

疫后复苏正当时，民营体检龙头内生增长强劲

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

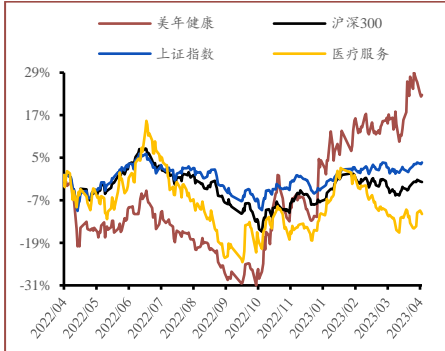
核心观点

基本数据

2023-04-12

收盘价(元)	7.22
流通股本(亿股)	38.71
每股净资产(元)	1.94
总股本(亿股)	39.14

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1. 《体检量价齐升带来经营触底回升》 2022-04-18

❖ **业务提质增量，民营体检龙头再腾飞：**公司于 2004 年成立，持续深耕体检行业，通过“外延+内生”模式快速扩张成为行业龙头之一，四大品牌“美年健康”、“慈铭”、“奥亚”及“美兆”协同发展，满足客户多层次需求。我们认为经过三年的内外部调整，公司内部更加聚焦精细化管理，外部疫情扰动逐步减弱，公司战略调整效果即将显现，进入新一轮业绩增长长期。

❖ **体检行业长坡厚雪，民营体检市占率持续提升：**据我们测算我国体检行业 2025 年市场空间有望超过 3800 亿元，23-25 年 CAGR 有望达 7%，随着人口老龄化进程加剧，国民健康消费意识提升，体检行业渗透率仍有望持续向上，发达国家包括日本/美国/德国的体检渗透率分别为 73.4/74.2/96.9%，而我国体检行业渗透率仅 30.5%，仍有较大提升空间。细分市场来看，我国体检行业目前仍以公立医院为主导，但随着民营体检发展，专业性不断提升，我们认为服务内容更加丰富，且更具性价比的民营体检市占率有望持续提升。

❖ **多因素驱动，公司内生增长动力十足：**无论是体检中心数量、服务人次及收入规模，美年均处于行业龙头位置，且领先优势明显；量价拆分看，“量”方面，短期来看，随着疫情影响逐渐减弱，到检人数有望重回增长；长期来看，店龄增加保证内生增长；外延优质参股体检中心保持外延稳健增长。“价”方面，对标公立医院，民营提价空间充足。另一方面，客户结构调整及创新产品将助力公司客单价提升，公司未来有望踏上量价齐升，利润率提升轨道，龙头优势凸显。

❖ **投资建议：**公司作为 A 股上市唯一一家体检公司，标的具有稀缺性享受一定估值溢价。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 86.22/111.40/127.50 亿元，归母净利润-5.00/6.46/10.15 亿元。2022-2024 年对应 PE 分别为—/45.02/28.66 倍，维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**医疗质量风险，商誉减值风险，产品拓展不及预期风险等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7848	9156	8622	11140	12750
收入增长率(%)	-7.94	16.66	-5.82	29.20	14.45
归母净利润(百万元)	551	64	-500	646	1015
净利润增长率(%)	163.59	-88.36	-879.18	229.26	57.07
EPS(元/股)	0.14	0.02	-0.13	0.17	0.26
PE	80.93	392.50	—	45.02	28.66
ROE(%)	6.91	0.80	-6.63	7.89	11.03
PB	5.56	3.82	3.86	3.55	3.16

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	美年健康：提质增量，精耕细作，民营体检龙头再腾飞.....	4
1.1	发展历程：内生外延快速发展，民营体检龙头地位稳固.....	4
1.2	战略大股东阿里巴巴持续赋能，员工持股计划显示长期发展信心.....	5
1.3	疫情影响短期业绩，长期看好公司四大品牌协同发展.....	6
2	体检行业需求旺盛，25 年体检行业市场规模有望突破 3800 亿元.....	9
2.1	体检行业需求旺盛，市场空间长坡厚雪.....	9
2.2	公立体检依然占主导，民营市占率不断提升.....	12
3	多因素驱动内生增长强劲，量价齐升可期.....	12
3.1	公司龙头地位稳固，疫情催化市占率有望进一步提升.....	12
3.2	疫后复苏客流量回升，年轻体检中心成熟化，“参转控”外生增长稳健.....	13
3.3	创新项目助力客单价提升，对标公立医院，提价空间充足.....	16
3.4	持续推进数字化转型，精细化管理成效可期.....	18
4	盈利预测与估值.....	19
4.1	关键假设：.....	19
4.2	相对估值.....	20
5	风险提示.....	20

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	股权架构图（截至 2021 年底）.....	5
图 3.	营业收入及增速.....	6
图 4.	归母净利润及增速.....	6
图 5.	四大品牌协同发展.....	7
图 6.	高端品牌仍有较大发展空间（截至 1H22）.....	7
图 7.	四大品牌历年收入（单位：亿元）.....	7
图 8.	各地区收入占比（2021 年）.....	8
图 9.	各地区毛利率情况（2021 年）.....	8
图 10.	毛利率水平变化.....	8
图 11.	三费率情况.....	9

图 12. 研发费用率.....	9
图 13. 中国人均医疗保健支出比例.....	10
图 14. 人口老龄化持续深化.....	10
图 15. 我国与发达国家体检覆盖率比较（2020 年）	11
图 16. 公立与非公体检市场占比变化.....	12
图 17. 私立体检服务更丰富.....	12
图 18. 美年历年体检人次及增速.....	14
图 19. 2021 年控股体检中心发展阶段.....	14
图 20. 历年人均创收及人均创利.....	14
图 21. 历年员工数量及增速（单位:人）	14
图 22. 参股控股体检中心数量及增速(单位：家).....	15
图 23. 历年客单价及增速.....	17
图 24. 历年团检个检占比.....	18
图 25. 团检及个检收入变化(单位：亿元).....	18
图 26. S9 无创大肠癌早筛.....	18
图 27. 阳康安心检标准款体检套餐.....	18
图 28. 数字化平台协同.....	19
表 1. 员工持股计划概览.....	6
表 2. 不同年龄段体检项目及频次.....	10
表 3. 我国体检行业空间测算.....	11
表 4. 民营体检机构比较（2020 年）	12
表 5. 体检行业资金壁垒较高.....	13
表 6. 部分“先参后控”子公司业绩承诺概览.....	15
表 7. 公立医院与民营体检服务价格概览.....	16
表 8. 营业收入拆分.....	19
表 9. 可比公司估值.....	20

1 美年健康：提质增量，精耕细作，民营体检龙头再腾飞

1.1 发展历程：内生外延快速发展，民营体检龙头地位稳固

美年健康成立于 2004 年，多年深耕体检行业，通过“外延+内生”模式快速扩张成为行业龙头之一，旗下四大品牌“美年健康”、“慈铭”、“奥亚”及“美兆”协同发展，满足客户多层次需求。公司发展历程可分为三个阶段：

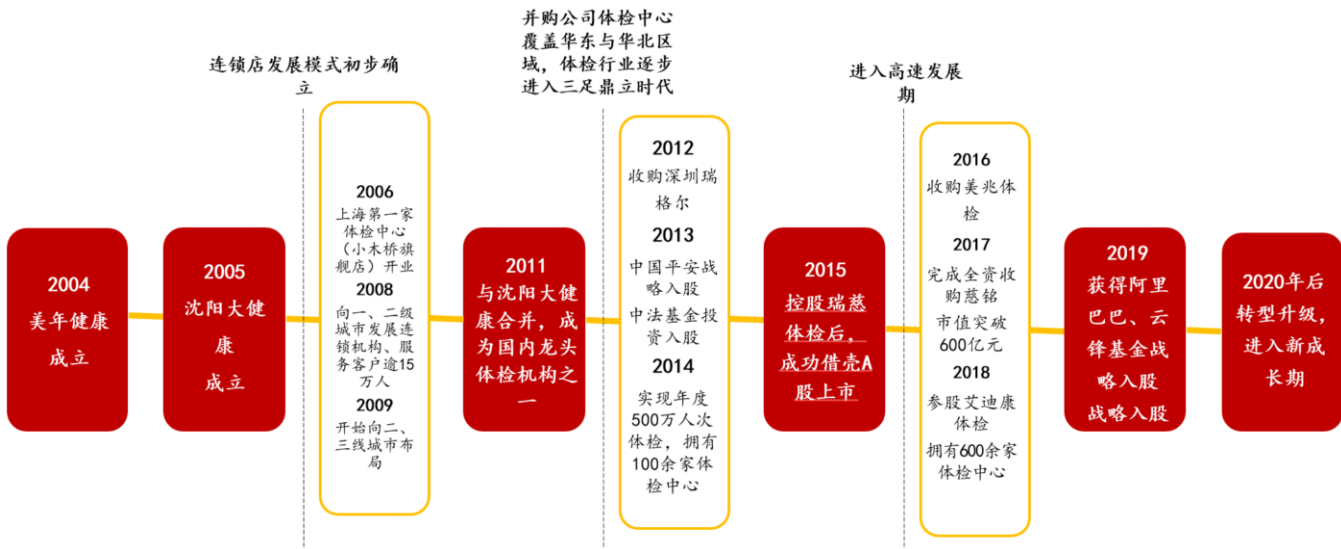
- (1) 成长期（2004 至 2015 年）：与沈阳大健康合并快速覆盖东北与华东区域。**

2006 年美年在上海成立第一家体检中心，2008 年以连锁店模式逐步向一、二线城市发展，2011 年 11 月美年产业与沈阳大健康合并，更名为“美年大健康”，合并前美年拥有 13 家体检中心，主要分布在华东地区，沈阳大健康拥有 18 家体检中心，主要分别在东北及华北地区，因此合并使得美年健康快速完成华北与华东布局，顺应行业强者恒强趋势，为发展成龙头机构奠定基础。2012 年收购深圳瑞格尔，补齐华南版图空白。
- (2) 快速发展期（2016 年至 2018 年）：资本赋能下，加快“内生外延”发展，逐渐夯实龙头地位。**

公司为第一家上市的体检公司，依托资本力量加快“内生外延”扩张的步伐，采取先参后控的模式，门店数量快速增加。2016 至 2018 年体检中心数量由 263 家增长至 548 家（含参股），复合增速 44%，初步实现全国（除港澳台外）覆盖。
- (3) 调整后进入新一轮成长期（2019 年至今）：发展重心由量向质量转换，疫后复苏正当时。**

2019 年起公司体检中心数量增速逐渐放缓，由高速扩张逐渐向高质量发展转换。2018 年富海事件后，公司积极应对不良影响，完善质控体系，提出四级管控体系，即“集团-省级-市级-体检中心”；引入数字化等。2020 至 2022 年疫情反复致使公司业绩承压，随着防疫政策优化，公司深耕医质有望迎来质变兑现。

图1.公司发展历程

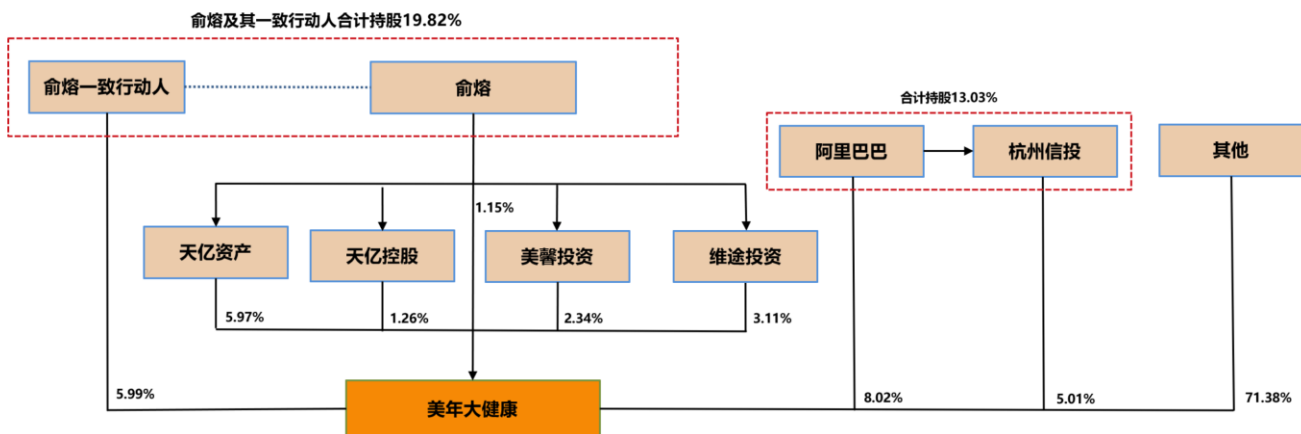


数据来源:公司官网,财通证券研究所

1.2 战略大股东阿里巴巴持续赋能,员工持股计划显示长期发展信心

股权架构稳定,阿里巴巴为战略大股东,董事长俞熔为公司实际控制人。截至2021年底,公司董事长俞熔及其一致行动人合计持股比例为19.82%,对公司拥有实际控制权,阿里巴巴是公司第一大股东,与其一致行动人杭州信投合计持股比例13.03%,持续赋能公司数字化管理及互联网平台建设。

图2.股权架构图(截至2021年底)



数据来源:Wind,财通证券研究所

员工持股计划彰显未来发展信心。2022年公司推出员工持股计划,解锁目标为以2021年营业收入为基数,2022至2024年营收增速不低于5/21/39%,对应22-

24 年营收不低于 96.14/110.79/127.27 亿元，彰显公司对未来保持 20-30% 高速增长的信心。

表1.员工持股计划概览

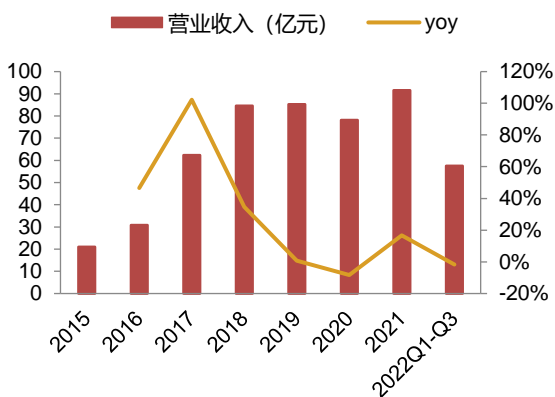
时间	参与者/持股股数	受让价格 (元/股)	考核目标
2022 年	1.董事长/65 万股 2.董事、总裁/60 万股 3.监事会主席、内审负责人/30 万股 4.核心骨干人员 (147 人)/2222.33 万股	3.2	三个限售期分别解锁 30/30/40%，解除条件为以 21 年收入为基数， 22-24 年营收增长率不低于 5/21/39%；即营收不低于 96.14/110.79/127.27 亿元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 疫情影响短期业绩，长期看好公司四大品牌协同发展

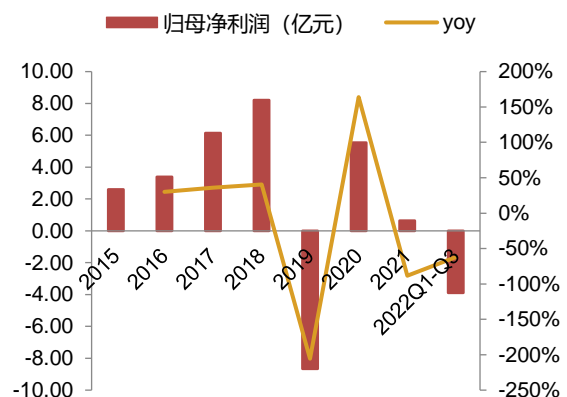
疫情影响短期业绩，不改长期增长趋势。2015 至 2018 年内生外延双轮驱动下，公司业绩快速增长，营收及归母净利润年复合增速约 59%、47%，其中 2017 年主要受到慈铭并表影响，剔除并表影响后，17 年归母净利润同比增速约 33%。2019 年至 2022Q1-Q3 营收及归母净利润较为波动，收入端主要系疫情波动影响到检情况；利润端主要系 19 年受到“广州富海”事件影响，公司计提商誉减值准备 10.35 亿元，对公司归母净利润影响较大；2020 年及 2021 年疫情相对稳定，公司经营状态逐渐好转，营收及归母净利润逐渐恢复；2022 年由于疫情反复，营收同比增速再度下滑，归母净利润处于亏损状态；但我们认为公司近年不断深化医疗质量改革，致力于提高医疗质量，随着疫情影响减弱，业绩有望逐渐释放。

图3.营业收入及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4.归母净利润及增速

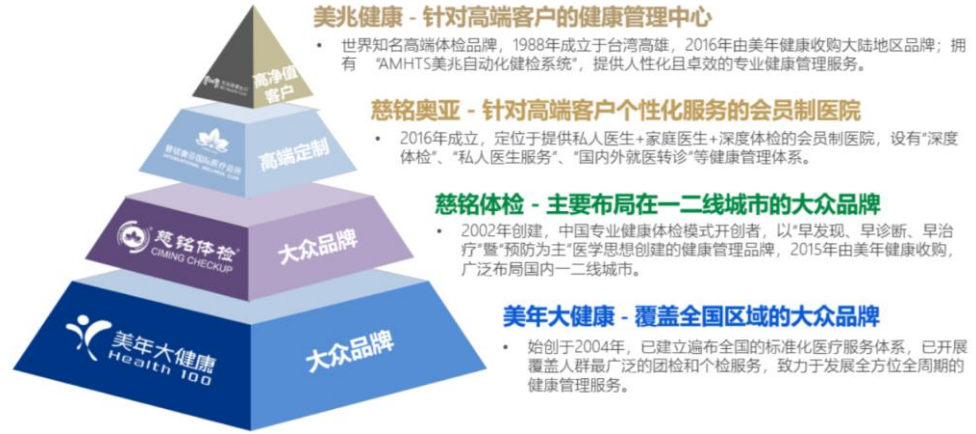


数据来源：Wind，财通证券研究所

四大品牌协同发展，打造多层次服务梯队。2015 至 2017 年公司陆续收购“慈铭体检”、“美兆健康”，并于 2016 年成立“慈铭奥亚”，形成四大品牌，覆盖由大众至高端的体检需求。其中美年大健康作为大众品牌，覆盖全国区域；慈铭主要覆盖一二线城市；慈铭奥亚及美兆健康则注于为中高端团体客户和高端个人客户

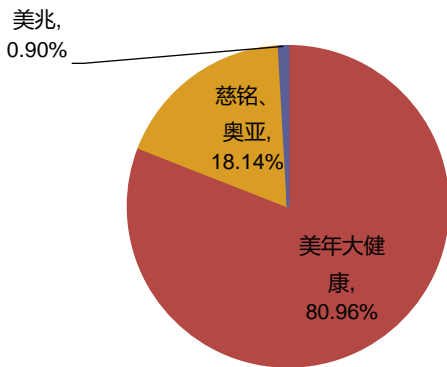
提供个性化、定制化产品。2020至2021年四大品牌收入均保持较好的增长态势，截至1H22，美年大健康/慈铭&奥亚/美兆分别占整体营收的80.96%/18.14%/0.9%，高端品牌仍有较大发展空间。

图5.四大品牌协同发展



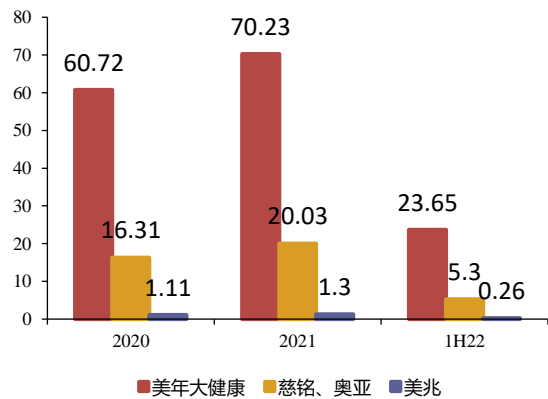
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.高端品牌仍有较大发展空间（截至1H22）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

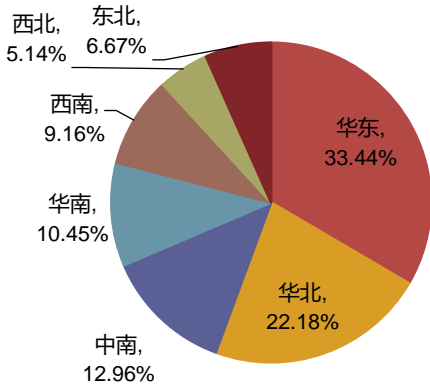
图7.四大品牌历年收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

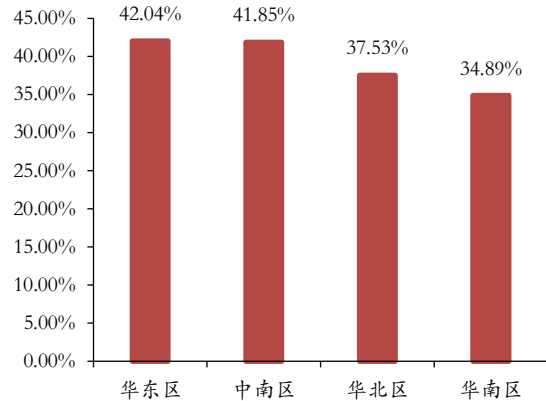
华东及华北地区为主要收入来源，长尾地区仍有较大发展空间。分区域来看，截至2021年，我们看到华东及华北区域仍为主要收入来源，收入占比较高，合计占整体收入约55.62%，长尾地区包括东北、西北、西南等仍有较大发展空间。

图8.各地区收入占比（2021年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

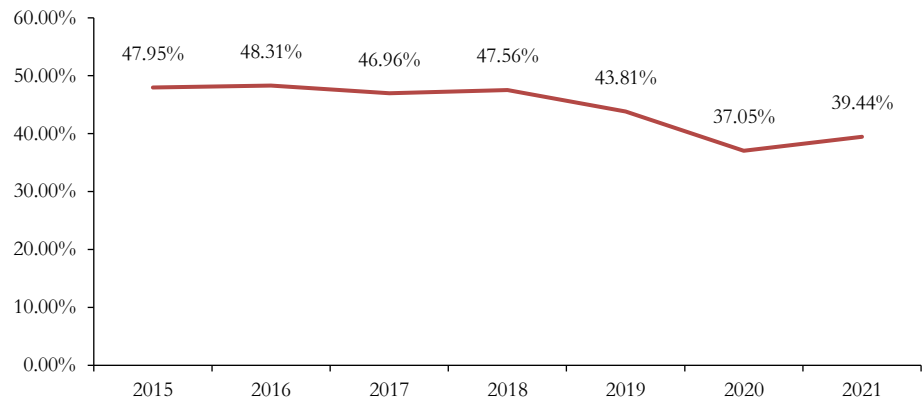
图9.各地区毛利率情况（2021年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

龙头公司规模效应明显，毛利率维持较高水平。公司毛利率一直维持在相对高水平，2015至2018年毛利率维持在47%左右；2019年受到疫情反复等影响，略有下滑，其中2021年疫情较为平稳，毛利率略有反弹，但较疫情前仍有较大修复空间。随着疫情影响逐渐减弱，我们预计公司毛利率有望触底反弹。

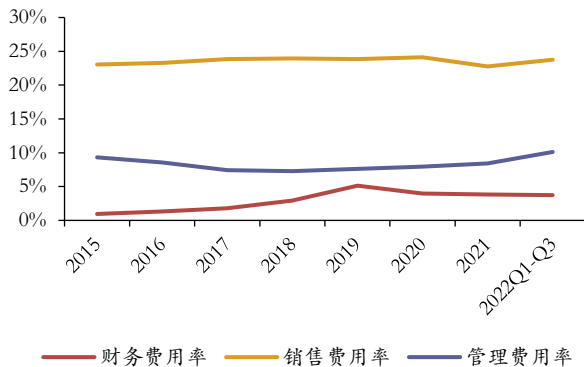
图10.毛利率水平变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

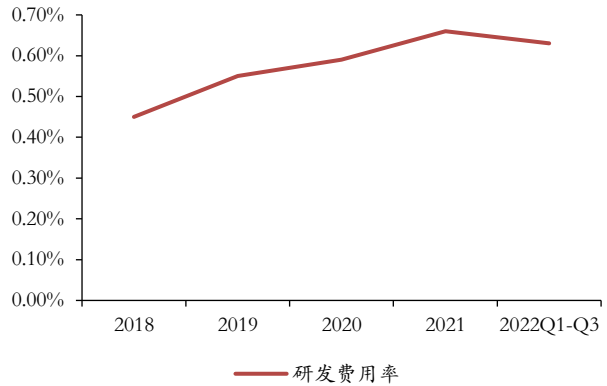
数字化转型赋能精细化运营，期间费用率有望进一步改善。公司期间费用率较为稳定，2022年受到疫情反复影响，管理费用率及销售费用率微升，主要系疫情导致到检人数减少，收入下滑，而房租、人工等固定费用弹性较小。同时，2022年公司推出员工持股计划，使得管理费用有一定增加。2021年公司提出全面数字化转型，以精细化运营为工作重点，制定了未来3年整体数字化转型规划；即把标准化平台作为建设重点，规范统一全国体检中心的业务及运营数据，推动连锁经营系统落地。随着数字化转型的持续推进及疫情防控措施的优化，我们预计期间费用率有望进一步改善。

图11.三费率情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图12.研发费用率



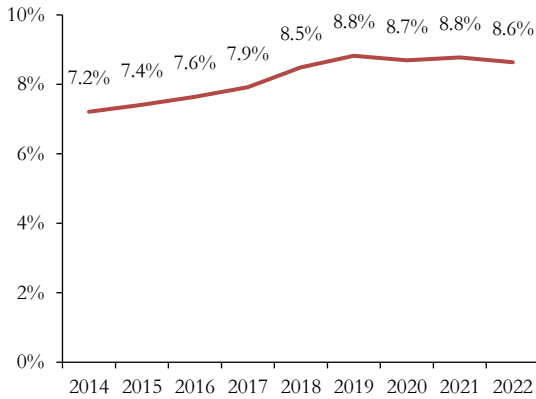
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 体检行业需求旺盛, 25 年体检行业市场规模有望突破 3800 亿元

2.1 体检行业需求旺盛, 市场空间长坡厚雪

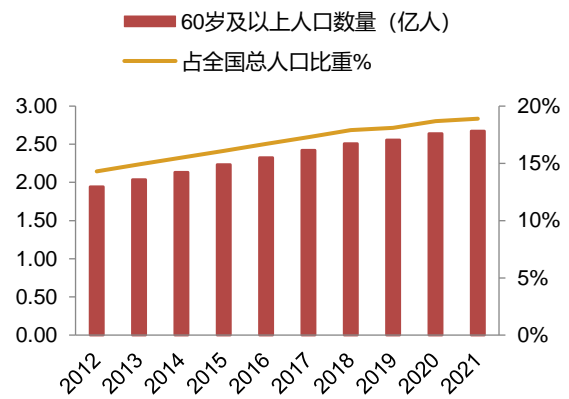
居民健康意识增强, 叠加人口老龄化, 将促进体检需求提升。随着国家经济发展, 我国居民健康消费意识逐渐增强, 人均医疗保健支出占比逐年提升, 2014 至 2019 年从 7.2% 提升 1.5pct 至 8.8%, 2020 及 2022 年略有下滑, 主要系新冠疫情影响, 预计未来将保持增长态势。另一方面, 随着人口老龄化进程加剧, 由于老年人大多数患有慢性病, 需要体检的项目数量及频次也进一步增加。据广东省人民医院健康管理中心, 20 岁以后的成年人应当每两年进行一次基础检查项目; 30 岁以后需要关注血压和血糖方面的问题; 40 岁以后应该每半年或一年查一次血压、血脂、血糖等; 60 岁以后心血管病人每半年检查一次血管弹性和眼底检查, 如果血压很高建议 3 个月检查一次。因此居民健康意识增强, 叠加人口老龄化进程加剧, 有望促进体检需求保持强劲。

图13.中国人均医疗保健支出比例



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图14.人口老龄化持续深化



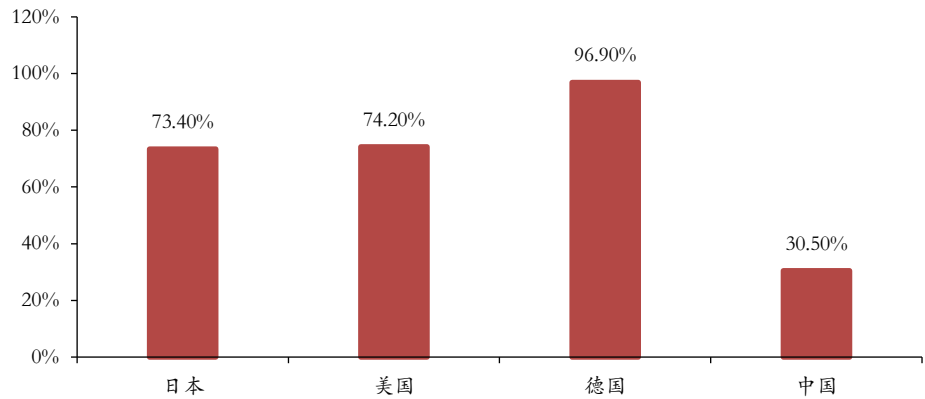
数据来源：卫生健康委网站，财通证券研究所

表2.不同年龄段体检项目及频次

年龄	检查侧重点	检查频次
20岁以后	基础检查项目	每两年检查一次
30岁以后	血压、血糖	定期监测血糖
40岁以后	心血管疾病和重点人群肺部、消化道癌症筛查	每半年或一年进行一次心血管疾病检查；吸烟者每年进行肺部检查；每年进行胃癌筛查；女性每年进行一次骨密度检查
50岁以后	重点进行癌症筛查	每年进行大便潜血检查；每2-3年进行一次胃肠镜；高危人群定期进行肾脏、肝脏等部位癌症筛查；男性每年进行前列腺特异抗原检查
60岁以后	心血管疾病；肿瘤筛查；心理和记忆力检查	心血管病人每半年进行一次血管弹性和眼底检查，如果血压很高则三个月进行一次；每年进行心理、记忆力检查；男性每年做一次前列腺、甲状腺B超；女性重点注意生殖系统肿瘤

数据来源：广东省人民医院健康管理中心，财通证券研究所

相较发达国家，我国体检覆盖率提升空间较大。据弗若斯特沙利文，2020年我国体检覆盖率约30.5%，而发达国家包括日本/美国/德国体检覆盖率分别为73.40/74.2/96.9%，远高于中国，因此我国体检覆盖率仍有较大提升空间。

图15.我国与发达国家体检覆盖率比较（2020年）


数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

预计 2025 年我国体检行业空间有望突破 3800 亿元。根据弗若斯特沙利文，2016 至 2020 年我国体检人次基本稳定在约 4.7~5 亿人次之间，假设我国人口基数为 14 亿人来测算的话，渗透率大约 33~36% 之间；考虑到新冠疫情后，人们对体检需求及意识都有较为明显改善，我们做了以下假设条件：

- 1) **体检渗透率&人次**：2021 至 2025 年体检渗透率逐步提升至 40.5%，因此对应体检人次将提升至 5.67 亿人次；
- 2) **体检客单价**：16-18 年客单价增速较快，19 年开始重回稳健增长，假设 2020 至 2025 年客单价增速稳定在 5% 左右。

因此我们测算得我国体检行业空间 2025 年有望达 3835 亿元。

表3.我国体检行业空间测算

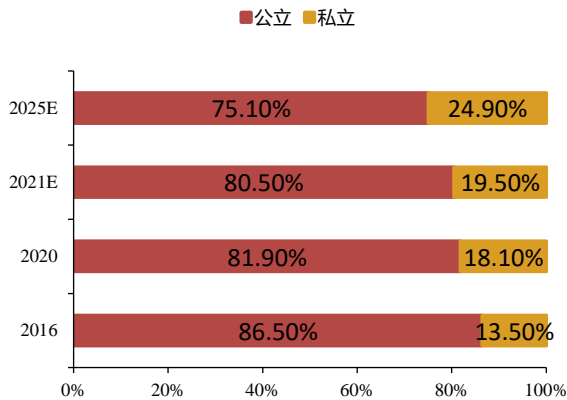
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全国人口数量 (亿人)	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
体检渗透率	36.29%	33.86%	35.00%	35.64%	35.00%	38.00%	38.50%	39.00%	40.00%	40.50%
体检人次 (亿人)	5.08	4.74	4.90	4.99	4.80	5.32	5.39	5.46	5.60	5.67
YoY		-7%	3%	2%	-4%	11%	8%	7%	6%	6%
客单价 (元)	329	375	427	476	530	556	584	613	644	676
YoY		11%	12%	24%	5%	3%	5%	5%	5%	5%
体检市场空间 (亿元)	1672	1777	2090	2373	2544	2960	3149	3350	3607	3835
YoY		6%	18%	14%	7%	16%	6%	6%	8%	6%

数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

2.2 公立体检依然占主导，民营市占率不断提升

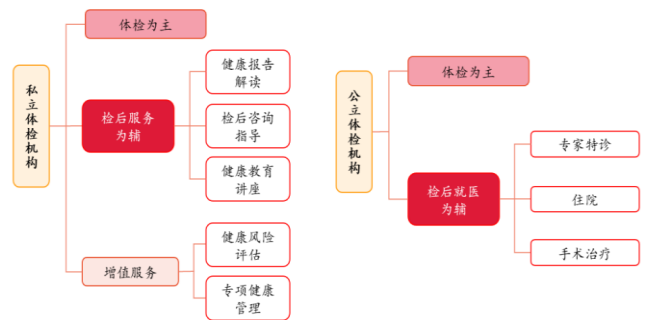
公立仍占主导地位，民营体检市占率有望不断提升。从行业格局来看，公立体检目前仍占主导地位，民营机构体检占比逐渐提升。据弗若斯特沙利文，2016年公立市占率约86.5%，民营体检机构市占率仅13.5%；而2020年民营体检机构市占率提升4.6pct至18.1%，市占率提升明显。长期来看，由于公立医院多数仅有1家体检中心，连锁形式的民营体检机构有一定程度成本优势；此外，相比于公立医院，民营体检机构可以通过提供更加丰富的服务，形成差异化竞争优势，因此民营体检市占率有望进一步提升，据弗若斯特沙利文预测，2025年民营体检机构市占率有望提升至24.9%。

图16.公立与非公体检市场占比变化



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图17.私立体检服务更丰富



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

3 多因素驱动内生增长强劲，量价齐升可期

3.1 公司龙头地位稳固，疫情催化市占率有望进一步提升

无论是体检中心数量、服务人次及收入规模，美年均处于行业龙头位置。从体检收入来看，2020年美年/爱康/瑞慈体检收入分别为13/40-50/75亿元，美年约为爱康、瑞慈的1.5、5.8倍；从服务人次来看，美年健康约服务了3000余人，而爱康、瑞慈分别服务了800/250余人；从体检中心数量来看，美年约有600余家体检中心，爱康、瑞慈分别为140/50余家；覆盖城市情况来看，美年共覆盖了308个城市，而爱康、瑞慈分别覆盖约60/30个城市，多维度比较下，我们认为美年健康处于行业龙头位置，且与其它机构相比，领先优势明显。

表4.民营体检机构比较（2020年）

机构	体检服务收入（亿元）	体检服务人次（万人）	体检中心数量	城市覆盖数
瑞慈	13	250+	50+	约30
爱康国宾	45-50	800+	140+	约60

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

美年健康	75	3000+	600+	308
------	----	-------	------	-----

数据来源：弗若斯特沙利文，公司公告，财通证券研究所

注：美年健康体检服务收入不包括非控股体检机构，体检服务人次、体检中心数量及城市覆盖数包括非控股体检机构

体检行业资金壁垒较高，美年龙头地位稳固，疫情催化市占率有望进一步提升。体检行业进入资金壁垒较高，据瑞慈招股说明书，可以看到如果要投资设立一家体检中心，平均初始投入成本约 5400-6200 元/平方米，那么建立一个 3000-4500 平方米的体检中心，需要初始投入资本约 2000-2500 万元。考虑到体检行业已由快速扩张期逐渐进入高速发展的成熟期，我们认为行业格局基本稳定，新进入者难以与具有规模优势龙头竞争。同时，疫情冲击下中小体检中心生存压力加剧，行业集中度有望进一步提高，而美年率先完成全国化布局，市占率有望进一步提升。

表5.体检行业资金壁垒较高

位置	估计面积 (平方米)	估计投资总额 (百万元)	每平方米投资金额 (元/平方米)
广州	3300	20.3	6152
苏州	3300	19.5	5909
南京	4500	24.3	5400

数据来源：瑞慈招股说明书，财通证券研究所

3.2 疫后复苏客流量回升，年轻体检中心成熟化，“参转控”外生增长稳健

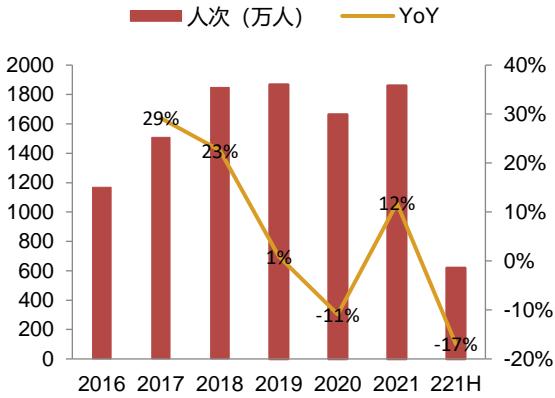
展望未来，我们将从量与价格两个方面分析美年健康的成长性：

- (1) 首先“量”方面，短期来看，公司到检人数此前受疫情影响较大，随着疫情影响逐渐减弱，到检人数有望重回增长，且由于 22 年低基数影响，23 年有望增长加速。长期来看，随着体检门店数量达到一定规模，门店扩张速度略有放缓，但从店龄来看，仍有 12% 体检门店存续期在 3 年及以下，随着它们陆续进入成熟期，内生增长稳健；此外，截至 2021 年底公司仍有近 330 家参股中心，随着业务发展，公司将继续把优质参股体检中心并入上市公司版图，长期有望保持稳健增长。
- (2) 其次“价格”方面，一方面，对标公立医院，民营体检服务价格仍相对较低，提价空间充足。另一方面，客户结构调整及创新产品陆续推出也将助力公司客单价持续提升。

疫后复苏正当时，客流量逐渐回升。受到疫情冲击，2020 年公司体检服务人次从 1867 万人次下滑至 1663 万人次，2021 年随着疫情好转，逐渐恢复至 1860 万人次，与 2019 年几乎持平。2022 年上半年新冠疫情反复，导致公司到检人数下滑较多，同比下滑 17% 左右，考虑到 22 年下半年疫情情况依然较严重，我们预计全年到检人数仍处于同比下滑状态。目前疫情影响已逐渐消退，我们认为由于

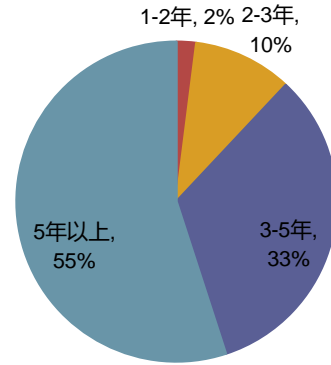
2022 年为低基数，2023 年公司体检服务人次有望迎来加速增长。据公司公告，2023 年 1-2 月公司到检人数同比增长 32%。

图18.美年历年体检人次及增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

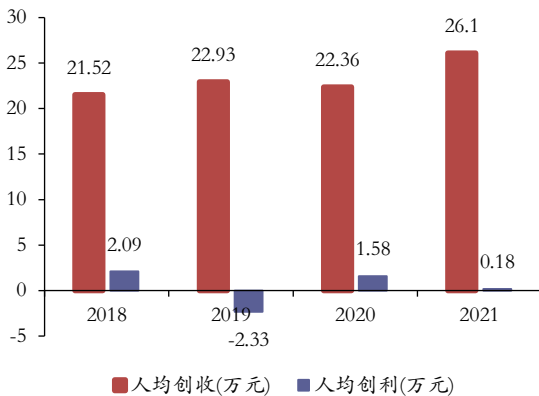
图19.2021 年控股体检中心发展阶段



数据来源：公司公告，财通证券研究所

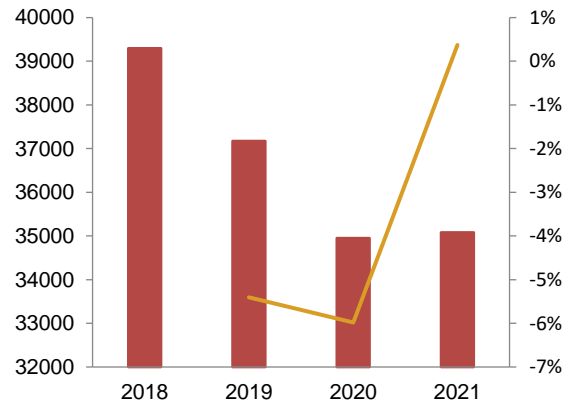
旗下体检中心成熟化，进一步挖掘产能利用率，提高单店产能。2017 至 2021 年存续期 5 年以上体检中心占比由 29%提升至 55%。截至 2021 年底，存续期 3 年及以下体检中心占比约 12%，其中存续期 1-2 年体检中心占比约 2%；通常体检中心 1-3 年达到盈亏平衡，逐渐开始盈利，因此随着旗下体检中心逐渐进入成熟期，内生增长稳健。此外，体检业务本身具有一定周期性，这是由于公司的客户结构以团检为主，企业大多数会将体检时间安排在四季度，而大部分体检涉及血常规等检查，需要空腹则会安排在早上进行，导致下午场时间几乎闲置。近年公司也在积极探索下午场开展的项目和模式，进一步提高产能利用率，比如疫情后的阳康专场。我们认为随着公司体检服务内容不断丰富，产能利用率有望进一步提升，进而促进单店产能持续提高。

图20.历年人均创收及人均创利



数据来源：Wind，财通证券研究所

图21.历年员工数量及增速（单位:人）

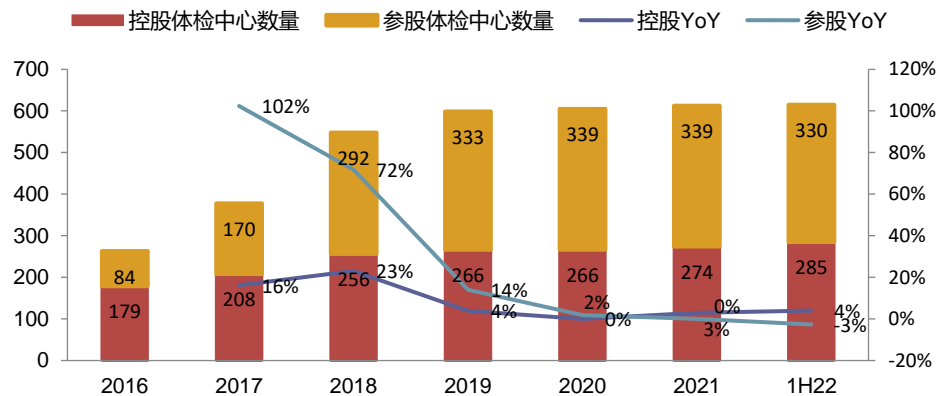


数据来源：Wind，财通证券研究所

目前参股中心数量仍有约 330 家，“先参后控”模式为长期发展保驾护航。尽管我们看到公司整体（参股+控股）体检中心数量趋于稳定，但“参转控”门店依然保持稳定增长。截至 1H22，公司旗下控股体检中心数量约 285 家，较 2021 年底增加了约 11 家。过去公司通过“先参后控”模式，叠加产业并购基金杠杆，快速参股全国各地的体检中心，为公司长期发展储备后续力量。

“先参后控”模式即美年健康在体检中心创立初期出资 10-20% 股权比例，其余部分引入产业投资或其它合作人；随着体检中心度过培育期，进入盈亏平衡，美年健康在对其进行增资，提高持股比例至 51% 及以上，并提出盈利条件及对应进一步股权收购计划。据 21 年公司披露的部分子公司业绩承诺来看，3~5 年净利润复合增速的中位数约 7%，由此可见，“先参后控”模式可以让公司以较低的资金成本完成扩张，且后续报表净利润有保障。另一方面，投资资金并不完全来自上市公司自有资金，公司采取设立产业并购基金方式，即美年健康出资占产业并购基金 10-20%，撬动较大资本杠杆。

图 22. 参股控股体检中心数量及增速(单位：家)



数据来源：公司公告，财通证券研究所
 注：1H22 为相较于 2021 年的增速

表 6. 部分“先参后控”子公司业绩承诺概览

公司名称	承诺业绩 (单位：万元)					3~5 年 CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	
普洱美年大健康体检中心	600	650	700	-	-	5%
成都天府新区奥亚医院	400	400	400	-	-	0%
绵阳美年大健康	600	600	600	-	-	0%
德阳美年大健康体检医院	450	550	650	-	-	13%
成都锦江维康体检门诊部	-	800	1,200	1,600	-	26%
广元美年大健康科	-	450	500	550	-	7%
眉山美年大健康	-	520	580	650	-	8%
内江美年大健康健康	-	450	500	550	-	7%
自贡美年大健康体检医院	-	450	500	550	-	7%
株洲美年大健康健康	350	450	550	-	-	16%

岳阳美年大健康健康	450	550	650	-	-	13%
鄂州美年大健康	-	500	550	600	-	6%
随州市美年大健康	-	350	400	450	-	9%
新疆普惠安泰健康	-	420	480	550	-	9%
丹东美年大健康健康	450	550	650	-	-	13%
葫芦岛美年大健康	500	550	600	660	720	8%
阜新美年大健康健康	-	325	375	425	-	9%
唐山美年大健康健康	-	650	700	750	-	5%
菏泽美年大健康	620	680	750	-	-	7%
聊城美年大健康	-	400	450	500	-	8%
海南美年大健康	950	1,050	1,150	-	-	7%
中山美年大健康	-	680	750	780	-	5%
江门美年大健康	-	500	550	600	-	6%
惠州市美年大健康	-	450	500	550	-	7%
福清市美年大健康	-	500	550	600	-	6%
亳州美年大健康	300	450	600	-	-	26%
大连旅顺美年大健康新城综合门诊部	200	350	575	-	-	42%
新乡美年大健康	750	800	850	-	-	4%
安阳美年大健康	-	550	600	650	-	6%
驻马店美年大健康	-	600	650	700	-	5%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 创新项目助力客单价提升，对标公立医院，提价空间充足

相较于公立医院，民营体检服务价格仍较低，提价空间充足。据弗若斯特沙利文，三甲头部医院平均体检价格约 5000-8000 元/次；一般三甲医院平均体检价格约 1800-5000 元/次；二级医院平均体检价格约 800-2000 元/次；而民营头部品牌平均体检价格约 500-550 元/次，与公立医院价格头部品牌价差约 10-15 倍，与二级公立医院价差约 1.6-3.6 倍，因此即便跟二级公立医院相比，民营体检机构仍有较大提升空间。根据公司公告，2022 年上半年美年健康体检平均单价约 514 元/次。

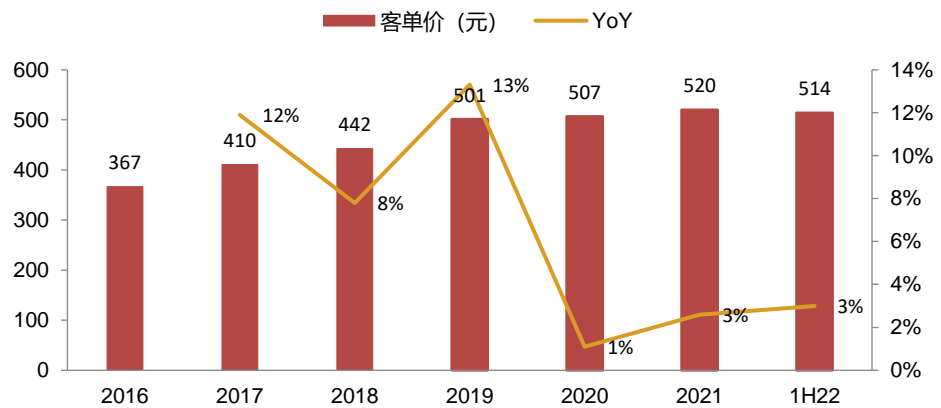
表7.公立医院与民营体检服务价格概览

类型		体检门市单价	结算单价	客户类型
公立	三甲头部医院	5000 元/次-8000 元/次	5000 元/次-8000 元/次	团体客户： 主要服务政府、大型国企； 散客： 主要服务一线城市高收入居民
	一般三甲医院	2000 元/次-5000 元/次	1800 元/次-5000 元/次	团体客户： 主要服务政府、大中型国企； 散客： 城镇中高收入居民

	二级医院	1000 元/次-2000 元/次	800 元/次-2000 元/次	团体客户： 主要服务政府、企业员工； 散客： 城镇中等收入居民
	基层医疗机构	1000 元/次以下	1000 元/次以下	主要服务城镇居民等
私立	全国性头部品牌	100 元/次-5000 元/次	500 元/次-550 元/次 (平均)	团体客户： 主要服务私企员工、外企员工，约占 50%； 散客： 城镇居民等
	地方性长尾参与者	1000 元/次以下	200 元/次-400 元/次 (平均)	广泛地分散在各级城市中

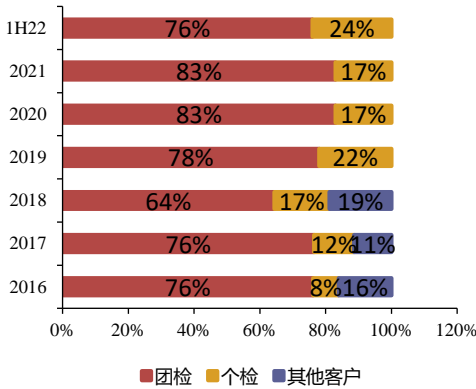
数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

客户结构持续优化及推出创新服务项目，助力客单价不断提升。从历史数据来看，公司客单价历年保持稳中有增，2016 年至 2021 年客单价从 367 元增长至 520 元，年复合增速约 7%，其中 2020 及 2021 年受到疫情影响，增速相对放缓，预计 2023 年增速有望回升。我们分析公司历史客单价提升的主要原因包括 1) 产品及套餐迭代 2) 客户结构持续优化；早期公司为了快速占领市场，客户结构以团检为主，随着基础市场逐渐稳固，公司积极推出创新项目套餐，投放高端体检设备，开拓高净值的个检客户，截至 1H22 公司团检与个检客户占比分别为 76%、24%；2016 年至 2021 年团检及个检收入复合增速分别为 27%、38%，个检增速较快。除了客户结构不断优化外，公司持续推出具有创新性的优质体检项目，比如肺癌、胃癌、肝癌、大肠癌等癌症早筛；启动脑健康、肺健康/肺结节服务包、HPV、血管健康、免疫细胞存储等创新专项等。依托美年大健康体检流量入口，公司成功打造 S9 无创大肠癌早筛、阳康体检套餐等爆款，增厚公司业绩。未来公司会在传统创新产品基础上，推出肺结宁、脑睿佳等“专精特新”系列创新产品，看好客户结构持续优化及创新服务项目赋能未来客单价提升。

图 23. 历年客单价及增速


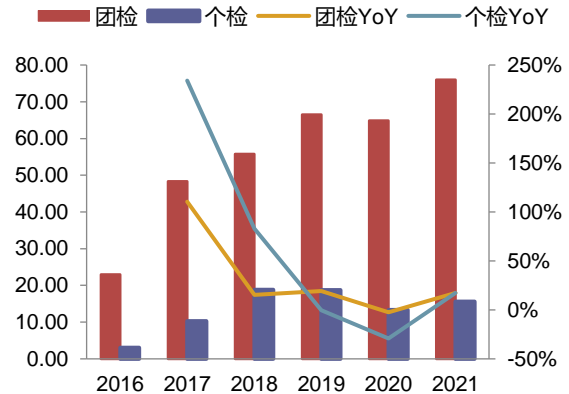
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图24.历年团检个检占比



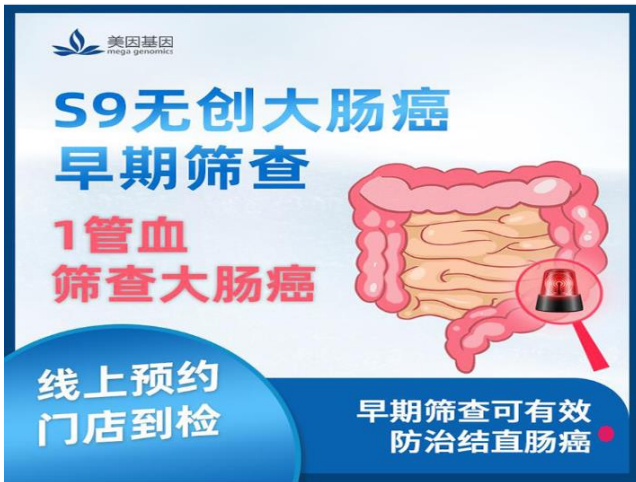
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图25.团检及个检收入变化(单位：亿元)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图26.S9无创大肠癌早筛



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图27.阳康安心检标准款体检套餐

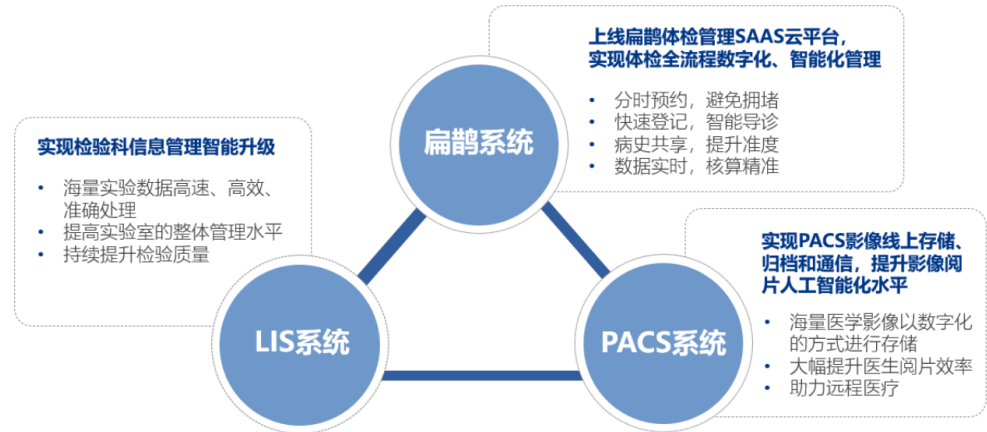


数据来源：京东商城，财通证券研究所

3.4 持续推进数字化转型，精细化管理成效可期

推出多个平台实现集团数据管理闭环，数据资产未来增值潜力较大。2021年起公司积极推进数字化转型，打造集团数据连锁闭环，推出客户管理系统星辰，目前覆盖率达90%，实现对一线销售客户管理标准化及透明化，方便集团实时跟踪销售团队进度并实施过程赋能，在有效沉淀客户资源的同时，提升了签单转化率和销售人效。此外，公司推出扁鹊2.0系统，实现体检业务的分时预约、智能导检等；推出影像PACS云平台，实现影像线上存储、归档和通信，提升影像阅片人工智能化；推出LIS系统对检验信息进行智能管理。目前已实现检验质控LIS系统覆盖500余家体检中心，超声PACS和心电平台覆盖200余家体检中心。公司还在积极搭建线上分销商城小程序，打通与C端客户对接渠道，增强客户粘性。美年健康的控股中心每年服务体检人次高达1800万余人，是巨大的流量入口，随着公司数字化平台逐步完善，丰富的数据储备，未来增值潜力较大。

图28.数字化平台协同



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设：

- 客单价：**根据公司公告，23年公司1-2月客单价同比增长9%，考虑到1-2月份受阳康套餐影响较多，假设23年全年客单价增速为10%，24-25年增速分别为9%、7%；
- 体检人次（仅含控股体检中心）：**根据公司公告，23年公司1-2月体检人次同比增长32%，考虑到去年低基数及阳康套餐影响，假设23-25年增速分别为18%、5%、5%；
- 毛利率：**假设22年毛利率受疫情影响，处于相对低位，23-24年逐渐恢复至19-20年的水平，则22-25年毛利率分别为33.31%、39.97%、40.91%、41.5%；

表8.营业收入拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
收入（亿元）	85.25	78.15	91.56	86.22	111.40	127.50	143.25
YoY		-8%	17%	-6%	29%	14%	12%
毛利率%	43.81%	37.13%	39.44%	33.31%	39.97%	40.91%	41.50%
毛利（亿元）	37.35	29.02	36.11	28.72	44.53	52.16	59.45
客单价（元）	501.36	506.87	520	558	612	667	713
YoY		1%	3%	7%	10%	9%	7%
人次（万人）	2602.00	2654.94	3080.00	2837.00	3347.66	3667.64	3973.86
控股（万人）	1867.08	1663.43	1860.00	1544	1822	1913	2008
YoY		-11%	12%	-17%	18%	5%	5%
参股（万人）	734.92	991.51	1220	1293	1526	1755	1965
YoY		35%	23%	6%	18%	15%	12%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：客单价*控股=收入

4.2 相对估值

公司作为 A 股上市唯一一家体检公司，标的具有稀缺性享受一定估值溢价。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 86.22/111.40/127.50 亿元，归母净利润-5.00/6.46/10.15 亿元。2022-2024 年对应 PE 分别为—/45.02/28.66 倍，维持公司“增持”评级。

表9.可比公司估值

可比公司	总市值(亿元)	PE			
		2021A	2022A/E	2023E	2024E
海吉亚医疗	374.81	69	70	44	33
普瑞眼科	135.67	145	195	94	64
通策医疗	407.44	58	68	48	38
爱尔眼科	2158.70	93	81	57	44
平均	769	91	104	61	45
美年健康	297.09	463	—	45	29

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：美年健康 22-24 年 PE 为根据财通证券研究所预测 EPS 计算得出，其余可比公司预测数据均来自 Wind 一致预期

5 风险提示

(1) 医疗质量风险

体检属于医疗服务行业，存在因不确定性因素导致发生漏检、误检及医疗纠纷的风险。

(2) 商誉减值风险

公司账上商誉金额较大，假如收购公司日常经营未达到收购时的收益预期，有可能造成商誉减值的风险。

(3) 产品拓展不及预期风险

2023 年为疫后首年，2022 年普遍低基数，若公司 2023 年产品拓展不及预期，则公司战略可能受到较大冲击。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7848.10	9155.57	8622.35	11140.27	12749.50	成长性					
减:营业成本	4933.85	5544.39	5749.91	6687.35	7534.27	营业收入增长率	-7.9%	16.7%	-5.8%	29.2%	14.4%
营业税费	9.14	3.68	4.31	11.14	12.75	营业利润增长率	282.9%	-52.4%	-255.8%	229.3%	57.1%
销售费用	1898.89	2085.17	2362.52	2695.95	2932.39	净利润增长率	163.6%	-88.4%	-879.2%	229.3%	57.1%
管理费用	575.58	712.39	1120.91	1002.62	1083.71	EBITDA 增长率	-43.4%	113.7%	-115.9%	432.0%	42.6%
研发费用	45.91	60.22	60.36	66.84	76.50	EBIT 增长率	-75.0%	188.8%	-185.4%	233.6%	57.1%
财务费用	311.82	348.41	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-86.0%	54.6%	-259.8%	-233.6%	57.1%
资产减值损失	-339.49	-21.85	-20.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-8.2%	4.2%	-3.4%	4.6%	6.9%
加:公允价值变动收益	-4.43	7.50	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	6.3%	1.0%	-5.7%	7.8%	11.4%
投资和汇兑收益	1242.82	70.19	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	821.03	391.18	-609.44	787.77	1237.39	毛利率	37.1%	39.4%	33.3%	40.0%	40.9%
加:营业外净收支	-44.71	-25.11	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.5%	4.3%	-7.1%	7.1%	9.7%
利润总额	776.32	366.08	-609.44	787.77	1237.39	净利润率	8.1%	1.8%	-5.8%	5.8%	8.0%
减:所得税	140.56	205.57	-109.70	141.80	222.73	EBITDA/营业收入	12.0%	22.0%	-3.7%	9.5%	11.9%
净利润	551.02	64.14	-499.74	645.98	1014.66	EBIT/营业收入	3.0%	7.5%	-6.8%	7.1%	9.7%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	3562.36	2263.78	-2519.71	-2283.32	-1233.14	固定资产周转天数	112	88	83	56	42
交易性金融资产	0.00	1.35	1.35	1.35	1.35	流动营业资本周转天数	-90	-78	109	106	98
应收帐款	2547.16	2564.88	2704.33	3484.71	3598.35	流动资产周转天数	360	235	65	79	105
应收票据	0.97	1.57	1.79	1.31	2.24	应收帐款周转天数	111	101	110	100	100
预付帐款	188.75	132.05	172.50	133.75	150.69	存货周转天数	10	9	10	8	8
存货	133.88	149.37	154.10	143.12	191.74	总资产周转天数	855	732	691	471	435
其他流动资产	184.85	127.60	127.60	127.60	127.60	投资资本周转天数	654	584	599	485	453
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	6.9%	0.8%	-6.6%	7.9%	11.0%
长期股权投资	1049.36	968.35	968.35	968.35	968.35	ROA	3.0%	0.3%	-3.5%	4.3%	6.4%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	1.4%	2.1%	-3.4%	4.4%	6.4%
固定资产	2399.08	2197.73	1962.56	1721.31	1477.90	费用率					
在建工程	72.61	105.68	105.68	105.68	105.68	销售费用率	24.2%	22.8%	27.4%	24.2%	23.0%
无形资产	158.54	198.74	198.74	198.74	198.74	管理费用率	7.3%	7.8%	13.0%	9.0%	8.5%
其他非流动资产	502.11	584.74	584.74	584.74	584.74	财务费用率	4.0%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	18352.17	18858.56	14240.07	14886.05	15900.71	三费/营业收入	35.5%	34.4%	40.4%	33.2%	31.5%
短期债务	1937.77	1447.11	1447.11	1447.11	1447.11	偿债能力					
应付帐款	1077.38	994.86	0.00	0.00	0.00	资产负债率	52.7%	53.6%	42.0%	40.2%	37.6%
应付票据	14.70	0.15	0.00	0.00	0.00	负债权益比	111.6%	115.3%	72.4%	67.2%	60.3%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.96	0.84	0.52	0.83	1.26
长期借款	1441.26	661.00	661.00	661.00	661.00	速动比率	0.84	0.74	0.27	0.59	1.00
其他非流动负债	2.51	2.52	2.52	2.52	2.52	利息保障倍数	0.64	1.96	—	—	—
负债总额	9680.40	10099.09	5980.34	5980.34	5980.34	分红指标					
少数股东权益	700.03	720.70	720.70	720.70	720.70	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	3914.25	3914.25	3914.25	3914.25	3914.25	分红比率					
留存收益	1797.19	1859.64	1359.91	2005.88	3020.54	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	8671.77	8759.46	8259.73	8905.70	9920.36	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.14	0.02	-0.13	0.17	0.26
净利润	551.02	64.14	-499.74	645.98	1014.66	BVPS(元)	2.04	2.05	1.93	2.09	2.35
加:折旧和摊销	701.98	1321.17	270.18	272.25	274.42	PE(X)	80.9	392.5	—	45.0	28.7
资产减值准备	522.79	106.84	20.00	0.00	0.00	PB(X)	5.6	3.8	3.9	3.6	3.2
公允价值变动损失	4.43	-7.50	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	374.20	358.01	0.00	0.00	0.00	P/S	5.7	3.4	3.4	2.6	2.3
投资收益	-1242.82	-70.19	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	49.1	17.1	-117.5	35.2	24.0
少数股东损益	84.74	96.38	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	17.48	233.21	-4538.92	-650.83	-207.89	PEG	0.5	—	—	0.2	0.5
经营活动产生现金流量	984.03	2059.83	-4748.48	267.39	1081.18	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-312.29	239.91	-35.00	-31.00	-31.00	REP					
融资活动产生现金流量	-1869.55	-3601.61	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。