9.96%	在江苏、重庆等地区投资美兆、美年体检
2018/1/25	美年健康并购基金	10.00	2.00	20.00%	股权投资、创业投资、产业投资等
2018/10/8	南通美富投资基金	12.03	2.28	18.95%	体检医疗机构的股权投资

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

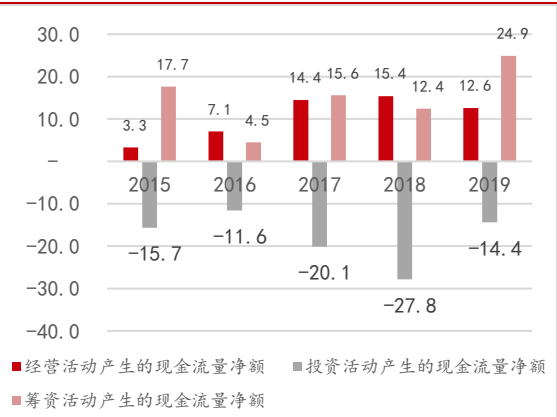
由于健康体检业务对医生的依赖程度较低，对设备、管理等依赖程度较高，可复制性强，公司的资金优势成为影响体检中心扩张速度的主要因素，融资与资金周转能力是公司提升份额的重要推动力。

图 20： 2015-19 年公司的货币资金（亿元）



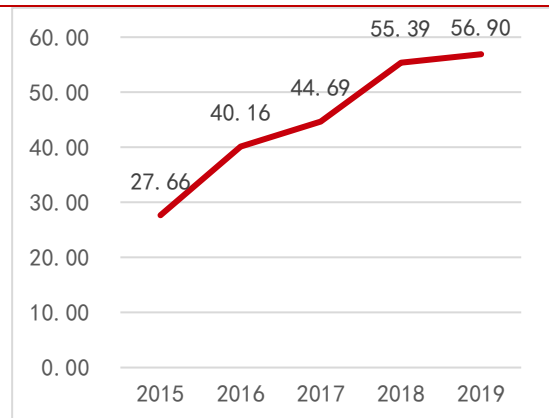
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21： 2015-19 年公司的现金流（亿元）



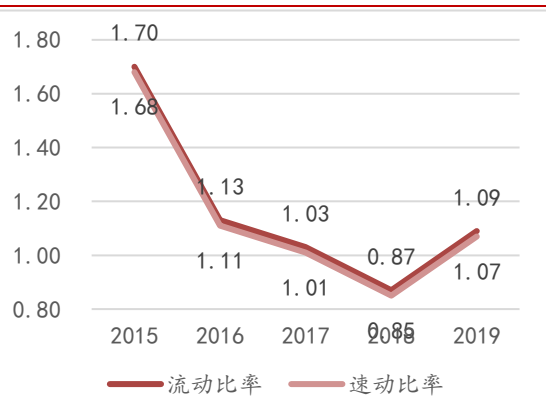
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 2015-19 年公司的资产负债率（%）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23： 2015-19 年公司的流动比率/速动比率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、优质赛道市场广阔，体检行业步入新时代

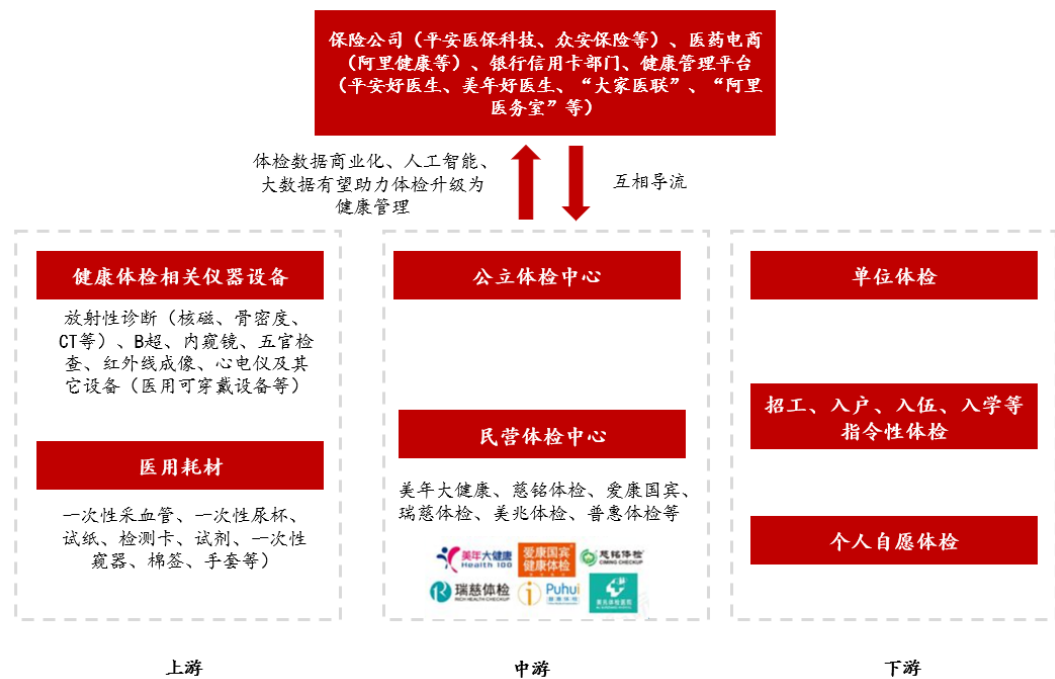
1. 互联网、保险入局，体检升级健康管理全产业链

根据 2009 年卫生部《健康体检管理暂行规定》的定义，健康体检是指通过医

学手段和方法对受检者进行检查，了解受检者健康状况、早期发现疾病和健康隐患的诊疗行为。具体来讲，健康体检包括收集健康信息、建立健康档案、评估预测健康走向、制定并实施健康计划及健康跟踪管理等。健康体检产业上游主要包括相关仪器设备和医用耗材；下游为个人客户或单位团体客户；中游包括公立体检中心和民营体检中心，目前民营体检中心发展迅速，市场份额稳步提升。

目前，健康体检服务行业主要还是对体检者提供专业的体检服务；未来，在专业健康体检服务的基础之上，或将对体检对象进行健康管理将成为行业的发展方向。

图 24： 健康体检产业全景图谱



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

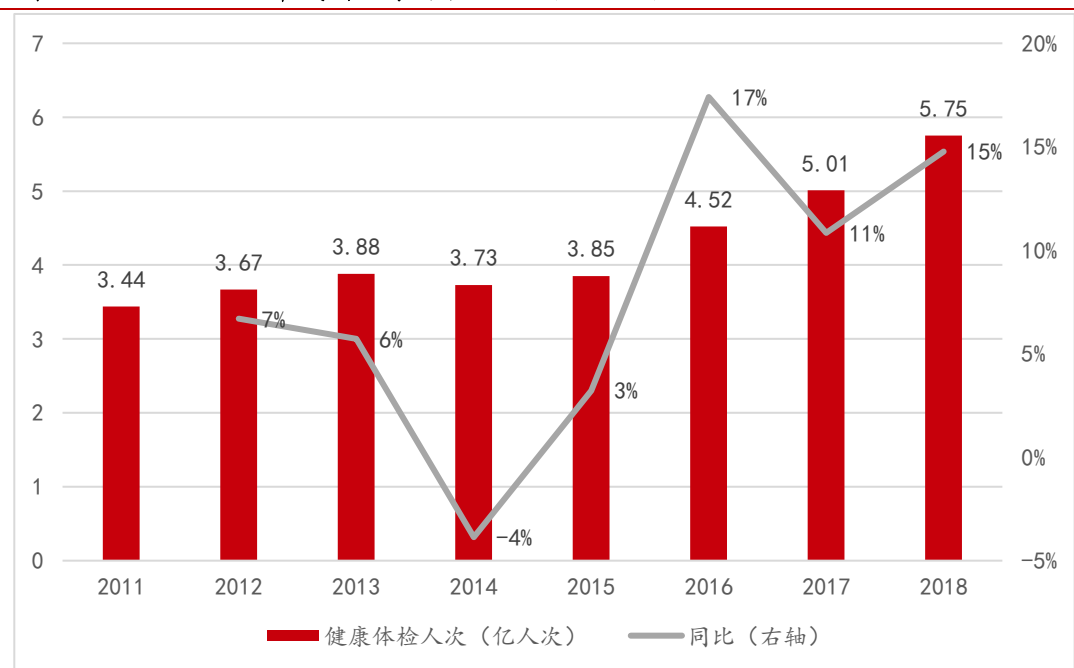
值得注意的是，鉴于我国健康管理服务形式单一，95%以上的健康管理服务仍以体检为主，随着互联网巨头与金融巨头的大笔介入，体检与保险、购药、寻医等行业将进一步深度结合，完善检后服务，打造以健康体检为入口的健康管理体系。

2. 健康意识提升，体检人次持续攀升

我国相对其他发达国家，国民健康体检覆盖率仍然较低。据公开资料显示，2017年我国国民健康体检覆盖率为32.68%，而美国、日本都超过73%，德国更是超过95%。

近几年，国民生活水平提高、健康观念深入人心，以及消费升级，国民健康体检行业的市场需求旺盛，呈现井喷发展的趋势。从健康体检人次来看，健康体检人次从2011年的3.44亿人次增长到2018年的5.75亿人次，年复合增长率约为7.6%。

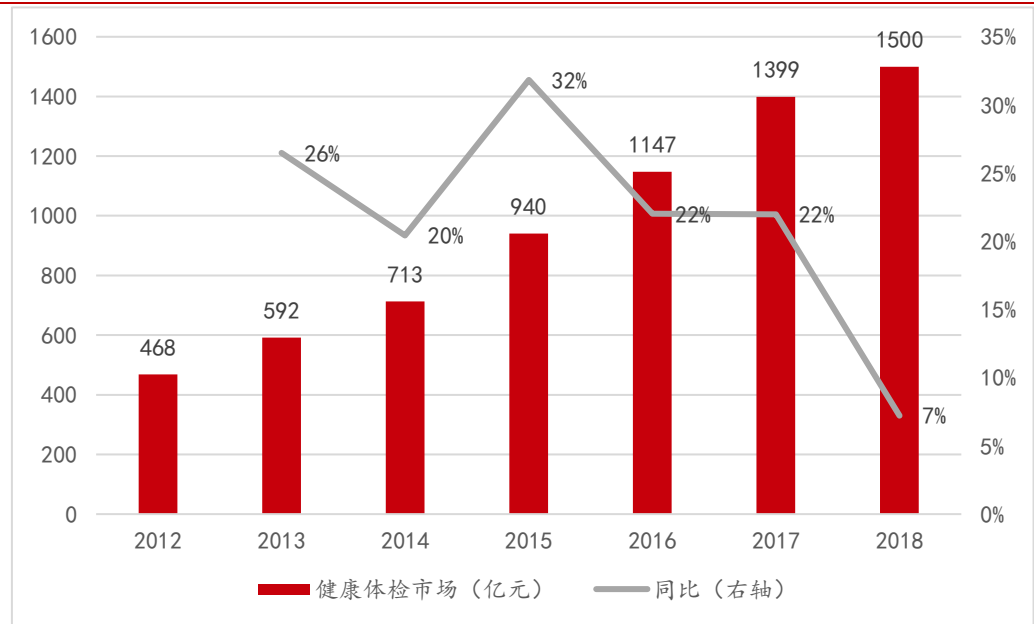
图 25： 2011-2018 年我国健康体检人次（亿人次）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

2017年我国体检市场规模突破1,300亿元，2018年达到1,500亿元。据前瞻预计，2019年，我国健康体检市场规模将达到1,686亿元；到2024年，市场规模达到3,284亿元。随着人们对健康的日益重视以及体检人次的增加，我国健康体检市场前景巨大。

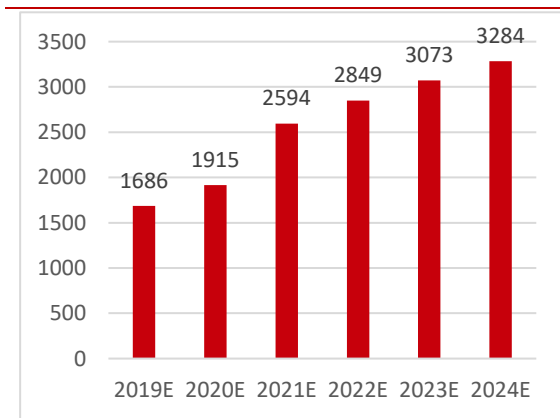
图 26： 2012-2018 年我国健康体检市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

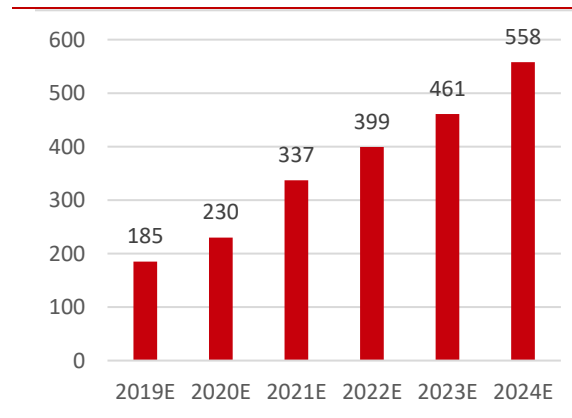
据前瞻预计，2019 年，专业体检机构市场规模达到 185 亿元，到 2024 年，规模达到 558 亿元。

图 27： 2019-2024 健康体检市场规模预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 28： 2019-2024 专业体检机构市场规模预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

3. 民营机构呈寡头格局，有望与公立医院争夺份额

与医院诊疗服务相比，体检服务具有“低投入、高回报”的特点；同时，由于

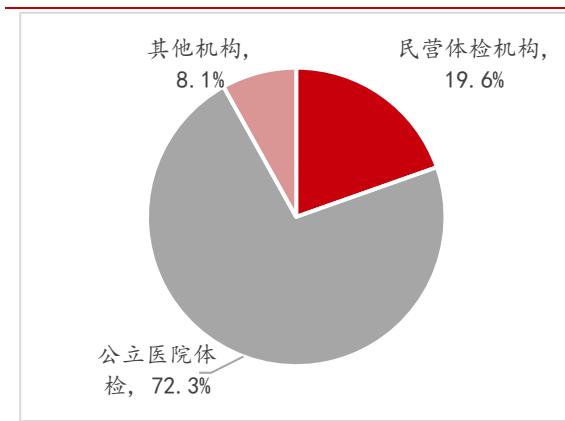
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

目前健康体检不属于基本医疗范畴，尚未纳入基本医疗保险报销范围，健康体检机构基本上是社会资本投资的盈利性医疗机构；体检服务的特点也决定了其“低竞争、高利润、稳发展”的经营特点。

全国目前有 6,000 多家公立医院从事体检业务，体检市场中公立机构占比为 72%，非公立机构占比为 28%。与公立医院相比，民营健康体检机构能提高更加人性化、个性化、专业化的医疗服务及更好的医疗环境。预计在未来的 5 年，民营健康体检机构仍会保持较高的增长趋势。

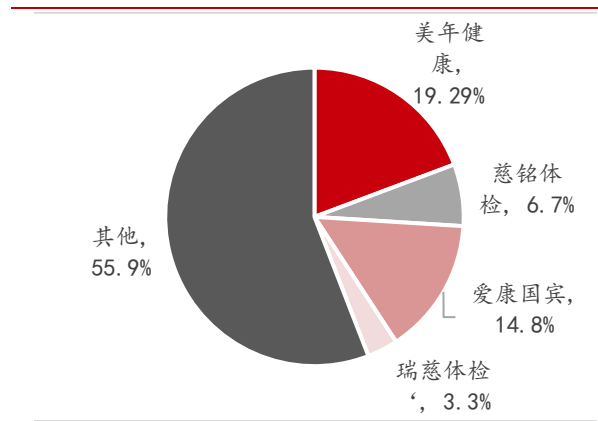
民营体检机构市场中，经过多年的吸收合并，目前呈现明显的寡头格局。美年健康+慈铭体检市场份额约 26%；爱康国宾位居第二，份额约 15%；瑞慈体检以 3.3% 的市场份额排名第三。

图 29：中国体检行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 30：民营体检机构的市场份额



资料来源：Wind，川财证券研究所

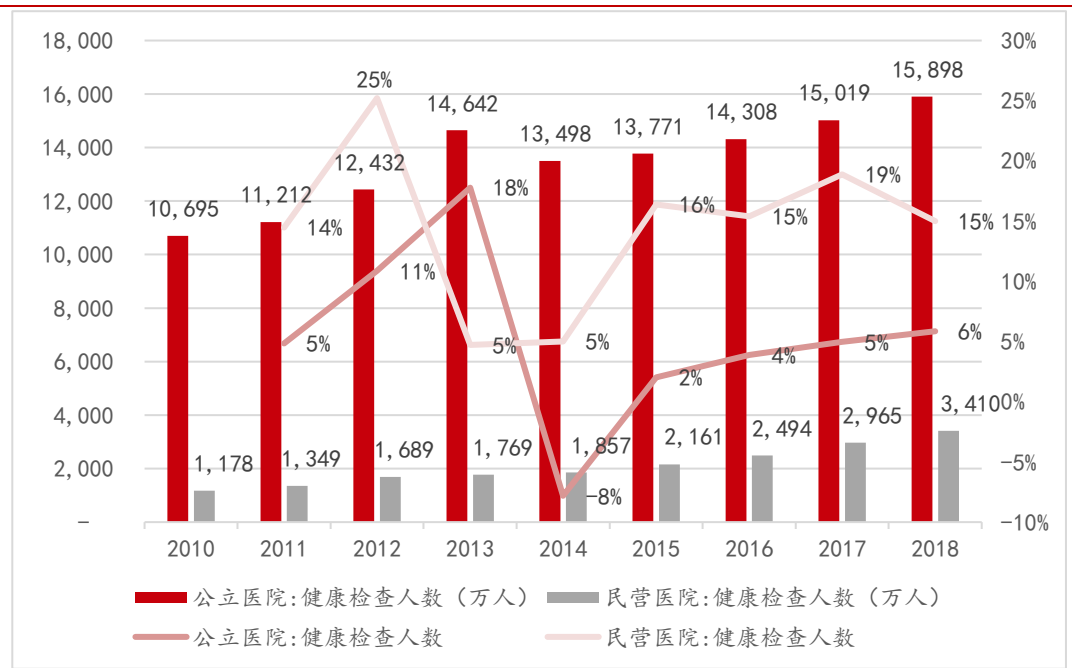
表格 4. 三大民营体检机构的主要经营数据对比

	美年健康	爱康国宾	瑞慈体检
2019 覆盖城市数	294	51	28
2019 在营门店数	632	143	51
2019 体检收入 (亿元)	82.44	-	11.7
检查人次 (万人次)	2,602	800	231

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

根据卫计委统计，2018 年全年，我国公立医院的健康检查人次为 1.59 亿，同比增速 6%；民营医院的健康检查人次为 3,410 万人次，同比增速 15%。民营医院的体检人次增速从 2014 年以来始终高于公立医院的同比增速。

图 31： 公立医院和民营医院的健康检查人次



资料来源：卫计委，川财证券研究所

四、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

相对估值及评级：我们选取 A 股的医疗服务公司：爱尔眼科、通策医疗作为可比公司。截止 2020 年 5 月 29 日收盘，可比公司动态市盈率范围为 130-136 倍，平均市盈率为 133 倍；市净率范围为 23.6-25.8 倍，平均市净率为 24.7 倍。公司当前市净率为 8.69 倍，2020-2022 年业绩对应市盈率为 117、57、42 倍。美年健康对应明年业绩的估值低于体外诊断企业可比公司平均估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 5. 可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)				PB (X)
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A
300015.SZ	爱尔眼科	39.16	1,577	0.45	0.42	0.58	0.75	87.72	92.99	67.54	52.26	23.61
600763.SH	通策医疗	141.88	455	1.44	1.56	2.14	3.19	98.53	90.95	66.30	44.50	25.76
可比公司平均				0.94	0.99	1.36	1.97	93.13	91.97	66.92	48.38	24.68
002044.SZ	美年健康	11.75	461	-0.23	0.10	0.21	0.28	-51.09	116.57	56.58	42.03	8.69

资料来源：wind，川财证券研究所，股价为 2020/5/29 收盘价，美年健康数据来自川财预测，其余可比公司数据来自万得一致预期

风险提示

疫情影响超出预期的风险

疫情可能导致门诊部客流量的下滑以及团检、个检客户需求的下

商誉减值的风险

收购公司的经营情况不达预期可能导致计提商誉减值

竞争加剧的风险

行业黑天鹅事件的风险

报表预测

利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458.45	8525.03	8695.53	10434.63	12521.56
减:营业成本	4435.54	4790.23	4886.02	5739.05	6761.64
营业税金及附加	12.24	13.58	13.85	16.62	19.94
营业费用	2026.75	2031.13	2071.75	2486.11	2983.33
管理费用	577.96	603.34	615.41	738.49	886.19
财务费用	245.76	437.75	451.32	147.29	121.15
资产减值损失	25.52	-1046.81	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	195.41	135.61	135.00	150.00	180.00
公允价值变动损益	0.00	-47.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-37.80	-2238.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	1292.28	-454.36	792.17	1457.08	1929.30
加:其他非经营损益	-13.39	-36.94	-30.00	-15.00	-10.00
利润总额	1278.89	-491.30	762.17	1442.08	1919.30
减:所得税	308.47	233.19	156.79	323.02	434.83
净利润	970.42	-724.49	605.38	1119.06	1484.48
减:少数股东损益	152.14	152.74	75.26	155.05	208.72
归属母公司股东净利润	818.29	-877.23	395.12	814.01	1095.76

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1859.93	4208.49	4959.29	5914.67	6837.86
应收和预付款项	2565.52	2867.48	1842.60	3800.82	2962.54
存货	126.51	129.62	93.73	168.61	140.48
其他流动资产	617.42	908.73	908.73	908.73	908.73
长期股权投资	60.23	162.09	162.09	162.09	162.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2630.74	2667.84	2661.89	2655.94	2649.99
无形资产和开发支出	4904.59	4268.30	4268.30	4268.30	4268.30
其他非流动资产	2869.57	1802.07	1433.87	1065.67	1065.67
资产总计	15634.52	17014.61	16330.50	18944.82	18995.67
短期借款	2413.75	2309.07	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2746.86	2692.75	2070.12	3454.92	2984.41
长期借款	2249.68	2550.54	2550.54	2550.54	2550.54
其他负债	928.56	2534.98	2534.98	2534.98	2534.98
负债合计	8338.85	10087.33	7155.63	8540.44	8069.92
股本	3121.57	3919.92	3919.92	3919.92	3919.92
资本公积	1248.36	2139.88	2139.88	2139.88	2139.88
留存收益	2196.24	1255.83	1619.34	2368.23	3376.33
归属母公司股东权益	6566.16	7315.63	7679.14	8428.03	9436.13
少数股东权益	729.51	838.39	913.65	1068.70	1277.42
股东权益合计	7295.67	8154.02	8592.79	9496.73	10713.55
负债和股东权益合计	15634.52	18241.36	15748.42	18037.17	18783.47

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	1556.60	1205.65	1506.47	1791.68	1819.97
投资性现金净流量	-2780.93	-1440.39	-522.74	-643.89	-702.96
筹资性现金净流量	1241.81	2485.88	-232.93	-192.41	-193.82
现金流量净额	18.10	2251.92	750.80	955.38	923.20

财务分析和估值指标

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	47.56%	43.81%	43.81%	45.00%	46.00%
销售净利率	11.47%	-8.50%	5.41%	9.29%	10.42%
成长能力					
销售收入增长率	35.70%	0.79%	2.00%	20.00%	20.00%
净利润增长率	40.26%	-174.66%	164.93%	106.02%	34.61%
业绩和估值					
EPS	0.21	-0.22	0.10	0.21	0.28
BPS	1.68	1.87	1.96	2.15	2.41
PE	56.29	-52.51	116.57	56.58	42.03
PB	7.01	6.30	6.00	5.46	4.88

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004