

**投资评级：推荐（首次）**
**分析师**

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

**联系人（研究助理）：**

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

从业证书编号:S1070116100012

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

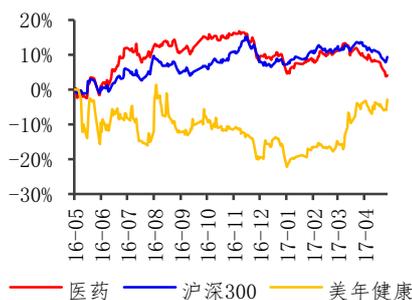
从业证书编号:S1070115090023

**市场数据**

目前股价	14.97
总市值（亿元）	362.50
流通市值（亿元）	157.81
总股本（万股）	242,148
流通股本（万股）	105,416
12个月最高/最低	16.37/11.51

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	4509	6192	7623
(+/-%)	46.3%	37.3%	23.1%
净利润	511	698	931
(+/-%)	50.9%	36.4%	33.4%
摊薄 EPS	0.21	0.29	0.38
PE	70.88	51.94	38.94

**股价表现**


数据来源：贝格数据

## 市场持续扩容，整合有望加速

### ——美年健康（002044）公司调研简报

**投资建议**

美年健康是国内体检行业龙头，具有较强的品牌、规模、管理优势，有望受益于行业景气带来的快速增长，商务部反垄断调查结束，公司或将加快市场整合步伐，门店数量增加+平均客单价提升有望推动其营收、业绩实现持续高速增长。

公司以体检为基础，挖掘渠道价值，不断延伸产业链，有望形成新的盈利增长点，不考虑慈铭并表的前提下，我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 45.09 亿元、61.92 亿元和 76.23 亿元，归母净利润分别为 5.11 亿元、6.98 亿元和 9.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.29 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 71X、52X 和 39X，我们认为国内体检行业持续扩容，公司快速扩张持续，规模效应逐步呈现，因此首次覆盖，给予“推荐”评级。

**投资要点**
**■ 投资要点 1：行业扩容，发展机遇巨大**

慢病发病率持续增加、居民健康意识提升及政府倡导诊疗前置推动健康体检行业快速发展，目前市场主要参与者包括公立医院体检科、民营体检机构，其中公立医疗机构市场占比约为 75%，民营体检中心约为 7000 多家，市场较为分散，规模较大的有美年健康、爱康国宾、慈铭体检、瑞慈体检等。

受宣传、服务等因素的影响，民营体检机构不断发展壮大，除享受行业高速增长带来的市场机遇外，还不断承接公立医院溢出份额。公司旗下拥有美年、慈铭、美兆等多个体检品牌，定位不同层次，形成互补，全方位满足消费者需求。

**■ 投资要点 2：调查结束，快速扩张继续**

2016 年美年健康（包含慈铭）拥有体检中心近 300 家，累计市场占比不到 5%，市场整合存在较大的空间。

4 月 29 日公司公告收到《商务部行政处罚告知书》，说明反垄断调查已经尘埃落定，5 月 2 日向证监会申请恢复发行股份购买慈铭体检 72.22% 股权并募集配套资金暨关联交易的审查，快速扩张有望继续。

公司采取“重点城市与全国布局”的发展战略，预计 2018 年体检中心数量达到 500 家，未来一段时间主要工作是跑马圈地，抢占市场，整体策略：一二线城市布局补缺，增加人口密集城市门店数量，巩固竞争优势；三四线城市重点覆盖，重点挖掘潜力市场，以参股、自建、并购多

相关报告

种方式进行布局，门店数量增加带动体检人数的快速增长。

■ **投资要点 3: 创新业务，客单价稳步提升**

国内体检市场 B2B 结构特征明显，团检占比约为 80%，呈现较强的季节性，公司一方面通过节日促销、专项优惠、个性化定制等方式，逐步将团检客户发展为个检客户；另一方面也在不断创新产品设计，引入基因检测、肿瘤标志物筛查、胶囊胃镜等，持续推出新的体检项目（如 3650 项目、妇女节活动等）等，确保平均客单价同比提升 10% 以上。

■ **投资要点 4: 体检为基础，延伸新业务**

公司以健康体检为基础，不断延伸产业链，重点布局远程医疗、基因检测、大数据业务等：2016 年 12 月，美年健康与西门子医疗成立合资公司，联合设立医学影像研究中心；同月公司还达成了与太平人寿的战略合作，共建“体检筛查+诊断治疗+保险保障”的健康服务闭环。

同时还有意利用空闲周期，承接医生多点执业，发挥线下优势，开展糖尿病、远程医疗等专科业务，充分利用现有医疗资源，提高中心收入水平。

■ **风险提示：并购管理风险、医疗事故风险、增发失败风险。**

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2101	3082	4509	6192	7623	<b>成长性</b>					
营业成本	1094	1593	2279	3094	3768	营业收入增长	201.9%	46.7%	46.3%	37.3%	23.1%
销售费用	484	718	1082	1579	1906	营业成本增长	96.6%	45.6%	43.1%	35.7%	21.8%
管理费用	195	264	343	429	515	营业利润增长	424.2%	38.9%	52.2%	36.9%	33.5%
财务费用	20	40	38	33	26	利润总额增长	429.9%	39.0%	52.0%	36.8%	33.4%
投资净收益	54	37	10	5	5	净利润增长	534.6%	32.3%	50.9%	36.4%	33.4%
营业利润	358	497	756	1036	1383	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	1	2	2	2	2	毛利率	48.0%	48.3%	49.5%	50.0%	50.6%
利润总额	359	499	758	1038	1385	销售净利率	13.6%	12.3%	12.7%	12.6%	13.6%
所得税	73	120	187	258	345	ROE	8.5%	10.2%	13.4%	15.4%	17.1%
少数股东损益	26	40	60	82	109	ROIC	79.7%	18.9%	14.4%	18.6%	22.0%
净利润	260	339	511	698	931	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	23.0%	23.3%	24.0%	25.5%	25.0%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	9.3%	8.6%	7.6%	6.9%	6.8%
流动资产	1822	2164	2063	3956	4287	财务费用/营业收入	0.9%	1.3%	0.8%	0.5%	0.3%
货币资金	1026	895	1550	2121	3294	投资收益/营业利润	15.0%	7.5%	1.3%	0.5%	0.4%
应收和预付款项	767	1096	330	1626	780	所得税/利润总额	20.3%	24.1%	24.7%	24.9%	24.9%
存货	25	45	55	81	84	应收账款周转率	3.91	3.55	13.99	4.72	10.89
其他流动资产	3	128	128	128	128	存货周转率	44.36	35.26	41.64	38.25	44.70
非流动资产	2540	3581	3438	3290	3142	流动资产周转率	0.52	0.64	1.09	1.01	1.16
固定资产	688	987	856	725	594	总资产周转率	0.48	0.54	0.82	0.85	1.03
资产总计	4362	5744	5501	7246	7429	<b>偿债能力</b>					
流动负债	934	1707	892	1858	1001	资产负债率	25.7%	37.6%	24.5%	31.9%	19.6%
短期借款	479	830	780	730	680	流动比率	1.82	1.16	1.97	1.96	3.70
应付和预收款项	455	877	112	1128	321	速动比率	1.80	1.07	1.79	1.86	3.52
非流动负债	187	454	454	454	454	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	1	245	245	245	245	EPS	0.11	0.14	0.21	0.29	0.38
负债合计	1120	2161	1346	2312	1455	每股净资产	1.34	1.48	1.72	2.04	2.47
股东权益	3242	3584	4155	4935	5974	每股经营现金流	0.00	0.00	0.27	0.24	0.48
股本	1211	2421	2421	2421	2421	每股经营现金/EPS	0.02	0.00	1.28	0.82	1.26
留存收益	531	870	1381	2079	3010	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	185	271	331	413	521	PE	139.28	106.96	70.88	51.94	38.94
负债和权益总计	4362	5744	5501	7246	7429	PEG	3.58	2.67	1.33	1.12	0.99
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	11.86	10.94	9.48	8.02	6.65
经营活动现金流	335	713	738	649	1244	EV/EBITDA	32.87	49.36	39.10	30.08	22.96
其中营运资本减少	885	-431	714	927	1187	EV/SALES	8.18	12.03	8.14	5.90	4.68
投资活动现金流	-1569	-1161	2	2	2	EV/IC	8.08	8.95	8.55	7.63	7.30
其中资本支出	7	1	0	0	0	ROIC/WACC	0.80	0.19	0.13	0.18	0.21
融资活动现金流	1767	451	-84	-80	-73	REP	10.13	47.34	64.30	43.04	34.44
净现金总变化	534	3	655	571	1173						

**研究员介绍及承诺**

**赵浩然:** 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

**陈晨:** 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A\*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

**彭学龄:** 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高新技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>