

拆解“三地五店”成本收益，美年产品与成本优势尽显

买入|维持

——美年健康“三地五店”调研报告

报告要点:

7、8月波折连连，过去三年体量飞速拓张的美年健康，现在身处于成长之路的哪个节点？渠道下沉战略是否顺利？各线门店竞争优势几何？从问题出发，国元医药团队扎根产业研究，走访美年健康“三地五店”，收集全面的、一手的数据，打开业务成本结构，剖析单店生命周期，为您一一解惑。

● 渠道下沉进展几何？一二线完成覆盖，三四线加速推进

下沉速度符合预期，18年将达到600家，19年将达到800家，20年将达到1000家，各线门店设备配置“鹤立鸡群”，广州事件影响有限。

● 美年门店优势几何？产品与成本，双管齐下

相比公立医院：美年各线门店体检套餐优惠约70%，“双CT”优势显著。
相比民营对手：设备配置占优，单店日均接待人数更多，套餐性价比高。
美年占优的产品线背后，是依靠“美年供应链+地方合伙人”形成的巨大成本优势，降低约40%的设备投资成本。分等级看各线城市的多重竞争业态，美年市场地位均十分稳健。

● 潜在业绩几何？体外门店众多，外延增长无忧

➢ 单体门店生命周期是怎样的？单一门店内生增长的天花板在哪里？

3年内盈利，体检人数饱和，从量驱动到价驱动，成熟期年收入约1亿。

➢ 潜在的外延并购空间有多大？

2022年或接近饱和期，潜在体检人次1亿人，集团总营收1000亿。

➢ 未来如果全部体检业务完成上市，业绩空间超预期的因素可能是什么？

- ✓ 体检门店向县市级区域拓展，各线城市门店进一步补充，总计超千家。
- ✓ 美年好医生、美因基因等产品销售超预期，客单价打开提升空间。
- ✓ 下午场次开发，接待非空腹项目检查，以及CT、核磁等项目，单店日均接待人次将大幅增加。

● 投资建议与盈利预测

美年健康渠道下沉战略有序进行，门店盈利良好，具备极强市场竞争力，预计未来三年净利润复合增长率40.33%，参考爱尔眼科Wind盈利预测一致预期，2018年PE 68倍，PEG 1.9，给予美年健康19年PE 55倍，PEG 1.4，目标价21.45元，维持“买入”评级。

● 风险提示

体检中心新建、并购进展不达预期；医疗纠纷风险。

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4314 | 6233 | 8476 | 11685 | 15986 |
| 收入同比(%) | 105% | 44% | 36% | 38% | 37% |
| 净利润(百万元) | 452 | 614 | 866 | 1208 | 1694 |
| 净利润同比(%) | 74% | 36% | 41% | 40% | 40% |
| 毛利率(%) | 45.4% | 47.0% | 48.0% | 47.0% | 47.0% |
| ROE(%) | 7.7% | 9.4% | 12.0% | 14.6% | 17.5% |
| 每股收益(元) | 0.14 | 0.20 | 0.28 | 0.39 | 0.54 |
| 市盈率(P/E) | 111.82 | 82.29 | 58.34 | 41.82 | 29.82 |
| 市净率(P/B) | 8.62 | 7.77 | 6.98 | 6.12 | 5.21 |
| EV/EBITDA | 51 | 35 | 28 | 21 | 16 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：16.18元/21.45元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：25.30/12.69

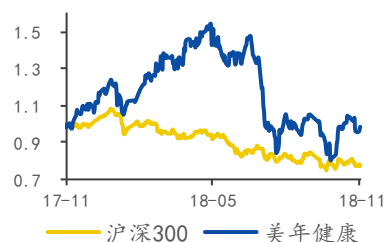
A股流通股(百万股)：2345

A股总股本(百万股)：3122

流通市值(百万元)：37900

总市值(百万元)：50413

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《医疗服务深度解读系列之一：体检渠道下沉，把握蓝海市场红利》2018-11-01

报告作者

| | |
|--------|-----------------------|
| 分析师 | 金红 |
| 执业证书编号 | S0020515090001 |
| 邮箱 | jinhong@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 研究助理 | 刘慧敏 |
| 邮箱 | liuhuimin@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-5109-7188 |

感谢实习生张日升在资料整理、数据跟踪与分析过程中作出的贡献

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 渠道下沉进展几何？一二线完成覆盖，三四线加速推进 | 4 |
| 1.1. 全国 571 家门店，下沉布局有序开展 | 4 |
| 1.2. 各线城市代表性门店配置“鹤立鸡群” | 6 |
| 1.3. 广州事件影响有限，内控体系全面升级 | 8 |
| 2. 美年门店优势几何？产品与成本，双管齐下 | 9 |
| 2.1. 体检产品更具性价比 | 9 |
| 2.1.1. 同类型套餐价格优惠约为 70% | 9 |
| 2.1.2. 设备配置数量占优，能够接待更多体检人次 | 10 |
| 2.2. 美年供应链+地方合伙人，成本优势显著，赢在起跑线 | 10 |
| 2.3. 下沉市场盈利能力更优秀 | 12 |
| 3. 分级多重竞争业态，美年依然地位稳健 | 13 |
| 4. 潜在业绩几何？体外门店众多，外延增长无忧 | 15 |
| 4.1. 勾勒单体门店生命周期：3 年实现盈利，从量驱动到价驱动 | 16 |
| 4.2. 集团整体营收估计：潜在并购空间巨大 | 17 |
| 4.3. 继续定增融资，成长之路清晰可见 | 19 |
| 5. 公司盈利和估值预测 | 20 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1. 2018 年，美年官网公布的各省门店分布情况 | 5 |
| 图 2. 主要门店在二线城市，三线及以下城市占据半数 | 5 |
| 图 3. 一二线城市单店人口密度约 200 万人/家 | 5 |
| 图 4. 美年各地门店成本优势逻辑 | 11 |
| 图 5. 同样设备，美年供应链价格远低于市场价格 | 11 |
| 图 6. 同规格门店，美年设备成本降低 40%左右 | 11 |
| 图 7. 美年健康供应商 | 12 |
| 图 8. 传统医疗器械融资租赁流程 | 12 |
| 图 9. 新乡体检人数和客单价增长情况 | 13 |
| 图 10. 各线城市整体客单价和体检人数比较 | 13 |
| 图 11. 各线城市租金情况 | 13 |
| 图 12. 新乡、上海齐鲁单店和合肥营业收入和增速比较 | 13 |
| 图 13. 3-5 年体检人数达到饱和，客单价驱动业绩增长 | 16 |
| 图 14. 门店从量驱动到价驱动，最终走向成熟 | 16 |
| 图 15. 随时间推进，可变成本增速趋于稳定 | 17 |
| 图 16. 新开门店 3 年实现盈利，净利率为 15%-20% | 17 |
| 图 17. 单店人数增长假设 | 17 |
| 图 18. 各年限门店占比情况 | 17 |
| 图 19. 总体检人次预测 | 18 |
| 图 20. 客单价预测 | 18 |

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 图 21. 集团总营业收入预测..... | 19 |
| 图 22. 集团净利率假设和净利润增速预测..... | 19 |
| 表 1. 美年健康门店各线城市分布情况（318 家官方公布） | 4 |
| 表 2. 美年各级别门店标准..... | 6 |
| 表 3. 二三级医院大型医疗设备配置情况..... | 6 |
| 表 4. 上海、合肥、新乡门店配置情况..... | 7 |
| 表 5. 低线城市代表性门店情况..... | 8 |
| 表 6. 上海地区同一类型体检套餐比较..... | 9 |
| 表 7. 安徽地区同一类型体检套餐比较..... | 10 |
| 表 8. 美年各线城市门店的竞争优势..... | 15 |
| 表 9. 定增资金用途..... | 19 |
| 表 10. 美年健康财务指标预测 | 错误!未定义书签。 |
| 表 11. 医疗服务行业龙头公司估值情况（11 月 30 日） | 20 |
| 表 12. 美年健康各地区收入拆分和预测..... | 错误!未定义书签。 |

1. 渠道下沉进展几何？一二线完成覆盖，三四线加速推进

1.1. 全国 571 家门店，下沉布局有序开展

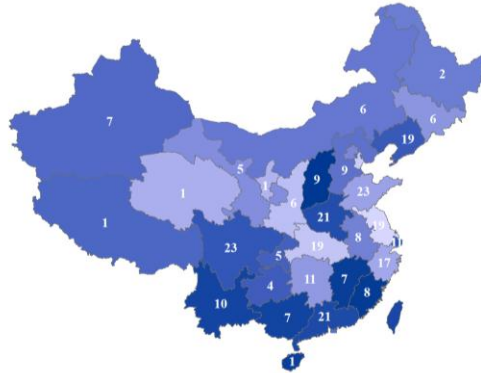
美年健康门店下沉符合预期，18 年将达到 600 家，19 年将达到 800 家，20 年将达到 1000 家。截至 2018 年三季度，美年健康全国开业分院 449 家，筹建中 122 家，总计 571 家；分品牌来看，美年 438 家，慈铭 86 家，奥亚 20 家，美兆 27 家。

表1. 美年健康门店各线城市分布情况（318 家官方公布）

| 一二线城市 | | 三线及以下城市 |
|----------------|--|---|
| 直辖市(45) | 北京(8)上海(11)深圳(7)为一线城市，重庆(5)天津(8)为二线城市，广州(6)为一线省会城市 | |
| 山东(24) | 济南(4)烟台(3)青岛(4) | 德州(1)东营(1)菏泽(1)济宁(1)聊城(1)临沂(2)日照(1)泰安(1)滕州(1)威海(1)潍坊(1)淄博(1) |
| 四川(24) | 成都(10) | 德阳(1)广元(1)简阳(1)乐山(1)泸州(1)眉山(1)绵阳(1)内江(1)攀枝花(1)遂宁(1)西昌(1)资阳(1)自贡(1)南充(1) |
| 江苏(22) | 南京(5)南通(1)苏州(5)无锡(5) | 常熟(1)常州(1)淮安(1)泰州(1)盐城(1)宜兴(1) |
| 河南(22) | 郑州(4) | 安阳(1)济源(1)焦作(1)开封(1)洛阳(2)漯河(1)南阳(2)平顶山(1)濮阳(1)三门峡(1)商丘(1)新乡(2)信阳(1)许昌(1)周口(1) |
| 浙江(20) | 杭州(7)宁波(3)台州(1) | 湖州(1)嘉兴(1)金华(1)昆山(1)丽水(1)临海(1)衢州(1)温岭(1)义乌(1) |
| 湖北(19) | 武汉(7) | 大冶(1)鄂州(1)恩施(1)黄冈(1)黄石(1)荆州(1)十堰(1)随州(1)仙桃(1)襄阳(1)宜昌(1)阳新(1) |
| 辽宁(19) | 大连(3)沈阳(6) | 鞍山(1)朝阳(1)丹东(1)抚顺(1)阜新(1)葫芦岛(1)锦州(1)辽阳(1)盘锦(1)营口(1) |
| 广东(14) | 东莞(3)佛山(2)惠州(1)中山(1)珠海(1) | 河源(1)茂名(1)梅州(1)汕头(1)韶关(1)阳江(1) |
| 湖南(11) | 长沙(4) | 衡阳(1)湘潭(2)岳阳(1)张家界(1)株洲(2) |
| 云南(10) | 昆明(3) | 保山(1)楚雄(1)大理(1)临沧(1)普洱(1)西双版纳(1)玉溪(1) |
| 山西(9) | 太原(4) | 晋城(1)晋中(1)临汾(1)吕梁(1)运城(1) |
| 河北(9) | 石家庄(3) | 保定(1)沧州(1)邯郸(1)秦皇岛(1)唐山(2) |
| 福建(8) | 福州(1)泉州(1)厦门(2) | 福清(1)龙岩(1)宁德(1)三明(1) |
| 安徽(8) | 合肥(3) | 蚌埠(1)亳州(1)马鞍山(1)铜陵(1)芜湖(1) |
| 江西(8) | 南昌(3) | 抚州(1)吉安(1)九江(1)上饶(1)宜春(1) |
| 广西(7) | 贵阳(1)南宁(2) | 北海(1)桂林(2)柳州(1) |
| 新疆(7) | 乌鲁木齐(2) | 阿克苏(1)哈密(1)喀什(1)库尔勒(1)伊犁(1) |
| 陕西(6) | 西安(5) | 汉中(1) |
| 吉林(6) | 长春(2) | 吉林(2)松原(1)延吉(1) |
| 内蒙古(6) | | 包头(2)呼和浩特(2)通辽(1)乌兰察布(1) |
| 甘肃(5) | 兰州(3) | 平凉(1)庆阳(1) |
| 贵州(4) | | 都匀(1)六盘水(1)兴义(1)毕节(1) |
| 黑龙江(2) | 哈尔滨(2) | |
| 海南(1) | 海口(1) | |
| 宁夏(1) | | 银川(1) |
| 青海(1) | | 西宁(1) |
| 西藏(1) | | 拉萨(1) |

资料来源：公司官网，国元证券研究中心；数据截止：2018 年 11 月 20 日

图1. 2018年，美年官网公布的各省门店分布情况



资料来源：公司官网数据整理，国元证券研究中心

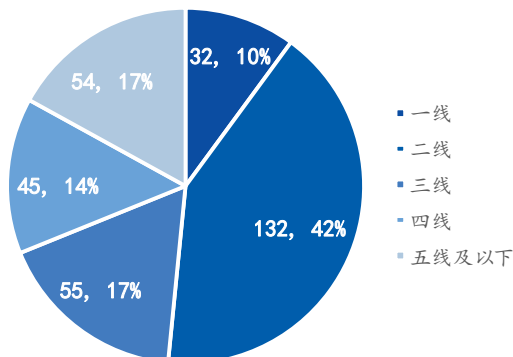
新增门店主要来源于下沉市场。从美年官网上公布的 318 家门店来看，门店主要集中于二线城市，同时三线及以下城市下沉门店合计超半数。美年健康 2017 年前 10 月份公开的 280 家门店分布情况为：一线 33 家，二线 115 家，三线 49 家，四线及以下 83 家。**2018 年三季度公布的门店与 2017 年相比，在一二线城市门店保持不变的情况下，对于三四线城市的渗透进一步提升。**公布的门店向更低线城市渗透，包括新疆的阿克苏、贵州的都匀、云南的保山、内蒙古的乌兰察布、西藏拉萨等地。

从门店和单店人口密度看，美年健康对一二线城市基本完成初步渗透。对于人口在 200 万以上的区域，美年健康的单店检查人数约为 15 万人，体检渗透率和美年品牌占比分别达到 40%和 20%左右，而按照营收市占率来算则会更高，已基本完成渗透。

(1) **从门店数量看**，目前一二线城市基本完成 4 家及以上的门店布局，其中门店数量为 3 家的城市还有大连、东莞、宁波。

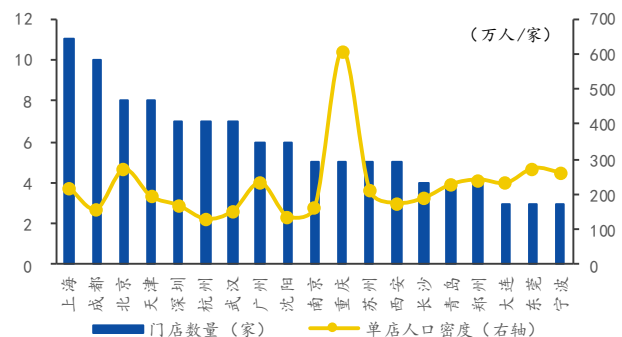
(2) **从单店人口密度看**，以平均单店人口密度约 200 万人/家来测算，预计重庆还有大约 10 家门店的潜在扩展量，或将是美年健康未来重点发力地区。而其他一二线城市基本已经达到每 200 万人布局一家门店的定位。

图2. 主要门店在二线城市，三线及以下城市占据半数



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图3. 一二线城市单店人口密度约 200 万人/家



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.2. 各线城市代表性门店配置“鹤立鸡群”

下沉新开门店以旗舰店和标准店进行高水准配置，领先于当地水平。本次美年健康门店调研拜访了5家体检中心，覆盖各线城市，分别为上海地区齐鲁分院、合肥地区滨湖分院和包河分院、新乡地区宝龙分院和玫瑰园分院。二三线城市基本以旗舰店和标准店水平配置，而一线城市由于门店投入时间较早、场地限制较大等原因，甚至在设备配置方面要逊于二三线城市，如我们走访的上海齐鲁门店，筹建于2011年，场地无法支撑MRI这类大型设备，套餐中涵盖MRI项目的由客户凭核磁卡到其他门店完成检查。公立医院对于CT、MRI及超声等设备的配置空缺仍然较大，对于医疗资源相对不足的下沉市场，配置情况就更加堪忧。美年健康下沉门店从数量和品质上都要高于当地医疗机构，彰显在当地的竞争力。

表2. 美年各级别门店标准

| 设备名称 | MRI | CT | DR | 合计投资 |
|----------|-----|-----|-----|------|
| 设备价格(万元) | 300 | 250 | 150 | |
| 旗舰店 | 2 | 2 | 2 | 1400 |
| 标准店 | 1 | 2 | 1 | 950 |
| 准标准店 | 1 | 1 | 1 | 700 |

资料来源：公司调研数据，国元证券研究中心

表3. 二三级医院大型医疗设备配置情况

| 设备 | 二级医院 | 三级医院 | 总体 |
|-----|------|------|------|
| CT | 1.02 | 2.43 | 1.52 |
| MRI | 0.29 | 1.85 | 0.70 |
| DSA | 0.14 | 2.33 | 0.66 |

资料来源：中国大陆二、三级医院大型医疗设备配置和使用情况分析，国元证券研究中心

大型医疗器械设备配置证在低线城市更易办理，提升品牌竞争力和获客能力。2018年上半年，国家调整了大型医疗器械乙类配置证，放宽了对于CT、MRI等的配置证要求，甚至在多个省市级区域开始试点社会办医乙类配置证告知承诺制，更加助力大型医疗设备下沉。体检机构多以16排CT为主，无配置证要求，仅需报备当地卫生部门，门店达到规定的辐射计量、场地设计等基本要求即可。在各低线城市，公立医院和民营体检竞争对手缺乏CT设备，而美年旗下门店可以通过美年供应链和美鑫融资租赁，以显著低于对手的价格配置最先进CT设备，保障了在设备配置方面的竞争优势。

医师配置逐步优化，服务质量有保障。美年各地门店通过“市场化薪酬+合伙人”的激励，聘请当地著名主任、副主任医师及高级专家，着力打造体检中心品牌，把控体检医疗质量。平均来看，各门店医患配比5:1，医护配比1:1，销售人员同时也承担接检服务，进一步提升客户的体检体验。影像阅片方面，美年线下线上同步拓展：线下与地方公立医院合作、开展多点执业，例如新乡医学院附属医院主任和副主任辅助当地美年体检中心阅片、签字；线上推广大象医生远程阅片，新疆青海等医师资源不足的地区，阅片大多交由江浙沪经验丰富的医师完成。彩超方面，美年

在各地市场化薪酬聘请全职医生，外加多点执业，克服体检“卡脖子”的领域。未来美年还将进一步提升体检的流程化、标准化，开发医学影像、超声辅助 AI，降低业务对于医师依赖度，保持业务透明性，降低医疗风险。

表4. 上海、合肥、新乡门店配置情况

| 所处城市 | 分院名称 | 面积 平米 | 门店 等级 | 设备 | 医师团队 |
|------|-------|----------|----------|--|------------------------------|
| 上海 | 齐鲁分院 | 3500 | 标准店 | 有 CT，因为场地限制没有 MRI | 医生、护士各 40 人左右 |
| | | | | 10 台超声，8 条线全职，2 条线周末多点执业 | 8 个全职 B 超医生 2 个多点执业 B 超医生 |
| 新乡 | 宝龙分院 | 1600 | 标准店 | 1 台 CT，1 台 MRI，6 台超声 1 台胶囊内镜 | 医生和护士 150 人左右 |
| | 玫瑰园分院 | 4300 | 旗舰店 | 2 台 CT（1CT 尚未投入使用） 2 台 MRI，7 台超声，1 台胶囊内镜 | 全职超声医生 7 名 |
| 合肥 | 滨湖 | 4600 | 旗舰店 | 2 台 CT：联影 u510，东芝 16 排，明年 三家店合计 7 台 2 台 MRI：万东永磁，朗润 1.5T | 45 个医生，副主任 5 个 |
| | 包河 | 4000 | 旗舰店 | DR：韩国美思 (上述设备两店配置相同) 超声：包河店 7 台迈瑞（DC8），4 台 M7，滨湖店 11 台迈瑞，其他是东芝、飞依诺 | |

资料来源：公司调研数据，国元证券研究中心

调研门店并非个案，我们从官网选取 5 家分布在低线城市的门店，进一步佐证上述观点。5 家门店分别为辽宁朝阳分院、云南楚雄分院、山东菏泽分院、新疆库尔勒分院和山东滕州分院。

(1) 场地面积：低线城市新建门店的面积在 3000 平米左右，保证设备配置场地充裕。根据 10 人/平米的要求，每日接纳体检人次上限在 300 人左右（每年 10 万人）。

(2) 日均人次：5 家门店营业时间在 15-16 年间，因此还处于体检人数增长期。云南楚雄分院、新疆库尔勒分院因为当地医疗设备配置较少，已经实现满负荷运转；辽宁朝阳分院、山东菏泽分院、山东滕州分院在 3-5 年内也将实现满负荷运转。

(3) 配置设备：各地体检门店在基础配置要求（必备 DR、CT、彩超）之上，配置更为高级的设备，例如山东滕州分院配置 1.5T 超导核磁共振、西门子 16 排 CT。

(4) 医师团队：各门店根据门店面积、体检人流量、配置设备，分别拥有 40-100 人的医师团队，日均人次和医师团队人数对应关系基本为 5:1。

表5. 低线城市代表性门店情况

| 所在省市 | 所在城市 | 门店名称 | 加盟时间 | 面积平米 | 日均人次 | 配置设备 | 医师团队 |
|------|------|-------|------|------|------|---|--|
| 辽宁 | 朝阳 | 朝阳分院 | 2015 | 2700 | 100 | 韩国 MISDR 成像系统、东芝 CT(16 排)、西门子彩超、日本日立全自动生化分析仪(检验)、飞利浦电子阴道镜 | 高级职称 1 人, 中级医师 5 人, 医生 11 人, 护士 28 人, 药师 1 人 |
| 云南 | 楚雄 | 楚雄分院 | 2015 | 3000 | 300 | 柯达数字化 DR 成像系统、德国进口西门子彩超、全自动生化分析仪(检验)、美国 Suretouch 乳腺压力触诊 | 高级职称专家 8 人, 主治医师 15 人, 医护人员 80 余人 |
| 山东 | 菏泽 | 菏泽分院 | 2016 | 3514 | 100 | MIS 数字化 DR 成像系统、西门子(B 超)、迈瑞全自动生化分析仪(检验)、安瀚内窥镜, 西门子 CT | 医检人员 72 人, 兼职医生 6 人 |
| 新疆 | 库尔勒 | 库尔勒分院 | 2015 | 2380 | 500 | 柯达数字化 DR 成像系统、荷兰进口飞利浦 B 超、日立罗氏全自动生化分析仪(检验)、美国 LCT 宫颈癌检测 | 高级职称专家 10 人, 主治医师 18 人, 医护人员 100 余人 |
| 山东 | 滕州 | 滕州分院 | 2016 | 3600 | 200 | 西门子 1.5T 超导核磁共振、西门子 16 排 CT、荷兰进口的飞利浦彩超、迈瑞全自动生化分析仪(检验) | 高级职称专家 12 人, 主治医师 20 人, 医护人员 60 余人 |

资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

1.3. 广州事件影响有限, 内控体系全面升级

广州事件后, 上海齐鲁单店收入降低不到 5% (预计全年收入较去年提升为 16%), 合肥整体收入距年初目标业绩降低约 10% (预计全年较去年增长超过 50%), 新乡几乎没有影响, 目前四季度到检均已经恢复。各门店业绩影响根据地域和竞争情况不同存在差异, 但归总至上市公司层面, 影响较为有限, 全年能够实现约 40% 的业绩增速。广州事件对业绩的影响主要因为: (1) 客户推迟到检或者弃检; (2) 门店主动限流, 提高体检体验; (3) 核查、暂停配置证未到位的设备; (4) 内部管理体系升级。

为了应对本次“广州事件”, 管理层在公司上下提出并开展了更为严格的质控要求:

- (1) 目前美年健康要求内部卫生法规控制要大大高于监管机构的合规要求, 不达标不开业, 下半年内控制度还将进一步完善。
- (2) 针对出现的投诉、漏检, 美年健康将对体检套餐出台具体措施进行调节控制。
- (3) 维持体检流程化、标准化、体系化, 开展医师人脸识别, 强化现场人员管理。
- (4) 改变业绩考核权重, 完善激励奖惩、信息化管理, 提高远程管理技术和水平, 同步开展现场核查, 第三方核查。
- (5) 所有核心干部进行培训, 质量控制认识有较大提升。

美年加固自身、再度起跑, 同时监管力度提高体检行业壁垒。对于高速扩张、“跑马圈地”的美年健康, 广州事件既是一个警醒也是一次机遇。从事件后续发酵情况来看, 美年并不存在重大违规情况, 所谓“黑天鹅”并不伤筋动骨, 而外部监督反

而给予美年健康一个驻足、审视的机会，加固自身、再度起跑。另一方面，监管机构加强体检机构监管，也进一步提高体检行业门槛、深化美年了护城河，美年通过更高质量的质控体系，加快在市场上塑造行业龙头优势。

2. 美年门店优势几何？产品与成本，双管齐下

2.1. 体检产品更具性价比

美年健康目前最大的竞争对手是公立综合医院，连锁体检中心的业绩主要来源于团检和个检相对于公立医院的性价比，以及具备中高端消费能力人群的增值服务，因此我们首先需要确认美年健康在产品层面上具有性价比优势。

我们简单对比核心城市和省会城市的最为常规使用的体检套餐（美年中年男性常规体检套餐 vs 公立三甲医院中年男性常规体检套餐）：

2.1.1. 同类型套餐价格优惠约为 70%

一线、二线城市体检市场竞争最为激烈，相对公立医院，美年健康能够提供具备性价比的套餐。中高端客户是民营体检机构积极争夺的客户，目前为中年男性提供的体检项目主要包含三个部分：

- (1) 常规检查，即一般科室检查。
- (2) 实验室检查，即受检人群最为关注的一般性癌症和内脏功能检查。
- (3) 医学影像检查，涉及到 CT、DR、MRI、彩超等医学影像设备。

表6. 上海地区同一类型体检套餐比较

| 套餐名称 | 上海交大附属第六人民医院体检 B 套餐(男) | 美年大健康全国通用【珍爱高端套餐】男女通用 |
|-------|--|---|
| 价格(元) | 1425 | 1122 (便宜 20%) |
| 套餐项目 | 科室检查 | |
| | 1. 包括一般检查、内科、外科、五官科及眼科 2. 眼科仅检查视力 | 1. 包括一般检查、内科、外科、五官科及眼科 2. 口腔科检查 (价值约 30 元) 3. 眼科包含视力、眼底、眼压及眼结构等检查 (价值约 20 元) |
| | 常规实验室检查 | |
| | 包含肝、肾功能，血、尿常规，肿瘤标志物、血脂及自身免疫标志物检查 | 包含肝、肾功能，血、尿常规，肿瘤标志物、血脂及自身免疫标志物检查 |
| 套餐项目 | 医技检查 | |
| | 1. 胸部平片 (DR) 2. 肝胆胰脾肾彩色超声 3. 心电图 | 1. 胸部及 颈椎平片 (DR) (价值 70 元) 2. 肝胆胰脾肾彩色超声 3. 前列腺、颈动脉、心脏彩超 (价值 60+200+130 元) 4. 经颅多普勒超声 (价值 200 元) 5. 心电图 |

资料来源：中康网，国元证券研究中心；价格：根据上海卫健委公布的《上海市医疗机构医疗服务项目和价格汇编 2017 年》

上海方面，美年健康的优势在于：(1) 类似套餐定价低于医院 20%-30%；(2) 医学影像检查的内容更为丰富，价值更多体现在心脏、颅脑超声等方面，约等于医院套餐近 50% 的价格。若对比 3650 等高端套餐，价格优势恐更为显著。因此，总体来看，美年健康体检套餐的终端价格低于公立医院约 70%。

合肥方面，与上海类似，美年在定价上面低于公立医院约 27%，且涵盖更为广阔的服务。同时在营销政策方面，合肥美年采取“350 元送单 CT、800 元送双 CT”的战略。与竞争对手相比，美年套餐一般包含头颅、胸部双 CT，而竞争对手只有胸片。

表7. 安徽地区同一类型体检套餐比较

| 套餐名称 | 安徽省第二人民医院健康体检 D 套餐（男） | 合肥美年大健康滨湖分院如意卡套餐（男） |
|--|---|--|
| 价格（元） | 882 | 644（便宜 27%，加项满 800 元送双 CT） |
| 套餐项目 | 科室检查 | |
| | 1. 仅包含一般检查 | 1. 包括一般检查 2. 内科、外科、五官科、口腔科、眼科及音叉测听（价值约 200 元） |
| | 常规实验室检查 | |
| | 1. 包含肝、肾功能，血、尿常规 2. 肿瘤标志物、血脂及血糖 | 1. 包含肝、肾功能，血、尿常规 2. 肿瘤标志物、血脂及血糖 3. 幽门螺旋杆菌检测（价值 90 元） |
| 医技检查 | | |
| 1. 胸部&颈椎正位片（DR）（价值 70 元） 2. 肝胆胰脾肾彩色超声 3. 心电图 4. 前列腺彩超 | 1. 胸部 CT（价值 170 元） 2. 甲状腺彩超（价值 60 元） 3. 肝胆胰脾肾彩色 B 超 4. 心电图 5. 前列腺彩超 | |

资料来源：中康网，国元证券研究中心

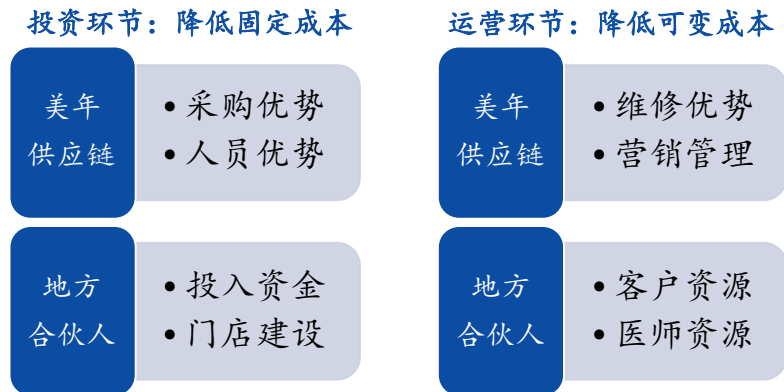
2.1.2. 设备配置数量占优，能够接待更多体检人次

体检 2.0 时代—大型影像设备配置，显著提升体检门店壁垒与竞争优势。竞争对手在大型影像设备的配置和数量多落后于美年健康。以旗舰店和标准店配置的门店可以提供低剂量螺旋 CT 进行肺部早筛、颅脑核磁共振进行脑部疾病筛查、胶囊内镜无痛筛查胃部疾病等服务，相比于过去的体检套餐有质的提升，在团检和个检中都更能满足客户健康检查与管理的需求。另外，在团检方面的竞争优势还表现在日均接待能力上。目前单体体检门店每日接待量主要取决于 CT 数量，单台 CT、MRI 的上午时段接待量最大为 200 人，拥有 5 台 CT 的两家合肥门店，预计 18 年接待人次 35-40 万，每平米门店接待客流人次相对上海和新乡门店更多。在设备质量和数量上配置占有的美年门店相较于其他竞争对手也具有更强大的接待能力，以保障交付周期与服务。**在设备质量和数量上配置占优的美年门店相较于其他竞争对手也具有更强大的接待能力，以保障交付周期与服务。**

2.2. 美年供应链+地方合伙人，成本优势显著，赢在起跑线

美年健康作为率先在各低线城市布局的体检上市公司，经过摸索和修改，已经形成自己的“合伙人体系”，与地方合伙人合作，相比于其他竞争对手，具有显著的成本优势。

图4. 美年各地门店成本优势逻辑



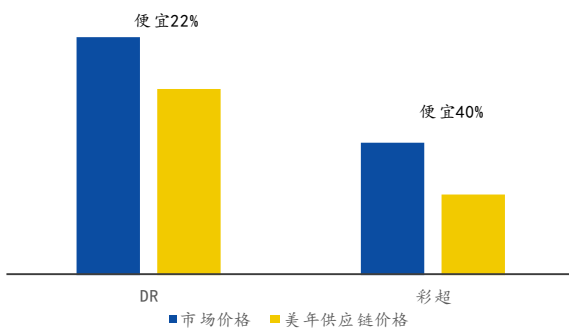
资料来源：国元证券研究中心

从投资环节看，固定成本更低。

(1) 美年供应链为下沉门店提供极具竞争力的设备采购与应用。一方面，美年健康拥有 500+ 家门店，已经成为国内最大的大型医疗影像设备单一采购终端客户，对上游采购具有强大的议价能力。其次，美年借助其生态圈在细分赛道培育出医疗器械独角兽，也极大降低设备采购成本。另一方面，设备厂商同时会向美年门店提供到位、及时的人员培训、技术指导与维修服务，也极大地缩短了人才和时间成本。

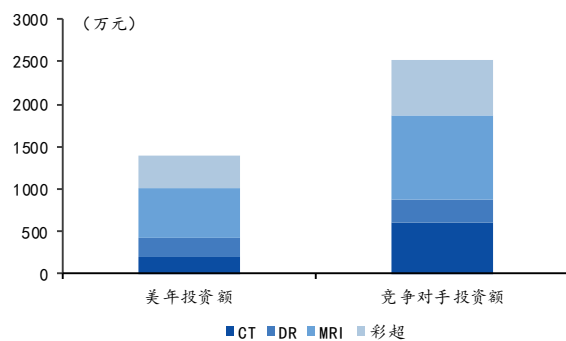
供应链内采购设备的价格大幅低于市场价格。美年旗下拥有近 600 家门店，其医学影像设备采购量位居各家厂商前列（通用、飞利浦、西门子、联影、东芝、迈瑞、开立等），因此具备极强的议价能力，体检门店最常用设备 DR 和彩超，美年的采购价比市场便宜大约 20 万。以新乡区域为代表进行测算，两家门店配置 2 台 CT、3 台 MRI、2 台 DR、13 台彩超，在仅考虑 DR、彩超具备采购优势的情况下（美年对于 MRI、CT 也具备强大议价能力），美年设备投资成本比竞争对手降低 40% 左右，固定成本优势巨大。

图5. 同样设备，美年供应链价格远低于市场价格



资料来源：国元证券研究中心

图6. 同规格门店，美年设备成本降低 40% 左右



资料来源：国元证券研究中心

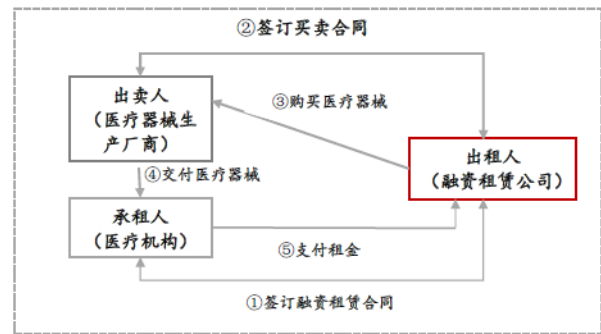
CT 等大型设备采购金额较高，融资租赁大型影像设备能够缓解短期资金压力，门店有机会购置更多数量 CT 等设备。目前美年绝大部分体检套餐包含 CT，CT 也是美年体检产品的核心竞争点，体检单店每天接待量取决于 CT 的情况（2 分钟 1 个人，1 小时 30 人，单台 CT 早上至中午可接待约 200-250 人，下午场可以接待 50-100 人，单日接待量约 300 人）。通过融资租赁，“分期付款”，能够在投入初期降低一次性成本，在具有一定盈利能力后逐步还清，给予门店更宽松的资金环境。本次调研的合肥区域门店，大规模配置 CT 均是通过美年旗下上海美鑫融资租赁公司完成的，明年三家店一共会有 7 台 16 排 CT。

图7. 美年健康供应商



资料来源：国元证券研究中心

图8. 传统医疗器械融资租赁流程



资料来源：思宇医械观察，国元证券研究中心

(2) 参转控模式成熟，以可控的风险和成本培育门店。下沉门店有较大部分是非直营门店，由当地合伙人与美年健康采用“参转控”模式进行运营。地方门店建设初期，美年健康出资 10%-20%，主要资金由地方合伙人承担，以上市公司较低的自有资金成本建设，极大地降低门店快速扩张期对上市公司的资金压力。搭配优质合伙人的当地资源优势，门店选址、装修、揽客的成本都将更为可控。

从运营环节看，可变成本更低。

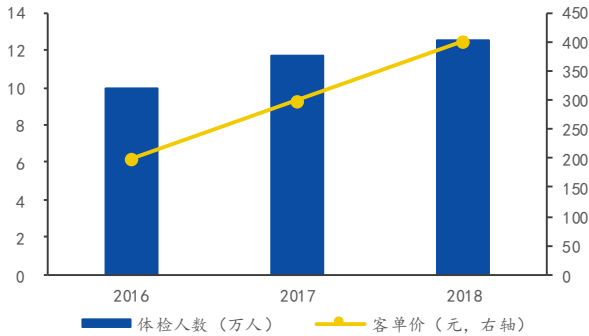
(1) 直营模式管理加盟门店，日常运营与管理更具效率。下沉门店均按照“直营”模式进行运营，向下沉市场传递已经多年积累与论证的先进运营和管理经验，包括门店成本控制、合规风险管控、财务报表系统、供应链管理、设备维修服务、地方营销网络等，以实现低运营成本，高效率获客。

(2) 地方合伙人搭配医疗资源与客户资源。当地合伙人的参与将利用当地社会资源，更好地吸引退休返聘医务人员、多点执业医师，并进行一定的病患导流的合作。部分合伙人具备一定销售渠道，也能保证前期团检客户资源引入。

2.3. 下沉市场盈利能力更优秀

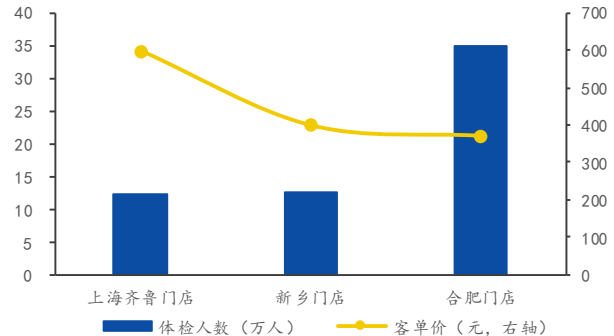
三四线城市蓝海市场，体检人数与客单价都具有广阔提升空间。门店在三四线城市具有更好的竞争力表现，我们从新乡门店的案例中可以获悉，2016-2018 年体检人次从 10 万人稳步提升至 12 万人，客单价也从 200 元左右升至 400+ 元。从客单价的表现来看，下沉市场甚至是要优于一线城市。总体上来看，由于低线城市存在客单价在 50-80 元的体检车等服务，拉低了整体客单价。仅从到店体检客单价来看，蓝海市场（如合肥市）客单价已经上升到 600 左右，高于一线城市 500+ 的水平。

图9. 新乡体检人数和客单价增长情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

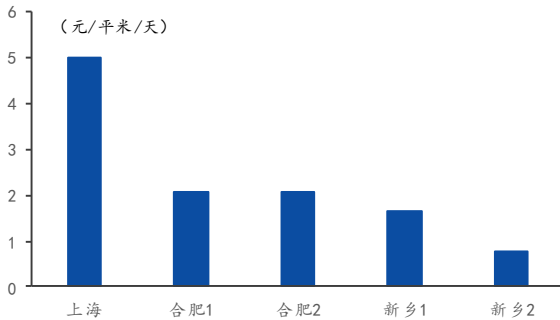
图10. 各线城市整体客单价和体检人数比较



资料来源: 国元证券研究中心

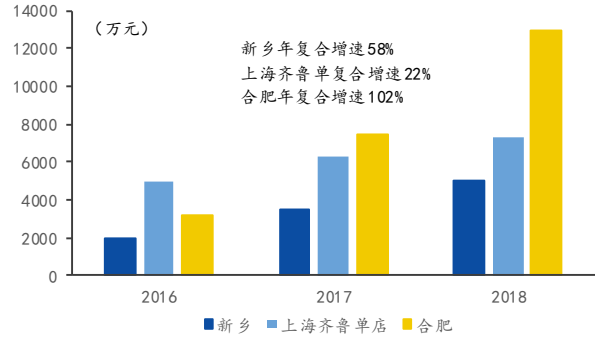
三四线下沉市场相较于一二线城市具有更低廉的租金、员工薪酬，普遍具有更加优质的毛利率表现。低线城市门店相对核心城市和省座城市租金便宜 2-5 倍，上海、合肥和新乡的租金单位价格分别为 5 元、2 元和 1.5 元/平米/日。同时，低线城市员工工资普遍较低，医生的工资档位约在 2800、3500、4000 元/月，相比于一二线城市亦具有成本优势。而作为医技依赖度较高的超声方面，超声医生都得到了更为优厚的待遇，工资水平约为 10,000-15,000 元/月。三四线城市由于高级超声医生较医疗资源较发达的一二线城市相比更为稀缺，部分医生甚至给到 20,000 元/月。尽管超声医生的薪酬水平较高，超声医生数量仅占到总员工数的 10% 左右，对总成本的影响可控。

图11. 各线城市租金情况



资料来源: 国元证券研究中心

图12. 新乡、上海齐鲁单店和合肥营业收入和增速比较



资料来源: 国元证券研究中心

3. 分级多重竞争业态，美年依然地位稳健

(1) 以上海为例，一线城市市场红海厮杀，美年地位稳固。

市场格局：公立三甲医院林立，民营体检机构红海竞争。北上广深等一线城市，公立医疗资源丰富，也是民营体检机构最早布局的区域。从中康网登记的体检机构来看，上海地区存在 79 家非公专业机构、37 家民营医院、79 家公立医院，合计 195 家体检机构。美年目前在上海市占率大约在 17%（11 家门店，门店人口密度为 220 万人/家，按照体检渗透率 40%、单店年接待人数 15 万人计算，15 万人/（220 万

人×40%)=17%)，民营竞争对手主要为民营大型连锁体检中心，包括爱康、华检等。

竞争策略：布局城市周边区域，红海中寻蓝海。一线城市体检市场红海厮杀，美年尝试布局城市周边新开发片区，例如深圳的光明新区、龙岗新区，寻觅公立医院和民营体检机构竞争较少的蓝海机会。成本上，美年供应链能提供超过40%的固定成本优势；价格上，美年相对公立机构的同类型套餐也便宜超70%。

(2) 以合肥为例，内地省会城市竞争对手涌现，但是美年优势明显。

市场格局：公立三甲医院较多存在一定竞争，民营体检机构大幅增加。近3年，合肥体检市场欣欣向荣，具备极大市场深度，民营体检中心不断涌现，包括：爱康（即将开业）、瑞慈、新华、普惠、慈铭（集团新开业）、名流、西康以及本地艾诺（全省7-8家），合肥本地体检品牌还有国宾、乐金、美康，大约20家左右。除了美年两家门店预计总收入超1.3亿，名流预计收入约1个亿，爱诺预计收入在2000-3000万之间。

竞争策略：合肥美年主打“CT策略”，远超其他竞争对手。合肥体检市场中的其他竞争者，受制于资本约束，暂不能配备大量新型CT，因此合肥美年主推双CT套餐，竞争力远超公立体检和其他民营机构，近三年保持几乎翻倍的增速。明年合肥第三家旗舰VIP门店将投入运行，目标客单价2000元以上，进一步分流高端客户，优势显著。

(3) 以新乡为例，低线城市属于绝对蓝海，美年一家独大。

市场格局：低线城市公立医院竞争较小，且暂无民营竞争对手。新乡作为河南省中的人口较为集中的城市，目前经济发展尚处于四线水平，但是体检市场潜力巨大，新乡开业的两家美年体检门店都迅速盈利并入上市公司报表。目前美年在新乡没有民营竞争对手，仅有一家新建的普惠体检，没有配置核磁，暂未开业。

竞争策略：继续新开业门店占据市场。当地合伙人具备强大资源，一方面推动门店快速建设投入运营，另一方面保证医师资源和客户资源稳定，新乡市内第三家门店正在筹备中，下属两个县也已经在筹备两个门店，预计2019年开业。

表8. 美年各线城市门店的竞争优势

| 城市 | 上海 | 合肥 | 新乡 |
|--------|--|--|---|
| 所处区域特征 | 一线核心城市 | 二线省会城市 | 三线及以下城市 |
| 市场竞争格局 | 红海厮杀，美年地位稳固 | 竞争对手涌现，美年优势明显 | 蓝海，美年一家独大 |
| 美年健康 | 美年市占率在 17% 左右，目前有 11 家门店，布局城市周边，红海中寻蓝海区域 | 美年市占率大约 25%，目前有 2 家开业，原有老店迁址，将打造成高端旗舰店 | 布局两家门店，新开门店面积更大，年接待 13-14 万人 |
| 公立体检 | 上海公立三甲医院众多，具备较强竞争力 | 合肥公立三甲医院数量较多，具备一定竞争力 | 新乡市中心医院，属于公立三甲医院，竞争压力不大 |
| 其他民营体检 | 存在爱康、瑞慈、华检等大型连锁民营体检品牌，对于美年有一定冲击 | 爱康、瑞慈、新华、普惠、慈铭、名流、西康以及本地爱诺（全省 7-8 家），合肥其他体检中心还有国宾、乐金、美康，20 家左右 | 1. 几乎没有其他民营体检机构 2. 新建一家普惠，没有配置核磁，暂未开业 |
| 上游议价优势 | 成本优势明显 | 成本优势明显，设备数量优势 | 成本优势明显，设备数量优势 |
| 相对公立体检 | 1. 美年供应链成本优势明显 2. 设备投资降低 20% 以上 | 1. 美年供应链成本优势明显 2. 设备投资降低 20% 以上 3. 配置更多 CT，接待人数更多 | 1. 美年供应链成本优势明显 2. 设备投资降低 20% 以上 3. 配置更多 CT，接待人数更多 |
| 相对民营体检 | 1. 美年供应链成本优势明显 2. 设备投资降低 20% 以上 | 1. 美年供应链成本优势明显 2. 设备投资降低 20% 以上 3. 配置更多 CT，接待人数更多 | 暂无竞争对手 |
| 下游销售优势 | 套餐价格便宜 | 套餐价格便宜，影像项目更多 | 套餐价格便宜，影像项目更多 |
| 相对公立体检 | 1. 庞大销售团队，员工激励大 2. 同类套餐价格更便宜 | 1. 美年头颅+胸片双 CT 套餐，相对胸片单 CT 套餐具备巨大优势 2. 庞大销售团队，员工激励大 3. 同类套餐价格更便宜 | 1. 庞大销售团队，员工激励大 2. 同类套餐价格更便宜 |
| 相对民营体检 | 上市连锁品牌，知名度高 | 1. 美年头颅+胸片双 CT 套餐，相对胸片单 CT 套餐具备巨大优势 2. 庞大销售团队，员工激励大 3. 上市连锁品牌，知名度高 | 暂无竞争对手 |

资料来源：国元证券研究中心

4. 潜在业绩几何？体外门店众多，外延增长无忧

成本和产品的优势，确保美年健康内生增长稳健，渠道下沉战略有序展开，但是单体门店的成长空间总是有限的，“参转控”收购门店是服务性行业实现业绩快速增长的重要途径，诸如麦当劳、肯德基、星巴克，他们并非依靠单店收入增长成为服务业巨头，而是依靠特许经营权等模式，实现“区域性→全国性→全球性”的门店扩张路径，维持业绩持续增长。在此我们回答三个问题：

第一，单体门店生命周期是怎样的？单一门店内生增长的天花板在哪里？

3年内实现盈利，体检人数基本饱和，从量驱动到价驱动，成熟期年收入约1亿。

第二，潜在的外延并购空间有多大？

2022年体检人次或接近饱和期，潜在体检人次1亿人，集团总营收1000亿。

第三，未来如果全部体检业务完成上市，业绩空间产生超预期的因素可能是什么？

长周期下，我们认为美年体检业务增长空间可能存在三重超预期：

- (1) 体检门店向县市级区域拓展，外加各线城市门店进一步补充，总计超千家。
- (2) 美年好医生、美因基因等产品销售超预期，客单价打开提升空间。
- (3) 下午场次开发，接待非空腹项目检查，以及CT、核磁等项目，单店日均接待人次将大幅增加。

4.1. 勾勒单体门店生命周期：3年实现盈利，从量驱动到价驱动

我们依据上海齐鲁门店构建体检单店的生命周期，收入、成本、收益特征随之呈现。

- (1) 新店体检人数3年基本饱和，随着下午场的开放，日均体检人数得到提升。
- (2) 3500平米的门店，每年体检15万人，上午日均350人，下午日均50人。
- (3) 客单价中短期维持每年10-15%的增速，之后将和收入增长慢速增长。
- (4) 成熟门店从量驱动到价驱动，8-10年后进入成熟期，年收入将在亿元左右。

图13. 3-5年体检人数达到饱和，客单价驱动业绩增长

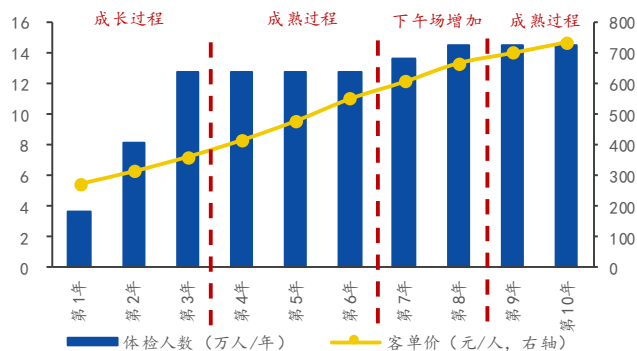
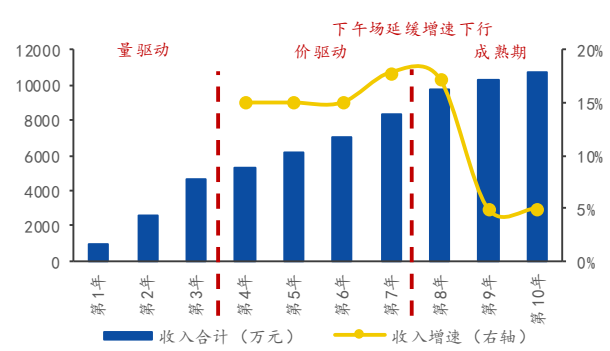


图14. 门店从量驱动到价驱动，最终走向成熟

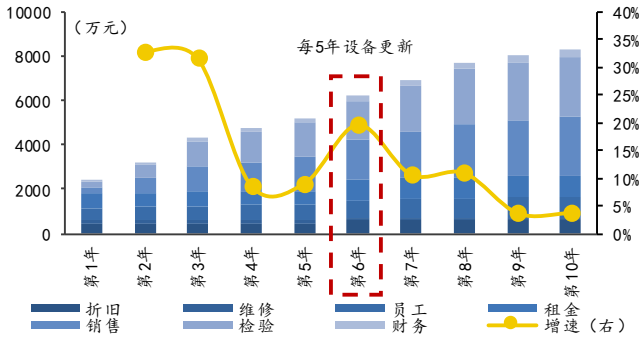


资料来源：国元证券研究中心

资料来源：国元证券研究中心

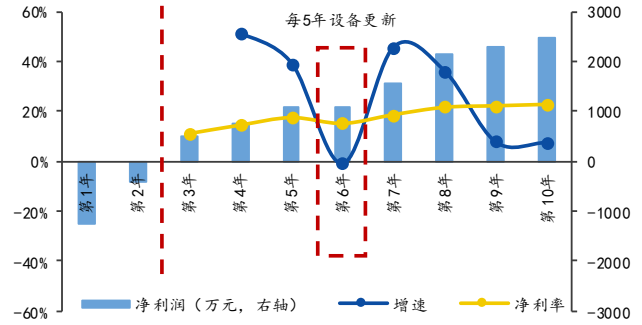
- (5) 固定成本包括设备、维修、员工、租金等，成熟期年均2500万元。
- (6) 可变成本包括销售、检验、财务等，成熟期在收入中占比约45%。
- (7) 除去设备更新换代，年均总成本在成熟期趋于稳定。
- (8) 新成立门店3年左右实现盈利，部分地区可能3-5年实现盈利。
- (9) 量价驱动下，门店盈利短期实现“翻倍式”增长，5年后则基本稳定。
- (10) 成熟期后，单店利润增速在10%左右，由价驱动。
- (11) 目前门店净利率15%-18%；因为价的提升，成熟后门店净利率在20%左右。

图15. 随时间推进, 可变成本增速趋于稳定



资料来源: 国元证券研究中心

图16. 新开门店3年实现盈利, 净利率为15%-20%



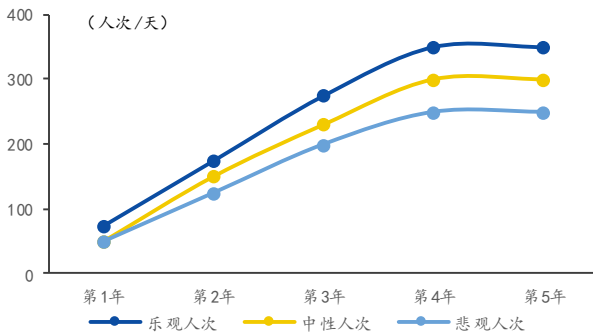
资料来源: 国元证券研究中心

4.2. 集团整体营收估计: 潜在并购空间巨大

我们假设所有门店体检人次4年达到饱和, 在乐观、中性、悲观情形下, 单店体检人次达到饱和的时间和上限有所差异。中性情况, 门店第1年日均体检人次50人, 之后3年每年新增日均体检人次分别为100、80、70人, 最终达到上限300人/天。

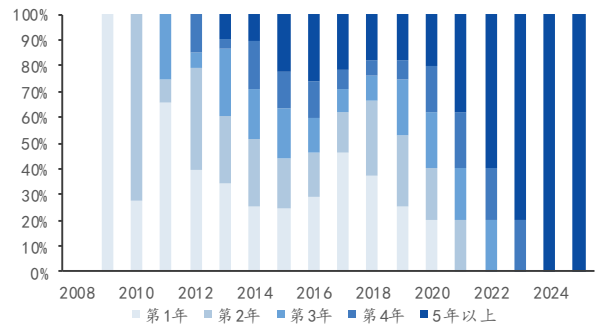
2018-2022年美年体检总人次随门店扩张而超高速增长。从新建门店的时间来看, 2017-2020年是门店增长的爆发时间点, 每年(或预计)新增门店175、222、200、200家, 2018-2022年这些门店大多处于新建前四年的体检人次增长爆发期, 中性情况下整体体检人次增速为59%、53%、42%、25%、12%。

图17. 单店人数增长假设



资料来源: 国元证券研究中心

图18. 各年限门店占比情况



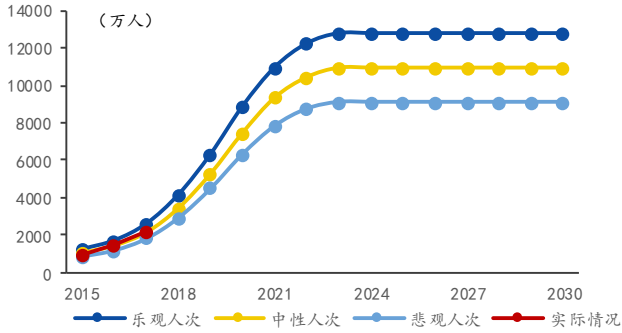
资料来源: 国元证券研究中心

在单店日均体检人次假设之下, 预计**2023年总体体检人次达到饱和**。乐观、中性、悲观三种情况下, 2023年美年总体体检人次分别为12775万人、10950万人和9125万人。中性预测2015-2017年体检人次分别为1033、1421、2130万人, 与实际情形1000万人、1500万人、2160万人拟合良好, 乐观和悲观分别上下浮动约20%。

客单价预测方面, 我们假设客单价维持目前10%-15%的增速, 直到2022-2023年达到700元左右, 之后将维持5%的增速, 与收入和通胀协同。2015-2017年美年客单价分别在300元、350元、400元左右, 增速大约15%。我们假定客单价达到700元后, 将不再大幅度增长, 而是随着通胀和收入以每年5%速度提升, 其原因为: 在一线城市, 客单价目前大约500元, 仍维持10%-15%增速; 在省会核心城

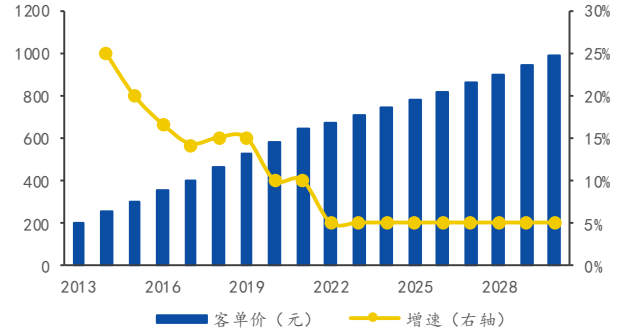
市，合肥美年店内客单价 600-700 元，随着外检和低价体检业务减少，总体体检客单价向 700 元靠拢，在长沙成熟门店，客单价维持在 700 元左右，总营业收入基本稳定，不再大幅度增长；在低线城市，新乡等门店客单价也能达到 700 元左右。

图19. 总体体检人次预测



资料来源：国元证券研究中心

图20. 客单价预测



资料来源：国元证券研究中心

2018-2022 年，美年集团整体营业收入或将分别达到：158、279、434、598、702 亿元。2017-2020 年美年门店大幅扩张，此时集团整体处于体检人次的“量驱动”，新门店在 2018-2022 年间带来业绩大幅增长；2022 年后，体检人数稳定，集团处于客单价的“价驱动”，营收增速稳定在 5% 左右。近年来美年净利润因为销售团队培养、销售费用增加的缘故，降低至 10% 左右，2022 年后销售费用占比回归常态，净利率将维持约 13%，在各情形 PE 测试下，集团体检业务若全部进入上市公司报表，估值将在 1500-2500 亿之间，外延并购的空间十分广阔。

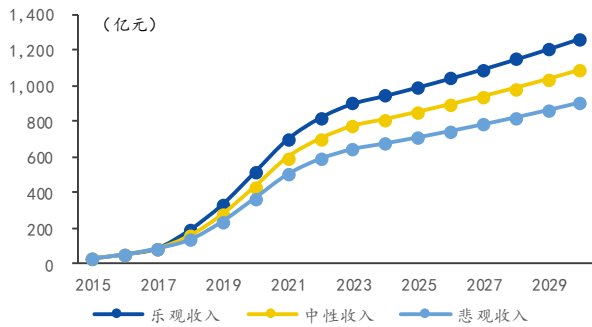
2022 年后体检人次可能达到饱和，如果美年客单价达到 700 元瓶颈无法提升，那么体检业务总收入将进入成熟期，哪些因素会再次打开体检业务成长空间？

其一，门店进一步下沉。全国地市级人口大约为 10-12 亿，美年 1000 家门店的布局计划意味着单店人口密度为 100-120 万人/家。对于未来 2 年计划中的 400 家门店，目前已经基本完成渗透的一二线城市（现在约 200 万人/家）和尚未完成渗透的三线及以下城市都还有较大渗透空间。除 1000 家门店之外，经美年内部测算，人数在 50-70 万的低级县市也具备足够下沉市场，因此可能美年门店数极有可能超过 1000 家。

其二，客单价超预期提升。投资者担忧美年整体客单价达到 700 元后将止步不前，但是随着个检比例进一步提升，美年好医生经由美年庞大销售网络推广，基因检测、肠胃癌检查、糖尿病预防、脑健康管理等项目不断推出，可能形成多个爆款产品，极大推动美年客单价超预期增长。

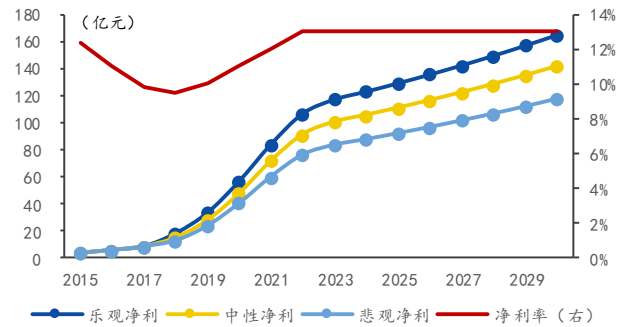
其三，精细化管理提升目前效率。受限于体检门店单日能接待人数上限，美年总体体检人次可能达到 1 亿人左右就不再增长。但是低线城市门店已经在尝试将个检 CT 移至下午场、鼓励个检在淡季进行、提升单店 CT 配置数量等措施，未来单店接待销量可能进一步增加，从而带动整体营收超预期上涨。

图21. 集团总营业收入预测



资料来源：国元证券研究中心

图22. 集团净利率假设和净利润增速预测



资料来源：国元证券研究中心

4.3. 继续定增融资，成长之路清晰可见

2018年11月23日，美年发布定增预案，拟募集不超过23.7亿元，用于生物样本库建设项目、数据中心建设项目、信息管理系统升级和补充流动资金。

表9. 定增资金用途

| 项目名称 (单位：万元) | 项目投资总额 | 募集资金拟投入金额 |
|--------------|---------------|---------------|
| 生物样本库建设项目 | 98142 | 90000 |
| 数据中心建设项目 | 54659 | 53000 |
| 终端信息安全升级项目 | 17920 | 17920 |
| 管理系统升级项目 | 9360 | 6540 |
| 补充流动资金 | 70000 | 70000 |
| 合计 | 250082 | 237460 |

资料来源：国元证券研究中心

定增新规之下，美年健康向二级市场募集资金用于公司发展，成长之路清晰可见。

(1) 生物样本库拟投入9亿元。生物样本库用于高质量收集、贮存客户血液样本及其相关信息，实现用户数据记录跟踪，为美年开展后续“检存管医保”业务提供支持。

(2) 数据中心建设拟投入资金5.3亿元。美年健康定位“数据驱动+无限可能”的健康生命科技公司，数据库建设进一步确立体检业务流量入口职能，流量平台作用显现。

(3) 终端信息安全升级项目拟投入1792万元，管理系统升级项目拟投入6540万元。美年将建立更具效率的信息系统，实现对571家门店的质量把控。

(4) 补充流动资金7亿元。一方面，募集资金能够缓解股权解押、金融去杠杆等带来的企业流动性压力；另一方面，也为美年接来自建、收购门店提供资金支持。

5. 公司盈利和估值预测

从各门店调研结果来看，我们预计美年健康 2018-2020 年仍然将保持高成长，销售收入为 84.76 亿元、116.85 亿元和 159.86 亿元，同比增长 36%、38%和 37%；归属母公司净利润分别为 8.66 亿元、12.08 亿元和 16.94 亿元，同比增长 41%、40%和 40%；公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元和 0.54 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 58.34X、41.82X、29.82X。美年健康渠道下沉战略有序进行，门店盈利良好，具备极强市场竞争力，预计未来三年净利润复合增长率 40.33%，参考爱尔眼科 Wind 盈利预测一致预期，2018 年 PE 68 倍，PEG 1.9，给予美年健康 19 年 PE 55 倍，PEG 1.4，目标价 21.45 元，维持“买入”评级。

表10. 美年健康财务指标预测

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4314 | 6233 | 8476 | 11685 | 15986 |
| 收入同比 (%) | 105% | 44% | 36% | 38% | 37% |
| 净利润(百万元) | 452 | 614 | 866 | 1208 | 1694 |
| 净利润同比 (%) | 74% | 36% | 41% | 40% | 40% |
| 毛利率 (%) | 45.4% | 47.0% | 48.0% | 47.0% | 47.0% |
| ROE (%) | 7.7% | 9.4% | 12.0% | 14.6% | 17.5% |
| 每股收益 (元) | 0.14 | 0.20 | 0.28 | 0.39 | 0.54 |
| 市盈率(P/E) | 111.82 | 82.29 | 58.34 | 41.82 | 29.82 |
| 市净率(P/B) | 8.62 | 7.77 | 6.98 | 6.12 | 5.21 |
| EV/EBITDA | 51 | 35 | 28 | 21 | 16 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

表11. 医疗服务行业龙头公司估值情况 (11月30日)

| 公司名称 | 代码 | 收盘价 | 总股本 (亿股) | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | PE (TTM) |
|------|-----------|-------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 美年健康 | 002044.SZ | 16.18 | 31.2 | 505 | 0.28 | 62.2 |
| 爱尔眼科 | 300015.SZ | 28.50 | 23.8 | 679 | 0.43 | 67.6 |
| 通策医疗 | 600763.SH | 49.25 | 3.2 | 158 | 0.94 | 50.9 |

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

风险提示：体检中心新建、并购进展不达预期；医疗纠纷风险。

表12. 美年健康各地区收入拆分和预测

| | 2020E | 2019E | 2018E | 2017A | 2016A | 2015A | | 2020E | 2019E | 2018E | 2017A | 2016A | 2015A |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 中国大陆 | | | | | | | 华南 | | | | | | |
| 收入 | 159.85 | 116.85 | 84.76 | 62.33 | 30.82 | 21.01 | 收入 | 22.49 | 16.07 | 11.48 | 8.50 | 4.94 | 3.19 |
| yoy | 36.80% | 37.87% | 35.98% | 102.24% | 46.69% | | yoy | 40% | 40% | 35% | 72.06% | 54.86% | |
| 成本 | 87.92 | 61.93 | 44.07 | 33.06 | 15.93 | 10.94 | 成本 | 12.37 | 8.51 | 5.97 | 4.51 | 2.81 | 1.88 |
| 毛利 | 71.93 | 54.92 | 40.68 | 29.27 | 14.89 | 10.08 | 毛利 | 10.12 | 7.55 | 5.51 | 3.99 | 2.13 | 1.31 |
| 毛利率(%) | 45.00% | 47.00% | 48.00% | 46.96% | 48.31% | 47.98% | 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 43.12% | 41.07% |
| 华东 | | | | | | | 西南 | | | | | | |
| 收入 | 36.44 | 29.15 | 22.43 | 17.25 | 8.52 | 6.23 | 收入 | 18.28 | 12.61 | 8.69 | 6.21 | 3.76 | 2.73 |
| yoy | 25% | 30% | 30% | 102.46% | 36.76% | | yoy | 45% | 45% | 40% | 65.16% | 37.73% | |
| 成本 | 20.04 | 15.45 | 11.66 | 9.15 | 4.25 | 2.97 | 成本 | 10.05 | 6.68 | 4.52 | 3.29 | 1.97 | 1.48 |
| 毛利 | 16.40 | 13.70 | 10.76 | 8.10 | 4.27 | 3.26 | 毛利 | 8.23 | 5.92 | 4.17 | 2.92 | 1.79 | 1.26 |
| 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 50.12% | 52.33% | 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 47.61% | 46.15% |
| 华北 | | | | | | | 东北 | | | | | | |
| 收入 | 39.49 | 28.20 | 20.15 | 14.39 | 3.96 | 2.68 | 收入 | 14.74 | 10.53 | 7.52 | 5.37 | 3.47 | 2.55 |
| yoy | 40% | 40% | 40% | 263.38% | 47.76% | | yoy | 40% | 40% | 40% | 54.76% | 36.08% | |
| 成本 | 21.72 | 14.95 | 10.48 | 7.63 | 2.13 | 1.46 | 成本 | 8.10 | 5.58 | 3.91 | 2.85 | 1.78 | 1.30 |
| 毛利 | 17.77 | 13.26 | 9.67 | 6.76 | 1.83 | 1.22 | 毛利 | 6.63 | 4.95 | 3.61 | 2.52 | 1.69 | 1.25 |
| 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 46.21% | 45.52% | 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 48.70% | 49.02% |
| 中南 | | | | | | | 西北 | | | | | | |
| 收入 | 18.07 | 12.91 | 9.22 | 6.83 | 3.63 | 2.06 | 收入 | 10.34 | 7.39 | 5.28 | 3.77 | 2.54 | 1.57 |
| yoy | 40% | 40% | 35% | 88.15% | 76.21% | | yoy | 40% | 40% | 40% | 48.43% | 61.78% | |
| 成本 | 9.94 | 6.84 | 4.79 | 3.62 | 1.80 | 1.03 | 成本 | 5.69 | 3.92 | 2.74 | 2.00 | 1.20 | 0.82 |
| 毛利 | 8.13 | 6.07 | 4.43 | 3.21 | 1.83 | 1.03 | 毛利 | 4.66 | 3.47 | 2.53 | 1.77 | 1.34 | 0.75 |
| 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 50.41% | 50.00% | 毛利率(%) | 45% | 47% | 48% | 46.96% | 52.76% | 47.77% |

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

*国元持仓披露: 国元证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股票的 1%。

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 流动资产 | 2889 | 4590 | 7122 | 11012 | 16259 | |
| 现金 | 1377 | 2366 | 3998 | 6732 | 10423 | |
| 应收账款 | 1047 | 1406 | 2010 | 2740 | 3731 | |
| 其他应收款 | 185 | 269 | 369 | 508 | 692 | |
| 预付账款 | 96 | 118 | 164 | 228 | 313 | |
| 存货 | 61 | 83 | 110 | 156 | 212 | |
| 其他流动资产 | 124 | 347 | 470 | 648 | 887 | |
| 非流动资产 | 6125 | 7890 | 7784 | 7685 | 7508 | |
| 长期投资 | 35 | 31 | 31 | 31 | 31 | |
| 固定资产 | 1268 | 1809 | 1669 | 1505 | 1329 | |
| 无形资产 | 124 | 138 | 134 | 130 | 126 | |
| 其他非流动资产 | 4699 | 5912 | 5949 | 6019 | 6022 | |
| 资产总计 | 9015 | 12479 | 14906 | 18697 | 23767 | |
| 流动负债 | 2517 | 4465 | 5516 | 7396 | 9811 | |
| 短期借款 | 830 | 1144 | 1556 | 2146 | 2935 | |
| 应付账款 | 346 | 591 | 712 | 1021 | 1407 | |
| 其他流动负债 | 1341 | 2730 | 3248 | 4230 | 5469 | |
| 非流动负债 | 306 | 1111 | 1637 | 2366 | 3360 | |
| 长期借款 | 245 | 603 | 1090 | 1762 | 2680 | |
| 其他非流动负债 | 61 | 508 | 547 | 604 | 680 | |
| 负债合计 | 2822 | 5577 | 7153 | 9762 | 13172 | |
| 少数股东权益 | 331 | 406 | 520 | 678 | 901 | |
| 股本 | 2421 | 2601 | 3122 | 3122 | 3122 | |
| 资本公积 | 2479 | 2357 | 1837 | 1837 | 1837 | |
| 留存收益 | 960 | 1538 | 2273 | 3298 | 4736 | |
| 归属母公司股东权益 | 5861 | 6497 | 7232 | 8257 | 9695 | |
| 负债和股东权益 | 9015 | 12479 | 14906 | 18697 | 23767 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 经营活动现金流 | 890 | 1445 | 1058 | 1906 | 2562 | |
| 净利润 | 496 | 694 | 979 | 1366 | 1916 | |
| 折旧摊销 | 314 | 407 | 450 | 553 | 689 | |
| 财务费用 | 47 | 111 | 67 | 60 | 41 | |
| 投资损失 | -37 | -61 | -52 | -52 | -53 | |
| 营运资金变动 | 56 | 279 | -304 | 52 | 62 | |
| 其他经营现金流 | 14 | 14 | -83 | -72 | -92 | |
| 投资活动现金流 | -1207 | -2014 | -275 | -401 | -564 | |
| 资本支出 | 529 | 812 | 0 | 0 | 0 | |
| 长期投资 | -214 | -445 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他投资现金流 | -893 | -1647 | -275 | -401 | -564 | |
| 筹资活动现金流 | 328 | 1559 | 848 | 1228 | 1694 | |
| 短期借款 | 352 | 314 | 412 | 589 | 790 | |
| 长期借款 | 159 | 358 | 487 | 671 | 919 | |
| 普通股增加 | 1211 | 180 | 520 | 0 | 0 | |
| 资本公积增加 | 1164 | -122 | -520 | 0 | 0 | |
| 其他筹资现金流 | -2557 | 828 | -50 | -33 | -14 | |
| 现金净增加额 | 11 | 989 | 1632 | 2734 | 3692 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 营业收入 | 4314 | 6233 | 8476 | 11685 | 15986 | |
| 营业成本 | 2355 | 3306 | 4407 | 6193 | 8472 | |
| 营业税金及附加 | 2 | 8 | 8 | 12 | 17 | |
| 营业费用 | 930 | 1488 | 2034 | 2746 | 3757 | |
| 管理费用 | 376 | 464 | 720 | 935 | 1247 | |
| 财务费用 | 47 | 111 | 67 | 60 | 41 | |
| 资产减值损失 | 14 | 18 | 18 | 18 | 18 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 37 | 61 | 52 | 52 | 53 | |
| 营业利润 | 627 | 904 | 1272 | 1774 | 2488 | |
| 营业外收入 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 | |
| 营业外支出 | 3 | 6 | 0 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 632 | 902 | 1272 | 1774 | 2488 | |
| 所得税 | 136 | 207 | 292 | 408 | 572 | |
| 净利润 | 496 | 694 | 979 | 1366 | 1916 | |
| 少数股东损益 | 44 | 81 | 114 | 158 | 222 | |
| 归属母公司净利润 | 452 | 614 | 866 | 1208 | 1694 | |
| EBITDA | 988 | 1422 | 1789 | 2387 | 3217 | |
| EPS (元) | 0.19 | 0.24 | 0.28 | 0.39 | 0.54 | |

| 主要财务比率 | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 成长能力 | | | | | | |
| 营业收入 | 105.3% | 44.5% | 36.0% | 37.9% | 36.8% | |
| 营业利润 | 75.3% | 44.2% | 40.7% | 39.5% | 40.2% | |
| 归属母公司净利润 | 73.5% | 35.9% | 41.1% | 39.5% | 40.2% | |
| 获利能力 | | | | | | |
| 毛利率(%) | 45.4% | 47.0% | 48.0% | 47.0% | 47.0% | |
| 净利率(%) | | 10.5% | 9.8% | 10.2% | 10.3% | |
| ROE(%) | 7.7% | 9.4% | 12.0% | 14.6% | 17.5% | |
| ROIC(%) | 8.5% | 11.5% | 15.1% | 22.2% | 34.1% | |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 31.3% | 44.7% | 48.0% | 52.2% | 55.4% | |
| 净负债比率(%) | 43.65% | 38.67% | 44.77% | 47.88% | 50.59% | |
| 流动比率 | 1.15 | 1.03 | 1.29 | 1.49 | 1.66 | |
| 速动比率 | 1.12 | 1.01 | 1.27 | 1.47 | 1.64 | |
| 营运能力 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.64 | 0.58 | 0.62 | 0.70 | 0.75 | |
| 应收账款周转率 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | |
| 应付账款周转率 | 9.44 | 7.06 | 6.76 | 7.15 | 6.98 | |
| 每股指标(元) | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.14 | 0.20 | 0.28 | 0.39 | 0.54 | |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.28 | 0.46 | 0.34 | 0.61 | 0.82 | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.88 | 2.08 | 2.32 | 2.65 | 3.11 | |
| 估值比率 | | | | | | |
| P/E | 111.82 | 82.29 | 58.34 | 41.82 | 29.82 | |
| P/B | 8.62 | 7.77 | 6.98 | 6.12 | 5.21 | |
| EV/EBITDA | 51 | 35 | 28 | 21 | 16 | |

投资评级说明

(1) 公司评级定义

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|-------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
 A 座国元证券
 邮编：230000
 传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
 国元证券
 邮编：200135
 传真：(021) 68869125
 电话：(021) 51097188