

美年大健康产业控股股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100254】

**评级对象:** 美年大健康产业控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

18 美年 01

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2019 年 6 月 24 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2018 年 6 月 14 日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2018 年 3 月 6 日

### 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元              |        |        |        |                |
| <b>母公司口径数据:</b>          |        |        |        |                |
| 货币资金                     | 0.60   | 3.03   | 0.67   | 0.17           |
| 刚性债务                     | 0.60   | 8.96   | 9.46   | 9.47           |
| 所有者权益                    | 58.31  | 88.18  | 84.75  | 84.19          |
| 经营性现金净流入量                | 0.51   | -5.40  | 6.54   | -0.37          |
| <b>合并口径数据及指标:</b>        |        |        |        |                |
| 总资产                      | 59.90  | 124.79 | 163.55 | 166.91         |
| 总负债                      | 24.06  | 55.77  | 90.59  | 95.55          |
| 刚性债务                     | 12.79  | 30.79  | 56.47  | 63.50          |
| 所有者权益                    | 35.84  | 69.03  | 72.96  | 71.36          |
| 营业收入                     | 30.82  | 62.33  | 84.58  | 12.79          |
| 净利润                      | 4.06   | 6.94   | 15.12  | -0.02          |
| 经营性现金净流入量                | 7.07   | 14.45  | 15.39  | -5.56          |
| EBITDA                   | 7.84   | 14.14  | 26.36  | —              |
| 资产负债率[%]                 | 40.16  | 44.69  | 55.39  | 57.24          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 280.30 | 224.16 | 129.20 | 112.38         |
| 流动比率[%]                  | 113.01 | 102.79 | 87.26  | 82.96          |
| 现金比率[%]                  | 52.51  | 53.02  | 37.49  | 30.01          |
| 利息保障倍数[倍]                | 14.47  | 9.59   | 8.31   | —              |
| 净资产收益率[%]                | 11.91  | 13.24  | 21.29  | —              |
| 经营性现金净流入量与<br>流动负债比率[%]  | 38.80  | 36.19  | 21.03  | —              |
| 非筹资性现金净流入量<br>与负债总额比率[%] | -24.92 | -14.27 | -16.98 | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 20.05  | 13.47  | 10.58  | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.81   | 0.65   | 0.60   | —              |

注: 根据美年健康经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对美年大健康产业控股股份有限公司(简称美年健康、发行人、该公司或公司)2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2018 年以来美年健康在外部环境、规模优势及品牌知名度、资本实力、盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在医疗差错和医疗纠纷、投资压力及商誉减值、竞争风险、及未决诉讼等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **健康体检行业发展前景较好。**随着经济的发展、城镇化进程加快和人均收入的提升,我国医疗服务市场后续市场容量仍较大。随着国家鼓励健康体检行业发展的政策相继出台,美年健康所处行业发展前景较好。
- **规模及品牌优势。**美年健康是我国规模最大的专业体检连锁集团之一,在全国各地拥有 200 多家控股体检中心;公司拥有“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”等多个知名健康体检品牌,具有一定的规模及品牌优势。
- **资本实力增强。**通过非公开发行股份及主业经营积累等,美年健康所有者权益逐年增长。公司目前正在筹划非公开发行 A 股股票事项,募集资金不超过 20.46 亿元。该事项若完成,公司资本实力将进一步增厚。
- **主业盈利能力强。**美年健康主业盈利能力强,经营效益良好,近年收入及利润增长态势良好。

#### 主要风险:

- **医疗差错和医疗纠纷风险。**美年健康主要从事体检医疗服务业务,较易因病患个体差异、医生水平差异及体检门店条件限制等因素造成医疗差错,易对公司业务造成负面影响,存在

一定的风险。

- **投资及债务压力。**美年健康未来三到四年将形成 1000 家（含参股）体检中心的布局，面临较大的投资压力。近年来公司财务杠杆上升较快，资产流动性明显弱化，债务压力已积聚。
- **外延扩张带来的整合及商誉减值风险。**美年健康规模快速扩大后面临人员、业务、财务等一系列内部整合，存在一定的内部整合风险；且在并购过程中形成了较大规模商誉，若被并购企业业绩不如预期，公司还将面临商誉减值风险。
- **竞争风险。**相较于公立医院体检加诊疗的服务体系，民营体检机构业务相对单一，且我国医疗体系下民众对公立医院的信任度和依赖度相对更高，美年健康等民营体检机构面临较大的竞争压力。
- **未决诉讼风险。**截至报告日，美年健康作为被起诉方尚有两起诉讼正在审理中，合计涉及赔偿金额 1.30 亿元，存在或有损失风险，关注诉讼进展。
- **质押风险。**美年健康实际控制人俞熔的股权质押比例较高，需关注股权质押可能导致的公司实际控制人变更风险。

## 评级关注

- **非公开发行股票事项进展。**美年健康于 2018 年 11 月发布了非公开发行股票预案，拟发行股份募集资金 20.46 亿元。目前该方案已获中国证监会发审委审核通过，尚需取得中国证监会书面核准文件。

## 未来展望

通过对美年健康及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债券还本付息安全性很高，并维持本期公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 美年大健康产业控股股份有限公司

### 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照美年大健康产业控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(简称简称 18 美年 01)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据美年健康提供的经审计的 2018 年年财务报表、未经审计 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据,对美年健康的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

该公司已发行债券情况如图表 1 所示。公司存续债券包括“18 美年 01”、“17 美年 MTN001”及境外美元债“MEI NIAN INVESTMENT LIMITED”,目前相关债券尚未到期且正常付息。

图表 1. 公司已发行债务融资工具概况

| 债项名称                        | 发行金额<br>(亿元/亿美元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%) | 发行时间       | 本息兑付情况   | 备注                            |
|-----------------------------|------------------|-------------|-------------|------------|----------|-------------------------------|
| 18 美年 01                    | 5.00             | 3 年         | 6.57        | 2018 年 3 月 | 未到期且正常付息 | 附第二年末调整票面利率选择权、投资者回售选择权       |
| 17 美年 MTN001                | 4.00             | 3 年         | 6.78        | 2017 年 6 月 | 未到期且正常付息 | —                             |
| 17 美年 SCP001                | 4.00             | 270 天       | 5.20        | 2017 年 4 月 | 已兑付      | —                             |
| MEI NIAN INVESTMENT LIMITED | 2.00 亿美元         | 2 年         | 7.75        | 2019 年 4 月 | 未到期且尚未付息 | 境外美元债,每年付息两次,用途为置换现有负债及一般公司用途 |

资料来源:美年健康

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现

实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进

进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

医疗行业是一个具有刚性需求、弱周期特性的成长性行业。近年来，国家陆续出台了一系列促进医药产业发展的政策，政府医疗卫生的投入持续加大，并扩大基本医疗保险的受益面。随着医保覆盖面扩大、支付水平提升，有利于进一步释放医药需求并为制药企业带来新的机遇。但另一方面，受到宏观经济大势以及医药监管政策的影响，医药行业同时也面临医保控费、药审制度趋严、药品招标降价多重因素影响。

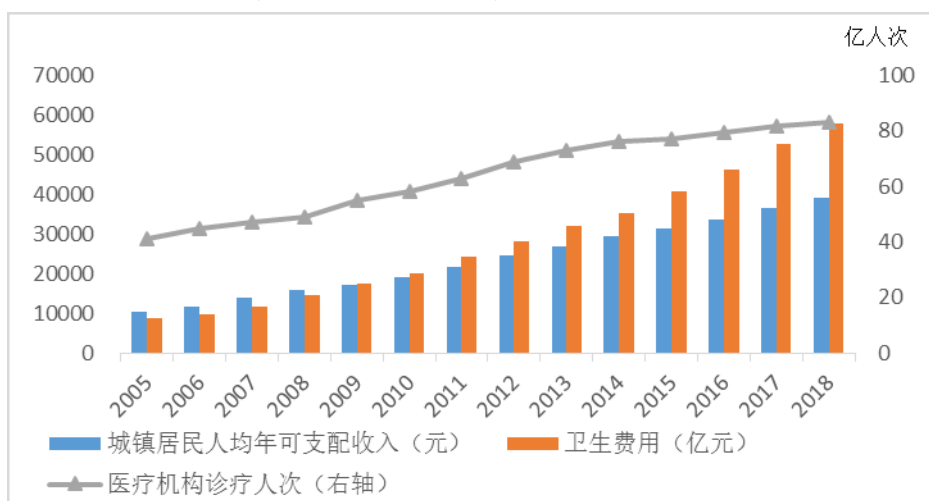
## （2）行业因素

随着我国经济的发展、城镇化进程加快和国民收入的提高，社会对医药和医疗服务的需求不断扩大，且新医改制度的医保扩容也将进一步刺激医疗行业的发展，未来我国医疗服务行业发展空间较广阔。在居民健康意识逐渐增强的背景下，健康体检人数总体呈增长态势，体检行业发展空间较大。目前我国体检业务仍以公立医院体检为主，专业体检机构通过差异化竞争形成一定补充。

## A. 行业概况

改革开放以来，我国社会经济保持平稳较快发展，城镇化水平不断提高，国民收入、人均寿命也不断增长。据相关统计分析，城镇化水平的提升使人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药和医疗服务需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容释放了医疗需求，促进医药和医疗服务行业不断发展。近年来我国医疗机构诊疗人次、卫生总费用及人均卫生费用总体均保持快速增长。

图表 2. 2005 年以来我国人均收入及医疗卫生费用支出增长情况



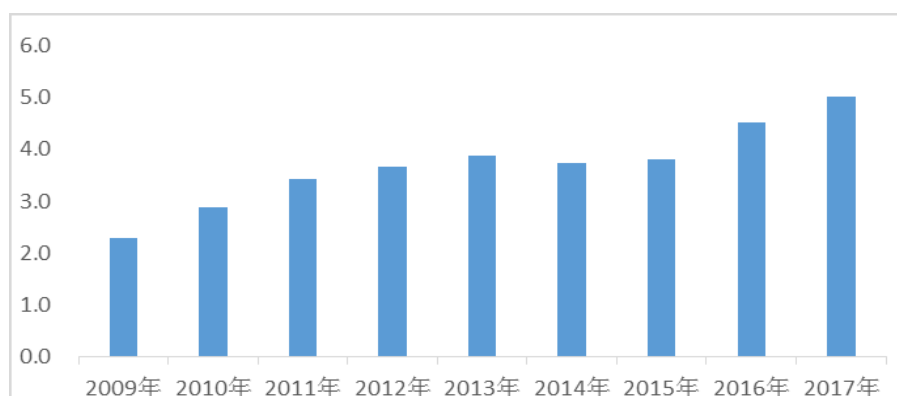
资料来源：Wind 资讯、卫生计生委网

注：2017 年全国卫生费用数据尚未披露

随着医疗体制改革的进一步深化，人口城镇化率和人民生活水平的提高，人口寿命的延长以及老龄化趋势的增强，我国医疗服务行业增长空间仍较大。而随着国家对民营资本办医政策的放松，越来越多民营资本进入医疗服务行业，市场竞争趋于激烈。此外，不时医疗服务纠纷的发生也使得医疗服务行业内企业面临的不确定性有所增加。

城镇化水平提高、国民收入增长背景下人们的健康意识逐步增强，疾病的“早发现、早诊断、早治疗”已经逐渐成为人们的共识，参与体检的人数不断增长。根据中国产业信息网数据显示，2017 年我国参加健康检查的人数约为 5.01 亿人次，约占全国总人口数的 36.04%，较 2009 年的 2.30 亿人次增长了 117.83%，健康体检行业市场空间较大。

图表 3. 2009 年以来我国参加健康体检人数（亿人次）<sup>1</sup>



数据来源：卫计委、中国产业信息网

## B. 政策环境

医疗服务业是社会保障体系的重要组成部分，与国民经济发展计划和综合财政计划紧密相关。2013 年 9 月 28 日，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》首次明确了健康服务业的内涵外延，指明医疗服务是健康服务业的关键环节和核心内容；提出到 2020 年，健康服务业总规模要达到 8 万亿元以上，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，成为推动经济社会持续发展重要力量的总体目标；同时，大力支持社会资本举办医疗机构、提供基本医疗卫生服务；进一步放宽中外合资、合作办医条件，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构的市场准入等。2016 年 8 月，国家卫生计生委印发了《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020 年）》，指导各地加强“十三五”期间医疗机构设置管理。其中提到，在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医疗机构数量和地点的限制，明确了 2020 年全国医疗机构设置规划主要指标。根据指标要求，到 2020 年，中国每千常住人口医疗卫生机构床位达到 6 张，医院达到 4.8 万个。其中，公立医院 3.3 万个，社会办医院 1.5 万个。县办综合性医院适宜床位规模为 500 张，市办综合性医院适宜床位规模为 800 张，省办及以上综合性医院适宜床位规模为 1,000 张。

2017 年 5 月，国务院办公厅在《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》指出，社会办医是本轮医药卫生体制改革的重点任务之一，推动社会办医有利于提供多层次多样化的医疗保健服务，形成竞争共赢的办医格局，可以进一步优化医疗供给结构，满足人民群众日益增长的卫生需求。意见提出力争在 2020 年形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区，发展治未病，在体检、专科、全科等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。国家多项政策的出台，有助于医疗服务行业，尤其是民营资本办医的发展，行业未来的发展潜力较大。2017 年 10 月，习近平主席在十九大报告中，正式将“健康中国”提升至国家战略，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 年 6 月国家卫健委印发《健康体检中心基本标准（试行）》和

<sup>1</sup> 体检人次数据中 2009-2014 年相关数据来自于卫计委；2015-2017 年相关数据来自于中国产业信息网。

《健康体检中心管理规范（试行）》，从政策方面肯定了独立体检中心的合规性，并进一步完善明确规章制度，健康体检行业将更加标准规范，进入新的发展阶段。

### C. 竞争格局/态势

我国体检行业市场主体众多，已形成了以公立医院为主，以民营专业体检机构为辅的市场格局。公立医院在医生资源、区域影响力及设备资源上具有较大优势，但存在用户体验差、设备与患者公用导致的交叉感染风险等不足；而民营体检机构通过较好的市场化营销、差异性服务、连锁式经营，形成了对公立体检医院的较好补充。

截至报告日，国内大型民营专业体检机构主要有美年健康、爱康国宾集团公司（股票代码为“KANGO”，以下简称“爱康国宾”）和瑞慈医疗服务控股有限公司（股票代码为“1526.HK”，以下简称“瑞慈医疗”）等，其中美年健康、爱康国宾主要从事体检业务，瑞慈医疗除体检业务外还有部分医院综合业务。大型民营医疗体检机构虽市场占有率较低，但形成了对公立医疗的重要补充，未来有较大市场发展前景。

**图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，亿美元，%，万人）**

| 核心样本企业名称  |       | 核心经营指标 |       |       | 核心财务数据（合并口径） |       |       |         |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|---------|
|           |       | 营业收入   | 毛利率   | 体检人次  | 总资产          | 资产负债率 | 净利润   | 经营性净现金流 |
| 体检业务      | 美年健康  | 84.58  | 47.56 | 2,278 | 163.55       | 55.39 | 9.73  | 15.39   |
|           | 爱康国宾* | 5.64   | 42.25 | —     | 8.65         | 56.10 | -0.17 | 0.23    |
| 体检及医院综合业务 | 瑞慈医疗  | 13.77  | 28.11 | 195   | 23.63        | 70.07 | -0.54 | 0.43    |

资料来源：新世纪评级整理

注：爱康国宾使用财务数据均来自 2017 年报，单位为亿美元。

### D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自（1）医疗差错和医疗纠纷风险。医疗服务业务较易因病患个体差异、医生水平差异及体检门店条件限制等因素造成医疗差错，存在一定医疗差错和医疗纠纷风险；（2）民营医疗体检机构近年呈并购扩张及整合趋势，关注并购资本补充压力、整合压力及估值过高导致的资产减值风险；（3）竞争风险。相比公立医院体检加诊疗的服务体系，民营体检机构业务相对单一，且在我国医疗体系中民众对公立医院有较大的信任度和依赖度，民营体检机构面临较大的竞争压力及消费者信任度建立和维护压力。

## 2. 业务运营

该公司通过外延式并购及内生式发展等方式，实现了体检医疗服务主业的快速发展。跟踪期内，公司体检业务收入规模快速增长，总体经营状况及经营

效益良好。同时公司体检客户数量及单价均有所提升，推动盈利水平进一步提升。但业务的持续扩张也导致公司在人才储备、管理、资金周转等方面面临很大的压力。

该公司主要从事包含体检、健康咨询、健康评估、健康干预等内容的健康体检业务，是国内规模最大、分布最广的专业体检连锁集团之一。近年来，通过内生式增长和外延并购扩张相结合的方式，公司实现了体检医疗服务业务的快速增长。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入分别为 30.82 亿元、62.33 亿元、84.58 亿元和 12.79 亿元，同比增幅分别为 46.65%、102.25%、35.70% 和 4.21%；净利润分别为 3.79 亿元、6.94 亿元、9.73 亿元和-1.35 亿元。跟踪期内，公司收入规模增长较快，主要系合并范围增大同时依托自有门店内生发展<sup>2</sup>，体检客单价及客户数量不断增加所致。2019 年第一季度，公司净利润为负，主要是由于体检行业存在季节性特征<sup>3</sup>，当期收入规模相对较小，但成本全年平均分布拉低了当期利润。从收入结构看，体检业务为公司的核心主业，占公司营业收入比重约为 97%，并贡献了绝大部分利润。公司其他收入主要包括软件收入、咨询费等，占比较小。

**图表 5. 公司主业基本情况**

| 主营业务 | 市场覆盖范围 | 基础运营模式 | 业务的核心驱动因素 |
|------|--------|--------|-----------|
| 体检服务 | 全国     | 横向并购扩张 | 规模、品牌、渠道等 |

资料来源：美年健康

其他业务方面，该公司不断依托数据资源及规模优势开始着手增加附加业务，有序开展基因测序业务、电子健康病历、远程医疗服务、转诊服务、健康保险、慢病管理等业务，积极打造体检产业链闭环。未来公司将持续以大健康为产业入口，不断通过横向、纵向布局打造体检行业产业链。通过远程医疗、基因检测、大数据等业务的完善，推进预防检测、健康值以及健康干预等业务。通过多领域布局，将有望发挥协同效应，提高客户服务体验，增加客户粘性。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

| 项目   | 2016 年 |        | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年第一季度 |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|      | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额         | 占比     |
| 营业收入 | 30.82  | 100.00 | 62.33  | 100.00 | 84.58  | 100.00 | 12.79      | 100.00 |
| 体检业务 | 30.59  | 99.25  | 61.42  | 98.54  | 81.83  | 96.75  | 12.22      | 95.54  |
| 其他   | 0.23   | 0.75   | 0.91   | 1.46   | 2.75   | 3.25   | 0.57       | 4.46   |
| 业务毛利 | 14.89  | 100.00 | 29.22  | 100.00 | 44.36  | 100.00 | 10.19      | 100.00 |
| 体检业务 | 14.69  | 98.64  | 28.63  | 97.99  | 43.74  | 98.60  | 10.02      | 98.33  |
| 其他   | 0.20   | 1.36   | 0.59   | 2.01   | 0.62   | 1.40   | 0.17       | 1.67   |

<sup>2</sup> 公司门店一般在体外培育不再亏损后并表，并表后通常有 1-2 年快速增长期。

<sup>3</sup> 健康体检行业具有明显的季节性特征，通常一季度为业务淡季，二、三季度业务相对平稳，四季度为业务旺季。

| 项目   | 2016 年 |    | 2017 年 |    | 2018 年 |    | 2019 年第一季度 |    |
|------|--------|----|--------|----|--------|----|------------|----|
|      | 金额     | 占比 | 金额     | 占比 | 金额     | 占比 | 金额         | 占比 |
| 毛利率  | 48.31  |    | 46.96  |    | 47.56  |    | 20.32      |    |
| 体检业务 | 48.01  |    | 46.61  |    | 46.54  |    | 18.20      |    |

资料来源：美年健康

截至 2018 年末，该公司共拥有 256 家控股体检中心（其中 60 家为并购慈铭体检新增的门店）及 292 家参股门店及 85 家在建门店<sup>4</sup>，门店覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）、301 个核心城市。后续公司将在参股体检中心渡过市场培育期、经营稳定后逐渐对其进行收购，进一步扩大规模。

该公司主要通过自建及收购方式实现门店的快速扩张，2016~2018 年分别新建控股门店 7 家、3 家和 8 家。公司采取差异化的兼并策略，新建门店多分布在二三线城市或四线城市，以实现渠道下沉。考虑到自建体检中心周期较长、投入较大，通过并购成熟的体检中心可节省时间，减小开设过程中不确定因素的影响，且成熟体检中心拥有一定的市场份额、客户资源及知名度，可以缩短市场培育期，减少期间成本，因此并购成为公司扩大门店数量的另一重要策略。公司分别于 2016 年 11 月及 2017 年 10 月完成了对新新健康控股有限公司<sup>5</sup>（以下简称“新新健康”）以及慈铭体检<sup>6</sup>等多家公司的收购，2016~2018 年分别新增控股并购门店 9 家、82 家和 40 家。

**图表 7. 公司新增控股体检门店情况（单位：家）**

| 年份         | 新建门店 | 并购新增门店 | 暂歇业/股权被稀释门店 | 期末门店数 |
|------------|------|--------|-------------|-------|
| 2016 年     | 7    | 9      | 0           | 123   |
| 2017 年     | 3    | 82     | 0           | 208   |
| 2018 年     | 8    | 40     | 0           | 256   |
| 2019 年第一季度 | 0    | 1      | 0           | 257   |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

为降低前期开设体检中心的成本，减轻资金压力，该公司于 2016 年起分别以自有资金 0.65 亿元、0.67 亿元、0.50 亿元、0.50 亿元和 2.28 亿元，参股设立了上海美年大健康一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“美年大健康一期基金”）、福州美年医疗投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“美年医疗体检中心”）、上海健亿投资中心（有限合伙）（以下简称“上海健亿”）、南通美兆美年健康产业并购投资基金（有限合伙）（以下简称“南通基金”）和

<sup>4</sup> 公司在建门店主要指参股但尚未开始运营门店；参股门店指参股且已开始运营门店。

<sup>5</sup> 2016 年 11 月，该公司完成了对新新控股有限公司 100% 股权的收购，收购成本 1.80 亿元，收购完成后公司共取得其在国内的北京美兆体检公司和上海美兆门诊部两家体检门店。2018 年，新新体检实现年体检人次 6.11 万，年末总资产规模为 1.79 亿元，资产负债率为 74.5%，全年实现营业收入 1.35 亿元。

<sup>6</sup> 该公司分别于 2014 年 12 月和 2017 年 10 月以 10.30 亿元和 26.97 亿元交易作价收购了慈铭体检 27.78% 和 72.22% 的股权，其中 2017 年 10 月，公司以发行 1.51 亿股股份及支付 3.50 亿元现金方式收购慈铭体检剩余 72.22% 的股权。按照业绩承诺协议，天亿资产及维途投资作为盈利预测补偿义务人承诺。慈铭体检 2017 年、2018 年、2019 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 16,250.00 万元、20,300.00 万元、24,775.62 万元。慈铭体检 2017 及 2018 年度归母净利润分别为 16,476.56 万元和 21,814.25 万元，实现了当年的业绩承诺。

南通美富健康产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“南通美富”），出资占比分别为 16.54%、14.82%、9.96%、9.96%和 18.98%，其中美年大健康一期基金为“美年”品牌收购专业体检机构的并购平台；美年医疗体检中心主要投资标的为贵州及浙江地区的 12 家医疗体检中心；上海健亿及南通基金主要投资标的为“美兆”品牌<sup>7</sup>医疗体检中心。公司拟待产业并购基金体系内参股体检中心培育成熟后择机注入公司。此外，2017 年 6 月，公司控股股东天亿投资及关联方上海中孵创业投资管理有限公司合计出资 6.51 亿元共同参与设立了嘉兴信文淦富股权投资合伙企业（有限合伙）进行体检机构的收购。以上产业并购基金出资方主要为公司关联企业及证券机构等，主要通过收取一定固定收益或超额收益分成获取盈利。产业并购基金是公司快速实现扩张计划的重要方式，按照规划公司 2021 年左右实现 1000 家（含参股）体检中心的布局，未来投资需求仍较大。

区域布局方面，针对体检行业地域差异现状，该公司制定了“重点城市与全国布局”的发展战略，坚持“加强一线城市占有率，巩固、完善二、三线城市布局，适时发展四线城市网点”的区域发展策略，不断在全国重要城市新设体检中心。截至 2019 年 3 月末，公司在一、二、三、四线控股体检中心数分别为 60 家、133 家、24 家和 40 家。公司通过以点带面的方式占据中心市场对相关区域形成辐射效应，从发达地区向发展中地区扩张。

检测设备方面，该公司计划给每个体检中心配备核磁和 CT 等重要设备<sup>8</sup>，并于部分门店引进国际、国内知名品牌的体检设备和试剂，如西门子、东芝的 1.5T 核磁、64 排 CT、16 排 CT；西门子、日立、飞利浦、迈瑞的彩色超声诊断仪；华科泰、迈克全自动化学发光免疫分析仪等。另外近两年公司逐步对迁址或扩容控股门店进行设备更新换代，目前设备整体成新率较高。人员方面，公司每个体检中心至少配备 2 名具有内科或外科副高以上专业技术职务任职资格的职业医师，每个临床科室至少具有 1 名中级以上专业技术任职资格的执业医师，并至少具有 10 名注册护士。

该公司客户按群体性质不同分为团检客户、个检客户和其他客户三类。近几年随着业务规模扩大，体检人次呈增长趋势，2016-2018 年，接待体检人次分别为 919.00 万人次、1,508.39 万人次和 1,849.23 万人次。同时，公司不断升级体检套餐内容，体检客单价呈上升趋势。公司主要通过设备升级、丰富和完善体检项目等多方式实现客单价的提升。

**图表 8. 公司客户情况**

| 客户分类 | 2016 年     |        | 2017 年     |        | 2018 年     |        |
|------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|      | 金额(万元)     | 比例 (%) | 金额(万元)     | 比例 (%) | 金额(万元)     | 比例 (%) |
| 团检   | 229,597.15 | 74.63  | 483,216.92 | 77.52  | 557,677.92 | 65.93  |
| 个检   | 30,775.31  | 10.00  | 102,817.04 | 16.50  | 188,223.71 | 22.25  |

<sup>7</sup> “美兆”品牌为新新健康旗下高端体检品牌。

<sup>8</sup> 截至目前，公司控股范围旗下约有 144 台核磁分布在全国 90 余个城市，门店覆盖率达到 58.30%；约有超过 230 台 CT 分布在 90 余个城市，门店覆盖率超过 93.12%。

| 客户分类 | 2016 年     |        | 2017 年     |        | 2018 年     |        |
|------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|      | 金额(万元)     | 比例 (%) | 金额(万元)     | 比例 (%) | 金额(万元)     | 比例 (%) |
| 职业体检 | 33,705.02  | 10.96  | 5,830.45   | 0.94   | 57,027.23  | 6.74   |
| 入职体检 | 5,899.39   | 1.92   | 8,323.134  | 1.34   | 15,326.50  | 1.81   |
| 其他   | 7690.44    | 2.49   | 23,117.53  | 3.71   | 27,589.66  | 3.27   |
| 合计   | 307,667.31 | 100.00 | 623,305.07 | 100.00 | 845,845.02 | 100.00 |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

图表 9. 公司体检接待情况

| 客户分类 | 接待量 (万人次) |        |        | 客单价 (元/人次) |        |        |
|------|-----------|--------|--------|------------|--------|--------|
|      | 2016 年    | 2017 年 | 2018 年 | 2016 年     | 2017 年 | 2018 年 |
| 团检客户 | 700       | 1,153  | 1,191  | 403        | 401    | 468    |
| 个检客户 | 72        | 184    | 309    | 426        | 558    | 609    |
| 其他客户 | 147       | 171    | 349    | 169        | 205    | 207    |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

团检客户是该公司最主要的客户群，数量占比近 70%，收入占比约 80%；个检客户和其他客户<sup>9</sup>收入占比约为 20%。团检客户一般由公司与企业或单位签订体检服务合同并约定体检套餐所包含的检测内容和套餐价格，按照服务合同约定为员工提供体检服务。公司团体客户主要为世界 500 强企业、大型央企、国企及事业单位，已与多家国内外知名企业及其分支机构建立起长期合作关系。2016~2018 年，公司团检业务收入分别为 22.96 亿元、48.32 亿元和 55.77 亿元。

产品方面，该公司早期为快速占领市场，着重发展团体客户。随着基础市场逐渐稳固，目前公司逐步把销售重心向开拓高净值的个检客户转移，并通过提升服务品质，投放高端体检设备，提高套餐的性价比，吸引高端的个检客户。同时通过收购慈铭体检和新新健康等公司，进一步开拓个人体检市场<sup>10</sup>。公司于 2016 年推出售价 3650 元的个人体检套餐业务，该套餐主要包括：脑部核磁、肺部 CT、胶囊内镜、其他一般体检项目及大病体检等体检项目，并提供保险服务，为体检一年内出现重大疾病的客户提供 10 万元保险保障。该套餐相比其他公立医院体检项目更具个性化且费用低<sup>11</sup>，2016~2018 年公司个人体检业务收入分别为 3.08 亿元、10.28 亿元和 18.82 亿元。公司计划不断提高个人体检业务占比，并在未来 5~8 年内实现与团体体检收入持平水平。

品牌方面，该公司采取以全国品牌“美年大健康”为主导，“奥亚”、“美兆”等部分被收购企业原有品牌为辅的多品牌策略。由于被收购企业原有品牌已通过多年积累获得了较多当地客户的认可，因此收购完成后被继续保留。目前，公司主要以“美年大健康”、“慈铭”等品牌重点发展大众市场；以“奥

<sup>9</sup> 包括职业病检测、入职体检客户等。

<sup>10</sup> 新新健康旗下美兆健康体检集团创始于台湾，同英国 BUPA、日本 PL 并列世界三大高端体检机构。“美兆”和慈铭体检旗下“奥亚”品牌，主要客户均为中高端个检客户。

<sup>11</sup> 医院检测脑部核磁、肺部 CT、胶囊内镜等项目费用约 800 元、400 元和 4000 元，合计约为 5200 元。

亚”和“美兆”等品牌重点布局中高端体检市场。

该公司采取门店直营为主，第三方代理、电子商务为辅的方式进行产品销售，其中电子商务的销售对象主要为个人客户；门店直营、第三方代理的销售对象为团体客户。从销售区域分布来看，近三年华东区、华北区、东北区、华南区销售占比较高，主要原因系该地区一二线城市较多，经济较发达，市场较为成熟。公司客户以团体客户为主，结算周期较长，目前平均结算周期为3个月。

图表 10. 主要服务销售的市场分布<sup>12</sup>

| 地区名称 | 2016 年度 |         | 2017 年度 |         | 2018 年度 |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 金额(亿元)  | 占比      | 金额(亿元)  | 占比      | 金额(亿元)  | 占比      |
| 东北区  | 3.47    | 11.26%  | 5.37    | 8.62%   | 5.53    | 6.54%   |
| 华东区  | 8.52    | 27.66%  | 17.25   | 27.68%  | 20.00   | 23.64%  |
| 华北区  | 3.96    | 12.85%  | 14.39   | 23.09%  | 28.33   | 33.49%  |
| 中南区  | 3.63    | 11.77%  | 6.83    | 10.96%  | 8.90    | 10.52%  |
| 西北区  | 2.54    | 8.24%   | 3.77    | 6.05%   | 4.19    | 4.95%   |
| 西南区  | 3.76    | 12.20%  | 6.21    | 9.96%   | 8.85    | 10.46%  |
| 华南区  | 4.94    | 16.03%  | 8.50    | 13.64%  | 8.80    | 10.41%  |
| 合计   | 30.82   | 100.00% | 62.33   | 100.00% | 84.60   | 100.00% |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

该公司采购分为设备及耗材采购、医学检验和病理样本外送检测及委外体检三类。公司编制设备及耗材方面采购目录，目录范围内的设备、耗材有本部进行集中招标采购；目录范围外的小型仪器设备及低值耗材由各子公司自行采购。核磁共振及CT等采购单价高的设备主要采用融资租赁<sup>13</sup>方式集中采购。一般由公司同出租人、出卖人签订融资租赁合同，子公司作为第一承租人享有设备使用权并分期向出租人付款，租赁期满租金支付完毕并且公司根据融资租赁合同的规定履行完全义务后，可选择留购、续租或退还租赁设备。

该公司将体检过程中采集的部分医学检验、病理样本集中送交外部专业检测机构进行检测，如液基薄层细胞学检测（TCT）、肿瘤疾病检测及TORCH检测等，该部分成本在营业成本中占比约4%。

该公司还依托数据资源及规模优势有序开展基因测序业务、电子健康病历、远程医疗服务、转诊服务、健康保险、慢病管理等增值业务，积极打造体检产业链闭环。大数据方面，公司于2016年9月收购上海好卓数据服务有限

<sup>12</sup> 基于同审计报告财务分区一致考虑，此处未采用行政管理上的区域划分。

<sup>13</sup> 公司融资租赁出租方分别有上海富汇融资租赁有限公司、江苏中润融资租赁有限公司、拉赫兰顿融资租赁（中国）有限公司（以下简称“拉赫兰顿”）以及上海美鑫融资租赁有限公司（以下简称“美鑫租赁”），其中美鑫租赁为公司于2015年10月同香港大嶺有限公司共同设立的融资租赁公司，公司控股比例为75%。截至报告日，公司共计通过上海富汇、江苏中润以及拉赫兰顿合计租赁资金为1265.14万元，公司其余设备租赁均通过美鑫租赁实现。

公司（简称“好卓数据”）<sup>14</sup>19.90%股权，拟借助好卓数据建立电子档案，为客户提供精准技术服务和大数据分析；基因检测方面，2018年4月末，公司发布公告拟购买美因健康科技<sup>15</sup>（北京）有限公司（以下简称“美因健康”）33.42%的股权，并与其达成合作协议，进行健康管理、大数据分析、基因检测与信息技术等方向的技术合作<sup>16</sup>；移动医疗方面，公司已于2016年7月与关联方上海大象医疗健康科技有限公司<sup>17</sup>（简称“大象医疗”）签订合作框架协议，公司下属机构将通过大象医疗的远程影像系统与体检及医疗机构的大型影像设备连接，实现CT、核磁以及胶囊胃镜阅片等远程阅片服务及影像学专家会诊服务。此外，公司还于2016年12月发布公告，同西门子医疗系统有限公司联合设立医学影像研究中心上海美翎医学影像诊断中心有限公司<sup>18</sup>，以提升公司在健康筛查、疾病诊断、中心体检的效率以及整体的标准化程度，截至目前，合资公司仍在筹建设立中；保险方面，公司于2015年10月通过了《关于全资子公司参与发起设立健康保险股份有限公司的议案》，拟出资2亿元，参股设立健康保险股份有限公司（最终名称以公司登记机关核准的名称为准），持有其20%的股权。保险公司将利用公司客户资源、渠道建设、数据分析等多方面优势，开展健康保险有关业务<sup>19</sup>，目前保险牌照正在申请办理中。

<sup>14</sup> 好卓数据为俞熔于2014年7月创办的有限责任公司。好卓数据依托云计算、移动互联等技术，围绕个人健康及医疗档案建立、健康数据服务、健康管理等业务展开技术开发服务。2016年7月，美年健康公司以自有资金人民币223.60万元购买了天亿资管持有的好卓数据19.90%股权。

<sup>15</sup> 美因健康为2015年12月由美年大健康董事长俞熔投资发起，并于2016年1月成立的有限责任公司，注册资金1000万元。美因健康是无创DNA检测整体解决方案提供商（侧重产前），主营业务为健康管理、医学检验、疾病预防、基因检测等。2016年7月4日，公司以人民币200万元购买了天亿资管持有的美因健康17.14%股权。2018年4月，公司发布公告拟以38,767.20万元收购上海天亿资产管理有限公司持有的美因基因33.42%股权，收购完成后共持有美因基因50.56%的股权。此外天亿资产承诺美因基因2018年度、2019年度和2020年度对应的净利润分别不得低于4,262.73万元、8,866.08万元、12,330.33万元。若美因基因未实现业绩承诺数，天亿资产需向美年健康提供业绩补偿，关注业绩实现情况。2018年美因健康实现营业收入2.03亿元，实现净利润0.43亿元。2018年，美因健康实现净利润0.43亿元，完成了业绩承诺数。

<sup>16</sup> 美因健康将依据美年健康海量数据资源开发易感基因检测、肿瘤早期筛查、药物敏感基因检测、微生物基因检测等“治未病”的基因检测产品，帮助公司客户实现精准健康管理。

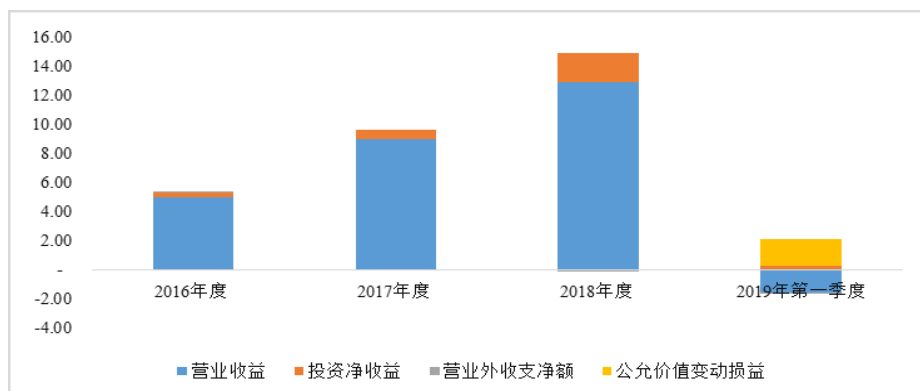
<sup>17</sup> 大象医疗的主营业务为医疗健康科技领域内的技术咨询，实际控制人俞熔控制的天亿资管直接持有大象医疗65%股权，俞熔直接持有大象医疗7%股权。

<sup>18</sup> 拟设立的上海美翎医学影像诊断中心有限公司总投资额为人民币1.00亿元，其中美年健康拟以自有资金出资人民币0.51亿元，持有合资公司51%的股权；西门子医疗拟出资人民币0.49亿元，持有合资公司49%的股权，目前牌照仍在申请过程中。

<sup>19</sup> 该保险股份有限公司主营业务包括：互联网交易直接相关的企业/家庭健康保险、责任保险、短期健康、意外伤害保险；各种人民币和外币的健康保险业务、意外伤害保险业务，与国家医疗保障政策配套、受政府委托的健康保险业务，与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务以及与健康保险有关的再保险等。

## (2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据美年健康所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

随着外延式并购扩张及内生式发展，该公司营业收入保持快速增长趋势，2016~2018 年及 2019 年第一季度营业收入分别为 30.82 亿元、62.33 亿元、84.58 亿元和 12.79 亿元，同比增幅 46.65%、102.25%、35.70%和 4.21%。公司主业突出且毛利率水平较高，同期分别为 48.31%、46.96%、47.56%和 20.32%。其中 2019 年第一季度毛利率偏低主要受季节性因素影响。

随着体检中心数量的增加，该公司营业成本快速增长，2016~2018 年及 2019 年第一季度营业成本分别为 15.93 亿元、33.06 亿元、44.36 亿元和 10.19 亿元。其中人工费用及房租物业费用占比较大，近三年合计占公司营业成本的 48.37%、49.09%和 46.30%。预计未来随着营业网点的增加，公司人工费用及房屋租赁费用将继续增长。

图表 12. 公司近三年营业成本情况（单位：亿元）

| 项目     | 2016 年 |        | 2017 年 |        | 2018 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额     | 占营业成本比 | 金额     | 占营业成本比 | 金额     | 占营业成本比 |
| 人工费用   | 5.13   | 32.17% | 10.74  | 32.49% | 13.93  | 31.40% |
| 房租物业费用 | 2.58   | 16.20% | 5.49   | 16.60% | 6.61   | 14.90% |
| 其他     | 8.20   | 51.46% | 16.72  | 50.57% | 23.61  | 53.24% |

资料来源：根据美年健康所提供资料整理、绘制

该公司近年股权投资较多并产生了一定投资收益，2016~2018 年及 2019 年第一季度投资净收益分别为 0.37 亿元、0.61 亿元、1.95 亿元和 0.29 亿元。2018 年公司投资收益规模增大，主要是多次交易分步收购的企业合并按照公允价值确认的收益。同期公司营业外净收入分别为 0.02 亿元、-0.02 亿元、-0.13 亿元和-0.38 亿元。整体而言，投资净收益及营业外净收入对公司经营业绩影响较小。

图表 13. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构       | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年<br>第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入合计（亿元）     | 30.82   | 62.33   | 84.58   | 12.79          |
| 毛利（亿元）         | 14.89   | 29.27   | 40.23   | 2.60           |
| 期间费用率（%）       | 33.16   | 33.10   | 34.15   | 49.38          |
| 其中：财务费用率（%）    | 1.31    | 1.78    | 2.91    | 6.53           |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 0.39    | 1.05    | 2.49    | —              |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | —       | —       | —       | —              |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

该公司期间费用以销售费用和管理费用为主，财务费用支出较少。随着体检网点数量的增加及销售员工工资水平的上升，公司销售费用呈快速增长趋势，2016~2018 年及 2019 年第一季度分别为 7.18 亿元、14.88 亿元、20.27 亿元和 3.85 亿元。同期公司管理费用分别为 2.64 亿元、4.64 亿元、6.16 亿元和 1.63 亿元，主要是人力成本、本部房租等；公司财务费用规模相对较小，分别为 0.40 亿元、1.11 亿元、2.46 亿元和 0.84 亿元。随着各项费用的增长，公司期间费用快速增长，2016~2018 年及 2019 年第一季度分别为 10.22 亿元、20.63 亿元、28.88 亿元和 6.31 元，期间费用率分别为 33.16%、33.10%、34.15%和 49.38%。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

| 影响公司盈利的其他因素       | 2016 年度  | 2017 年度  | 2018 年度   | 2019 年<br>第一季度 |
|-------------------|----------|----------|-----------|----------------|
| 投资净收益             | 3,711.89 | 6,050.12 | 19,541.08 | 2,914.02       |
| 其中：合营企业投资收益       | -696.44  | -480.10  | -984.83   | -88.23         |
| 分步交易达到控制公允价值产生的收益 | 2,397.79 | 5,281.30 | 14,331.86 | 882.00         |
| 营业外收入             | 404.06   | 405.37   | 471.98    | 57.28          |
| 其中：政府补助           | 279.04   | 90.64    | 412.27    | 39.14          |
| 其他综合收益            | —        | 452.41   | 44.09     | 25.83          |
| 公允价值变动损益          | —        | —        | —         | 18,358.82      |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

该公司通过体检中心的迅速扩张、品牌认可度的提升、个检及其他增值服务的推广等带动盈利水平逐年提高，2016~2018 年及 2019 年第一季度分别实现营业利润 4.97 亿元、9.04 亿元、12.97 亿元和-1.57 亿元，净利润 3.79 亿元、6.94 亿元、9.73 亿元和-1.35 亿元。2019 年第一季度公司营业利润及净利润为负与季节性因素有关，且亏损幅度同比有所收窄。总体上看，公司主业盈利能力较强。

### （3）运营规划/经营战略

该公司主要通过所参股的产业并购基金进行前期的建设及培育工作，待经营成熟后再注入公司，因此自身在建项目规模较小，主要集中于老门店的

装修、设备的安装和医疗服务管理信息化系统建设等。公司在建项目建设周期约为1年，截至2018年末在建项目预计总投资金额为1.00亿元，已投资金额为0.69亿元。

**图表 15. 截至 2018 年末在建工程情况（单位：万元）**

| 项目              | 预算数             | 工程累计投入占预算比例 | 工程进度  | 累计投入金额          |
|-----------------|-----------------|-------------|-------|-----------------|
| 门店装修费           | 7,793.61        | 67%         | 装修进行中 | 5,220.83        |
| 在安装的设各          | 1,061.31        | 96%         | 安装调试中 | 1,014.52        |
| 医疗服务管理信息化系统建设项目 | 1,123.80        | 56%         | 建设中   | 625.14          |
| <b>合计</b>       | <b>9,978.72</b> |             |       | <b>6,860.49</b> |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

该公司以“做大主业、建立生态、协同创新、形成闭环”为核心发展战略，计划通过新建、并购相结合的方式扩张门店规模。公司2018年末共有控股体检门店256家，控股体检中心，参股门店292家，另有在建门店85家。公司计划2021年左右实现国内1000家（含参股）体检中心的布局，预计未来三年每年用于收购体检门店的资金需求仍较大。

此外，该公司拟通过非公开发行股票募集资金投入生物样本库建设项目<sup>20</sup>、数据中心建设项目<sup>21</sup>、终端信息安全升级项目<sup>22</sup>、管理系统升级项目<sup>23</sup>及补充流动资金等，预计项目总投资金额为21.72亿元，其中募集资金投入金额为20.46亿元。公司拟通过相关项目的建设，扩充健康体检业务的产业链结构，实现增值。相关项目投资资金规模较大，关注非公开发行股票事项进展。

**图表 16. 公司拟建项目情况（单位：亿元）**

| 项目         | 项目投资总额 | 募集资金投入金额 |
|------------|--------|----------|
| 生物样本库建设项目  | 9.81   | 9.00     |
| 数据中心建设项目   | 5.47   | 5.30     |
| 终端信息安全升级项目 | 1.79   | 1.79     |
| 管理系统升级项目   | 0.94   | 0.65     |
| 补充流动资金     | 3.71   | 3.71     |

<sup>20</sup> 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，用于存储用户个人血液样本。生物样本库的建设有助于实现用户的个体化健康管理、促进医学进步和医药研发和完善公司健康产业生态圈。该项目建设周期为两年内部收益率可达15.35%（税后），预计投资回收期（含建设期）为7.67年（税后）。

<sup>21</sup> 数据中心建设项目主要是满足公司内部数据资源储存及运维发展的需求，建设而内容主要包括主机设备、存储设备、安全设备等构筑的“两地三中心”数据中心架构。

<sup>22</sup> 终端信息安全升级项目主要建设目的为加强终端信息安全水平和提升企业整体的运营效率。本项目的实施有助于提升分院的信息安全保障，为消费者提供安全、稳定的服务环境，有助于增强公司的市场竞争力。

<sup>23</sup> 管理系统升级项目主要系对管理系统的升级改造，公司主要将在存货管理、财务管理、人力资源管理等领域引入并开发适应美年健康业务需求的信息化系统，提高管理水平，提升经营效率。

| 项目 | 项目投资总额 | 募集资金投入金额 |
|----|--------|----------|
| 合计 | 21.72  | 20.46    |

资料来源：根据美年健康提供的数据整理

## 管理

该公司系自然人控制的民营上市企业。公司股权结构清晰，产权关系较稳定。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。跟踪期内，公司收到广州市天河区卫生和计划生育局《责令整改通知书》暴露出公司在执行管理和质控制度方面还存在一定不足和疏漏。

该公司为民营公司，2015 年通过资产置换的方式实现借壳上市。公司成立以来，实际控制人未发生变更，为俞熔先生。截至 2019 年 3 月末，俞熔通过天亿投资、天亿资管、美馨投资、维途投资和途投资和中卫成长直接和间接持有公司 9.37 亿股份，占公司总股份的 30.01%，其中股权质押比例 79.04%。公司实际控制人所持公司股份质押比例较高，关注解质押情况及公司股权变化情况。公司股权状况详见附录一。

根据该公司 2019 年 3 月发布的《2018 年度非公开发行股票预案（修订稿）》，募集资金不超过 20.46 亿元。公司此次非公开发行 A 股股票事项并不会导致公司的实际控制人发生变更。后续仍需关注该事项对公司股权结构的具体影响。

关联交易方面，该公司与关联企业之间的商品购销、关联租赁及及应收、预付项目等，交易规模均较小，对公司业绩影响有限。2018 年，公司向关联方采购设备、外包体检服务合计 1.70 亿元，向关联方提供体检服务 1.11 亿元，价格均以协议价交易。资金往来方面，2018 年末，公司与关联方应收款项和应付款项合计金额分别为 5.28 亿元和 1.20 元，其中应收款项以北京慈记网络科技有限公司的往来款及旗下参股门店的长期应收融资租赁款为主。此外，公司还存在少量关联租赁业务，主要为向联营企业提供的医疗设备等租赁业务和向控股股东控制的企业租赁房屋等资产。

2018 年 8 月，该公司下属广州美年富海门诊部由于部分 B 超检查报告未经医生陈飞雪审核，由其他医生以陈飞雪名义发出报告；检查报告无医师手写签名；在未取得放射诊疗许可前擅自开展 CT 放射诊疗活动。放射科使用未按规定进行职业健康体检复查的人员肖浩、卢玉萍从事放射诊疗工作等问题收到了广州市天河区卫生和计划生育局出具的《责令整改通知书》（穗天卫医〔2018〕整字 70 号）。本次广州美年富海门诊部事件暂未对公司经营产生较大影响，但相关问题反映出广州美年富海门诊部在执行管理和质控制度方面还存在的不足和疏漏，公司已督促广州美年富海门诊部积极完成整改，同时在全国范围所有分公司、体检分院开展深度自查，全流程无死角排查所有

关键环节和指标。未来公司将进一步强化人力资源控制巡查、专家重点寻访培训、第三方测评、纪检和投诉机制等内部监控措施，依托信息化手段，实现全流程业务管控，进一步提升内部控制水平，关注公司整改事项进展。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2019年5月17日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息披露，公司债券偿付正常，无违约事项。

**图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

| 信息类别     | 信息来源                      | 查询日期      | 控股股东 | 母公司 | 核心子公司 | 存在担保等风险敞口的非核心子公司 |
|----------|---------------------------|-----------|------|-----|-------|------------------|
| 欠贷欠息     | 中国人民银行征信局                 | 2019/5/17 | 未提供  | 无   | 无     | 不涉及              |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露                    | 2019/6/9  | 不涉及  | 无   | 不涉及   | 不涉及              |
| 重大诉讼     | 最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明 | 2019/6/9  | 无    | 无   | 无     | 无                |
| 工商       | 国家企业信用信息公示系统              | 2019/6/9  | 无    | 无   | 无     | 无                |
| 安全       | 公司情况说明                    | 2019/6/9  | 无    | 无   | 无     | 无                |

资料来源：根据美年健康所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

## 财务

该公司体检主业突出，跟踪期内收入快速增长，且保持了良好的盈利能力。但公司用于扩张的投资支出规模较大，推动负债规模不断上升。得益于良好的经营积累以及多次非公开发行股票，公司资本实力不断增强，资产负债率仍处于合理水平。公司经营获现能力较强，且具有一定货币资金存量，能够为即期债务偿付提供一定保障。

### 1. 数据与调整

瑞华会计师事务所对该公司 2016~2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。2017 年，公司按照财政部新颁布的《关于印发<企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营>的通知》（财会[2017]13 号）和《关于印发修订<企业会计准则第 16 号——政府补助>的通知》（财会[2017]15 号）对会计政策进行变更。

该公司于 2017 年完成对慈铭体检的收购，由于公司与慈铭体检在合并前后均受同一实际控制人俞熔控制且该控制并非暂时性的，因此公司对慈铭体检的合并为同一控制下企业合并。公司在编制 2017 年合并报表时，对合并资

产负债表的期初数及比较报表的相关项目进行调整，视同合并后的报告主体在以前期间一直存在（如图表 18 所示）。本报告使用的 2016 年财务及经营数据为调整前的财务报表及经营数据。

图表 18. 追溯调整后的财务报表情况（单位：亿元）

| 财务科目          | 2015 年 |       | 2016 年 |       | 2017 年 |
|---------------|--------|-------|--------|-------|--------|
|               | 调整前    | 调整后   | 调整前    | 调整后   |        |
| 总资产           | 44.81  | 75.31 | 59.90  | 90.15 | 124.79 |
| 归属于上市公司股东的净资产 | 30.56  | 54.97 | 33.13  | 58.61 | 64.97  |
| 营业收入          | 21.01  | 21.01 | 30.82  | 43.14 | 62.33  |
| 归属于上市公司股东的净利润 | 2.60   | 2.38  | 3.39   | 4.52  | 6.14   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3.30   | 3.30  | 7.07   | 8.90  | 14.45  |

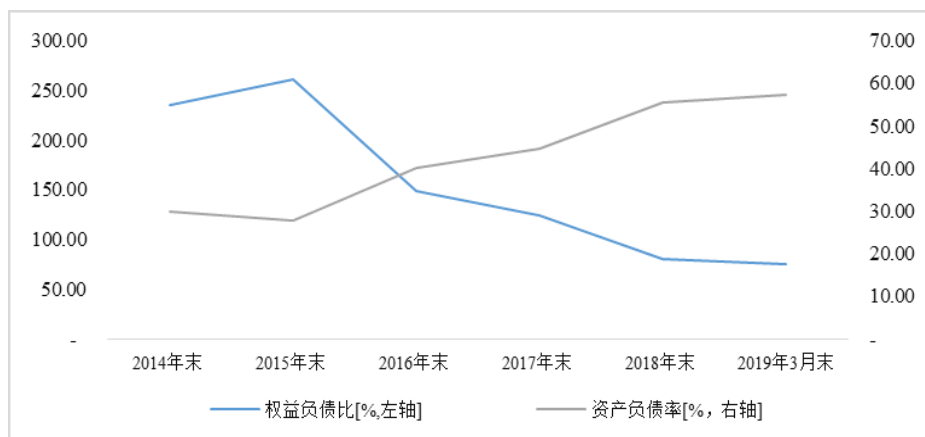
资料来源：美年健康

该公司不断通过设立及并购的方式，实现体检门店的扩张。截至 2018 年末纳入合并范围的子公司共 240 家，其中当年新增 74 家。公司整体经营情况较好，营业收入稳步增长，经营效益良好。但公司近年投资并购活动频繁，扩张速度较快，存在一定整合及投资压力。公司主营业务资金回笼能力较强，能对债务偿付形成一定保障。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据美年健康所提供数据绘制

近年来，该公司主要通过新建和并购的方式实现主业的快速增长，随着经营规模扩大，营运资金、投资资金需求也不断上升，推动公司负债规模不断扩大。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 24.06 亿元、55.77 亿元、90.59 亿元和 95.55 亿元，资产负债率分别为 40.16%、44.69%、55.39%和 57.24%，负债经营程度有所上升。

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 35.84 亿元、

69.03 亿元、72.96 亿元和 71.36 亿元<sup>24</sup>。其中 2017 年公司通过非公开发行股份及支付现金的方式完成对慈铭体检剩余 72.22% 股权的收购，导致公司实收资本增加 1.80 亿元，资本公积增加 26.18 亿元，所有者权益进一步增长。跟踪期内，公司经营积累情况较好，加之股东增资及完成增发，资本实力有所增强。根据利润分配政策，现阶段公司仍处于扩张期且有重大资金支出安排，每年现金分红数不应低于利润的 20%。2016~2018 年分别分红 0.36 亿元、1.30 亿元和 1.65 亿元。

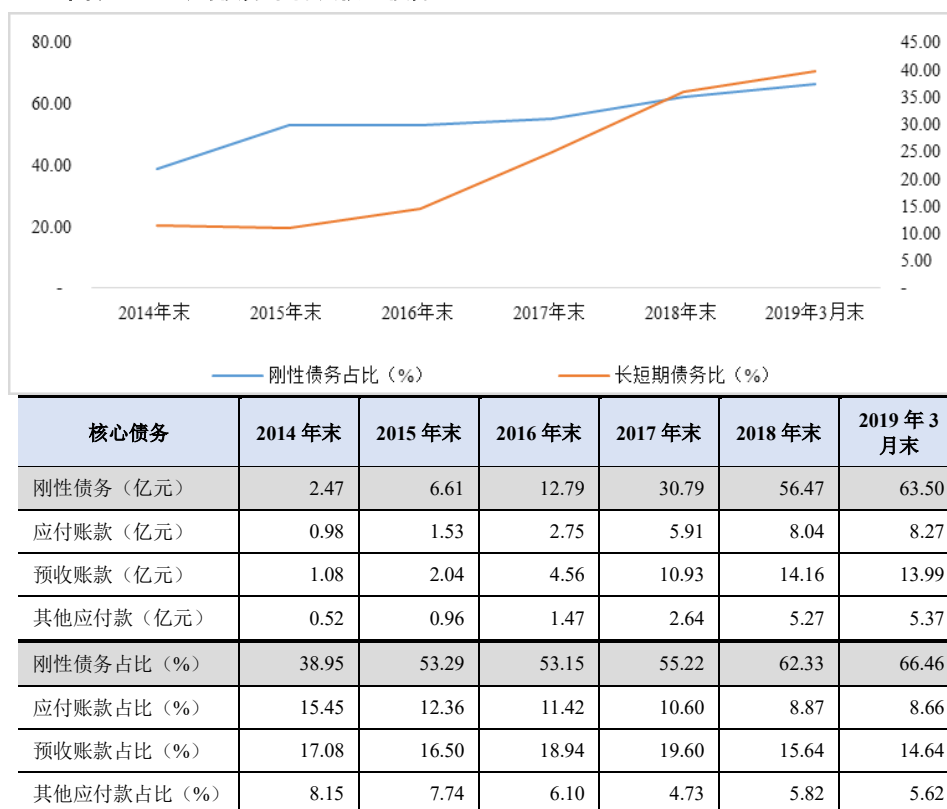
图表 20. 公司近年分红情况

|                               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| 现金分红数（亿元）                     | 0.36   | 1.30   | 1.65   |
| 分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元） | 4.52   | 6.14   | 8.21   |
| 占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)  | 8.04   | 21.19  | 20.12  |

资料来源：根据美年健康所提供数据绘制

## (2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据美年健康所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和预收账款等构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务分别为 12.79 亿元、30.79

<sup>24</sup> 公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份 660.7 万股，股票最高成交价为 15.48 元/股，最低成交价为 13.81 元/股，支付的总金额为 0.97 亿元（含交易费用）。

亿元、56.47 亿元和 63.50 亿元；分别占债务总额的 53.15%、55.22%、62.33% 和 66.46%。应付账款余额分别为 2.75 亿元、5.91 亿元、8.04 亿元和 8.27 亿元，主要由应付材料费用、应付房租费用、应付外包体检款及应付外送检验费用等构成。同期末，其他应付款分别为 1.47 亿元、2.64 亿元、5.27 亿元和 5.37 亿元，主要由应付设备款、应付装修款及往来款构成。2018 年增长主要系公司其他应付款由于应付股权款及应付融资租赁设备款增加所致。同期末，预收账款分别为 2.04 亿元、4.56 亿元、10.93 亿元和 8.21 亿元，主要原因系公司经营规模增长带动预收体检费用增长；此外，公司应付职工薪酬同期末分别为 1.56 亿元、4.15 亿元、4.46 亿元和 2.70 亿元，呈增长趋势，主要原因系体检中心数量增加及公司为激励员工拓展下游客户支付给员工的工资、奖金、津贴等短期薪酬的增长。

### (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类              | 2014 年末     | 2015 年末     | 2016 年末     | 2017 年末      | 2018 年末      | 2019 年 3 月末  |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>     | <b>2.34</b> | <b>5.46</b> | <b>9.89</b> | <b>19.88</b> | <b>32.97</b> | <b>37.27</b> |
| 其中：短期借款             | 1.93        | 4.79        | 8.30        | 11.44        | 24.14        | 27.44        |
| 一年内到期银行借款           | 0.25        | 0.52        | 1.46        | 3.92         | 7.67         | 8.81         |
| 应付短期债券              | —           | —           | —           | 4.00         | —            | —            |
| 应付票据                | 0.03        | 0.02        | —           | —            | —            | —            |
| 其他短期刚性债务            | 0.14        | 0.14        | 0.13        | 0.51         | 1.16         | 1.02         |
| <b>中长期刚性债务合计</b>    | <b>0.13</b> | <b>1.15</b> | <b>2.90</b> | <b>10.92</b> | <b>23.50</b> | <b>26.23</b> |
| 其中：长期借款             | 0.04        | 0.86        | 2.45        | 6.03         | 13.54        | 16.29        |
| 应付债券                | —           | —           | —           | 3.96         | 8.96         | 8.97         |
| 其他中长期刚性债务           | 0.08        | 0.28        | 0.45        | 0.92         | 1.01         | 0.97         |
| <b>综合融资成本（年化，%）</b> | <b>4.75</b> | <b>4.87</b> | <b>4.45</b> | <b>4.99</b>  | <b>6.36</b>  | <b>5.18</b>  |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

近年来，该公司债务规模随公司业务范围的扩大持续增长。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务分别为 12.79 亿元、30.79 亿元、56.47 亿元和 63.50 亿元。公司刚性债务主要由银行借款、应付债券构成。同期末，公司银行借款分别为 12.21 亿元、21.40 亿元、45.34 亿元和 52.55 亿元，以信用借款、保证借款及抵押借款为主，借款结构偏短期，借款利率在 4%-7% 之间。同期，公司长期应付款分别为 0.50 亿元、0.93 亿元、1.01 亿元和 0.97 亿元，主要为应付融资租赁设备款，公司融资租赁款期限一般为 36-60 个月，年利率区间 8%-13%。2017 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付债券分别为 3.96 亿元、8.96 亿元和 8.97 亿元，主要由“17 美年 MTN001”和“18 美年 01”构成。此外，公司于 2019 年 4 月发行了 2 年期境外美元债“MEI NIAN INVESTMENT LIMITED”，金额为 2.00 亿美元。

图表 23. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：万元）

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年（不含 2 年） | 2~3 年（不含 3 年） | 3~5 年（不含 5 年） | 5 年及以上    |
|------------------|-------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| 3%以内             | —     | —             | —             | —             | —         |
| 3%~4%（不含 4%）     | —     | —             | —             | —             | —         |
| 4%~5%（不含 5%）     | —     | 71,290.33     | —             | 85,817.80     | —         |
| 5%~6%（不含 6%）     | —     | 202,549.65    | 2,150.00      | 67,267.92     | 21,482.00 |
| 6%~7%（不含 7%）     | —     | 400           | 50,000.00     | 114,322.93    | —         |
| 7%及以上            | —     | 200           | —             | —             | —         |
| 合计               | —     | 274,439.98    | 52,150.00     | 267,408.65    | 21,482.00 |

资料来源：美年健康

### 3. 现金流量

#### （1）经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标           | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 营业周期（天）           | 90.92  | 81.73  | 91.16  | 73.64  | 81.46  | —              |
| 营业收入现金率（%）        | 94.46  | 95.51  | 97.23  | 102.13 | 99.20  | 97.79          |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 4.22   | 6.39   | 11.09  | 22.19  | 23.01  | -3.59          |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -2.15  | -3.09  | -4.02  | -7.74  | -7.62  | -1.96          |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 2.07   | 3.30   | 7.07   | 14.45  | 15.39  | -5.56          |
| EBITDA（亿元）        | 2.88   | 5.26   | 7.56   | 14.14  | 20.97  | —              |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 1.17   | 0.80   | 0.59   | 0.46   | 0.37   | —              |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 43.36  | 30.33  | 19.34  | 13.47  | 8.41   | —              |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额，主要包括现金支付的期间费用款。

2016~2018 年，该公司营业周期分别为 91.16 天、73.64 天和 81.46 天，整体有所缩短。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.07 亿元、14.45 亿元、15.39 亿元和-5.56 亿元，营业收入现金率分别为 97.23%、102.13%、99.20%和 97.79%，经营创现能力较好。公司 2019 年第一季度经营活动现金流净额为负值，主要原因系体检行业存在季节性特征，一季度为淡季，致使第一季度经营活动流入较少。

2016~2018 年，该公司 EBITDA 分别为 7.56 亿元、14.14 亿元和 20.97 亿元，随利润总额变化呈增长趋势。2018 年，公司利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其他资产摊销在 EBITDA 中占比分别

为 61.20%、11.88%、14.76%和 12.16%。随着公司体检门店的扩张，整体债务规模不断增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所降低。

## (2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标                      | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | -0.63  | -12.22 | -4.42  | -8.71  | -11.75 | -1.20          |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -2.57  | -3.47  | -4.54  | -8.03  | -8.30  | -1.57          |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | —      | —      | -2.65  | -3.39  | -7.76  | -1.78          |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -3.21  | -15.69 | -11.61 | -20.14 | -27.81 | -4.56          |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

该公司近年来投资活动现金流持续处于较大规模净流出，2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-11.61 亿元、-20.41 亿元、-27.81 亿元和-4.56 亿元。2018 年以来规模较大主要是收购体检门店方面的支出。未来随着业务不断扩张，公司投资环节现金流预计仍将保持净流出状态。

## (3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标           | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 权益类净融资额           | 2.20   | 14.65  | -0.31  | 3.61   | -3.58  | -1.10          |
| 债务类净融资额           | 1.56   | 3.90   | 5.89   | 17.11  | 24.82  | 7.21           |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | 0.21   | -0.88  | -1.08  | -5.12  | -8.82  | -0.44          |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | 3.97   | 17.67  | 4.51   | 15.59  | 12.42  | 5.66           |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

在非筹资环节存在资金缺口的状况下，该公司主要通过银行借款、发行债券及非公开发行股票等方式弥补，公司筹资环节现金流呈大额净流入状态。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.51 亿元、15.59 亿元、12.42 亿元和 5.66 亿元。其中，2017 年公司通过非公开发行股票购买慈铭体检 72.22%股权募集资金总额 28.51 亿元；2018 年新增银行借款支付部分门店少数股权尾款。截至 2018 年末，公司拥有 256 家控股体检中心，另有 292 家参股门店，在建门店 85 家。公司计划 2021 年左右实现 1000 家（含参股）体检中心的布局，未来仍有较大的投融资需求。

#### 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标            | 2014 年<br>末     | 2015 年<br>末     | 2016 年<br>末     | 2017 年<br>末     | 2018 年<br>末      | 2019 年 3<br>月末   |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%）  | 10.73<br>50.38% | 19.01<br>42.43% | 23.71<br>39.58% | 45.90<br>36.78% | 58.06<br>35.50%  | 56.67<br>33.95%  |
| 其中：现金类资产（亿元）       | 5.78            | 11.06           | 11.02           | 23.68           | 24.94            | 20.50            |
| 应收款项（亿元）           | 3.28            | 5.38            | 8.67            | 14.06           | 19.69            | 19.90            |
| 存货（亿元）             | 0.15            | 0.25            | 0.45            | 0.83            | 1.27             | 1.20             |
| 其他应收款（亿元）          | 1.11            | 1.54            | 1.58            | 2.69            | 3.97             | 5.19             |
| 一年内的到期的非流动资产（亿元）   | 0.00            | 0.01            | 0.67            | 1.74            | 3.61             | 4.17             |
| 预付款项（亿元）           | 0.41            | 0.75            | 0.70            | 1.18            | 2.02             | 2.89             |
| 其他流动资产（亿元）         | 0.00            | 0.02            | 0.62            | 1.72            | 2.57             | 2.82             |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 10.56<br>49.62% | 25.80<br>57.57% | 36.19<br>60.42% | 78.90<br>63.22% | 105.48<br>64.50% | 110.24<br>66.05% |
| 其中：固定资产（亿元）        | 4.26            | 6.24            | 9.37            | 18.09           | 25.62            | 25.34            |
| 在建工程（亿元）           | 0.75            | 0.64            | 0.50            | 0.87            | 0.69             | 0.89             |
| 可供出售金融资产（亿元）       | 0.07            | 10.71           | 2.39            | 5.77            | 10.77            | —                |
| 无形资产（亿元）           | 0.13            | 0.13            | 0.26            | 1.38            | 1.65             | 1.65             |
| 长期股权投资（亿元）         | 1.37            | 0.40            | 10.61           | 0.31            | 0.60             | 0.68             |
| 长期应收款（亿元）          | 0.03            | 0.03            | 1.56            | 3.37            | 7.45             | 8.32             |
| 长期待摊费用（亿元）         | 2.14            | 2.84            | 3.61            | 6.56            | 8.27             | 7.97             |
| 其他非流动资产（亿元）        | 0.23            | 0.24            | 0.41            | 1.33            | 2.21             | 2.56             |
| 商誉（亿元）             | 1.12            | 4.17            | 7.10            | 40.46           | 47.39            | 47.84            |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

随着业务规模的扩大，该公司资产规模也呈扩张态势，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末资产总额分别为 59.90 亿元、124.79 亿元、163.55 亿元和 166.91 亿元。从资产构成看，公司资产以非流动资产为主。同期末，公司非流动资产规模分别为 36.19 亿元、78.90 亿元、105.48 亿元和 110.24 亿元，分别占资产总额的比例为 60.42%、63.22%、64.50%和 66.05%。

该公司非流动资产以长期股权投资、固定资产、商誉、长期待摊费用、可供出售金融资产和长期应收款为主。公司可供出售金融资产和长期股权投资主要系参股的体检公司，其中 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，可供出售金融资产分别为 2.39 亿元、5.77 亿元、10.77 亿元和 0.00 亿元，长期股权投资分别为 10.61 亿元、0.31 亿元、0.60 亿元和 0.68 亿元。2017 年公司长期股权投资科目规模有所下降，主要系公司于当期完成了对慈铭体检 100%股权的收购，从长期股权投资科目转出所致。2018 年公司可供出售金融资产随着公司参股门店规模的增大较上年末增长 86.79%至 10.77 亿元。此外，由于 2019 年起实行新的会计准则，可供出售金融资产科目调整至其他非流动金融资产科目，金额为 13.32 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司固

定资产分别为 9.37 亿元、18.09 亿元、25.62 亿元和 25.34 亿元，呈增长趋势，主要是新增体检门店增加导致的体检设备投放量增长；商誉分别为 7.10 亿元、40.46 亿元、47.39 亿元和 47.84 亿元，主要为 2016 年收购深圳鸿康杰及新新健康、2017 年收购慈铭体检（对应商誉规模约 28.63 亿元）产生的溢价，公司每年对商誉进行减值测试，2016 年~2018 年商誉无减值准备发生。同期末，公司长期待摊费用分别为 3.61 亿元、6.56 亿元、8.27 亿元和 7.97 亿元，主要由门店装修费构成；长期应收款分别为 1.56 亿元、3.37 亿元、7.45 亿元和 8.32 亿元，主要由应收关联体检门店设备融资租赁费用构成；在建工程分别为 0.50 亿元、0.87 亿元、0.69 亿元和 0.89 亿元，公司在建项目主要包括医疗信息化建设项目及在建门店建设等，近年规模较小，主要系公司新体检门店主要通过收购实现，自建门店数量较小所致。同期末，公司其他非流动资产分别为 0.41 亿元、1.33 亿元、2.21 亿元和 2.56 亿元，主要由预付设备款及预付股权收购款构成。

该公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款为主。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司货币资金分别为 11.01 亿元、23.66 亿元、24.94 亿元和 20.49 亿元。截至 2018 年末，公司受限货币资金 1.04 亿元，主要为银行借款保证金。同期末，公司应收账款分别为 8.67 亿元、14.06 亿元、19.69 亿元和 19.90 亿元，增长主要是业务规模扩大所致。2018 年末公司应收账款前五名合计金额为 1.77 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 8.64%。2018 年，公司按照会计准则计提的应收坏账准备合计为 0.02 亿元。同期末，公司其他应收款分别为 1.58 亿元、2.69 亿元、3.97 亿元和 5.19 亿元，主要包括应收履约保证金、往来款、股权回购款及房租押金等款项等，跟踪期内随股票回购款及保证金规模有所增长。公司一年内到期的非流动资产分别为 0.67 亿元、1.74 亿元、3.61 亿元和 4.17 亿元，主要由一年内到期的长期应收款构成。

截至 2019 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 16.48 亿元，主要由开立银行借款保证金的货币资金、抵押的长期应收款和固定资产等构成。

**图表 28. 截至 2019 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）**

| 项目    | 金额    | 原因      |
|-------|-------|---------|
| 货币资金  | 1.04  | 银行借款保证金 |
| 长期应收款 | 14.86 | 银行借款抵押  |
| 固定资产  | 0.58  | 银行借款抵押  |
| 合计    | 16.48 | —       |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理

## 5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标  | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 188.28  | 170.28  | 113.01  | 102.79  | 87.26   | 82.96       |
| 速动比率 (%) | 178.49  | 161.33  | 107.50  | 98.29   | 82.33   | 76.98       |
| 现金比率 (%) | 101.40  | 99.06   | 52.51   | 53.02   | 37.49   | 30.01       |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理。

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 113.01%、102.79%、87.26%和 82.96%，速动比率分别为 107.50%、98.29%、82.33%和 76.98%，呈逐年下降趋势。此外，公司后续资本性支出仍较大，面临一定的融资压力及流动性风险。但公司 2018 年末货币资金规模为 20.49 亿元，除 1.04 亿元受限货币资金，其余均为可自由使用用于日常经营的资金，且公司经营创现能力较好，融资渠道较为畅通。此外，公司仍有一定规模银行授信尚未使用，具有一定融资空间，可为债务偿付形成一定保障。

## 6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司尚有两起未决诉讼。爱康国宾健康体检管理集团有限公司起诉该公司及部分子公司侵犯了其商业秘密，请求法院判令停止侵权并赔偿 5,000 万元，仍处于法院审理过程中；爱康网健康科技（北京）有限公司起诉公司等 4 名被告共同侵犯了其计算机软件著作权，并请求法院判令停止使用并赔偿损失 5,300 万元，仍处于法院审理过程中。

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额 428.35 万元，主要是对参股公司因融资租赁设备协议提供的担保。

## 7. 集团本部财务质量

该公司本部无收入来源，利润主要来源于控股子公司的投资收益。公司资产以较难变现的非流动资产为主，近年不断通过资本市场发行债券，债务规模有所提升，存在一定资金偿付压力。

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2018 年末，公司本部资产总额为 98.95 亿元，其中流动资产 4.93 亿元，非流动资产 94.02 亿元。公司本部流动资产以货币资金和其他应收款为主，2018 年末分别为 0.67 亿元和 4.05 亿元，其中其他应收账款主要为关联方往来款及应收股利等。公司本部非流动资产以长期股权投资和可供出售金融资产为主，其中长期股权主要系对子公司的投资，期末余额为 88.59 亿元；可供出售金融资产主要系对参股子公司的投资，期末余额为 4.32 亿元。

截至 2018 年末，该公司本部负债总额为 14.20 亿元，流动负债 5.04 亿元，其中短期借款 0.30 亿元；其他应付款 4.68 亿元；应付债券 8.96 亿元，主要

系“17 美年 MTN001”和“18 美年 01”。2018 年末，本部刚性债务合计 9.46 亿元，占其负债总额的 66.61%；公司本部资产负债率为 14.36%。公司本部营业收入很小，利润主要依靠控股子公司的投资收益。

## 外部支持因素

该公司为深圳交易所上市企业，能获得一定金融机构信贷支持。截至 2018 年末，该公司共计获得银行授信 68.45 亿元，其中尚未使用规模 23.11 亿元。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别               | 综合授信  | 其中：<br>贷款授信 | 放贷规模/余额 | 利率区间        | 附加条件/增信措施    |
|--------------------|-------|-------------|---------|-------------|--------------|
| 全部（亿元）             | 68.45 | 68.45       | 45.34   | 4.00%-7.50% | 信用、保证抵押和质押借款 |
| 其中：工农中建交五大商业银行（亿元） | 0.56  | 0.56        | 0.56    | 4.40%-6.00% | 信用、保证借款      |
| 其中：大型国有金融机构占比（%）   | 0.82  | 0.82        | 1.24    | —           | —            |

资料来源：根据美年健康所提供数据整理（截至 2018 年末）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

“18 美年 01” 附第二年末调整票面利率选择权、投资者回售选择权，存在利率调整及提前兑付的可能，面临一定的即期债务偿付压力。

## 跟踪评级结论

该公司通过 外延式并购及内生式发展等方式，实现了体检医疗服务主业的快速发展。跟踪期内，公司体检业务收入规模快速增长，总体经营状况及经营效益良好。同时公司体检客户数量及单价均有所提升，推动盈利水平进一步提升。但业务的持续扩张也导致公司在人才储备、管理、资金周转等方面面临很大的压力。

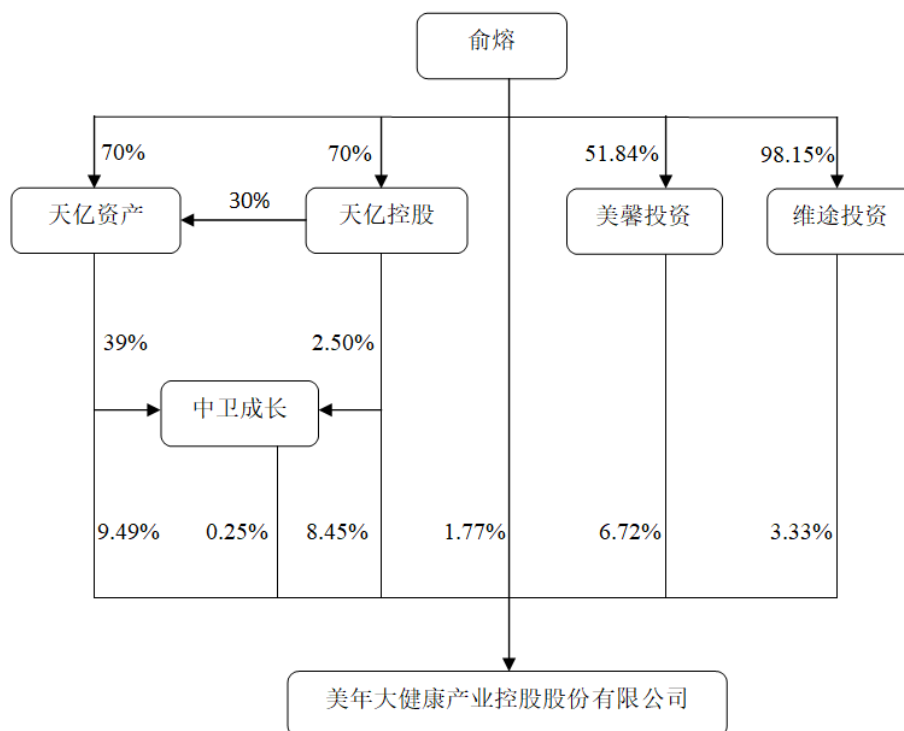
该公司系自然人控制的民营上市企业。公司股权结构清晰，产权关系较稳定。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。跟踪期内，公司收到广州市天河区卫生和计划生育局《责令整改通知书》暴露出公司在执行管理和质控制度方面还存在一定不足和疏漏，关注公司整改事项进展。

该公司体检主业突出，跟踪期内收入快速增长，且保持了良好的盈利能力。但公司用于扩张的投资支出规模较大，推动负债规模不断上升。得益于良好的经营积累以及多次非公开发行股票，公司资本实力不断增强，资产负债率

仍处于合理水平。公司经营获现能力较强，且具有一定货币资金存量，能够为即期债务偿付提供一定保障。

附录一：

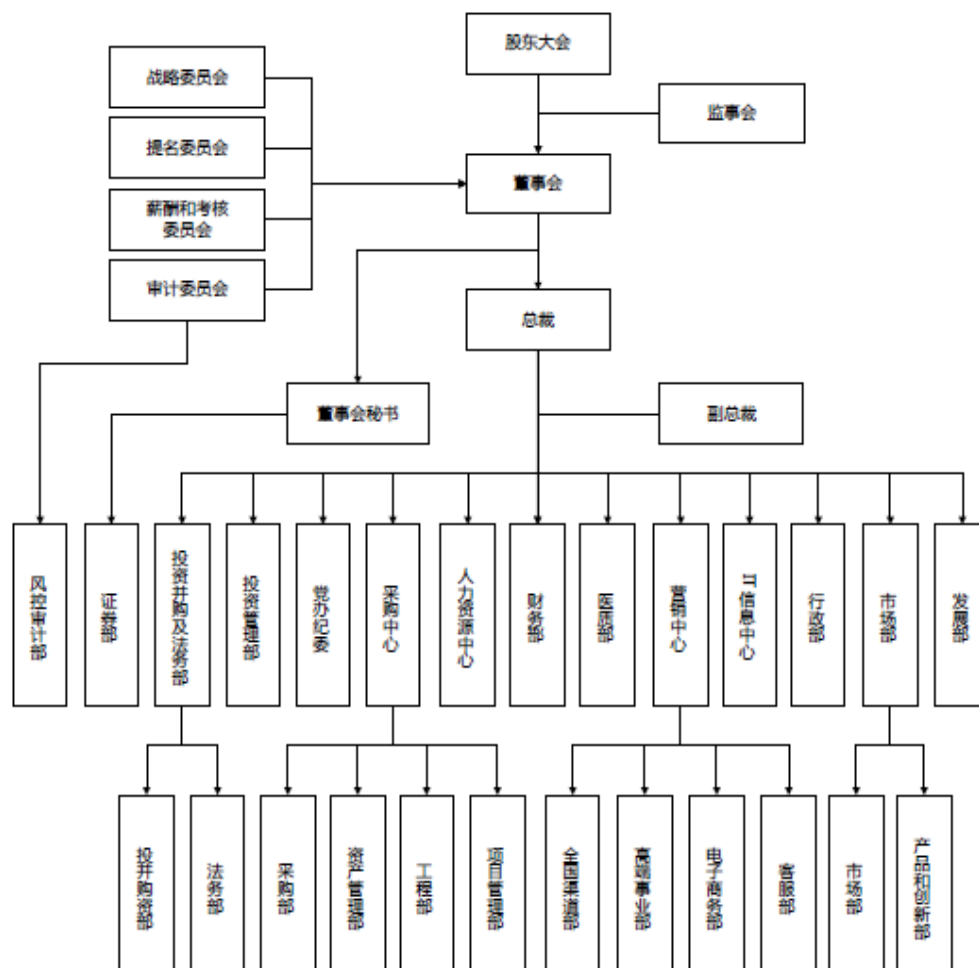
公司与实际控制人关系图



注：根据美年健康提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据美年健康提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称               | 简称    | 与公司关系 | 母公司<br>持股比例 (%) | 主营业务 | 2018 年（末）主要财务数据（亿元） |        |       |       |                |        | 备注 |
|------------------|-------|-------|-----------------|------|---------------------|--------|-------|-------|----------------|--------|----|
|                  |       |       |                 |      | 刚性债务余额              | 所有者权益  | 营业收入  | 净利润   | 经营环节现金<br>净流入量 | EBITDA |    |
| 美年大健康产业控股股份有限公司  | 美年健康  | 本部    | —               | 健康体检 | 9.46                | 84.75  | 0.07  | 2.23  | 6.54           | 2.84   |    |
| 美年大健康产业（集团）有限公司  | 美年大健康 | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 32.59               | 28.089 | 1.39  | 3.32  | -13.08         | 4.90   |    |
| 深圳市瑞格尔健康管理科技有限公司 | 深圳瑞格尔 | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | —                   | 1.14   | 0.77  | 0.23  | -0.02          | 0.29   |    |
| 深圳市鸿康杰科技有限公司     | 深圳鸿康杰 | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 0.47                | 7.82   | 6.69  | 0.61  | 2.03           | 1.08   |    |
| 慈铭健康体检管理集团股份有限公司 | 慈铭体检  | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 1.17                | 11.33  | 19.48 | 21.45 | 3.32           | 2.95   |    |
| 沈阳大健康科技管理有限公司    | 沈阳大健康 | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 0.07                | 1.06   | 6.40  | 0.14  | 0.91           | 0.29   |    |
| 上海美年门诊部有限公司      | 上海美年  | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 0.15                | 1.92   | 2.83  | 0.36  | 0.53           | 0.65   |    |
| 深圳美年大健康健康管理有限公司  | 深圳美年  | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 0.01                | 0.81   | 0.39  | 0.61  | 1.37           | 0.66   |    |
| 成都美年大健康健康管理有限公司  | 成都美年  | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 0.20                | 0.61   | 1.65  | 0.36  | 0.52           | 0.47   |    |
| 西安美年大健康健康管理有限公司  | 西安美年  | 一级子公司 | 100%            | 健康体检 | 9.87                | 84.75  | 0.07  | 2.23  | 6.54           | 2.84   |    |

注：根据美年健康 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

## 附录四：

### 主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 资产总额 [亿元]            | 59.90  | 124.79 | 163.55 | 166.91         |
| 货币资金 [亿元]            | 11.01  | 23.66  | 24.94  | 20.49          |
| 刚性债务[亿元]             | 12.79  | 30.79  | 56.47  | 63.50          |
| 所有者权益 [亿元]           | 35.84  | 69.03  | 72.96  | 71.36          |
| 营业收入[亿元]             | 30.82  | 62.33  | 84.58  | 12.79          |
| 净利润 [亿元]             | 3.79   | 6.94   | 9.73   | -1.35          |
| EBITDA[亿元]           | 7.56   | 14.14  | 20.97  | —              |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 7.07   | 14.45  | 15.39  | -5.56          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -11.61 | -20.14 | -27.81 | -4.56          |
| 资产负债率[%]             | 40.16  | 44.69  | 55.39  | 57.24          |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 280.30 | 224.16 | 129.20 | 112.38         |
| 流动比率[%]              | 113.01 | 102.79 | 87.26  | 82.96          |
| 现金比率[%]              | 52.51  | 53.02  | 37.49  | 30.01          |
| 利息保障倍数[倍]            | 13.76  | 9.59   | 6.15   | —              |
| 担保比率[%]              | 0.36   | 0.11   | 0.07   | 0.06           |
| 营业周期[天]              | 91.16  | 73.64  | 81.64  | —              |
| 毛利率[%]               | 48.31  | 46.96  | 47.56  | 20.32          |
| 营业利润率[%]             | 16.13  | 14.50  | 15.33  | -12.29         |
| 总资产报酬率[%]            | 10.28  | 10.90  | 10.63  | —              |
| 净资产收益率[%]            | 11.09  | 13.24  | 13.70  | —              |
| 净资产收益率*[%]           | 10.64  | 12.51  | 12.56  | —              |
| 营业收入现金率[%]           | 97.23  | 102.13 | 99.20  | 97.79          |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 44.00  | 44.02  | 27.67  | —              |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -24.92 | -14.27 | -16.98 | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 19.34  | 13.47  | 8.41   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.78   | 0.65   | 0.48   | —              |

注：表中数据依据美年健康公司经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

|                                                                                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%                                                       |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%                                            |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%                                                    |
| 现金比率(%)=[(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计]×100%                       |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)                    |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%                                                   |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}  |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%                                                     |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%                                                     |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%                       |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%                                   |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%              |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%                                         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%                 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)                               |
| EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]                                     |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级         |       | 含 义                               |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投<br>资<br>级 | AAA 级 | 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
|             | AA 级  | 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
|             | A 级   | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
|             | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
|             | B 级   | 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
|             | CCC 级 | 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
|             | CC 级  | 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
|             | C 级   | 发行人不能偿还债务                         |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级         |       | 含 义                              |
|-------------|-------|----------------------------------|
| 投<br>资<br>级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
|             | AA 级  | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
|             | A 级   | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
|             | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
|             | B 级   | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
|             | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
|             | CC 级  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。     |
|             | C 级   | 不能偿还债券本息。                        |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。