

# 美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 买入 上调评级

公司点评

市场价格(人民币): 14.84元

## 上半年业绩高增长, 体检龙头处在黄金发展期

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)	35,934.80
年内股价最高最低(元)	30.87/12.95
沪深300指数	3341.83
深证成指	10750.29



### 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	0.161	0.217	0.291
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	69.03	92.08	68.43	50.94
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	2,421.48	2,421.48	2,421.48

### 业绩简评

■ 公司上半年实现营业收入 10.4 亿元, 同比增长 47.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润-2,245 万元, 比上年同期减少亏损 11%; 经营活动产生的现金流量净额同比增长 63%。由于健康体检行业上半年为淡季, 行业普遍上半年亏损, 尤其第一季度(公司 2015 年各个季度分别实现净利润: 亏损 1 亿、6314 万、1.1 亿、1.8 亿)。今年公司第一季度亏损 1.3 亿, 二季度实现净利润 1.1 亿, 二季度净利润同比增长 69%。

### 经营分析

- **上半年公司业绩保持高速增长态势:**
  - 专业体检行业季节性变化较大, 行业上半年收入占全年比重较低, 但房屋租金、折旧、摊销等固定成本照常摊销, 有的季度可能出现亏损状况, 是行业的普遍现象。公司今年上半年经营状况较去年同期大幅提升, 收入端同比增长 47.5% (去年上半年公司收入同期增长 48.2%), 今年公司业绩基数增大, 但仍继续维持高速增长态势。上半年公司未对外公告并购成熟体检机构(慈铭未并表), 因而公司上半年所取得业绩可看做自身已有店面增长贡献。新增体检分院和原有分院的运营能力和绩效提升所致, 收入增加和成本费用控制带来经营利润的上升。
  - 上半年公司在华东、华北、华南、东北、西南、中南地区收入分别实现 42%、46%、76%、39%、35%、56%, 各个区域均实现高速增长。
  - 上半年公司九大健康体检中心, 包括沈阳大健康、上海美年、深圳瑞格尔、西安美年、成都美年、郑州美年、武汉美年、云南美年、深圳鸿康杰合计实现收入 7.3 亿, 占公司上半年总收入比重的 70%, 相比去年全年占比 72% 有所下降, 说明其他体检中心占比逐渐提升。
- **市场竞争缓和+公司业务拓展+规模效应将带来公司全年业绩高速增长:** 随着行业整合加速, 尤其是龙头公司之间开始出现并购整合, 专业体检机构前几年打价格战的情况有所缓解, 我们预计公司今年人均单价(不考虑增加附加服务的情况下)维护良好。
- 公司今年开始着手增加附加值业务, 公司将有序开展基因测序业务、电子健康病历、远程医疗服务、转诊业务、健康保险、慢病管理等; 并推出 3650

### 相关报告

1. 《美年健康半年报预告点评: 连锁制服务业态里高速成长的龙头股-美...》, 2016.8.1
2. 《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-美年...》, 2016.7.14
3. 《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
4. 《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

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

精准套餐，针对 5 个年龄段人群推出 10 大标准体检套餐，除了引进了西门子、东芝、飞利浦、GE 等国际一线品牌的体检设备外，还引入了拥有完全自主知识产权的安翰胶囊胃镜体检设备，借助 3650 高端体检产品，公司的利润率有望逐步提升。

- 规模效应开始逐渐显现：上市公司拥有超 200 家直营及参股体检中心，覆盖全国 29 个省。和去年、前年相比，公司当前的网点布局已经逐渐下沉到三、四线城市，公司计划未来三至五年内完成国内 500 家体检中心的布局。随着门店滚动发展，公司的期间费用率逐步压缩，今年上半年公司毛利率率 38%，较去年相比稳定，销售费用率同比下降近 1 个百分点，管理费用率同比下降 2.2 个百分点，同样，公司去年全年的管理费用率较前年下降 3.3 个百分点，销售费用率下降 0.7 个百分点，使得公司去年在毛利率稳定的情况下，净利率提升了 2.6 个百分点。我们认为，这是由于公司的连锁制业态已经进入了新店拉动收入、老店贡献利润的良性经营周期，规模效应出现。随着更多的门店逐步进入收入、利润增长周期，公司的规模效应将持续释放。
- 两大龙头体检机构并购带来 1+1>2 的整合效应：
- 当前公司收购整合业内知名连锁体检机构慈铭健康，收购完成后两大龙头机构有望实现 1+1>2 的整合效应。
- 在网点互补层面，慈铭体检网点布局主要在东中部的一二线城市，和美年健康的网点布局存在互补。本次收购完成后将进一步提高上市公司对中国境内健康体检行业的覆盖率和区域覆盖率，提高对客户需求的响应能力，从一定程度上实现客户群体的统一销售，避免重复开发。
- 在运营层面，这次交易将有利于美年大健康与慈铭体检发挥双方在营销、采购、管理等方面的协同效应，降低经营成本，提升盈利能力。
- 在同业竞争层面，本次交易前，慈铭体检的实际控制人为俞熔先生。同时，俞熔先生也是上市公司的实际控制人，这次交易完成后，慈铭体检将成为上市公司全资子公司，有望解决目前专业体检机构存在的同业竞争问题。

### 盈利预测

- 不考虑慈铭今年并表因素，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 0.16、0.22、0.29 元。按照交易方案中，预测慈铭体检 2016~2018 年扣非后归属母公司净利润为 1.25 亿、1.62 亿、2.03 亿，配套融资 20.4 亿，假设募集配套资金发行底价与发行股份购买资产同价计算股本增厚情况。若慈铭体检 2016 年全年并表(若四季度并表，由于体检行业四季度为旺季，出于可比考虑，所以按全年并表提供给投资者业绩参考)，则公司 2016~2018 年净利润分别为 5.15 亿、6.87 亿、9.08 亿，对应 EPS 0.19、0.25、0.33 元。

### 风险提示

- 限售股解禁风险；并购审批风险；整合扩张风险；经营风险。

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>759</b>	<b>696</b>	<b>2,101</b>	<b>3,110</b>	<b>4,360</b>	<b>5,783</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>330</b>	<b>645</b>	<b>600</b>	<b>807</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-105</b>	<b>-25</b>	<b>-1,569</b>	<b>569</b>	<b>-249</b>	<b>-249</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>61</b>	<b>-130</b>	<b>1,767</b>	<b>123</b>	<b>404</b>	<b>80</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-17</b>	<b>-125</b>	<b>528</b>	<b>1,337</b>	<b>754</b>	<b>638</b>

**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%
<b>资产总计</b>	<b>760</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,250</b>	<b>6,576</b>	<b>7,824</b>
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
<b>负债</b>	<b>333</b>	<b>235</b>	<b>1,239</b>	<b>1,633</b>	<b>2,450</b>	<b>3,008</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>349</b>	<b>387</b>	<b>3,056</b>	<b>3,426</b>	<b>3,930</b>	<b>4,615</b>
少数股东权益	78	61	185	191	196	202
<b>负债股东权益合计</b>	<b>760</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,250</b>	<b>6,576</b>	<b>7,824</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.074	0.132	0.215	0.161	0.217	0.291
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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
5	2016-07-14	增持	14.38	N/A
6	2016-08-01	增持	13.15	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