

**投资评级：买入(调高)**
**美年健康(002044)**
**目标价:16.8元**
**三季度业绩好转，引入阿里战投推动巨大**
**市场数据 2019-10-30**

收盘价(元)	15.01
一年内最低/最高(元)	9.52/19.50
市盈率	62.6
市净率	7.70

**基础数据**

净资产收益率(%)	13.54
资产负债率(%)	55.4
总股本(亿股)	37.43

**最近12月股价走势**

**联系信息**

<b>沈瑞</b>	<b>分析师</b>
SAC 证书编号: S0160517040001	021-68592283
shenr@ctsec.com	
<b>张文录</b>	<b>分析师</b>
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	

**相关报告**

- 《美年健康(002044):募资力推业务升级、数据保障和管理优化》 2018-11-27
- 《美年健康(002044):外延内生持续高速增长,体检龙头“淡季”发力》 2018-07-30
- 《美年健康(002044):战略步伐稳健,业务布局具备前瞻性》 2018-03-30

**● 新增门店放缓,积极提升质量优化效率**

公司前三季度营业收入 62.8 亿 (+7.9%), 增速较中报增加 5pp, 较去年年底减少 27pp。单季收入同比增长 15.5%, 较 2 季度增加 13pp 显著改善。公司今年放缓了外延扩张的速度, 门店增速放缓, 加强内部管理, 提升体检质量。三季度业绩回升主要是内生改善, 新产品推出的影响。

前三季度归母净利润 3.91 亿 (-5%), 增速较中报少减 84pp, 较去年年底下降 45pp。单季归母净利润 3.74 亿 (+46.8%), 二季度单季下降 50%, 去年增 20%。前三季度扣非净利润 2.4 亿 (-29.8%), 三季度单季扣非 3.77 亿 (+55.8%)。因此三季度单季情况显著好转, 甚至比去年情况更好。

**● 三季度毛利率回升, 销售管理费用率下降**

前三季度毛利率 41.5%, 较上半年提升 6pp, 较去年同期下降 5pp, 毛利率较上半年好转, 尚未达到去年水平。前三季度销售费用率 22.8%, 较上半年下降 2.2pp, 较去年同期下降 3.2pp; 随着业绩放缓, 销售费用也逐漸压缩。管理费用率 7.2%, 较上半年下降 1.2pp, 较去年同期持平, 管理效率逐渐提高, 规模效应逐步体现。

**● 引入阿里系战略投资, 推动巨大奠定行业格局**

公司控股股东拟向阿里网络、杭州信投和上海麒钧转让 5.58%、5.24%、5.34%, 合计 16.16% 的股本, 单价 12.01 元 (折价 12%), 累计金额 72 亿, 不改变公司实控人地位。公司引入阿里系作为战略投资者, 有利于实控人体外投资门店及相关生态圈。阿里系能够帮助美年健康提升数字化管理水平, 挖掘大健康数据价值, 协助宣传推广和流量导入。另外阿里系作为爱康国宾第一大股东, 有利于推进行业巨头合作。

**● 盈利预测与投资评级**

预计公司 19-20 年 EPS 分别为 0.24/0.32/0.45 元, 对应 PE 分别为 63.6 倍、47.6 倍、33.7 倍。给予买入评级, 目标价 16.8 元。

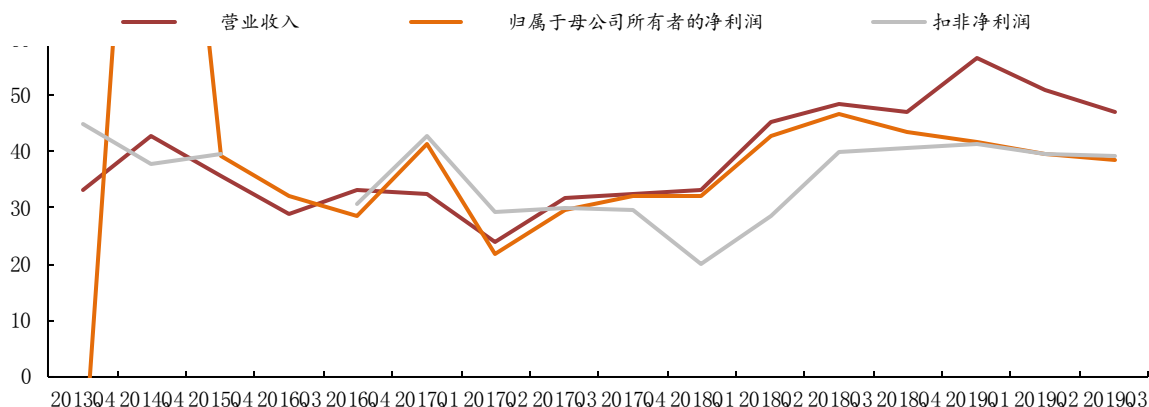
风险提示: 债务杠杆过高

**表 1: 公司财务及预测数据摘要**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	6233.05	8458.45	9338.13	11327.15	14781.93
增长率	102.2%	35.7%	10.4%	21.3%	30.5%
归属母公司股东净利润(百万)	613.8	820.6	883.7	1181.0	1668.1
增长率	81.1%	33.7%	7.7%	33.6%	41.2%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.24	0.32	0.45
市盈率(倍)	91.5	68.5	63.6	47.6	33.7

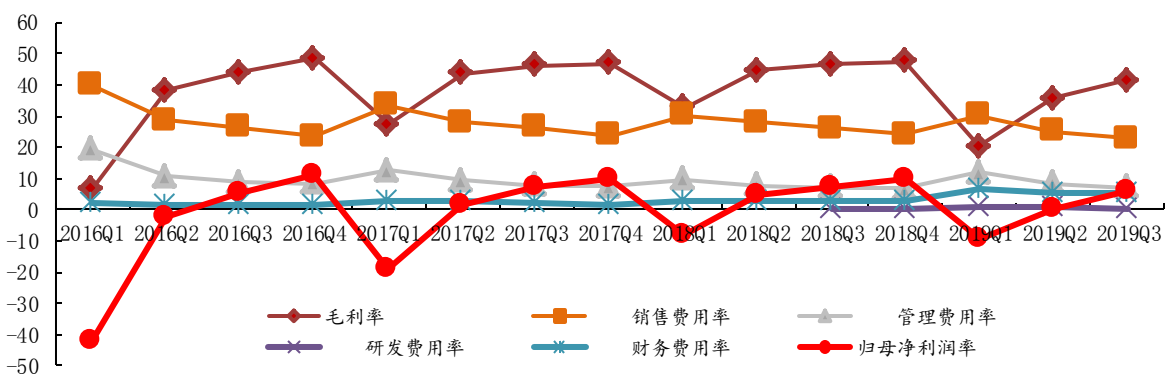
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图 1：收入、归母净利润、扣非净利润累计同比增速



数据来源：财通证券研究所

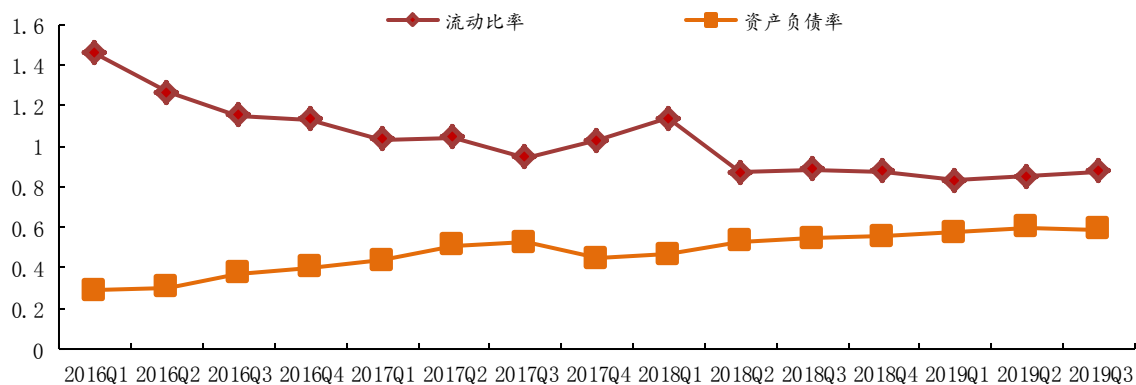
图 2：各季度毛利率、销售费用率、管理费用率情况



数据来源：财通证券研究所

三季度流动比率略有改善，资产负债率基本持平。近年来公司资产负债率一直逐渐提高，从 29%到 59%。

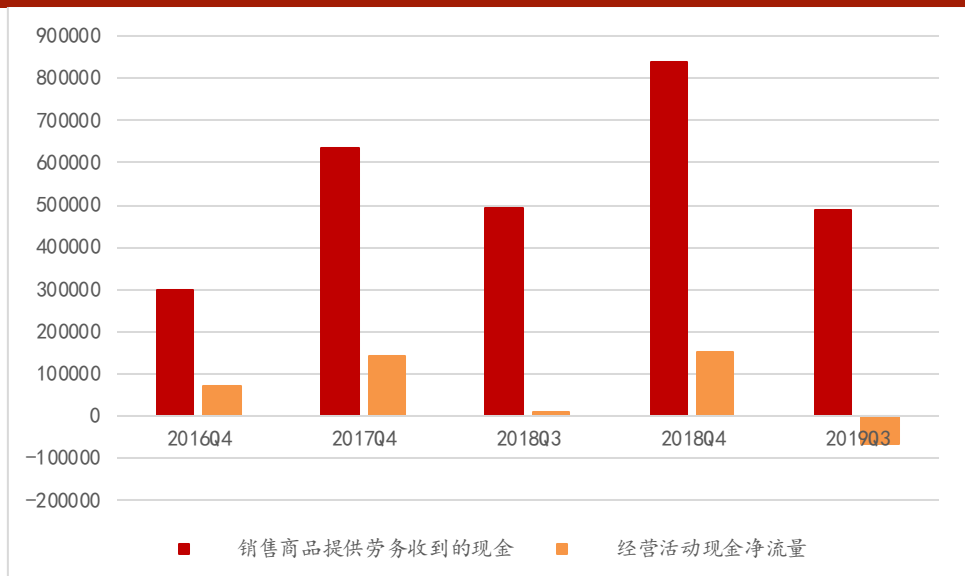
图 3：各季度流动比率和资产负债率情况



数据来源：财通证券研究所

从公司经营现金流情况来看,前三季度销售收到现金与去年同期持平,没有增长,经营活动净现金流净流出 6.5 亿。

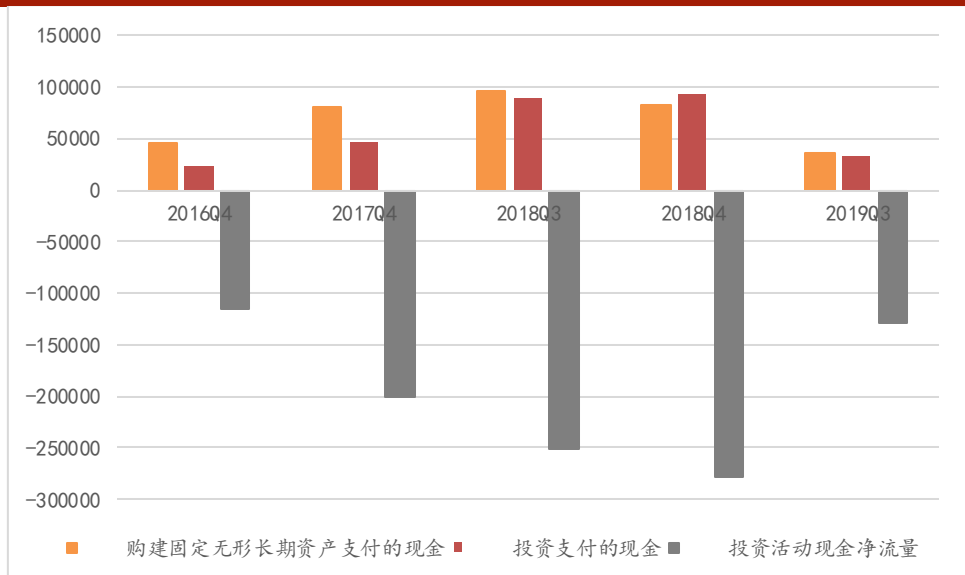
图 4: 公司经营活动现金流与去年同期基本持平



数据来源: 财通证券研究所

今年购买无形资产的现金 3.6 亿,较去年同期下降 62%;投资支付的现金 3.3 亿,下降 62%;投资活动现金 12.9 亿,下降 49%,主要是公司显著放缓了新建门店的速度。

图 5: 今年投资活动现金流下降大幅下降

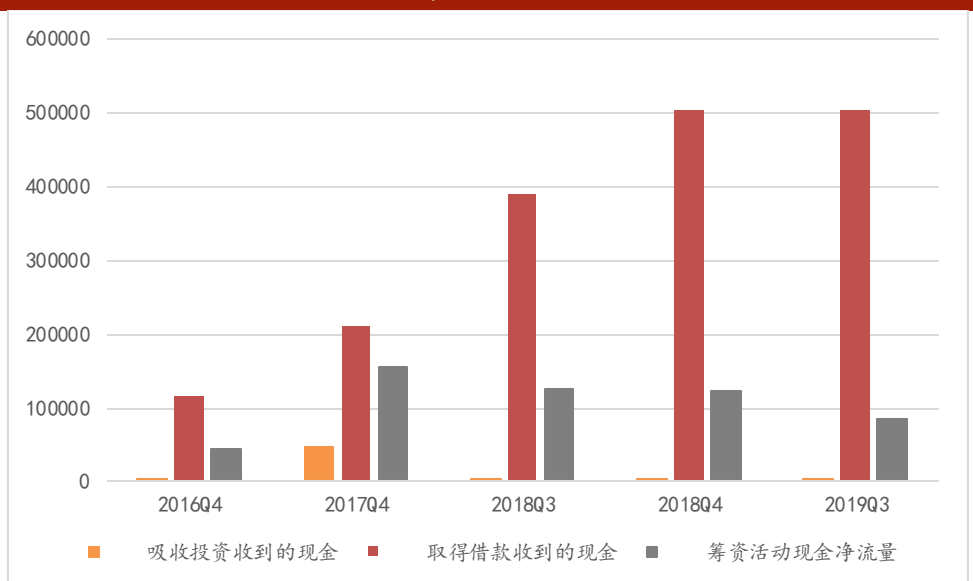


数据来源: 财通证券研究所

今年公司前三季度借款 50.4 亿,较去年同期增加 29%,有明显提升,但筹资活

动净现金流较去年同期有所下降，净筹资放缓也导致新建门店等对外投资放缓。

图 6：今年借款取得现金没有增长，筹资净现金流下降



数据来源：财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6233.05</b>	<b>8458.45</b>	<b>9338.13</b>	<b>11327.15</b>	<b>14781.93</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,305.8	4,435.5	5,322.7	6,116.7	7,834.4	营业收入增长率	102.2%	35.7%	10.4%	21.3%	30.5%
营业税费	7.8	12.2	11.2	13.6	17.7	营业利润增长率	81.9%	43.5%	1.5%	36.6%	42.1%
销售费用	1,488.1	2,026.7	1,867.6	2,661.9	3,532.9	净利润增长率	81.1%	33.7%	7.7%	33.6%	41.2%
管理费用	463.5	578.0	635.0	770.2	1,005.2	EBITDA 增长率	88.8%	54.7%	-9.5%	25.9%	35.2%
财务费用	111.2	245.8	250.1	167.0	126.9	EBIT 增长率	88.1%	55.9%	-0.6%	25.4%	36.5%
资产减值损失	17.8	25.5	35.0	50.0	60.0	NOPLAT 增长率	91.8%	49.6%	3.2%	23.8%	36.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.6%	35.9%	14.7%	-0.5%	17.0%
投资和汇兑收益	60.5	195.4	100.0	250.0	350.0	净资产增长率	92.6%	5.7%	15.0%	14.9%	17.2%
<b>营业利润</b>	<b>903.8</b>	<b>1,296.9</b>	<b>1,316.5</b>	<b>1,797.8</b>	<b>2,554.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-2.3	-13.4	-3.8	-6.1	-7.8	毛利率	47.0%	47.6%	43.0%	46.0%	47.0%
<b>利润总额</b>	<b>901.6</b>	<b>1,283.5</b>	<b>1,312.7</b>	<b>1,791.7</b>	<b>2,547.0</b>	营业利润率	14.5%	15.3%	14.1%	15.9%	17.3%
减: 所得税	207.3	310.7	301.9	430.0	611.3	净利润率	9.8%	9.7%	9.5%	10.4%	11.3%
<b>净利润</b>	<b>613.8</b>	<b>820.6</b>	<b>883.7</b>	<b>1181.0</b>	<b>1668.1</b>	EBITDA/营业收入	19.6%	22.4%	18.4%	19.0%	19.7%
						EBIT/营业收入	16.2%	18.6%	16.8%	17.3%	18.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2,366.5	2,494.4	1,867.6	2,265.4	2,956.4	固定资产周转天数	79	93	109	107	95
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-22	-28	-12	-15	-9
应收账款	1,675.2	1,969.5	2,454.4	2,597.0	4,057.8	流动资产周转天数	201	221	208	172	171
应收票据	1.2	-	1.4	0.5	1.8	应收账款周转天数	78	78	85	80	81
预付账款	117.8	201.9	189.2	223.7	332.7	存货周转天数	4	4	4	4	4
存货	83.1	126.5	104.0	159.8	189.3	总资产周转天数	533	614	602	500	436
其他流动资产	345.9	1,014.0	360.6	573.5	649.4	投资资本周转天数	230	258	289	254	210
可供出售金融资产	576.6	1,077.1	630.8	761.5	823.1	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	12.5%	11.7%	13.7%	16.7%
长期股权投资	31.3	60.2	60.2	60.2	60.2	ROA	5.6%	5.9%	6.8%	8.2%	10.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	27.8%	22.8%	17.3%	18.6%	25.6%
固定资产	1,808.7	2,562.1	3,071.7	3,650.3	4,150.7	<b>费用率</b>					
在建工程	86.6	68.6	130.0	130.0	130.0	销售费用率	23.9%	24.0%	20.0%	23.5%	23.9%
无形资产	137.9	165.4	205.5	255.0	286.0	管理费用率	7.4%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
其他非流动资产	5,248.7	6,614.7	5,810.6	5,882.6	5,641.3	财务费用率	1.8%	2.9%	2.7%	1.5%	0.9%
<b>资产总额</b>	<b>12,479.5</b>	<b>16,354.6</b>	<b>14,886.2</b>	<b>16,559.4</b>	<b>19,278.8</b>	三费/营业收入	33.1%	33.7%	29.5%	31.8%	31.6%
短期债务	1,144.4	2,413.7	2,495.5	1,600.5	1,716.6	<b>偿债能力</b>					
应付账款	854.8	772.7	1,309.9	1,023.0	1,953.0	资产负债率	44.7%	55.4%	43.7%	41.9%	41.5%
应付票据	-	30.8	7.1	12.5	20.9	负债权益比	80.8%	124.2%	77.7%	72.0%	70.8%
其他流动负债	2,466.1	3,436.7	2,208.4	3,618.4	3,564.2	流动比率	1.03	0.87	0.83	0.93	1.13
长期借款	603.3	1,353.6	-	-	-	速动比率	1.01	0.85	0.81	0.90	1.10
其他非流动负债	508.0	1,051.4	495.9	685.1	744.1	利息保障倍数	9.09	6.41	6.26	11.77	21.13
<b>负债总额</b>	<b>5,576.6</b>	<b>9,058.9</b>	<b>6,516.8</b>	<b>6,939.4</b>	<b>7,998.8</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>406.3</b>	<b>729.5</b>	<b>856.5</b>	<b>1,037.2</b>	<b>1,304.8</b>	DPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.09
股本	2,601.3	3,121.6	3,742.8	3,742.8	3,742.8	分红比率	21.2%	20.2%	20.0%	20.5%	20.2%
留存收益	3,895.1	3,527.6	3,788.3	4,858.3	6,250.6	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
<b>股东权益</b>	<b>6,902.9</b>	<b>7,295.7</b>	<b>8,387.7</b>	<b>9,638.3</b>	<b>11,298.2</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.16	0.22	0.24	0.32	0.45
净利润	694.3	972.8	883.7	1,181.0	1,668.1	BVPS(元)	1.74	1.75	2.01	2.30	2.67
加: 折旧和摊销	407.1	564.6	147.2	192.4	234.7	PE(X)	91.5	68.5	63.6	47.6	33.7
资产减值准备	17.8	25.5	-	-	-	PB(X)	8.6	8.6	7.5	6.5	5.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-144.7	29.3	-25.2	97.6	103.4
财务费用	112.3	252.0	250.1	167.0	126.9	P/S	9.0	6.6	6.0	5.0	3.8
投资收益	-60.5	-195.4	-100.0	-250.0	-350.0	EV/EBITDA	30.8	25.0	33.1	25.7	19.0
少数股东损益	80.5	152.1	127.0	180.7	267.6	CAGR(%)	25.2%	25.8%	38.7%	25.2%	25.8%
营运资金的变动	630.6	-828.5	407.6	597.9	-580.6	PEG	3.6	2.7	1.6	1.9	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,444.5</b>	<b>1,538.6</b>	<b>1,715.6</b>	<b>2,069.0</b>	<b>1,366.8</b>	ROIC/WACC	3.3	2.7	2.0	2.2	3.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,013.9</b>	<b>-2,780.9</b>	<b>-69.9</b>	<b>-745.7</b>	<b>-501.5</b>	REP	2.2	2.5	3.5	3.2	2.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,558.9</b>	<b>1,241.8</b>	<b>-2,272.5</b>	<b>-925.5</b>	<b>-174.4</b>						

资料来源: 贝格数据, 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：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**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。