

# 定增顺利完成，重回增长轨道

## 事件

### 美年健康公告非公开发行股票发行完成

美年健康 14 日晚间公告，公司以 11.55 元/股价格向阿里网络及博时基金非公开发行股份 1.77 亿股，总金额 20.46 亿元，上市时间为 11 月 18 日。其中阿里网络认购 1.59 亿股（占发行数量 89.7%），完成后将持有公司总股本的 9.39%，成为公司第一大股东；杭州信投（阿里网络一致行动人）将持有上市公司总股本的 5.00%，上海麒钧（由云锋系基金控股）持有公司总股本 5.10%。俞熔先生及其一致行动人合计持有总股本的 21.17%，仍为公司实际控制人。

## 简评

### 引入优质战投，公司及控股股东多重受益

董事长俞熔实控人地位未变，预计公司管理团队将继续平稳运行。本次定增完成后，阿里网络（9.39%）+杭州信投（5%）+上海麒钧（5.1%）持有公司 19.49% 股份，其中阿里网络（9.39%）超过天亿资管（9.07%）成为公司第一大股东，但董事长俞熔（直接 1.02%+间接 12.81%）加一致性动人 7.34% 合计持股 21.17%，仍为公司实控人，如算上高管持股 2.95%，公司实际控制权未发生变化。

另一方面，阿里巴巴股权比例较高，预计也将对公司运营带来积极影响，从资本、技术和客户流量等多角度对公司现有业务进行全方位升级。阿里巴巴作为国内最大的互联网公司，参股进入美年健康体系，有利于提升市场对民营体检的认知度，提升投资者对民营健康管理行业及美年健康的长期投资信心。

### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	8,458.5	9,830.9	12,334.1	15,156.2
营业收入增长率	35.7%	16.2%	25.5%	22.9%
净利润（百万）	820.6	983.6	1,267.9	1,576.2
净利润增长率	33.7%	19.9%	28.9%	24.3%
ROE	12.5%	13.7%	15.3%	16.4%
EPS（元）	0.26	0.30	0.38	0.47
P/E	73.1	61.0	47.3	38.1
P/B	9.1	7.4	6.5	5.6

请参阅最后一页的重要声明

## 美年健康 (002044)

**维持**
**增持**
**贺菊颖**

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

**程培**

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

执业证书编号：S1440518110002

发布日期：2019 年 11 月 15 日

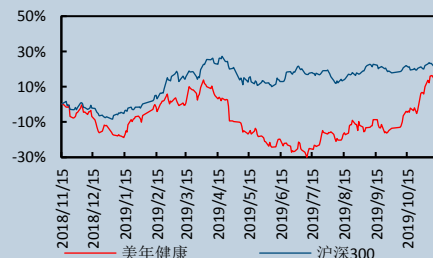
当前股价：16.02 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	18.49/19.69	37.51/31.44	13.66/-8.21
12 月最高/最低价（元）			19.5/9.52
总股本（万股）			374,278.16
流通 A 股（万股）			339,130.71
总市值（亿元）			599.59
流通市值（亿元）			543.29
近 3 月日均成交量（万）			3,138.84
主要股东			
上海天亿资产管理有限公司			9.07%

### 股价表现



### 相关研究报告

19.10.28	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 引入优质战投, 带来多重利好
19.10.25	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 业绩如期回暖, 期待新的征程
19.08.28	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 营收单季企稳, 业绩有望回暖

### 定增项目将全方位提升美年品质，公司显著受益

本次募投项目主要包括生物样本库建设（9.00 亿元）、数据中心建设（5.30 亿元）、终端信息安全升级（1.79 亿元）、管理系统升级（6540 万元）并补充流动资金 3.71 亿元，项目完成后有望显著提升公司竞争力，完善公司业务布局并提高经营管理效率。其中阿里系资金在控股爱康国宾之后，进一步大比例参股美年，反映阿里强烈看好健康体检行业发展前景，将其作为商业生态的重要一环。与阿里的合作进一步深化，一方面有助于公司与爱康国宾长期保持良性竞争合作关系，利好民营健康体检行业长远发展。另一方面阿里网络为阿里巴巴集团信息技术领域重要战略子公司，引入阿里网络能够帮助美年健康高质量提升企业数字化、智能化发展水平，有利于提升公司“检、存、管、医、保”业务的进一步协同，提高客户服务能力。

### 健康体检领域龙头，维持增持评级

美年健康以健康体检为核心，从专业预防、健康保障到智能健康管理、健康大数据应用的发展战略清晰，公司已快速成长为国内健康管理行业绝对龙头，此次引入阿里作为公司战略投资者有望进一步提升公司壁垒。我们维持 2019-2021 年公司盈利预测分别为 9.84 亿、12.68 亿和 15.76 亿，同比分别增长 19.9%、28.9%和 24.3%，每股 EPS 分别为 0.30、0.38 和 0.47 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 61、47 和 38 倍，维持增持评级。

### 风险提示

并购整合效果不及预期导致商誉减值风险

门店扩张速度不及预期

健康管理行业性事件对公司估值影响

## 指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>业绩表现</b>					
收入增长率	102.2%	35.7%	16.2%	25.5%	22.9%
净利增长率	81.1%	33.7%	19.9%	28.9%	24.3%
EBITDA 增长率	88.8%	54.7%	8.7%	13.7%	16.3%
EBIT 增长率	88.1%	55.9%	13.8%	15.7%	18.4%
营业利润率	81.9%	43.5%	19.8%	28.7%	24.2%
EBITDA Margin (%)	19.6%	22.4%	20.9%	19.0%	18.0%
ROE	9.4%	12.5%	12.1%	13.7%	14.8%
ROIC	27.8%	22.8%	19.5%	23.7%	30.5%
ROIC - WACC	2.7	2.2	1.9	2.3	3.0
<b>价值评估</b>					
P / E	81.3	60.8	50.8	39.4	31.7
EV / 收入	5.3	5.0	4.9	3.8	3.0
EV / EBITDA	27.2	22.2	23.6	20.0	16.6
EV / EBIT	33.0	26.7	27.0	22.5	18.4
EV / NOPLAT	42.7	36.0	35.6	29.7	24.2
EV / IC	6.5	6.0	7.3	7.7	7.8
P / B	7.7	7.6	6.1	5.4	4.7
Dividend Yield (%)	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
<b>每股指标</b>					
报表 EPS	0.16	0.22	0.26	0.34	0.42
经常性 EPS	1.74	1.75	2.18	2.48	2.84
每股红利	81.3	60.8	50.8	39.4	31.7
每股经营现金流	7.7	7.6	6.1	5.4	4.7
每股净资产	8.0	5.9	5.1	4.1	3.3
<b>流动性</b>					
净负债 / 权益	80.8%	124.2%	81.5%	67.3%	61.7%
总负债 / 总资产	44.7%	55.4%	44.9%	40.2%	38.2%
流动比率	1.03	0.87	0.91	1.19	1.48
速动比率	1.01	0.85	0.89	1.16	1.46

## 报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
<b>利润表（百万元）</b>							
营业收入	8,458.5	9,830.9	16.2%	12,334.1	25.5%	15,156.2	22.9%
营业成本	4,435.5	5,139.6	15.9%	6,369.3	23.9%	7,726.6	21.3%
营业税金及附加	12.2	13.8	12.4%	17.3	25.5%	21.2	22.9%
营业费用	2,026.7	2,337.2	15.3%	3,110.0	33.1%	3,938.5	26.6%
管理费用	578.0	707.8	22.5%	912.7	28.9%	1,151.9	26.2%
财务费用	245.8	240.3	-2.2%	76.4	-68.2%	-25.1	-132.9%
资产减值损失	25.5	30.6	20.0%	36.8	20.0%	44.1	20.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	195.4	191.5	-2.0%	187.7	-2.0%	183.9	-2.0%
营业利润	1,296.9	1,553.0	19.8%	1,999.2	28.7%	2,482.9	24.2%
营业外收入	4.7	5.2	10.0%	5.7	10.0%	6.3	10.0%
营业外支出	18.1	19.9	10.0%	21.9	10.0%	24.1	10.0%
利润总额	1,283.5	1,538.3	19.9%	1,983.0	28.9%	2,465.1	24.3%
所得税	310.7	372.4	19.9%	480.0	28.9%	596.7	24.3%
净利润	972.8	1,165.9	19.9%	1,503.0	28.9%	1,868.4	24.3%
少数股东损益	152.1	182.3	19.9%	235.1	28.9%	292.2	24.3%
归属母公司净利润	820.6	983.6	19.9%	1,267.9	28.9%	1,576.2	24.3%
EBITDA	1,892.7	2,057.5	8.7%	2,339.8	13.7%	2,721.9	16.3%
EPS（摊薄）	0.22	0.26	19.8%	0.34	28.9%	0.42	24.3%
<b>资产负债表（百万元）</b>							
流动资产	5,806.4	6,131.3	5.6%	7,410.2	20.9%	9,789.1	32.1%
现金	2,494.4	2,457.7	-1.5%	2,713.5	10.4%	4,625.5	70.5%
应收账款	1,969.5	2,183.5	10.9%	2,924.8	34.0%	3,229.2	10.4%
其它应收款	-	1.5	-	0.6	-62.9%	1.8	212.6%
预付账款	201.9	175.7	-13.0%	254.2	44.6%	294.6	15.9%
存货	126.5	96.0	-24.1%	178.6	86.0%	165.7	-7.2%
其他	1,014.0	1,216.9	20.0%	1,338.5	10.0%	1,472.4	10.0%
非流动资产	10,548.2	10,325.1	-2.1%	10,028.9	-2.9%	9,759.0	-2.7%
长期投资	60.2	60.2	0.0%	60.2	0.0%	60.2	0.0%
固定资产	2,562.1	2,305.9	-10.0%	2,049.6	-11.1%	1,793.4	-12.5%
无形资产	165.4	157.6	-4.7%	149.7	-5.0%	141.9	-5.2%
其他	7,760.4	7,801.4	0.5%	7,769.3	-0.4%	7,763.5	-0.1%
资产总计	16,354.6	16,456.4	0.6%	17,439.1	6.0%	19,548.1	12.1%
流动负债	6,654.0	6,771.1	1.8%	6,238.7	-7.9%	6,603.1	5.8%
短期借款	2,413.7	2,034.8	-15.7%	161.9	-92.0%	-	-100.0%
应付账款	772.7	662.6	-14.2%	1,138.9	71.9%	1,100.7	-3.4%
其他	3,467.5	4,073.6	17.5%	4,937.8	21.2%	5,502.5	11.4%
非流动负债	2,404.9	617.2	-74.3%	779.4	26.3%	859.3	10.2%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
长期借款	1,353.6	-	-100.0%	-		-	
其他	1,051.4	617.2	-41.3%	779.4	26.3%	859.3	10.2%
负债合计	9,058.9	7,388.2	-18.4%	7,018.1	-5.0%	7,462.4	6.3%
少数股东权益	729.5	911.9	25.0%	1,146.9	25.8%	1,439.1	25.5%
归属母公司股东权益	7,295.7	9,068.2	24.3%	10,421.0	14.9%	12,085.7	16.0%
负债和股东权益	16,354.6	16,456.4	0.6%	17,439.1	6.0%	19,548.1	12.1%

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	1,538.6	1,620.9	5.4%	2,085.1	28.6%	2,077.8	-0.4%
净利润	972.8	983.6	1.1%	1,267.9	28.9%	1,576.2	24.3%
折旧摊销	564.6	264.1	-53.2%	264.1	0.0%	264.1	0.0%
财务费用	252.0	240.3	-4.6%	76.4	-68.2%	-25.1	-132.9%
投资损失	-195.4	-191.5	-2.0%	-187.7	-2.0%	-183.9	-2.0%
营运资金变动	-828.5	142.0	-117.1%	429.2	202.2%	154.3	-64.0%
其它	773.2	182.3	-76.4%	235.1	28.9%	292.2	24.3%
投资活动现金流	-2,780.9	11.6	-100.4%	25.9	122.7%	6.0	-77.0%
资本支出	-500.4	-107.7	-78.5%	-118.5	10.0%	-130.3	10.0%
长期投资	-722.5	-	-100.0%	-		-	
其他	-1,558.0	119.3	-107.7%	144.4	21.0%	136.3	-5.6%
筹资活动现金流	1,241.8	-1,669.3	-234.4%	-1,855.2	11.1%	-171.7	-90.7%
短期借款	1,269.3	-379.0	-129.9%	-1,872.9	394.2%	-161.9	-91.4%
长期借款	750.3	-1,353.6	-280.4%	-	-100.0%	-	
其他	-777.8	63.2	-108.1%	17.7	-72.0%	-9.8	-155.3%
现金净增加额	-0.5	-36.7	7096.3%	255.8	-796.5%	1,912.0	647.5%

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

**程培：**毕业于上海交通大学，生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业工作经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn  
金婷 010-65608041 jinting@csc.com.cn  
夏一然 xiayiran@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
章政 zhangzheng@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859