

## 美年健康 (002044.SZ)

## 服装行业

评级：买入 维持评级

公司点评

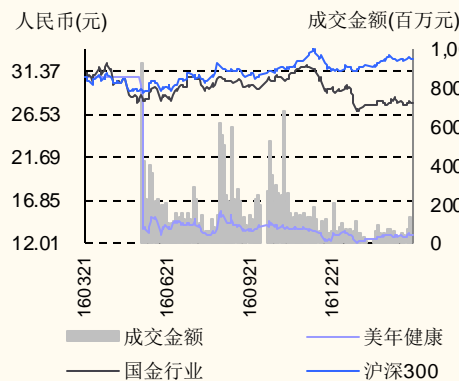
市场价格(人民币)：12.99元

## 美年健康扣非增长 44%，持续保持高增长态势

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)	1,038.78
总市值(百万元)	31,455.06
年内股价最高最低(元)	30.87/12.01
沪深 300 指数	3449.61
深证成指	10532.33



## 相关报告

- 《10 亿员工持股计划，大股东劣后彰显信心-美年健康公司点评》，2016.8.30
- 《上半年业绩高增长，体检龙头处在黄金发展期-美年健康公司点评》，2016.8.23
- 《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
- 《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
- 《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

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.215	0.140	0.195	0.276	0.382
每股净资产(元)	2.52	1.37	1.55	1.80	2.17
每股经营性现金流(元)	0.27	0.29	0.39	0.37	0.50
市盈率(倍)	143.60	94.17	66.53	47.07	33.96
行业优化市盈率(倍)	52.36	61.25	59.00	59.00	59.00
净利润增长率(%)	779.07%	30.21%	39.50%	41.35%	38.58%
净资产收益率(%)	8.52%	10.23%	12.63%	15.30%	17.63%
总股本(百万股)	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48	2,421.48

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司 2016 年实现营业收入 30.8 亿，同比增长 47%；归属母公司净利润 3.4 亿，同比增长 30%；扣非后归属母公司净利润 3.1 亿，同比增长 44%。
- 公司以截止 2016 年 12 月 31 日公司总股本 24.2 亿股为基数，向全体股东以未分配利润每 10 股派发现金红利 0.15 元(含税)，现金分红总额为 3,632 万元(含税)。

## 点评

- **1.与业绩快报一致，公司继续保持高增长态势：**公司扣非后净利润与收入增长相匹配，规模效应延续，但期间费用有所回升，主要由于门店扩张的需要和非经常性管理费用的支出。总体来看，毛利率、净利率稳定。
- **2.公司去年在最具代表性/门店最为成熟的地区，收入端仍呈现增速提速的趋势：**2016 年沈阳、上海、深圳瑞格尔、西安、成都、北京、郑州、武汉、云南、深圳鸿康杰等分店，收入占到公司 73%，利润占比 74%，占比较 2015 年下降，表明新店贡献增加。
- 在最具代表性/较为成熟的门店，公司去年收入端仍然出现了增速提速的趋势，例如沈阳去年贡献 5 亿收入，增速 39%，15 年增速为 22%。
- 公司主要门店的利润率近三年来表现稳定或者微增长，即使在公司业务发展最为成熟的地区，利润率仍有提升的空间。
- **3.公司门店布局网络不断延伸，由一二线城市向三四线城市加快部署：**健康体检行业在中国刚起步时，主要分布在一线城市，2010 年之前，美年健康、爱康国宾、慈铭体检、瑞慈体检收入构成和网点布局，多以一线城市为主。随着国民健康意识的提升，二三四线城市需求增强，未来体检市场区域化特征将逐步淡化。当前美年健康和慈铭体检拥有近 300 家门店，未来门店数量还将不断增长。战略定位上，美年健康首先抓住城市地域的扩张机会，成为专业体检机构的龙头公司，并与行业其他寡头拉开差距。
- **4.员工持股、实际控制人增持彰显管理层对未来公司发展信心：**公司目前拥有 10000 多名院士、教授、主任医师、健康顾问、医疗人员组成的专业服务团队，在全国门店中，每家门店都配有 20 多名医护团队，更有多名副主任以上医师现场服务。
- 员工持股计划使用一倍杠杆，锁定一年：2016 年 9 月 23 日，公司 2016 年员工持股计划（中海信托-美年健康员工持股计划集合资金信托计划）累计

以大宗交易购买方式受让北京凯雷投资持有的公司股票 7,000 万股（占比 2.89%），成交均价为 13.25 元，成交金额为 9.3 亿元，已完成过户，买入股票数量占公司总股本的 2.89%，锁定期一年。

- 实际控制人持续增持：实际控制人俞熔先生年初以来持续增持公司股票，成交均价在 12.5 元/股左右，体现了管理层对公司目前股价的判断和对公司业绩成长、发展前景的信心。
- **5. 在基数扩大的基础上，延续了“旺季更旺”的亮眼业绩：**体检行业有较为明显的淡旺季，四季度利润占全年比重历年都在 60% 以上。健康体检行业具有明显的季节性消费特征。第一季度为业务淡季，第二季度业务相对平稳，第三、四季度为业务旺季。主要原因为：目前的健康体检以团检为主、个检为辅，第一季度处于春节假期以及企业财务预算规划期，团体客户销售工作未正式启动，业务相对清淡。受年末客户对自身健康状况的关注以及未进行体检的客户群体，第四季度体检较为集中。
- 2016 年，公司四季度业绩尤其亮眼。公司去年四季度实现收入近 12 亿，同比增长 47%（2015 年四季度增长 48%），公司在基数增加快速的前提下，旺季仍保持了迅速发展态势。
- 值得注意的是，公司全年期间不断新增门店，而业绩主要体现在四季度，表明内部已形成良好的运营管理体系，因而期间费用得到良好的控制。
- **6. 估计美年健康体检人次同比增长近 45%，结合当前公司的战略布局未来有望实现量价齐升：**我们估计去年美年健康（不算慈铭）的体检人次同比增长近 45%，增长强劲。结合公司一年以来在附加业务的布局，包括高端体检（3650、美兆健康）、基因检测（美因健康科技）、远程医疗（大象医疗）、健康管理、健康保险等，一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。我们认为公司在不断跑马圈地快速扩张门店、体检人次的同时，进行的这些战略性布局，有望为公司今后带来量价齐升的增长。
- **7. 关于估值方面的思考：**我们估算公司 2017 年动态市盈率在 55x 左右（考虑慈铭并表），当前市场的争议焦点在于随着 IPO 发行速度加快和定增趋严，公司估值的稳定性。
- 我们认为，随着 IPO 发行，二级市场的上市公司定价将出现两极分化。尽管投资标的将越来越多，而其中具备高增长能力、业务延展性强的公司将持续获得估值溢价；
- 此外，在我们此前的行业深度报告中，指出当前的民营专业体检机构行业格局已成为寡头垄断的局面，该子行业标的的稀缺性，并不会随着 IPO 的发行加速而改变。
- 公司进入“自给自足”阶段，定增趋严对于公司的影响削弱：在我们此前的行业深度报告中，提出对于发展初期的民营专业体检机构，资本是发展的关键要素，这不仅是体检行业的特点，也适用于任何一种连锁制的医疗服务业态。但随着公司业务网络全国遍地开花、走入成熟期的门店越来越多，自身造血能力增强，定增趋严对公司影响削弱。
- 我们认为，公司基本面以外的影响因素终是短暂的，长期估值取决于公司自身所在行业的发展前景、公司自身的盈利能力。公司当前进入了 120 多个并表门店增长迅速、多家门店在建、另有 80 多家参股公司为后续增长锦上添花的良好运行阶段。基于以上思考，我们认为，美年健康应予以估值溢价。

### 盈利预测

- 不考虑慈铭并表，预计公司 2017~2019 年净利润分别为 4.7 亿、6.7 亿、9.3 亿，对应 EPS 0.2、0.28、0.38 元。考虑慈铭并表因素，当前股价对应 2017 年估值 55 倍。

### 风险提示

- 限售股解禁风险；并购审批风险；整合扩张风险。

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>696</b>	<b>2,101</b>	<b>3,082</b>	<b>4,376</b>	<b>6,039</b>	<b>8,153</b>
增长率		201.9%	46.7%	42.0%	38.0%	35.0%
主营业务成本	-556	-1,094	-1,593	-2,262	-3,116	-4,182
% 销售收入	79.9%	52.0%	51.7%	51.7%	51.6%	51.3%
毛利	140	1,008	1,489	2,114	2,923	3,971
% 销售收入	20.1%	48.0%	48.3%	48.3%	48.4%	48.7%
营业税金及附加	-6	-2	-1	-4	-6	-8
% 销售收入	0.8%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-11	-484	-718	-1,050	-1,449	-1,957
% 销售收入	1.6%	23.0%	23.3%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用	-50	-195	-264	-409	-564	-758
% 销售收入	7.2%	9.3%	8.6%	9.3%	9.3%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	73	326	506	651	904	1,248
% 销售收入	10.5%	15.5%	16.4%	14.9%	15.0%	15.3%
财务费用	-8	-20	-40	-32	-23	-27
% 销售收入	1.2%	0.9%	1.3%	0.7%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-18	-2	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	54	37	10	5	5
% 税前利润	3.4%	14.9%	7.4%	1.6%	0.6%	0.4%
营业利润	48	358	497	628	886	1,226
营业利润率	6.9%	17.0%	16.1%	14.4%	14.7%	15.0%
营业外收支	-1	1	2	2	2	2
税前利润	48	359	499	631	888	1,228
利润率	6.9%	17.1%	16.2%	14.4%	14.7%	15.1%
所得税	-23	-73	-120	-152	-214	-296
所得税率	47.3%	20.3%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%
净利润	25	286	379	478	674	932
少数股东损益	-4	26	40	6	6	6
归属于母公司的净利润	30	260	339	473	668	926
净利率	4.3%	12.4%	11.0%	10.8%	11.1%	11.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	45	286	379	478	674	932
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	34	152	224	100	111	121
非经营收益	9	-26	19	85	79	103
营运资金变动	-59	-83	86	277	44	51
经营活动现金净流	30	330	707	940	908	1,208
资本开支	-3	-347	-454	900	-307	-308
投资	1	-1,222	-446	-1	0	0
其他	-23	0	-262	10	5	5
投资活动现金净流	-25	-1,569	-1,161	909	-302	-303
股权募资	0	1,482	7	0	-2	0
债权募资	-96	390	589	-288	500	200
其他	-34	-105	-146	-71	-128	-152
筹资活动现金净流	-130	1,767	451	-360	371	48
现金净流量	-125	528	-3	1,490	976	952

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	172	1,106	1,101	2,591	3,567	4,520
应收款项	59	692	1,025	1,222	1,687	2,277
存货	64	25	45	50	68	92
其他流动资产	50	79	199	102	140	187
流动资产	345	1,901	2,371	3,965	5,462	7,075
% 总资产	50.5%	42.4%	39.6%	60.6%	66.3%	70.4%
长期投资	185	1,114	1,456	1,457	1,456	1,456
固定资产	109	688	987	1,090	1,281	1,462
% 总资产	16.0%	15.4%	16.5%	16.6%	15.5%	14.6%
无形资产	41	714	1,096	34	42	50
非流动资产	338	2,580	3,619	2,583	2,782	2,970
% 总资产	49.5%	57.6%	60.4%	39.4%	33.7%	29.6%
<b>资产总计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>6,548</b>	<b>8,244</b>	<b>10,046</b>
短期借款	80	543	987	0	0	0
应付款项	85	455	877	1,163	1,603	2,160
其他流动负债	31	118	234	370	494	650
流动负债	196	1,116	2,098	1,533	2,098	2,810
长期贷款	22	86	245	995	1,495	1,695
其他长期负债	18	37	63	0	0	0
<b>负债</b>	<b>235</b>	<b>1,239</b>	<b>2,406</b>	<b>2,528</b>	<b>3,593</b>	<b>4,505</b>
普通股股东权益	387	3,056	3,313	3,744	4,369	5,253
少数股东权益	61	185	271	277	282	288
<b>负债股东权益合计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>6,548</b>	<b>8,244</b>	<b>10,046</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.132	0.215	0.140	0.195	0.276	0.382
每股净资产	1.727	2.524	1.368	1.546	1.804	2.169
每股经营现金净流	0.133	0.272	0.292	0.388	0.375	0.499
每股股利	0.050	0.080	0.000	0.017	0.017	0.017
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.64%	8.52%	10.23%	12.63%	15.30%	17.63%
总资产收益率	4.33%	5.81%	5.66%	7.22%	8.11%	9.22%
投入资本收益率	6.98%	6.71%	7.96%	9.84%	11.15%	13.08%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-8.26%	201.93%	46.65%	42.00%	38.00%	35.00%
EBIT增长率	-2.91%	347.42%	55.26%	28.51%	38.93%	38.07%
净利润增长率	N/A	779.07%	30.21%	39.50%	41.35%	38.58%
总资产增长率	-9.95%	555.49%	33.67%	9.33%	25.89%	21.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	31.3	51.5	83.2	83.2	83.2	83.2
存货周转天数	41.5	14.8	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	35.9	35.1	49.0	49.0	49.0	49.0
固定资产周转天数	57.3	108.4	111.0	78.3	56.2	40.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-15.69%	-14.68%	3.64%	-39.70%	-44.56%	-50.98%
EBIT利息保障倍数	9.0	16.4	12.6	20.3	40.1	46.5
资产负债率	34.45%	27.66%	40.16%	38.60%	43.58%	44.84%

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	2
增持	0	2	3	3	6
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.89

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。

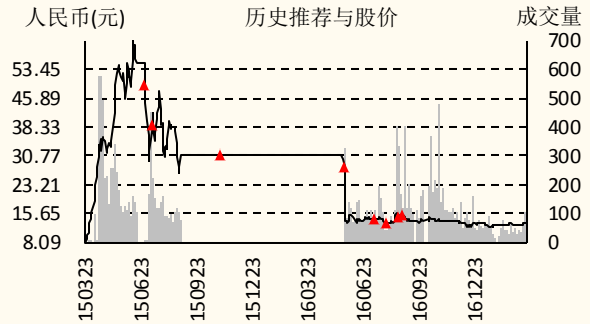
最终评分与平均投资建议对照：

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
7	2016-08-23	买入	14.84	N/A
8	2016-08-30	买入	15.26	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