

2020年10月22日

证券研究报告·公司研究报告

美年健康(002044) 医药生物

买入(首次)

当前价: 14.99元

目标价: 22.68元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

牵手战投再出发，打造健康生态圈

投资要点

- 推荐逻辑：**(1) 公司作为民营体检机构龙头企业，综合实力较强，充分享受行业发展红利，2019年全国市占率约为6%，尤其在公立医院资源相对稀缺的三四线城市，公司相对优势更加明显，广阔市场支持业绩稳健增长；(2) 公司提升医质，有望成功重塑专业民营体检龙头品牌形象，继续建设健康生态圈打造平台优势，构建品牌和管理护城河；(3) 引入实力战投阿里有望获得高流量平台支持，低成本引入大量C端客户，助力实现高质量业绩增长。预计2020年至2022年公司收入复合增速约为14%，归母净利润复合增速约为34%。
- 体检行业前景广阔，民营体检优势凸显。**我国健康体检市场发展速度较快，2018年市场规模约为1511亿元，同比增长8%，受益于居民医疗健康消费升级和政策加码支持行业健康发展，预计未来三年平均增速约为10%。同时公立医院医疗资源趋于饱和，民营专业体检机构凭借其灵活的经营机制和更高的服务意识，市占率实现快速提升，公司下沉三四线城市凭借其龙头机构的雄厚综合实力充分享受行业发展红利。
- 医质建设转型深化龙头优势，打造美年健康生态圈。**受2018年品牌危机影响，2019年公司业绩遭遇触底，顺势进行由量转质转型升级，充分发挥四大品牌及全国体检中心的协同作用，深耕服务、强化医质，把握体检入口，向上布局人工智能、肿瘤早筛、基因检测、智能诊断等产业链上游领域，向下加强健康数据管理、检疗一体等，逐步打造美年生态圈，筑基公司业绩常青护城河。
- 牵手战投再出发，获得优质流量入口。**2019年10月公司引入战略投资者阿里集团，有望充分依托支付宝高流量、易沟通等平台优势，快速获得大量个检C端客户。2019年公司个检占比约为22%，相比2016年快速提升12pp，个检客单价较高，也助于快速提升公司品牌力，奠定长期发展基础。
- 盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年归母净利润分别为770万元、10.5亿元、12.3亿元。考虑到公司是体检行业的绝对龙头企业，2020年业绩有望走出谷底，牵手战投阿里利于长期发展，参考可比公司2021年平均估值84倍PE，结合公司2021年业绩对应目标价22.68元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情降低体检门店到检率的风险；医疗事故风险；商誉减值风险；市场规模测算存在假设不达预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8525.03	8968.85	11369.81	12715.00
增长率	0.79%	5.21%	26.77%	11.83%
归属母公司净利润(百万元)	-866.47	7.70	1047.03	1230.71
增长率	-205.58%	100.89%	13494.42%	17.54%
每股收益EPS(元)	-0.22	0.00	0.27	0.31
净资产收益率ROE	-8.75%	0.08%	9.38%	10.14%
PE	-68	7618	56	48
PB	8.02	7.83	6.87	6.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	39.14
流通A股(亿股)	36.53
52周内股价区间(元)	10.75-18.61
总市值(亿元)	586.75
总资产(亿元)	168.43
每股净资产(元)	1.68

相关研究

1. 美年健康(002044): Q3业绩回暖, 新进阿里战略投资人彰显发展信心 (2019-10-29)

目 录

1 非公体检龙头再出发	1
2 全国体检市场规模 2022 年将达 2251 亿元	4
2.1 健康消费升级成就长期优质赛道	4
2.2 政策加码健康体检，促进行业高质量发展	6
2.3 非公体检优势凸显，有望持续扩大市场份额	8
2.4 我国体检市场有望保持较快发展	9
3 牵手战投加快实现平台价值，打造美年健康生态圈	12
3.1 牵手战投打造大健康平台	12
3.2 深耕体检主业，探索个性化产品	16
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 相对估值	21
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 美年健康体检中心全国核心城市布局图 (2020 年)	2
图 3: 公司 2020 年上半年营业收入占比情况 (分业务)	2
图 4: 公司 2020 年上半年营业收入占比情况 (分地区)	2
图 5: 公司 2015 年以来营业收入与净利润情况	3
图 6: 公司 2015 年以来季度营业收入与增速 (百万元)	3
图 7: “集团-省级-市级-体检中心”四级管控体系	4
图 8: 2015 年以来我国居民健康素养水平	5
图 9: 2014-2018 年我国居民人均医疗保健支出情况	5
图 10: 2012-2018 年我国健康体检市场规模	5
图 11: 2011-2018 年我国健康体检人次	5
图 12: 2011-2018 年我国健康体检覆盖率	6
图 13: 2012-2018 年我国健康体检人均客单价	6
图 14: 公立和民营体检机构市场规模及占比情况	8
图 15: 公立和民营体检机构市场规模增速	8
图 16: 上海市某公立医院和美年健康体检套餐数量 (分类型)	9
图 17: 上海市某公立医院和美年健康体检套餐数量 (分价格)	9
图 18: 2018-2024 年中国体检人数预测	12
图 19: 2018-2024 年中国体检市场规模预测	12
图 20: 美年健康生态圈	13
图 21: 公司淘宝端、支付宝端线上运营	14
图 22: 开放型健康管理平台	15
图 23: 公司各阶段体检项目与费用情况	16
图 24: “美年好医生”五大健康服务环节	17
图 25: 2015-2019 年公司分部客单价变化情况	18
图 26: 2015-2019 年公司整体客单价变化情况	18
图 27: 2016-2019 年公司体检中心数量	18
图 28: 2018-2019 年公司体检中心分布情况	18

表 目 录

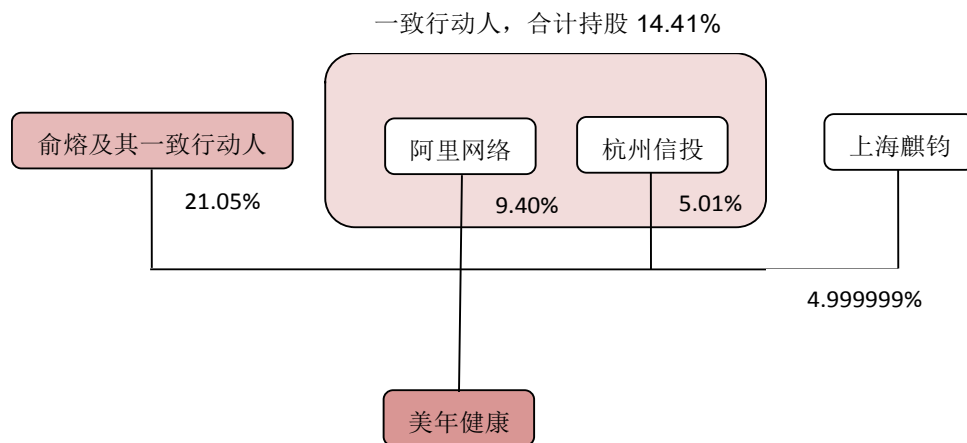
表 1: 公司历史融资情况	3
表 2: 2016 年以来疾病预防及体检行业相关政策梳理	6
表 3: 我国健康体检中心基本标准	7
表 4: 体检覆盖率预测 (以 2016-2018 年年均增速作为未来增速预测基础)	9
表 5: 体检人次预测 (体检人次=人口数×体检覆盖率)	10
表 6: 体检市场规模预测 (市场规模=体检人次×客单价)	12
表 7: 公司癌症早筛技术布局	15
表 8: 美年健康单店盈利模型	19
表 9: 美年健康按店龄收入与毛利预测	20
表 10: 美年健康收入与毛利预测总表	21
表 11: 可比公司估值	21
附表: 财务预测与估值	22

1 非公体检龙头再出发

美年健康成立于 2004 年，始终深耕于健康体检领域，经过十多年的发展成为中国最大的专业健康体检和医疗服务机构。公司以高品质、专业的健康体检为基础，以健康大数据为根源，围绕专业预防、健康保障、医疗管家式服务等领域展开多方位、个性化服务。目前，公司拥有“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”四大体检品牌，在全国 294 个核心城市控股、参股体检中心 703 家（截止 2020 年中报，开业 548 家），2019 年接待量达 2062 万人次。

股权结构稳定，2019 年引入实力战投阿里系。公司董事长俞熔及其一致行动人合计持有总股本的 21.05%，为公司实际控制人。目前阿里网络为公司第一大股东，持股比例达到 9.40%。杭州信投（阿里网络一致行动人）持股比例为 5.01%，上海麒钧（由云锋基金控股）持股比例为 5.11%。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，截止 2020 年 10 月 22 日，西南证券整理

多次并购实现快速扩张，加速全国市场布局。2011-2017 年公司先后并购多家非公体检企业，积累了丰富的并购整合经验。2011 年，公司并购沈阳大健康，并更名为“美年大健康”，体检中心从 13 家增长至 31 家。2012 年 7 月，公司与深圳瑞格尔合并，将体检中心布局扩张至深圳、广州和东莞等市场。2014 年 5 月，收购深圳鸿康杰，进一步提高在华南地区的竞争能力。同年 11 月，公司与慈铭体检达成收购股权的协议，2015 年成功参股，2017 年正式完成全资控股。2016 年收购美兆体检，标志着公司正式进入高端体检行业。2019 年，公司收购安徽诺一 51% 股权，从而进一步开拓安徽地区市场。通过不断的并购，公司整合各方各地区门店布局、品牌效应等优势资源，最终发展成为覆盖全国的非公体检巨头。公司目标打造中国领先的线下医疗平台和健康需求入口平台。截止 2020 年中报，公司在全国 294 个核心城市拥有在营体检中心 595 家，基本实现中国大陆市场（港澳台地区除外）的全覆盖战略布局。

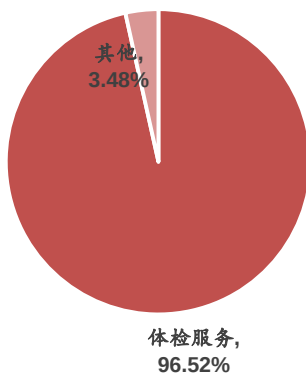
图 2：美年健康体检中心全国核心城市布局图（2020 年）



数据来源：公司官网，西南证券整理

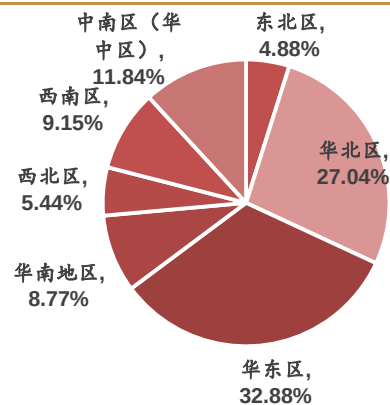
打造多层次体检品牌，华东和华北相对占比较高。体检服务为公司的核心主营业务，贡献了公司 96.7% 的营收。品牌布局方面，公司目前以“美年大健康”和“慈铭体检”两大品牌着眼于大众健康体检市场，另外有“慈铭奥亚”和“美兆体检”则发力于中高端团体健康体检、高端个人健康体检市场。门店分布方面，公司已基本完成中国大陆市场全覆盖的战略布局，其中华北区占比 27%，华东区占比 33%，中南区、西南区、华南区分别占比 11.8%、9%、8.8%，东北区、西北区分别占比 5%。

图 3：公司 2020 年上半年营业收入占比情况（分业务）



数据来源：Wind，西南证券整理

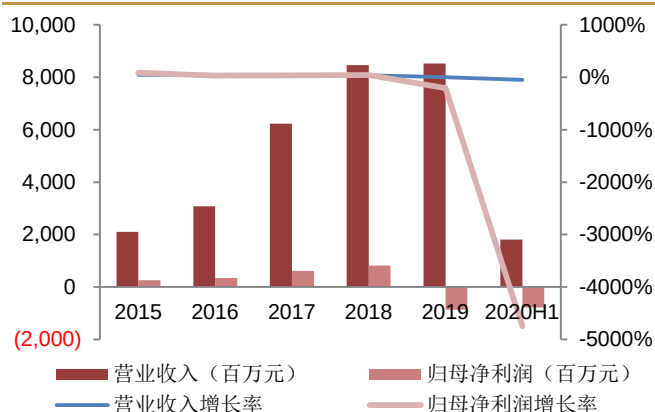
图 4：公司 2020 年上半年营业收入占比情况（分地区）



数据来源：Wind，西南证券整理

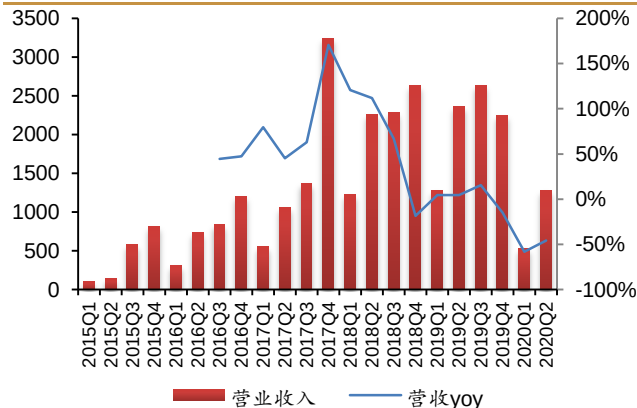
整体业绩保持较快增长，2019 年服务提质再出发。2015 年上市以来，公司整体保持较快发展，至 2019 年底营收复合增速达 42%。2019 年，公司受到 2018 年 7 月的“广州富海事件”影响，遭遇品牌公关危机，也顺势开展了“由量转质”的经营转型，全年公司实现营收 82.25 亿元，增速降至 0.8%，实现归母净利润-8.66 亿元，首次出现亏损。2020 年上半年，公司实现营收 18 亿元，增速为-50%，实现归母净利润-7.8 亿元。其中 2 季度，公司受到新冠肺炎疫情影响减弱，逐渐恢复正常体检服务。

图 5：公司 2015 年以来营业收入与净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来季度营业收入与增速（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

融资经验丰富，奠定规模优势。开设一家体检中心的初始投入较高，因此融资能力对于体检机构的重要性不言而喻。自 2012 年起，公司进行过多轮融资，并在 2019 年先后引入海通、阿里等战略投资。重量级战投的引入将加速公司高端体检设备持续升级，保持硬件领先，而互联网科技类战投将有利于公司数字化、智能化的长期发展战略，实现产业升级。

2015 年上市后公司主要通过设立并购基金等形式募集大量资金，以加速门店开设速度。公司在 2017 年先后参与成立了国投瑞银体检中心投资基金、健亿投资并购基金、嘉兴信文淦富股权投资合伙企业(有限合伙)、南通兆美年健康产业并购基金等多个并购基金，并计划通过并购基金对新开设的体检中心采取“先参后控”的运营扩张形式，帮助公司尽可能避免短期资金流压力，更好实现长期发展和短期利润的良好平衡。2019 年公司新增参股体检中心 56 家，参股转控股 19 家，截止 2019 年底参股体检中心已超 300 家。

表 1：公司历史融资情况

轮次	时间	投资方	金额
A 轮	2012.08.01	凯雷	未公开
B 轮	2013.09.01	平安创新 凯辉基金 凯雷	3 亿元
C 轮	2014.09.30	分享投资	未公开
并购	2015.07.23	江苏三友	55 亿元
战略投资	2019.01.28	海通证券 海通开元	未公开
战略投资	2019.10.27	阿里巴巴 蚂蚁金服 海通国盛 云锋基金	未公开

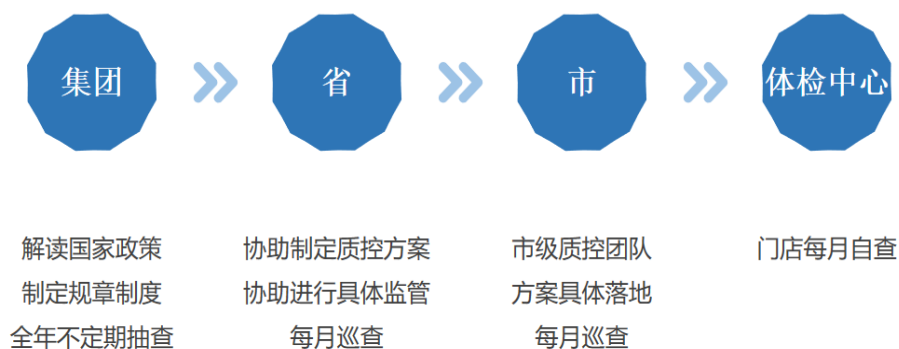
数据来源：公司公告，西南证券整理

完善质控管理体系，体检龙头再出发。2018 年富海事件之后，公司更加重视对于医疗品质的管控和提升。依据医疗行业国家法规、行业规范，公司率先制定、施行了高于行业标准的《美年大健康医疗质量管理考核标准 800 分》、《十八项核心制度汇编》等，在资质

认证、质量监督、实验室管理、售后投诉、团队管理等各方面设置分院评分细则，构建全方位医疗指控体系，全方位提升医疗服务水平和医疗质量管理水平。

打造“零缺陷、持续改进”质控文化，四级质量管控保驾护航。公司建立“集团-省级-市级-体检中心”四级管控体系，推进信息化质控管理水平，严格落实质控督查和检测。在“先参后控”的快速扩张期间，公司总部输出运营经验，门店在运营方面均与总部保持一致，从而更好把控新开设门店的医疗服务质量，提高单店管理效率。2019 年，公司实现 600 余家在营体检中心亮证经营、医护信息公开透明。2020 年 3 月，放射影像及医学质控资深专家郭启勇先生出任公司首席医疗官、医疗质控委员会主任，未来将进一步推动公司医管质量、标准化、智能化水平再升级。

图 7：“集团-省级-市级-体检中心”四级管控体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

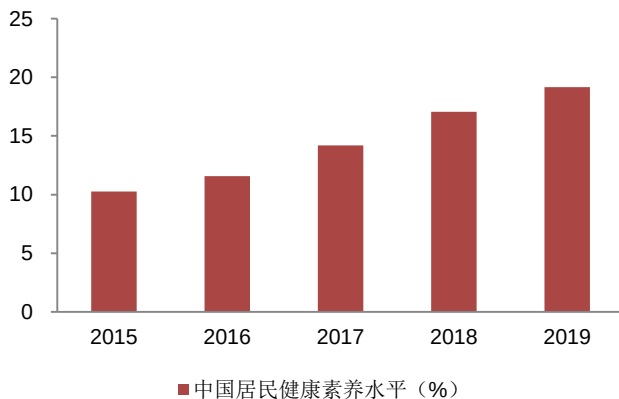
2 全国体检市场规模 2022 年将达 2251 亿元

2012-2018 年我国健康体检市场迅速增长，市场规模年均复合增长率超过 22%。在 2012-2017 年我国健康体检市场规模年均复合增长率达到 24.5%。2018 年体检市场规模为 1511 亿元，增速达 8%。随着我国居民收入水平不断提高，健康保健意识不断增强，国家卫生健康工作中心逐渐升级，由过去的以治病为中心延伸向为人民健康为中心，在解决看病难、看病贵的同时，特别重视疾病预防和健康促进。体检市场的消费端对于体检的观念逐渐发生转变，进而将促进未来我国健康体检市场迅速发展。

2.1 健康消费升级成就长期优质赛道

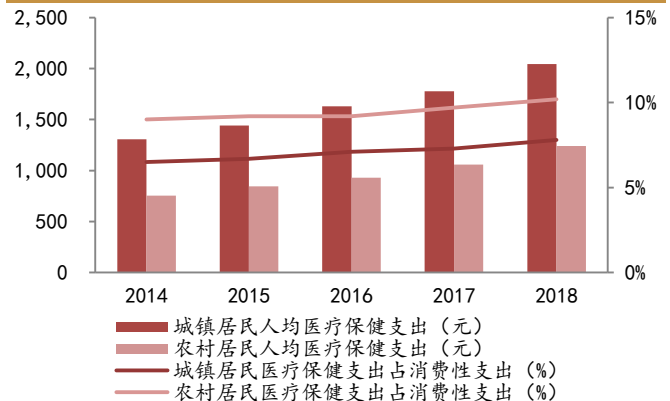
居民健康消费升级趋势明显，成就健康体检长期优质赛道。2014-2018 年，城镇居民和农村居民人均医疗保健消费支出不断提高，其消费性支出占比也逐年上升。在 2018 年城镇居民和农村居民人均医疗保健消费支出分别达到了 2045.7 元和 1240.1 元，消费性支出占比分别为 7.8%和 10.2%，显示出我国居民健康消费未来将进一步升级的趋势。随着我国疾病预防教育的普及化，居民健康素养总体水平稳步提升。2019 年中国居民健康素养水平为 19.2%，较 2018 年提高 2.1pp。健康信息素养、慢性病防治素养提升幅度较大。2019 年全国居民科学健康观素养水平为 48%，健康信息素养水平为 31.7%，慢性病防治素养水平为 22.7%，基本医疗素养水平为 19.4%。人民预防保健意识未来不断提高，将有利于带动健康体检市场快速扩容。

图 8：2015 年以来我国居民健康素养水平



数据来源：国家卫生健康委员会，西南证券整理

图 9：2014-2018 年我国居民人均医疗保健支出情况

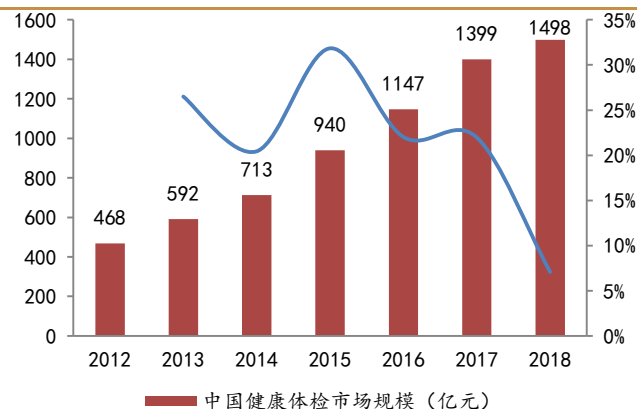


数据来源：中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

我国体检覆盖率稳步提升，目前仍处于较低水平，未来发展空间较大。2011-2018 年，以占全部人口的比例测算，我国国民健康体检覆盖率从 2011 年的 25.5% 稳步提升至 2018 年的 31.2%。但相比于欧美发达国家，我国国民健康体检覆盖率仍处于较低水平。2016 年美国便已经达到 74.2%，德国更是超过 95%。健康追求是人们生活品质提升的永恒主题，随着经济水平不断提高，人们的疾病治疗理念逐渐升级预防治疗，未来我国健康体检行业前景增长潜力巨大。

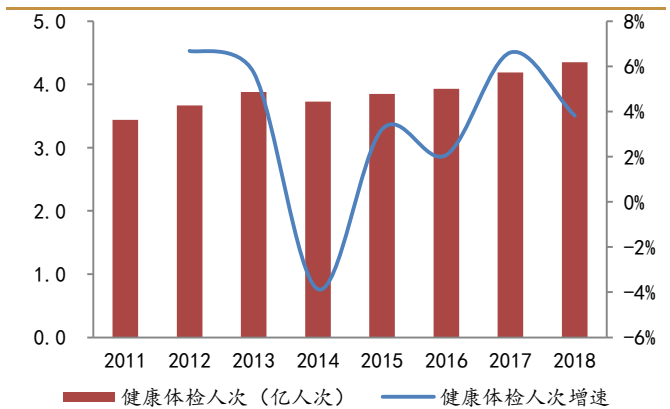
回顾 2012-2018 年我国健康体检市场规模的增长，我们认为量的增长仍将是主要驱动力。2012-2018 年我国健康体检市场规模从 468 亿元增长至 1498 亿元，复合增速达到 22%。尽管最近三年整体市场规模增速有所回落，但从健康体检人次来看增速较为稳定，这主要是与居民的健康意识与日增长以及非公体检机构崛起、体检渠道下沉有一定关系。非公体检带头的市场下沉趋势明显，向三四五线城市不断扩张。美年健康、爱康国宾、瑞慈医疗分别于 2015 年、2014 年和 2016 年上市。资本加持之下非公体检加速扩张其全国布局，如美年健康在 2017 年全年新增近 100 家体检中心，覆盖的核心城市扩大至 215 座，2018 年健康体检人次达 4.4 亿人次，增速为 3.8%，超过了 2011-2018 年的年均复合增长率 3.4%，随着非公体检各大龙头在未来几年内陆续完成全国性布局，预计体检人次将呈现稳步提升趋势。

图 10：2012-2018 年我国健康体检市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

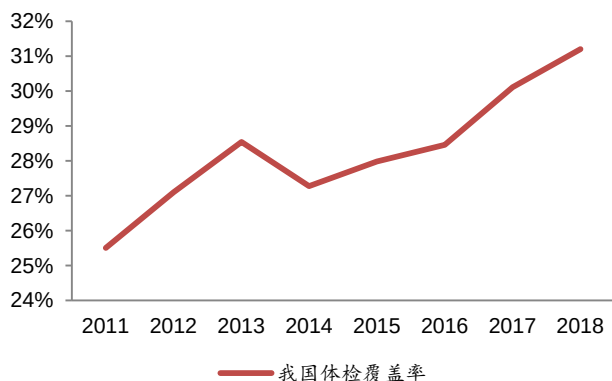
图 11：2011-2018 年我国健康体检人次



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

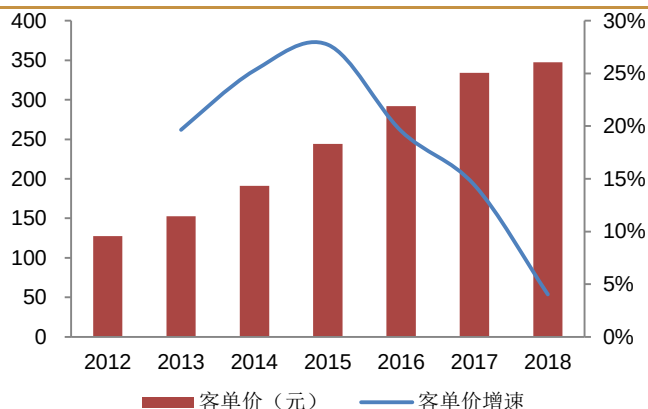
体检渠道下沉，近年来体检客单价增速回落。2012 年，我国健康体检人均客单价仅为 128 元。2012-2015 年间客单价复合增速达到 24.2%。2016 年，随着体检渠道进一步下沉，进而拉低体检人均客单价增速至 19.5%。2017 年客单价突破 300 元大关达到 334 元，增速回落至 14.4%。这主要与近年来体检渠道下沉，基层体检激增有关。相较于公立医院，非公体检机构在快速扩张期阶段更倾向于以价换量。2018 年，我国健康体检客单价近 350 元，增速回落至 4%，预计未来价格方面将进入平稳增长阶段。

图 12：2011-2018 年我国健康体检覆盖率



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

图 13：2012-2018 年我国健康体检人均客单价



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

2.2 政策加码健康体检，促进行业高质量发展

加大卫生医疗财政投入，尤其是预防性医疗。政府投入层面，我国持续加大对医疗卫生投入，以推动我国医疗卫生高质量发展。我国卫生医疗财政投入从 2009 年的 3994 亿元增长到了 2018 年的 1.5 万亿元，年均复合增长率超过 10%。据国务院《关于财政医疗卫生资金分配和使用情况的报告》显示，2017 年我国各级财政投向疾病预防、健康促进等方面的资金达 1886 亿元，较 2013 年提高 60%，在全国医疗卫生财政投入中占比为 13.5%，而这一比例相比于发达国家依旧处于较低水平。

深化健康中国国家战略，预防医疗关注度提升。在全周期健康服务中，健康预防管理的重要性不言而喻。2016 年，《“健康中国 2030”规划纲要》明确指出未来 15 年将以预防为主、关口前移、减少疾病发生的健康工作目标，强化早诊断、早治疗、早康复。2017 年，《支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》中特别强调将积极支持社会力量深入包括康复、护理、体检等领域打造一批具有竞争力的品牌服务机构。2019 年，国务院印发《关于实施健康中国行动的意见（2019-2030 年）》，将疾病预防和健康促进作为健康产业的两大发展核心，并且纳入到政府政绩考核体系中。

表 2：2016 年以来疾病预防及体检行业相关政策梳理

时间	政策名称	政策内容
2016.10.01	《“健康中国 2030”规划纲要》	推进健康中国建设，坚持预防为主，减少疾病发生。调整优化健康服务体系，强化早诊断、早治疗、早康复。坚持共建共享、全民健康，坚持政府主导，动员全社会参与。
2017.05.01	《支持社会力量提供多层次多样化医疗	积极支持社会力量深入包括康复、护理、体检等领域，打造一批具有竞争力的品

时间	政策名称	政策内容
	服务的意见》	牌服务机构。
2017.10.08	党的十九大报告	强化“健康中国”作为国家战略的重要性，坚持预防为主，倡导健康文明生活方式，预防控制重大疾病。
2018.10.01	《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》	严把准入门槛，规范健康体检机构设置管理。规范服务行为，加强健康体检机构内部管理。加强日常监管，促进健康体检机构健康发展。
2019.07.15	《健康中国行动（2019-2030 年）》	围绕疾病预防和健康促进的健康产业两大核心，纳入政绩考核。
2019.09.30	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019- 2022 年）》	强调多方合力、协调联动，加快推动健康产业发展，促进形成内涵丰富、结构合理的健康产业体系。

数据来源：公开网站，西南证券整理

出台体检行业规范，奠定行业长期健康发展基础。2018 年，国家卫生健康委员会发布《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》，加快完善体检行业行业规范。《健康体检中心基本标准（试行）》、《健康体检中心管理规范（试行）》等政策对健康体检中心的医技人员专业资质、设施质量安全、分区布局标准、基本设备配置等方面做出了具体明确的规定，其中特别强调了体检中心应建立健康体检质量管理体系，施行由国家制定或认可的技术规范和操作规程，卫生健康监督机构进行不少于每年一次的现场检查，加强对健康体检中心的监督管理。

对健康体检行业的监管要求进一步加强，一方面规范了健康体检机构设置和职业行为，加快健全健康体检行业的管理体系，同时也有利于提高行业的准入门槛，促使健康体检机构进一步提高自身服务水平，为消费者提供更安心、更专业的是体检服务，从而促进整个行业规范、有序、可持续发展。

表 3：我国健康体检中心基本标准

	重点要求
诊疗科目	应当至少设置内科、外科、妇产科（妇科专业）、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、医学检验科、医学影像科。
科室设置	应当包括内科、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，以及质量与安全管理、健康管理、医院感染管理、体检资料管理、信息、设备、消毒供应室等部门。
人员配置	所有的医技人员都应当具有专业技术职务任职资格和相关岗位的任职资格，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，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，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。
基本设施	具有独立的健康体检及候检场所，建筑总面积不少于 400 平方米，医疗用房面积不少于总面积 75%。各检查科室应独立，每检查室净使用面积不得小于 6 平方米。
分局布局	设置候检与咨询区、体检区、辅助功能区、管理区分区。
基本设备	配备包括测量尺、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符合开展健康体检项目要求的仪器设备，配备急救设备与信息化设备。
管理制度	至少包括受检者隐私保护制度、健康体检操作查对制度、健康体检科室间会诊制度、健康体检报告管理制度、疑难健康体检报告讨论制度、健康体检高危异常检查结果登记随访制度、健康体检医院感染管理制度等 14 项管理规章制度。

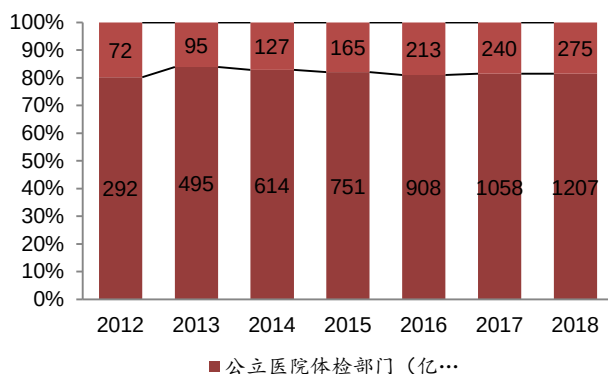
数据来源：健康体检中心基本标准（试行），西南证券整理

2.3 非公体检优势凸显，有望持续扩大市场份额

公立医院占体检市场主体，但近年来增速趋于放缓。当前，我国健康体检市场形成了以公立医疗机构为主，民营专业体检机构为辅的行业竞争格局。2018 年，公立医院体检部门市场份额占比 81.4%，民营专业体检机构市场份额仅占比 18.6%。公立医院体检中心医师诊疗经验相对于民营专业体检机构更为专业丰富，如 B 超等影像学检查结果更多依赖于医师的主观判断，因而公信度较高，我国国民传统思想上较为依赖、信任公立医院。但在医保控费的大趋势之下，加之公立医疗资源相对有限、资源使用趋于饱和，无法进一步满足当前持续释放的健康体检需求。近年来，公立体检市场增速有较大的回落，从 2013 年的 69.5% 下降至 2018 年内的 14%。

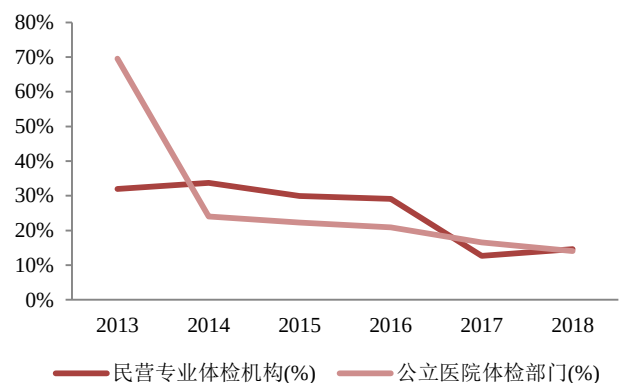
民营体检市场化优势凸显，健康体检产业化发展大势所趋。相比于公立医院，民营专业体检机构的优点在于专业化、市场化运作，经营机制灵活，市场服务意识强，而大型连锁体检机构更具有资本设备等方面的规模经济优势。民营专业体检机构在整体市场规模增长的同时，不断抢占市场份额。2018 年，民营专业体检机构市场规模为 275 亿元，同比增长 14.6%，规模增速略高于 14.1% 的公立医院体检市场增速水平。而伴随着各大非公体检连锁机构的全国连锁布局落地，相比于公立医院，由于不受医保控费的限制，其市场化优势更为凸显，在长期来看有望持续扩大市场份额。

图 14：公立和民营体检机构市场规模及占比情况



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 15：公立和民营体检机构市场规模增速

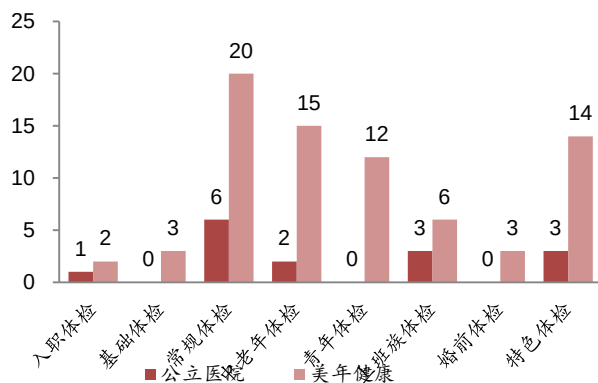


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

民营体检套餐多样化，精准获客能力较强。以上海某公立三甲医院体检中心和美年健康为例，公立医院体检套餐数量较少，个性化针对性较为不足，因此消费者选择空间较为狭窄。而美年健康针对不同体检目的、年龄段、性别等个性化特征推出了 75 项体检套餐，其中不乏含有面向特定人群的特色体检套餐，如针对平日应酬多、生活习惯不佳人士推出应酬族套餐、针对体重超重及慢性病高危人士推出富态族套餐等等，从而更好实现精准获客。

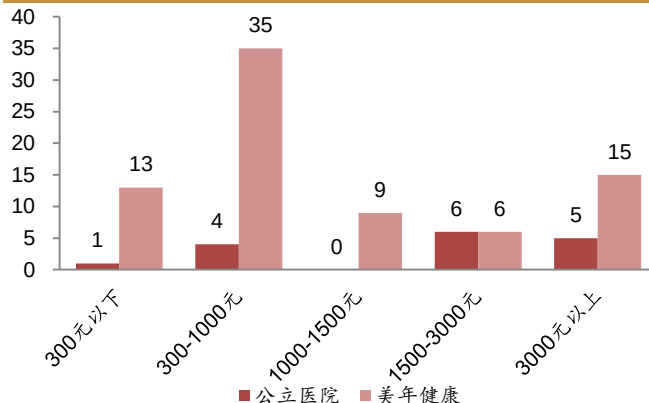
民营体检服务性价比更高。公立医院套餐数量较少，定价呈现两极化趋势，中端价位缺失。此外公立医院整体定价偏高，以双方内容几乎一致的标准体检套餐为例，公立医院定价为 739 元，美年健康定价为 706 元。定价在 1500 元价位的中高端体检套餐差异化较小，公立医院定价为 1613 元，共包含 28 项体检项目；美年健康定价为 1408 元，共包含 29 项体检项目。定价在 3000 元以上的高端体检套餐差异较大，公立医院定价为 3781 元，共有 37 项体检项目，其中包含风湿免疫学、糖尿病检测等特色项目；美年健康定价为 3781 元，共有 35 项体检项目，其中包含经颅多普勒、胶囊胃镜、数字化肝脏超声等特色项目。

图 16: 上海市某公立医院和美年健康体检套餐数量 (分类型)



数据来源: 中康体检网, 西南证券整理

图 17: 上海市某公立医院和美年健康体检套餐数量 (分价格)



数据来源: 中康体检网, 西南证券整理

2.4 我国体检市场有望保持较快发展

根据前文的分析, 我们定性地了解到现阶段健康体检行业在国内仍处于成长期, 未来具备较大的发展空间。这一部分主要以定量的方式, 测算我国体检行业的市场规模情况。由于我国地域发展差距较大, 因此对各省份市场规模分别进行定量预测后加总得出我国整体市场规模。

2.4.1 数量上看体检市场: 渗透率较低, 有望持续上升

体检渗透率地区差异较大, 与当地经济发展水平相关。2018 年, 我国整体体检渗透率达到 31.2%。分地区来看, 浙江、西藏、新疆、北京、上海、江苏体检渗透率增速位居全国全列, 渗透率达到 40% 以上。除西藏、新疆的高渗透率与当地的全民免费健康体检政策有关之外, 其余均为经济发达省份。此外, 贵州、安徽、湖南、内蒙古等 11 个省份体检渗透率不足 25%, 大部分为中西部地区省份, 以东部发达省份为参照来看还具有很大的市场潜力。

基于对我国各经济部门平稳发展、居民对健康持续重视的共识, 假设未来十年内将继续保持当前体检覆盖率增速水平, 以 2016-2018 年年均增速作为未来增速预测的参考。经测算, 预计至 2022 年全国整体水平将达到 39%, 2023-2028 年间全国体检覆盖率每年平均提高 1.9%, 至 2028 年达到约 50% 的水平。

表 4: 体检覆盖率预测 (以 2016-2018 年年均增速作为未来增速预测基础)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023-2028 年均增速
浙江	45.51%	48.96%	53.05%	57.22%	61.34%	65.49%	69.63%	4.14%
西藏	42.96%	52.70%	51.70%	56.08%	57.76%	60.79%	63.15%	2.59%
新疆	44.83%	48.43%	47.53%	48.87%	49.09%	49.88%	50.38%	0.60%
北京	38.13%	38.35%	44.22%	47.26%	51.72%	55.47%	59.57%	3.98%
广东	38.55%	39.66%	42.95%	45.15%	47.89%	50.36%	52.97%	2.56%
上海	36.38%	39.69%	41.29%	43.75%	45.77%	48.02%	50.15%	2.17%
江苏	34.83%	38.11%	40.82%	43.82%	46.67%	49.60%	52.49%	2.90%
四川	34.18%	36.80%	36.69%	37.94%	38.51%	39.43%	40.17%	0.80%

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023-2028 年均增速
宁夏	28.00%	28.99%	33.95%	36.93%	40.90%	44.38%	48.10%	3.63%
江西	27.95%	32.47%	33.53%	36.31%	38.23%	40.58%	42.72%	2.21%
河南	27.65%	31.28%	32.80%	35.38%	37.43%	39.74%	41.92%	2.23%
山东	28.70%	31.51%	31.95%	33.58%	34.61%	35.94%	37.13%	1.23%
广西	29.00%	28.76%	31.04%	32.07%	33.72%	35.06%	36.56%	1.44%
天津	27.74%	35.30%	31.04%	34.69%	34.39%	36.07%	36.75%	1.03%
甘肃	35.83%	30.21%	29.40%	29.90%	29.75%	29.92%	29.93%	0.07%
湖北	30.22%	28.55%	28.98%	30.36%	31.26%	32.40%	33.42%	1.06%
福建	23.79%	26.00%	27.29%	31.05%	33.57%	36.71%	39.54%	2.94%
青海	24.89%	30.78%	27.14%	30.27%	30.01%	31.45%	32.04%	0.89%
陕西	23.31%	25.98%	26.64%	30.30%	32.47%	35.38%	37.91%	2.67%
重庆	24.67%	25.69%	26.43%	29.32%	31.13%	33.47%	35.55%	2.17%
贵州	22.05%	23.62%	23.78%	26.65%	28.16%	30.35%	32.20%	1.97%
安徽	22.44%	24.06%	23.37%	25.84%	26.73%	28.41%	29.69%	1.42%
湖南	24.22%	23.73%	23.12%	24.57%	25.00%	25.93%	26.61%	0.77%
辽宁	21.31%	21.88%	22.33%	24.84%	26.32%	28.31%	30.05%	1.83%
海南	23.87%	24.64%	22.30%	23.51%	22.95%	23.28%	23.16%	0.04%
内蒙古	21.09%	20.46%	21.83%	24.20%	26.08%	28.20%	30.20%	2.04%
山西	21.81%	23.32%	21.77%	23.76%	23.97%	25.07%	25.73%	0.81%
云南	20.56%	20.94%	21.32%	23.71%	25.09%	26.97%	28.60%	1.72%
河北	19.86%	19.98%	21.22%	23.90%	25.86%	28.19%	30.33%	2.20%
吉林	16.38%	16.82%	18.78%	21.98%	24.56%	27.45%	30.18%	2.79%
黑龙江	15.15%	16.30%	15.86%	18.22%	19.17%	20.83%	22.14%	1.43%
全国	28.51%	30.15%	31.17%	33.54%	35.25%	37.29%	39.16%	1.94%

数据来源：卫生统计年鉴，国家统计局，西南证券整理

伴随渗透率上升，预计 2020 年到 2025 年总体检人次增速超 80%。2018 年我国全年健康体检人数为 4.4 亿人次，以各地区未来人口预测数与未来体检覆盖率预测数，得到未来体检人次预测数。在我国人口增速放缓、人口老龄化加剧的大趋势之下，随着体检覆盖率的提高，各省份体检人次将快速增长。预计 2022 年全国体检人数将超过 5.5 亿人次，相比 2018 年+25%，2023-2028 年五年复合增长率达 4.7%。

表 5：体检人次预测（体检人次=人口数×体检覆盖率）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023-2028 复合增速
浙江	2544.26	2769.60	3043.54	3325.31	3611.81	3906.31	4207.33	6.44%
西藏	142.20	177.61	177.86	196.08	205.30	219.62	231.89	5.34%
新疆	1075.10	1184.15	1181.99	1234.19	1258.85	1298.63	1331.90	2.69%
北京	828.54	832.57	952.45	1010.52	1097.64	1168.54	1245.72	4.84%
广东	4239.74	4429.60	4872.79	5187.25	5572.13	5933.89	6320.13	5.56%
上海	880.50	959.60	1000.91	1058.08	1104.77	1156.35	1205.16	3.61%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023-2028 复合增速
江苏	2786.43	3059.81	3286.70	3528.64	3759.41	3995.94	4229.77	4.79%
四川	2823.65	3055.34	3060.09	3170.41	3223.75	3306.00	3374.14	2.05%
宁夏	188.98	197.72	233.60	255.76	285.12	311.37	339.71	6.92%
江西	1283.60	1500.99	1558.27	1692.98	1787.92	1903.78	2010.13	4.81%
河南	2635.83	2990.13	3150.74	3400.90	3600.81	3826.40	4039.67	4.68%
山东	2854.59	3152.77	3210.18	3380.42	3491.62	3633.17	3760.28	3.23%
广西	1402.81	1404.95	1529.24	1589.26	1681.35	1758.70	1844.87	4.17%
天津	433.25	549.55	484.23	539.23	532.60	556.51	565.04	2.15%
甘肃	935.25	793.31	775.33	790.22	787.85	794.15	796.12	0.42%
湖北	1778.29	1685.31	1714.65	1795.83	1848.66	1915.61	1975.44	2.87%
福建	921.51	1016.93	1075.63	1230.41	1337.83	1471.09	1593.40	6.69%
青海	147.61	184.04	163.67	183.50	182.94	192.72	197.40	3.04%
陕西	888.84	996.39	1029.35	1175.23	1263.66	1382.08	1486.63	6.21%
重庆	751.83	790.06	819.95	914.68	976.85	1056.63	1128.79	5.78%
贵州	784.04	845.61	856.23	962.54	1020.60	1103.58	1174.79	5.51%
安徽	1390.54	1504.86	1478.16	1645.98	1715.10	1836.03	1933.00	4.92%
湖南	1652.24	1627.67	1595.20	1699.79	1733.62	1803.36	1855.53	2.91%
辽宁	933.08	955.79	973.31	1077.04	1135.32	1215.02	1282.90	4.60%
海南	218.85	228.19	208.27	221.00	217.04	221.50	221.74	0.73%
内蒙古	531.46	517.47	553.25	613.21	660.48	714.06	764.45	5.62%
山西	803.20	863.23	809.59	884.87	894.69	937.48	963.92	3.04%
云南	980.81	1005.27	1029.88	1148.58	1219.44	1315.10	1399.13	5.43%
河北	1483.20	1502.58	1603.43	1811.08	1965.04	2147.31	2316.78	6.28%
吉林	447.64	456.89	507.76	589.33	653.05	723.83	789.35	6.40%
黑龙江	575.59	617.79	598.49	682.95	714.19	770.89	813.97	4.72%
全国	39343.44	41855.78	43534.76	46995.26	49539.43	52575.65	55399.10	4.67%

数据来源：卫生统计年鉴，国家统计局，西南证券整理

2.4.2 体检市场规模有望快速扩容，未来平均增速将达到 9%

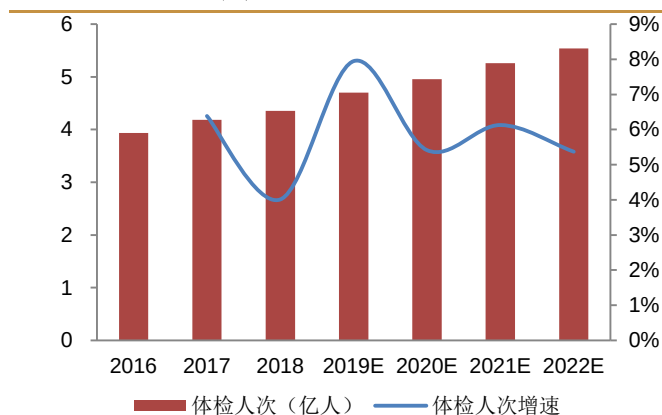
体检市场规模快速扩容，行业发展前景广阔。2019 年美年健康与瑞慈医疗的客单价增幅分别为 4.8%和 3.4%，考虑到 2019 年是民营体检企业提质之年，客单价水平增速较低，我们基于此对全市场未来十年内容单价给予每年 4%增长的保守假设。未来体检人次预测数*客单价预测数=未来市场规模的预测。据测算，2019 年我国体检市场规模为 1697.7 亿元，至 2022 年达到 2251.2 亿元，未来五年将以保持 8.9%以上的增速快速增长。

表 6：体检市场规模预测（市场规模=体检人次×客单价）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023-2028 复合增速
体检人次（亿人）	3.93	4.19	4.35	4.70	4.95	5.26	5.54	
yoy		6.39%	4.01%	7.95%	5.41%	2.39%	102.39%	4.67%
客单价（元）	292	334	347	361	376	391	406	
yoy		14.40%	4.03%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
市场规模（亿元）	1148.27	1397.52	1512.21	1697.71	1861.20	2054.28	2251.19	
yoy		21.71%	8.21%	12.27%	9.63%	10.37%	9.59%	8.86%

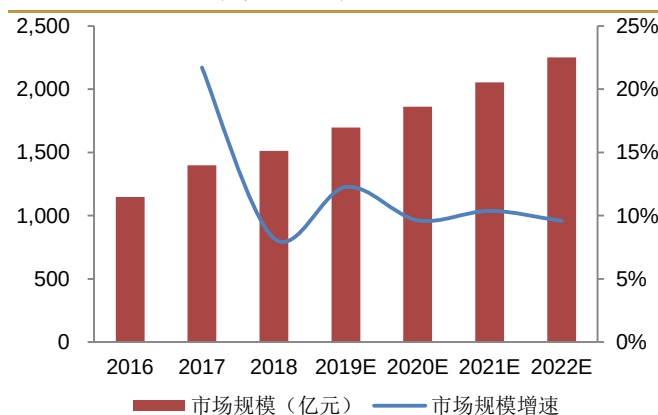
数据来源：卫生统计年鉴，国家统计局，西南证券整理

图 18：2018-2024 年中国体检人数预测



数据来源：中康体检网，西南证券整理

图 19：2018-2024 年中国体检市场规模预测



数据来源：中康体检网，西南证券整理

3 牵手战投加快实现平台价值，打造美年健康生态圈

3.1 牵手战投打造大健康平台

着力打造美年健康生态圈，持续致力引领健康产业新变革。作为我国健康流量入口龙头，公司拥有庞大的客户人群、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等龙头优势，公司着力打造兼具生态圈平台和孵化载体的大健康产业集群，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。

图 20：美年健康生态圈



数据来源：公司官网，西南证券整理

与阿里深度合作，首先获得高质流量入口。2019 年 10 月，公司引入战略投资者阿里集团，有望充分依托支付宝高流量、易沟通等平台优势，作为线上导流与承接入口。2020 年以来，已接连与支付宝进行多项合作活动，包括 1 月的“集五福送健康”、3 月的支付宝“城市生活周”、5 月的健康 IP“美年狂欢周”等活动，以及推出一系列体检套餐品类和单品等，线上浏览及购买量急剧上升。据不完全统计，“集五福送健康”活动仅一天就售罄 3.3 万份健康体检套餐，相当于当日全国销量的 50%。在线下实体门店遭遇疫情严重影响之际，短期来看，公司在线上 C 端的发力弥补了疫情期间严重下滑的业绩。

依托阿里平台优势，低成本打造线上线下服务闭环。消费者可在淘宝端的“美年大健康旗舰店”中挑选购买体检套餐。除此之外，公司已在支付宝端上线“美年大健康”服务号，消费者可通过该服务号进行后续的线上预约体检、查看报告解读等操作，未来公司也将持续完善线上一站式体检服务，将专门成立具有健康管理师资格的客服运营管理中心（店小二）服务个检 C 端客户，从检前体检套餐定制到检中服务，到后期健康管理，以承接之前及以后不断涌入的阿里个检增量。与自建网站相比，阿里系强大的互联网平台能够帮助公司大大降低营销成本的同时，有利于培养消费者线上购买+线下体验的体检习惯，进而增强用户粘性，提升复购率。

图 21：公司淘宝端、支付宝端线上运营



数据来源：淘宝手机客户端，西南证券整理

除此之外公司还联合大象医生、掌中医以及各大医院共同打造医疗服务闭环。2018 年，公司收购远程医疗科技公司大象医生所持大象影像 51% 的股权。与此同时，公司接连与青岛眼科医院、中日友好医院呼吸中心、浙大市一医院、株洲市肿瘤医院、广东省中医院珠海医院、中山大学中山眼科中心、南医大南方医院胸外科、中部战区总医院等多家实体医院展开合作，推动共建医联体。利用大象医生的远程医疗综合服务体系以及实体医院的门诊治疗资源，从而实现体检为起点，连接“线上远程诊疗——门诊治疗——门诊转诊”的检后闭环医疗服务。而掌中医则以“互联网+中医”为切入点，聚焦于慢性病与亚健康人群中医疗诊疗连锁服务。

图 22：开放型健康管理平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

与上游器械企业开展合作，持续引入先进设备。公司引进低剂量 CT、胶囊胃镜、自动乳腺超声系统等高端设备，有助于提高诊断的效率和精度，为消费者带来更高品质的医疗健康服务，构建公司特色体检项目。此外，公司与西门子医疗成立合资公司，联合设立医学影像研究中心，未来将在影像设备的远程控制、大数据挖掘、人工智能运用及其相关领域进行全面深入的合作。

扩大 AI 技术辅助筛查应用领域，提升重疾筛查效率。在当前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，布局脑健康预警、干预和眼底 AI 扫描、新一代乳腺 AI 筛查超声影像等诊断项目，实现智能辅助诊断自动化，以推动体检的科学优化和重大疾病检出率双提升。

积极布局早筛突破技术，为客户的健康管理体验带来更多可能性。坚持先进诊断与产品创新，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，并在宫颈癌、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。

表 7：公司癌症早筛技术布局

早筛类别	公司布局
肺癌	基本实现低剂量螺旋 CT 对传统 DR 检查替代
胃癌	大规模普及磁控胶囊胃镜
乳腺癌	率先引进飞利浦 AI Breast 乳腺超声智能导航系统，开展乳腺癌超声筛查
宫颈癌	开展 TCT、HPV、超声筛查
肠癌	开展 DNA 甲基化血检、DNA 甲基化粪检、便潜血 FIT
肝癌	部署引进数字化肝超声设备，普及肝纤维量化监测

数据来源：公司官网，西南证券整理

构建健康大数据库，入局精准健康管理领域。公司拟在大连建设能够服务于 2000 万人存储需求的生物样本库，为消费者提供可追溯的生物样本存储服务。此外，公司拥有每年超过 2000 万的体检表型数据库和不断丰富的中国人群疾病基因数据库。海量的个人健康大数据，为公司开展精准健康管理提供大数据支持入口。公司通过优健康，融合公司千万级别医疗健康数据分析，为个人、家庭、企业等提供健康管理相关的技术服务和大数据决策分析。目前，公司持股美因健康 48.61%，定位为消费者提供基于个人基因组的健康管理服务。

3.2 深耕体检主业，探索个性化产品

团检是公司收入结构的最主要部分，未来将探索个性化定制。作为国内非公体检龙头行业，公司对于以企事业单位的团体客户具备品牌优势。2017-2019 年，公司团检比例逐年提升，2019 年达到了 78%，这意味着至少在未来几年内团检仍将保持公司业绩主导的位置。

但团检大多数情况仅作为企事业单位的员工福利，受制于企业预算，套餐设计往往千人一面，体检感受流于形式。团检客户“大量低价”的特点决定了体检中心的议价能力相对有限，客单价和毛利率相对偏低。2018 年，公司团检客单价为 468 元（不包含入职体检和富士康体检、体检车），个检客单价为 609 元。针对团检客单价和毛利率相对偏低的问题，公司在团检的产品设计、体检流程上进行个性化探索，既满足一定的个性化需求，同时又具备相当的效率，从而提高体检中心的议价能力。以美年青岛公司为例，在针对企业用户团检时定制了团检“1+X”方案，即一个基础套餐再加不同的加项包，根据高风险疾病地域性疾病，划分类别叠加进单位体检套餐进行补充。

个检套餐实现价位全覆盖。在人民收入不断提高、健康意识不断提升及政策积极支持的形势下，个检市场空间巨大。相比于团检，个检服务更凸显了日益推崇的“精准医疗”理念，即针对每一个消费者的个性化需求提供精准服务。公司体检套餐种类丰富，其价格定位分布从 300 元到 3000 元不等，实现中低端到高端体检的全面覆盖，从而满足不同层次支付水平人群的消费需求。

图 23：公司各阶段体检项目与费用情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

整合互联网资源，开启健康全程管理服务。体检作为健康管理的一部分，公司更是依托互联网平台，关注健康管理下半程，打通全程服务，在 2018 年创新性地推出“美年好医生”健康全称管理产品。基于自身体检优势，联合优健康、平安好医生、大象医生、中国人保财险等众多专业合作伙伴，打造“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“检”、“存”、“管”、“医”、“保”五大服务环节全方位满足消费者多样化的健康服务需求。

图 24：“美年好医生”五大健康服务环节

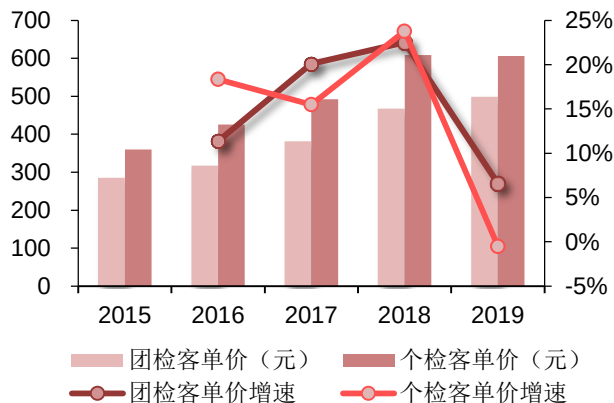


数据来源：公司官网，西南证券整理

体检内容不断升级，有望带动客单价显著提升。“美年好医生”基于千万级健康大数据分析，根据消费者的不同年龄、性别、体质、症状，提供总计 162 款的个性化体检套餐，从而使得消费者能够针对性地筛查健康隐患。2019 年，公司进一步推出“美年好医生 1+X 系列”产品，在一般全面检查基础上，重点聚焦单病种，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。

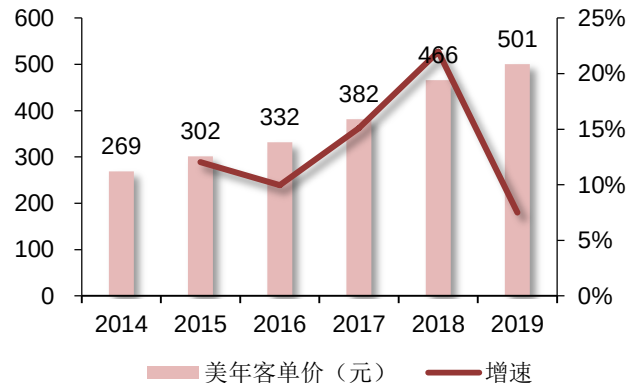
布局新赛道，推出癌症早筛等体检新产品。除此之外，公司积极布局癌症早筛新领域，持续引进先进筛查设备，在现有肺部筛查、消化道早筛、脑健康预警筛查的基础上，增加免疫力基因检测、女性乳腺超声健康筛查，未来将进一步在妇女两癌、结直肠癌、胃癌、乳腺癌、肝癌等 6 大肿瘤方面持续发力。这些创新体检产品，在提升体检内涵及提高体检客单价方面都进行了有益的挖掘。在全方位精准获客、品质持续升级的产品策略之下，公司整体客单价逐年提高，从 2014 年的 269 元增长至 2019 年的 501 元，复合增速为 11.2%。

图 25: 2015-2019 年公司分部客单价变化情况



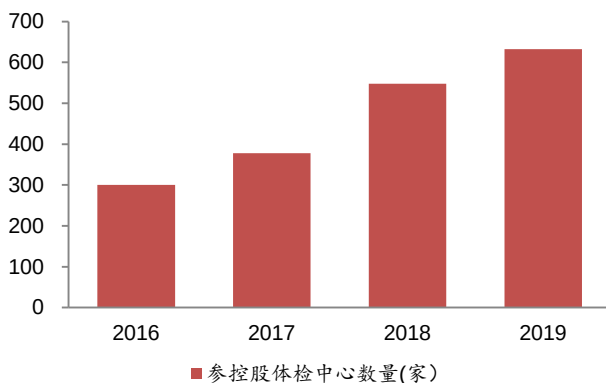
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26: 2015-2019 年公司整体客单价变化情况


 数据来源：公司公告，西南证券整理；注：整体客单价包含美年大健康
和慈铭体检

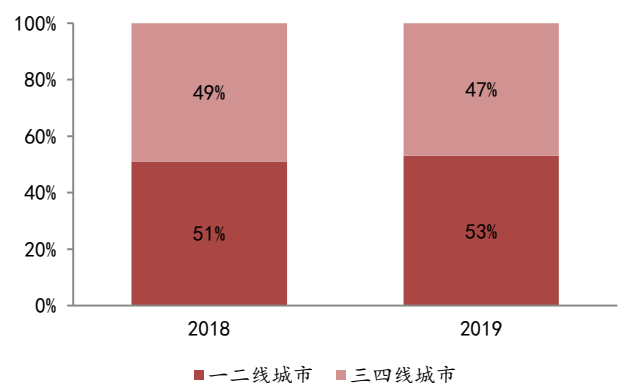
继续下沉市场，加大低线城市布局。公司目标打造中国领先的线下医疗平台和健康需求入口平台。门店数量从 2016 年近 300 家扩张至 2019 年的 632 家，覆盖中国大陆地区 32 个省市自治区，294 个城市，基本实现中国大陆市场（港澳台地区除外）的全覆盖战略布局，以满足更多客户的需求。其中，有 52.7% 的体检中心分布在一二线城市，47.3% 的门店分布在三四五线城市。相较于一二线城市，三四五线城市体检行业尚未形成成熟的竞争格局，且拥有低租金、低薪酬的成本优势，因此公司在保持一二线优势的同时，进一步推动渠道下沉，以抢占未来发展先机。

图 27: 2016-2019 年公司体检中心数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28: 2018-2019 年公司体检中心分布情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

规模经济有利于降低运营成本，提升品牌效应。随着公司门店规模的不断扩大，其业务扩张的边际成本不断降低。高采购量使得公司对于上游设备供应商的议价能力较强，可进一步压低体检设备进价；而日趋统一的门店管理经营模式，有利于降低管理费用；全国连锁门店也有利于树立公司品牌形象，提升公信力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

我们首先测算公司单个体检中心的盈利周期，结合公司目前在经营门店的成熟情况和未来新增门店的数量预期，得出整体盈利预测。

假设 1：对公司单个体检中心进行盈利测算，以估计一个在不发生较大风险的情况下单个体检中心的盈利周期。根据公司公告历史数据，我们测算体检中心大约会在开业第 2 年实现盈亏平衡，预计在营业第 5 年进入成熟期，收入增速约为 14%，收入额约为 3500 万，净利润率约为 14.6%。

表 8：美年健康单店盈利模型

单店盈利模型	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
客单价（元）	450	486	520	551	584
YoY		8%	7%	6%	6%
服务人次（万人）	3.0	4.0	5.0	5.6	6.0
YoY		33%	25%	12%	5%
收入（万元）	1350	1944	2600	3087	3506
YoY		44%	34%	19%	14%
设备折旧（万元）	100	100	100	100	100
装修费折旧（万元）	80	80	80	80	80
房租（万元）	400	440	484	532	586
YoY		10%	10%	10%	10%
员工工资（万元）	450	517.5	580	649	727
YoY		15%	12%	12%	12%
其他费用（万元）	535	758	962	1173	1332
YoY		42%	27%	22%	14%
其他费用率	39.6%	39.0%	37.0%	38.0%	38.0%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	-215	36	296	414	511
YoY		-117%	716%	40%	23%
净利润率	-15.93%	1.86%	11.38%	13.42%	14.57%

数据来源：西南证券

假设 2：按照公司控股的体检中心做收入拆分，假设 2020-2022 年新并表的体检中心数量分别为 25、25、25，并按照假设 1 中的单门店盈利模型，其中 2020 年受疫情影响，造成单门店收入低于正常情况，同时受到固定成本如房屋租金不能收回导致毛利率有所下降。

表 9：美年健康按店龄收入与毛利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
2016 年前门店					
门店数量 (家)	123	123	123	123	123
门店收入 (百万元)	4,672	4,765	4,956	5,253	5,516
YoY	12.6%	2.0%	4.0%	6.0%	5.0%
毛利率	47%	47%	37%	48%	48%
2017 年新增门店					
新并表门店数量 (家)	85	85	85	85	85
门店收入 (百万元)	2,800	2,210	2,475	2,847	3,274
YoY	40.4%	4.0%	12.0%	15.0%	15.0%
毛利率	45%	47%	38%	45%	47%
2018 年新增门店					
新并表门店数量 (家)	45	45	45	45	45
门店收入 (百万元)	700	875	608	1,389	1,578
YoY		25.0%	-30.6%	128.7%	13.6%
毛利率	40%	45%	35%	45%	46%
2019 年新增门店					
新并表门店数量 (家)		25	25	25	25
门店收入 (百万元)		338	338	650	772
YoY			0.0%	92.6%	18.7%
毛利率			35%	43%	48%
2020 年新增门店					
新并表门店数量 (家)			25	25	25
门店收入 (百万元)			313	338	486
YoY					
毛利率			35%	40%	42%
2021 年新增门店					
新并表门店数量 (家)				30	30
门店收入 (百万元)				583	780
YoY					
毛利率				45%	45%
其他业务					
收入 (百万元)	276	281	295	310	325
YoY	0.0%	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	71%	44%	40%	40%	40%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2020-2022 年收入约为 90、114、127 亿元，毛利率分别为 37.2%、43.7%、44.2%。

表 10: 美年健康收入与毛利预测总表

合计	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (亿元)	84	85	90	114	127
YoY	35.5%	0.2%	5.9%	26.8%	11.8%
毛利率	47.6%	46.3%	37.2%	43.7%	44.2%
毛利额 (亿元)	40.18	39.21	33.32	49.66	56.17

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

公司是体检行业的绝对龙头企业, 2020 年业绩逐渐走出谷底, 牵手阿里战投有望触底反弹, 未来三年公司收入复合增长率为 14%, 归母净利润复合增长率为 34%。我们选取医疗服务板块中的 3 家主流公司, 2021 年 3 家公司平均 PE 为 84 倍, 给予公司 2021 年 84 倍 PE, 目标价 22.68 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600763.SH	通策医疗	220.71	1.84	2.41	3.13	119.91	91.46	70.56
300015.SZ	爱尔眼科	58.18	0.41	0.56	0.74	142.88	104.02	78.94
603882.SH	金域医学	111.55	1.96	1.93	2.37	57.03	57.72	47.10
平均值						106.61	84.40	65.53

数据来源: Wind, 西南证券

5 风险提示

疫情降低体检门店到检率的风险; 医疗事故风险; 商誉减值风险; 市场规模测算假设存在不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8525.03	8968.85	11369.81	12715.00	净利润	-713.74	6.34	862.47	1013.76
营业成本	4790.23	5636.45	6403.79	7098.45	折旧与摊销	709.21	536.74	565.16	612.53
营业税金及附加	13.58	13.34	17.23	19.31	财务费用	437.75	317.66	294.68	285.09
销售费用	2031.13	2193.89	2667.50	2970.38	资产减值损失	-1046.81	100.00	100.00	100.00
管理费用	603.34	715.47	895.63	988.88	经营营运资本变动	-291.29	279.76	-173.77	26.44
财务费用	437.75	317.66	294.68	285.09	其他	2164.40	-136.74	-267.69	-205.91
资产减值损失	-1046.81	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1259.51	1103.76	1380.85	1831.91
投资收益	135.61	60.50	195.41	135.61	资本支出	562.94	-200.00	-400.00	-600.00
公允价值变动损益	-47.52	-23.76	-27.72	-29.70	其他	-2003.33	-9.92	-32.31	-94.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1440.39	-209.92	-432.31	-694.09
营业利润	-448.81	28.79	1158.67	1358.80	短期借款	-104.68	-1975.40	-247.97	-85.70
其他非经营损益	-36.94	-20.44	-23.85	-24.89	长期借款	-170.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	-485.75	8.35	1134.83	1333.90	股权融资	1906.42	0.00	0.00	0.00
所得税	227.99	2.00	272.36	320.14	支付股利	-165.09	173.29	-1.54	-209.41
净利润	-713.74	6.34	862.47	1013.76	其他	1020.00	-2057.48	-218.84	-209.25
少数股东损益	152.74	-1.36	-184.57	-216.94	筹资活动现金流净额	2485.88	-3859.58	-468.35	-504.37
归属母公司股东净利润	-866.47	7.70	1047.03	1230.71	现金流量净额	2305.78	-2965.75	480.19	633.46
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4759.52	1793.77	2273.96	2907.42	成长能力				
应收和预付款项	2867.48	2952.17	3753.13	4174.54	销售收入增长率	0.79%	5.21%	26.77%	11.83%
存货	129.62	152.51	173.28	192.07	营业利润增长率	-134.61%	106.42%	3924.35%	17.27%
其他流动资产	934.81	796.13	875.40	919.82	净利润增长率	-173.37%	100.89%	13494.00%	17.54%
长期股权投资	162.09	162.09	162.09	162.09	EBITDA 增长率	-66.87%	26.50%	128.55%	11.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2667.84	2510.17	2524.08	2690.62	毛利率	43.81%	37.16%	43.68%	44.17%
无形资产和开发支出	4268.30	4252.87	4237.44	4222.02	三费率	36.04%	35.98%	33.93%	33.38%
其他非流动资产	3128.97	3165.33	3201.69	3238.04	净利率	-8.37%	0.07%	7.59%	7.97%
资产总计	18918.62	15785.04	17201.07	18506.62	ROE	-8.75%	0.08%	9.38%	10.14%
短期借款	2309.07	333.67	85.70	0.00	ROA	-3.77%	0.04%	5.01%	5.48%
应付和预收款项	2968.44	3301.65	3966.49	4421.07	ROIC	-0.18%	2.98%	12.39%	13.34%
长期借款	1182.79	1182.79	1182.79	1182.79	EBITDA/销售收入	8.19%	9.85%	17.75%	17.75%
其他负债	4304.30	2632.90	2771.12	2903.43	营运能力				
负债合计	10764.60	7451.00	8006.10	8507.29	总资产周转率	0.48	0.52	0.69	0.71
股本	3919.92	3914.25	3914.25	3914.25	固定资产周转率	3.30	3.55	4.63	4.99
资本公积	2439.94	2439.94	2439.94	2439.94	应收账款周转率	4.00	3.90	4.31	4.06
留存收益	1256.21	1437.21	2482.70	3504.00	存货周转率	37.41	39.96	39.31	38.86
归属母公司股东权益	7315.63	7497.01	8542.50	9563.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.76%	—	—	—
少数股东权益	838.39	837.03	652.47	435.52	资本结构				
股东权益合计	8154.02	8334.04	9194.97	9999.33	资产负债率	56.90%	47.20%	46.54%	45.97%
负债和股东权益合计	18918.62	15785.04	17201.07	18506.62	带息债务/总负债	45.14%	38.71%	32.93%	29.98%
					流动比率	1.09	1.24	1.39	1.49
					速动比率	1.07	1.21	1.36	1.46
					股利支付率	-19.05%	-2250%	0.15%	17.02%
					每股指标				
					每股收益	-0.22	0.00	0.27	0.31
					每股净资产	1.87	1.92	2.18	2.44
					每股经营现金	0.32	0.28	0.35	0.47
					每股股利	0.04	-0.04	0.00	0.05
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	698.15	883.19	2018.52	2256.42					
PE	-67.72	7618.17	56.04	47.68					
PB	8.02	7.83	6.87	6.14					
PS	6.88	6.54	5.16	4.61					
EV/EBITDA	84.20	65.40	28.15	24.78					
股息率	0.28%	—	0.00%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

公司评级

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

行业评级

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn