

中报符合预期，网点布局深化

——美年健康（002044）首次覆盖报告

行业名称	医药生物
投资建议	增持
当前价格:	14.29元
目标价格:	16.15元

投资要点:

➤ 半年报业绩情况符合行业增长规律

公司公布半年报业绩，实现收入10.43亿、归母扣非净利润-3016.47万元、经营性现金流净额-1835.08万元，分别同比变动47.52%、-15.01%、63.26%。上半年收入大幅增长，源自体检客户的增长，净利润同比减少与行业运行规律有关，一般上半年是体检行业淡季，上半年与下半年收入分布比例是3.5:6.5，而成本全年平均分布从而拉低了利润。

➤ 全国布局初步成形，网点布局继续下沉

目前公司已初步完成全国网点布局，截止2016年6月30日，仅美年健康自身的门店数量有一百多家（不包括在建的50多家门店），覆盖了全国100多个城市，预计未来3-5年完成全国500家门店的布局，满足了团检客户广覆盖的服务要求。现阶段公司开始强化三四线城市的网点布局，三四线部分城市消费能力高于预期，年客单价达到了400-500元。

➤ 业务外延不断拓展，新产品新技术在公司平台绽放

公司最大的两个优势是入口流量和积累的健康数据优势，这使得公司在合作洽谈中处于优势地位。未来公司除了不断巩固团检业务，会通过同心多元化继续延伸服务内涵，如口腔、妇科等专科服务及远程医疗、慢病管理等，新的技术和产品将在美年的平台上开花结果成为新的利润增长点。

➤ 估值评级

公司是国内体检行业的稀缺龙头，体检业务及相关延伸业务成长性远高于医药行业一般增速，体检人数每年保持50%左右的增速。考虑到今年慈铭体检和美兆体检并表因素，我们预计公司16-18年EPS分别为0.17、0.25和0.37元，对应PE分别为85、57和39倍，给予16年95倍估值，对应第一目标价16.15元，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ 风险提示

公司门店数量进度低于预期，业务外延发展低于预期。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,421/556
流通A股市值（百万元）	7,942
每股净资产（元）	1.25
资产负债率（%）	30.50
一年内最高/最低（元）	31.12/12.80

一年内股价相对走势



杨焯辉 分析师
 执业证书编号: S1110516080003
 邮箱: yangyh@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	716.06	2,101.48	3,362.37	5,211.68	7,817.51
增长率（%）	-6.91%	193.48%	60.00%	55.00%	50.00%
EBITDA（百万元）	91.43	454.79	680.50	1,018.32	1,462.82
净利润（百万元）	49.51	260.27	407.83	606.93	898.67
增长率（%）	-894.15%	425.67%	56.69%	48.82%	48.07%
EPS（元/股）	0.02	0.11	0.17	0.25	0.37
市盈率（P/E）	698.86	132.95	84.85	57.01	38.50
市净率（P/B）	89.34	11.32	9.99	8.50	6.96
EV/EBITDA	22.44	78.41	48.32	32.31	21.93

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

正文目录

不断下沉网点布局，推动业务多元化，大力发展个检业态	3
民营体检龙头，完成总体布局，网点继续下沉	3
继续推动团检业务，大力发展个检相关业务	4
估值评级	5
风险提示	5

图表目录

图表 1: 美年健康股权结构图	3
图表 2: 主要子公司营收情况一览 (单位: 百万元)	4
图表 3: 财务预测摘要	6

不断下沉网点布局，推动业务多元化，大力发展个检业态

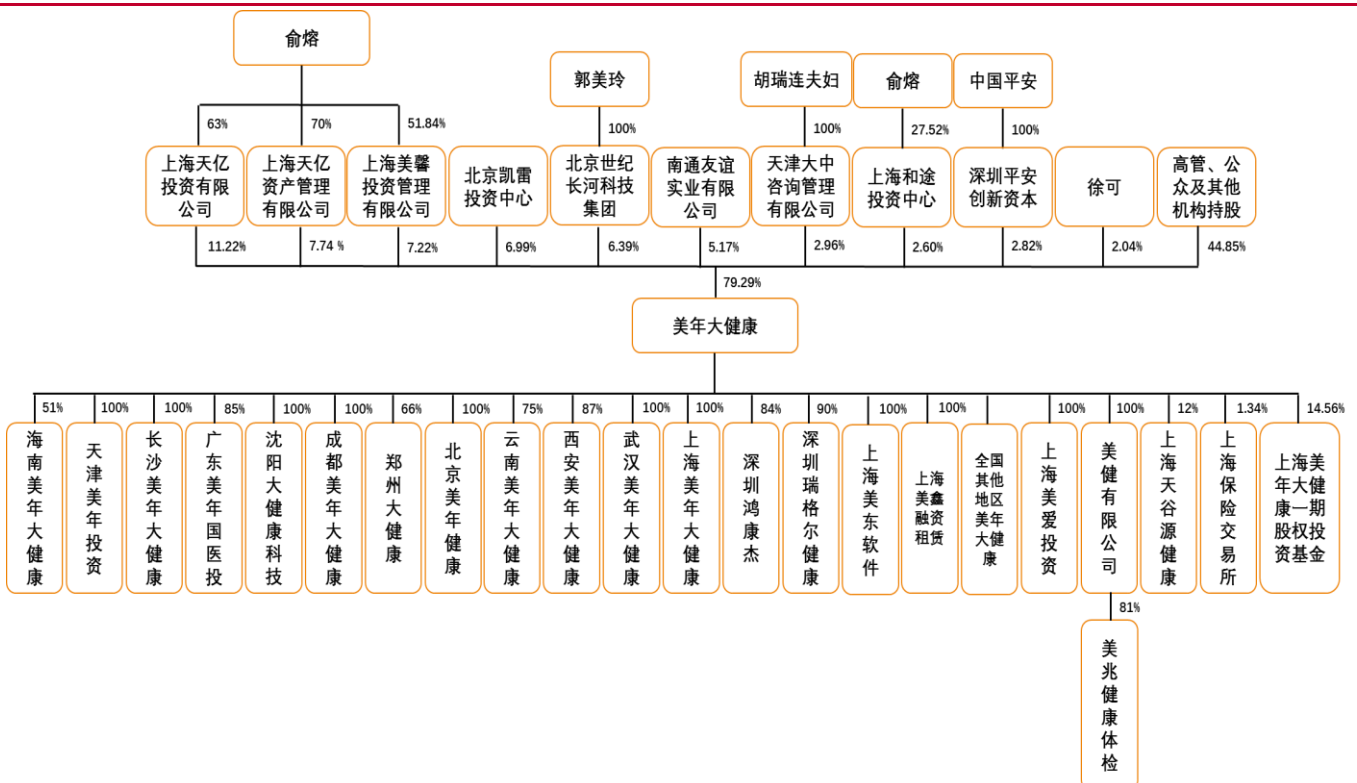
民营体检龙头，完成总体布局，网点继续下沉

公司是国内最大的民营连锁体检中心龙头企业，提供团体和个人健康体检服务，其中以团体客户为主（占比 80%）。以美年为代表的专业体检机构最大的特色是可以提供愉悦、舒适的检测环境，实现了医检分离，有效降低医院交叉感染风险，同时检测的准确度和设备配置不输于有的甚至超过三级医院水平。除了针对不同性别、年龄、职业人群推出不同的产品线以外，还为部分客户提供健康管理服务和就医指导服务，对于需要治疗的客户也提供了绿色就医通道。

公司的管理团队分工明确配合默契，由俞熔董事长主外，负责行业运作和投资，总裁徐可负责对内的运营管理，是公司的两位灵魂人物，此外全国各地分公司的管理人员也是长期在体检行业浸淫的专业人员，有的曾就职于其他专业体检机构，具有丰富的业务和管理经验。

公司实际控制人为董事长俞熔，通过直接、间接持有总股本的 30.06%。上海天亿投资、上海天亿资管、上海美馨投资、北京世纪长河、上海和途投资和徐可为一致行动人。在 2015 年 9 月非公开发行借壳上市中，就已向若干公司高管人员非公开发行股份，整体激励到位。除了省会级健康体检子公司外，公司还控股或参股了苏州、西昌、佛山、银川、巴州、乌鲁木齐等若干家健康体检公司，随着这些体检中心的成熟（一般 2-3 年）会进一步增持并表增厚业绩。

图表 1: 美年健康股权结构图



来源：公司公告，天风证券研究所

目前公司的经营策略是提高门店的覆盖面和市场渗透率，“加强一线城市占有率，巩固、完善二、三线城市布局，适时发展四线城市网点”，计划在 3-5 年内完成全国 500 家体检中心的布局。截止 2016 年 6 月 30 日，公司自有的直营门店超过 110 家，参股的门店超过 60 家，在建过程的门店 50 多家，覆盖 100 多个主要城市。网点布局主要集中在一二线城市，尤其今年部分三四线城市也已经开始布局。

图表 2: 主要子公司营收情况一览 (单位: 百万元)

子公司名称	股权比例	主营业务	收入	净利润
沈阳大健康科技健康管理有限公司	100%	健康体检	197.77	382.57
成都美年大健康健康管理有限公司	100%	健康体检	68.47	-0.64
深圳市瑞格尔健康管理科技有限公司	90%	健康体检	107.73	-9.55
郑州大健康科技有限公司	66%	健康体检	51.25	4.94
北京美年健康科技有限公司	100%	健康体检	56.89	-2.35
云南美年大健康产业有限公司	75%	健康体检	32.03	-1.17
深圳市鸿康杰科技有限公司	84%	健康体检	21.34	2.91
西安美年大健康健康管理有限公司	87%	健康体检	80.39	8.27
上海分部	100%	健康体检	135.07	3.79
武汉美年大健康体检管理有限公司	100%	健康体检	38.62	0.45

来源: 公司公告, 天风证券研究所

继续推动团检业务, 大力发展个检相关业务

巩固并推动团检业务, 借力推广个检业务。目前, 公司以团体客户为主, 但团检业务与个检业务有天然的延伸性, 在团检业务这个市场公司所占的市场份额较小, 今后仍会继续推进在团检业务的竞争力和市场份额。目前公司体检中心已覆盖 100 多个城市, 可以很好的满足很多团体客户的需求, 在铺开团检服务面的同时, 对现有团检客户进行营销并挖掘潜力个检客户是低成本且成熟的模式。随着近两年居民收入的提高、健康意识逐渐唤醒、以及美年在体检设备和服务方面的不断完善, 个检客户占比逐渐上升。同时, 公司通过业务的延伸, 如远程医疗、健康管理等新业态的开展推动了个检客户的增长并提高了客户粘性。

由近及远推动业务同心多元化。在业务延伸方面, 除了口腔、眼科、医美等可以实现业务协同、服务延伸的同心多元化外, 公司也会针对流量优势并购能在公司平台上嫁接迅速放量的产品或服务模式, 如基因检测、慢病管理、远程医疗等等。在业态培育方面公司战略思维清晰, 正在也已经将一些新技术、新业态在体外进行孵化, 美因科技今后将是公司新技术、新产品的孵化平台。未来将依托流体检平台形成产业集群的概念, 最终在美年的平台上放大和“开花结果”。如与大象医疗(天亿资管子公司)合作远程阅片业务; 收购美因科技 20% 股权(天亿资管子公司)并在健康管理、大数据分析和基因测序方面合作; 与安翰公司合作在美年体检中心销售的胶囊胃镜, 自签署合作协议后销售额在半年内迅速放大。

除了入口流量优势, 大数据成为公司另一柄利剑。由于长期体检业务的积累, 公司已形成国内最大最专业和最全面的个人健康数据库, 承接了国家部委和公共卫生层面的多个创新研究和统计课题。根据数据分析而配套提供的服务逐渐成为新的利润

增长点,并有助于业务向产业链下游延伸,完善服务的广度和深度,也为后续个性化、全方位的健康管理方案的提供打下了基础。依托全面和专业的健康数据库资源,未来可以实现潜在客户患病风险评估等服务。相应延伸出的筛查、预防、管理和治疗全周期的健康管理模式是其他零散中小体检机构和公立医院无法实现的,具备很强的商业模式壁垒。这也使公司在合作谈判中处于优势地位,也为未来健康险产品的设计和营销打下了良好的基础。

美兆体检定位高端,提升公司整体业务内涵。今年7月16日公司公布以2719.14万美元收购美兆健康体检在中国大陆的业务,即北京美兆健康体检中心和上海美兆门诊部有限公司。美兆体检总部在台湾,2003年进入大陆在北京开设了第一家高端健康体检门店,2009年开设上海门店,它是国内屈指可数的大型现代化、自动化健康体检机构。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,其数据成果在《Lancet柳叶刀》刊登。通过“计算机交叉排检”可让受检者于4小时内就完成百项检查,并于当日取得体检报告。2015年底美兆两家门店收入合计0.95亿元,净利润-84.98万元。收购后,美兆被定为美年旗下高端品牌,有助于丰富和完善美年在体检业务方面的内涵、经营模式和自动化水平。

估值评级

公司是国内体检行业的稀缺龙头,体检业务及相关延伸业务成长性远高于医药行业一般增速,体检人数每年保持50%左右的增速。目前公司自有的门店有一百多家(不包括在建的50多家门店),覆盖了全国100多个城市,未来3-5年内将达到500家,成为健康管理、疾病筛查、远程医疗、疾病导诊、健康险销售和其他专科医疗服务的极其优质入口和平台。体检业务的毛利率和净利率分别为47.95%和13.62%,未来随着团检业务因设备和服务内容增加而带来的提价及个检业务客单价的上升、个检人数的迅速增长,公司业绩将迎来高速增长。考虑到今年慈铭体检和美兆体检并表因素,我们预计公司16-18年EPS分别为0.17、0.25和0.37元,对应PE分别为85、57和39倍,给予16年95倍估值,对应第一目标价16.15元,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

公司门店数量进度低于预期,业务外延发展低于预期。

图表 3: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	172.30	1,105.74	1,681.19	2,605.84	3,908.76	营业收入	716.06	2,101.48	3,362.37	5,211.68	7,817.51
应收账款	58.42	691.80	508.55	1,351.99	1,438.82	营业成本	556.38	1,093.80	1,849.30	2,866.42	4,299.63
预付账款	5.39	75.28	61.10	150.29	166.80	营业税金及附加	5.79	2.35	3.77	5.84	8.76
存货	63.93	24.66	125.11	107.03	241.18	营业费用	10.79	483.96	672.47	1,042.34	1,563.50
其他	45.43	3.64	4.22	4.13	4.91	管理费用	50.18	195.34	285.80	442.99	664.49
流动资产合计	345.46	1,901.11	2,380.17	4,219.28	5,760.47	财务费用	8.10	19.88	35.49	61.10	81.60
长期股权投资	2.76	39.95	39.95	39.95	39.95	资产减值损失	17.88	2.02	2.02	2.02	2.02
固定资产	109.35	624.27	1,110.21	1,306.16	1,331.93	公允价值变动收益	-0.20	-0.03	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	64.10	62.05	85.23	81.14	投资净收益	1.63	53.57	53.57	53.57	53.57
无形资产	35.35	12.66	10.86	9.05	7.24	其他	-2.72	-107.08	-107.14	-107.14	-107.14
其他	11.80	1,838.85	1,767.74	1,696.63	1,625.52	营业利润	68.23	357.66	567.09	844.54	1,251.08
非流动资产合计	159.27	2,579.84	2,990.81	3,137.02	3,085.77	营业外收入	2.59	1.65	1.65	1.65	1.65
资产总计	683.60	4,480.95	5,370.98	7,356.30	8,846.25	营业外支出	3.09	0.42	0.42	0.42	0.42
短期借款	80.00	478.50	850.40	1,508.28	1,774.80	利润总额	67.72	358.89	568.32	845.77	1,252.31
应付账款	75.13	249.10	299.08	550.60	723.92	所得税	22.63	72.73	115.17	171.40	253.79
其他	40.73	388.83	322.56	579.15	590.74	净利润	45.09	286.16	453.14	674.37	998.52
流动负债合计	195.86	1,116.43	1,472.05	2,638.03	3,089.46	少数股东损益	-4.42	25.89	45.31	67.44	99.85
长期借款	22.00	86.38	169.92	318.27	363.25	归属于母公司净利润	49.51	260.27	407.83	606.93	898.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.02	0.11	0.17	0.25	0.37
其他	17.63	36.61	36.61	36.61	36.61						
非流动负债合计	39.63	122.99	206.53	354.88	399.86	主要财务比率					
负债合计	235.49	1,239.42	1,678.57	2,992.90	3,489.32	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
少数股东权益	60.81	185.14	228.18	292.25	387.11	成长能力					
股本	224.25	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48	营业收入	-6.91%	193.48%	60.00%	55.00%	50.00%
资本公积	0.78	1,315.08	104.34	104.34	104.34	营业利润	-470.15%	424.24%	58.55%	48.93%	48.14%
留存收益	160.93	1,845.65	1,042.74	1,649.67	2,548.34	归属于母公司净利润	-894.15%	425.67%	56.69%	48.82%	48.07%
其他	1.34	-1,315.08	-104.34	-104.34	-104.34	获利能力					
股东权益合计	448.11	3,241.53	3,692.41	4,363.40	5,356.93	毛利率	22.30%	47.95%	45.00%	45.00%	45.00%
负债和股东权益总计	683.60	4,480.95	5,370.98	7,356.30	8,846.25	净利率	6.91%	12.39%	12.13%	11.65%	11.50%
						ROE	12.78%	8.52%	11.77%	14.91%	18.08%
						ROIC	27.11%	160.86%	35.79%	41.40%	44.87%
						偿债能力					
						资产负债率	34.45%	27.66%	31.25%	40.68%	39.44%
						净负债率	-40.90%	-1.20%	-13.43%	-24.93%	-28.08%
						流动比率	1.76	1.70	1.62	1.60	1.86
						速动比率	1.44	1.68	1.53	1.56	1.79
						营运能力					
						应收账款周转率	11.34	5.60	5.60	5.60	5.60
						存货周转率	11.33	47.45	44.90	44.90	44.90
						总资产周转率	0.99	0.81	0.68	0.82	0.96
						每股指标(元)					
						每股收益	0.02	0.11	0.17	0.25	0.37
						每股经营现金流	0.01	0.14	0.27	0.19	0.49
						每股净资产	0.16	1.26	1.43	1.68	2.05
						估值比率					
						市盈率	698.86	132.95	84.85	57.01	38.50
						市净率	89.34	11.32	9.99	8.50	6.96
						EV/EBITDA	22.44	78.41	48.32	32.31	21.93
						EV/EBIT	26.82	94.46	54.57	36.33	24.07

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)