

美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币)：14.38 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	555.80
总市值(百万元)	34,820.92
年内股价最高最低(元)	47.64/13.02
沪深 300 指数	3282.87
深证成指	10853.56



相关报告

1. 《美年健康高速增长，携手慈铭实现强强联合-美年健康公司点评》，2016.5.24
2. 《三季度业绩高增长，拓展大健康产业链；-江苏三友公司点评》，2015.11.3
3. 《体检行业潜力大，把握龙头投资机会；-江苏三友公司研究》，2015.7.13

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

收购高端体检品牌美兆健康；有序布局大健康产业链纵深发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.132	0.215	0.322	0.434	0.583
每股净资产(元)	1.73	2.52	2.83	3.25	3.81
每股经营性现金流(元)	0.13	0.27	0.53	0.50	0.67
市盈率(倍)	76.04	143.60	95.78	71.17	52.98
行业优化市盈率(倍)	65.78	151.35	131.16	131.16	131.16
净利润增长率(%)	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
净资产收益率(%)	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总股本(百万股)	224.25	1,210.74	1,210.74	1,210.74	1,210.74

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 1. 美年健康境外全资子公司美健公司拟以 2719 万美元收购境外公司新新健康 100% 股权，以间接掌控境内北京美兆健康体检公司和上海美兆门诊部 (间接控股两个体检公司 56% 的股权)。
- 2. 公司拟向天亿资管购买其持有的美国健康科技公司 20% 的股权，开展基因测序业务，并于 2016 年 7 月 4 日完成工商变更登记。
- 3. 公司拟以自有资金 224 万购买天亿资管持有的好卓数据 20% 股权，好卓数据成立于 2014 年 7 月，注册资金 1123.6 万，对应 20% 股权为 224 万。好卓数据开发的手机端 APP 拟在美年健康全国体检网线上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。好卓数据 2015 年实现营业收入 38.4 万，目前处于亏损阶段。
- 4. 公司与大象医疗签署合作框架协议，大象医疗为美年大健康下属单位提供远程阅片服务。美年健康将影像设备与大象医疗的影像平台对接，由大象医疗提供具备相应资质的医生来提供远程影像阅片服务。对于 CT 和核磁的阅片，大象医疗将按阅片数量向体检中心收取服务费；未来也将为体检阳性检出患者和普通患者提供影像学专家的会诊服务。

评论

- 1. 美兆体检是业内知名高端体检品牌，并在台湾率先探索出体检大数据应用：美兆独创的“AMHTS 美兆自动化体检系统”已累积数亿以上大数据，其数据成果获医界权威期刊《Lancet 柳叶刀》全球刊登。而通过“计算机交叉排检”可让受检者于 4 小时内就可完成百项检查，首创的“受检当日提供报告”的高效能服务，更成为全球健康管理服务的先驱。
- 2. 有序布局远程医疗、基因测序、大数据业务，探索大健康产业入口价值。美年健康通过与大象医疗的战略合作，实现远程阅片服务和远程医疗服务；拟向天亿资管购买其持有的美国健康科技公司 20% 的股权，开展基因测序业务；好卓数据开发的手机端 APP 拟在美年健康全国体检网线上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。我们认为，未来公司将持续展现作为大健康产业入口，所呈现的横向、纵深方向的布

局。

盈利预测

- 健康体检行业是朝阳行业，专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头，在体检行业的深度整合与附加值提升的价值，建议把握千亿市场的龙头投资机会。

风险提示

- 交易风险；并购审批风险；扩张整合风险；经营质量风险；市场竞争风险。

事件

- 1. 美年健康境外全资子公司美健公司拟以 2719 万美元收购境外公司新新健康 100% 股权，以间接掌控境内北京美兆健康体检公司和上海美兆门诊部（间接控股两个体检公司 56% 的股权）。
- 2. 公司拟向天亿资管购买其持有的美国健康科技公司 20% 的股权，开展基因测序业务，并于 2016 年 7 月 4 日完成工商变更登记。
- 3. 公司拟以自有资金 224 万购买天亿资管持有的好卓数据 20% 股权，好卓数据成立于 2014 年 7 月，注册资金 1123.6 万，对应 20% 股权为 224 万。好卓数据开发的手机端 APP 拟在美年健康全国体检网正式上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。好卓数据 2015 年实现营业收入 38.4 万，目前处于亏损阶段。
- 4. 公司与大象医疗签署合作框架协议，大象医疗为美年大健康下属单位提供远程阅片服务。美年健康将影像设备与大象医疗的影像平台对接，由大象医疗提供具备相应资质的医生来提供远程影像阅片服务。对于 CT 和核磁的阅片，大象医疗将按阅片数量向体检中心收取服务费；未来也将为体检阳性检出患者和普通患者提供影像学专家的会诊服务。

评论

1. 美兆体检是业内知名高端体检品牌，并在台湾率先探索出体检大数据应用：美兆独创的“AMHTS 美兆自动化体检系统”已累积数亿以上大数据，其数据成果获医界权威期刊《Lancet 柳叶刀》全球刊登。而通过“计算机交叉排检”可让受检者于 4 小时内就可完成百项检查，首创的“受检当日提供报告”的高效能服务，更成为全球健康管理服务的先驱。

- 在我们去年 5 月份发布的行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》中的“发掘大健康产业入口价值”部分，就以美兆体检为例，阐明大数据在体检行业的应用情况。
- 台湾美兆集团成立于 1983 年，1988 年起在台湾成立体检中心。现与英国 BUPA、日本 PL 并列为世界三大高端体检机构。1988 年成立第一家体检中心之时，美兆创立了家庭会员卡，每一张卡所涵盖的成员必须是直系血亲，依不同家庭人数收取永久入会费，其后每年只需再缴纳少许年费及检查费用，便可以终生永久享受健检服务。
- 对家族病史档案的建立，20 余年来美兆积累了 110 万份健康管理相关数据，并以此形成另一项核心竞争力。研究出家庭饮食习惯、家族基因、家族病史、工作对健康的影响，并开发出一系列健康管理产品。
- 对比台湾美兆体检，大陆的体检公司拥有更多的体检人次和数据量。
- 以下是台湾美兆集团和大陆龙头体检机构的业务对比：

图表 1：台湾美兆——挖掘大数据的精细化体检机构

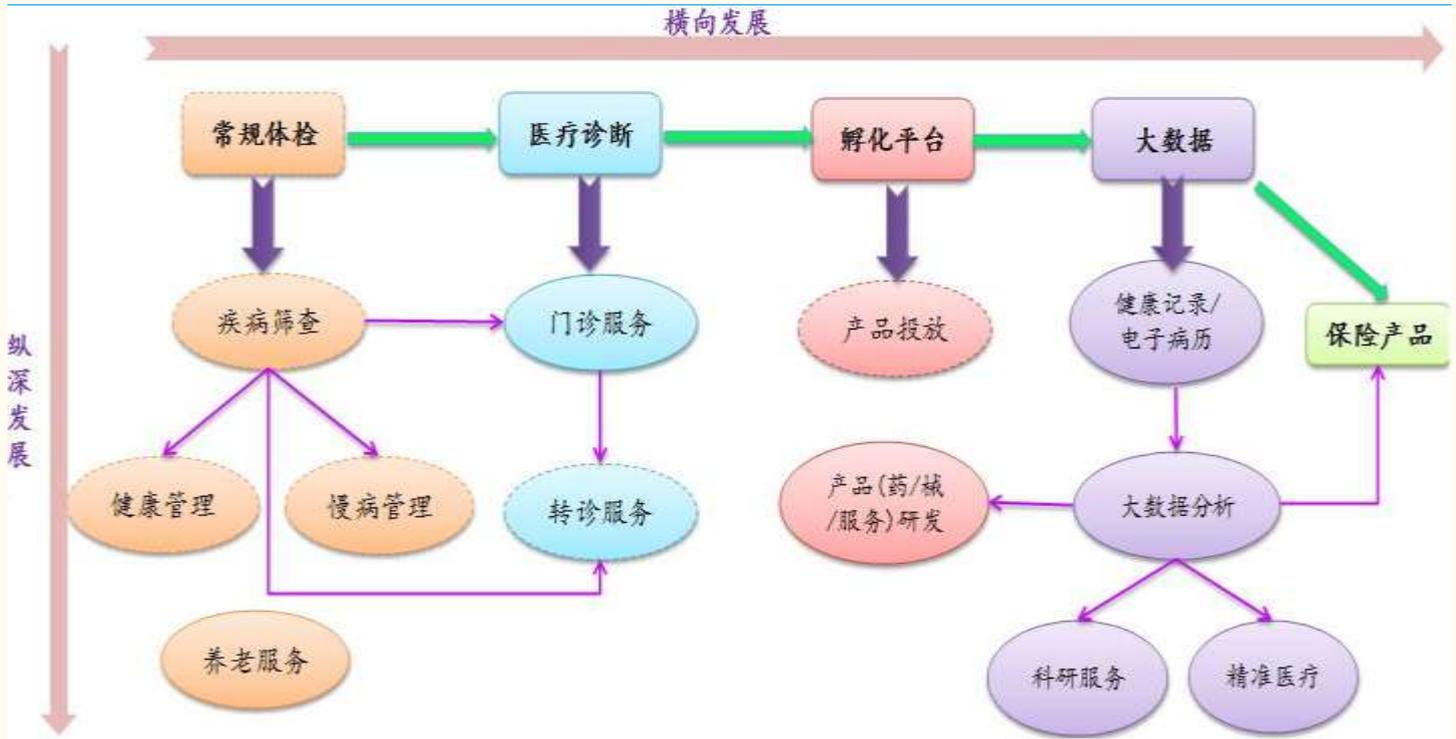


来源：国金证券研究所

2. 有序布局远程医疗、基因测序、大数据业务，探索大健康产业入口价值：

- 美年大健康通过与大象医疗的战略合作，实现远程阅片服务和远程医疗服务。大象医疗当前净资产 100 万，2016 年 1~3 月实现营业收入 6265 元，目前处于亏损阶段。
- 公司拟向天亿资管购买其持有的美因健康科技公司 20%的股权，开展基因测序业务。
- 好卓数据开发的手机端 APP 拟在美年健康全国体检网点上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。
- 系列布局体现了公司正逐步探索大健康产业入口价值的实现，大部分资产平价由集团公司注入上市公司也体现了实际控制人对小股东利益的保护。
- 我们认为，未来公司将持续展现下图中作为大健康产业入口，所呈现的横向、纵深方向的布局：

图表 2：专业体检机构在大健康行业的卡位



来源：国金证券研究所

盈利预测

- 预计公司 2016~2018 年净利润分别为 3.9 亿、5.25 亿、7.05 亿，对应 EPS 0.32、0.43、0.58 元。不考虑慈铭体检并表因素与后续收购的股权摊薄因素。
- 健康体检行业是朝阳行业，专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头，在体检行业的深度整合与附加值提升的价值，建议把握千亿市场的龙头投资机会。公司具体情况，参考我们此前发布的公司深度报告《体检行业潜力大，把握龙头投资机会》和行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》。

风险提示

- 交易风险；并购审批风险；扩张整合风险；经营质量风险；市场竞争风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	759	696	2,101	3,110	4,360	5,783
增长率		-8.3%	201.9%	48.0%	40.2%	32.6%
主营业务成本	-624	-556	-1,094	-1,622	-2,295	-3,062
% 销售收入	82.3%	79.9%	52.0%	52.1%	52.6%	52.9%
毛利	134	140	1,008	1,488	2,064	2,721
% 销售收入	17.7%	20.1%	48.0%	47.9%	47.4%	47.1%
营业税金及附加	-5	-6	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-11	-11	-484	-731	-1,025	-1,318
% 销售收入	1.4%	1.6%	23.0%	23.5%	23.5%	22.8%
管理费用	-44	-50	-195	-290	-407	-538
% 销售收入	5.8%	7.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	75	73	326	464	628	859
% 销售收入	9.9%	10.5%	15.5%	14.9%	14.4%	14.8%
财务费用	-12	-8	-20	-11	-17	-27
% 销售收入	1.5%	1.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-92	-18	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	54	54	56	57
% 税前利润	n.a	3.4%	14.9%	10.6%	8.3%	6.4%
营业利润	-29	48	358	507	667	889
营业利润率	n.a	6.9%	17.0%	16.3%	15.3%	15.4%
营业外收支	-1	-1	1	4	4	4
税前利润	-30	48	359	511	671	893
利润率	n.a	6.9%	17.1%	16.4%	15.4%	15.4%
所得税	-26	-23	-73	-115	-140	-182
所得税率	n.a	47.3%	20.3%	22.5%	20.9%	20.4%
净利润	-55	25	286	396	531	711
少数股东损益	-39	-4	26	6	6	6
归属于母公司的净利润	-17	30	260	390	525	705
净利率	n.a	4.3%	12.4%	12.5%	12.0%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-45	45	286	396	531	711
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	34	152	68	79	89
非经营收益	16	9	-26	27	16	38
营运资金变动	-54	-59	-83	153	-25	-31
经营活动现金净流	26	30	330	645	600	807
资本开支	-21	-3	-347	516	-305	-306
投资	-85	1	-1,222	-1	0	0
其他	1	-23	0	54	56	57
投资活动现金净流	-105	-25	-1,569	569	-249	-249
股权募资	0	0	1,482	0	0	0
债权募资	122	-96	390	171	500	200
其他	-61	-34	-105	-49	-96	-120
筹资活动现金净流	61	-130	1,767	123	404	80
现金净流量	-17	-125	528	1,337	754	638

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	318	172	1,106	2,443	3,197	3,835
应收款项	71	59	692	668	936	1,241
存货	63	64	25	66	93	124
其他流动资产	15	50	79	114	160	213
流动资产	467	345	1,901	3,290	4,386	5,413
% 总资产	61.5%	50.5%	42.4%	62.7%	66.7%	69.2%
长期投资	119	185	1,114	1,115	1,114	1,114
固定资产	135	109	688	822	1,045	1,257
% 总资产	17.7%	16.0%	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%
无形资产	38	41	714	22	30	39
非流动资产	293	338	2,580	1,960	2,191	2,411
% 总资产	38.5%	49.5%	57.6%	37.3%	33.3%	30.8%
资产总计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824
短期借款	176	80	543	0	0	0
应付款项	108	85	455	604	850	1,128
其他流动负债	9	31	118	193	263	344
流动负债	293	196	1,116	797	1,114	1,472
长期贷款	22	22	86	836	1,336	1,536
其他长期负债	18	18	37	0	0	0
负债	333	235	1,239	1,633	2,450	3,008
普通股股东权益	349	387	3,056	3,426	3,930	4,615
少数股东权益	78	61	185	191	196	202
负债股东权益合计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	-0.074	0.132	0.215	0.322	0.434	0.583
每股净资产	1.556	1.727	2.524	2.829	3.246	3.811
每股经营现金净流	0.117	0.133	0.272	0.532	0.495	0.667
每股股利	0.200	0.050	0.080	0.017	0.017	0.017
回报率						
净资产收益率	-4.74%	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总资产收益率	-2.17%	4.33%	5.81%	7.43%	7.99%	9.02%
投入资本收益率	22.55%	6.98%	6.71%	8.07%	9.10%	10.76%
增长率						
主营业务收入增长率	9.76%	-8.26%	201.93%	47.99%	40.19%	32.63%
EBIT增长率	-13.18%	-2.91%	347.42%	42.21%	35.49%	36.68%
净利润增长率	N/A	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
总资产增长率	6.76%	-10.05%	555.49%	17.16%	25.27%	18.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.2	31.3	51.5	51.5	51.5	51.5
存货周转天数	39.6	41.5	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转天数	36.8	35.9	35.1	35.1	35.1	35.1
固定资产周转天数	64.7	57.3	108.4	77.1	56.9	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.27%	-15.69%	-14.68%	-44.42%	-45.09%	-47.72%
EBIT利息保障倍数	6.5	9.0	16.4	42.3	37.1	32.1
资产负债率	43.84%	34.45%	27.66%	31.11%	37.26%	38.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	增持	55.00	N/A
2	2015-07-13	增持	35.37	42.00~42.00
3	2015-11-03	增持	30.87	N/A
4	2016-05-24	增持	29.95	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD