

美年健康 (002044)

证券研究报告

2017年03月21日

量价齐升为主业核心逻辑，放眼全局当看平台价值

业绩符合预期，内生净利增长依然符合 50%增速判断

公司公布 2016 年年报，实现收入 30.82 亿 (+46.65%)，扣非后归母净利为 3.11 亿 (+43.98%)，业绩增长基本符合预期，同时公司公布每 10 股派发现金股利 0.15 元。同时 2016 年利润还受到参与爱康国宾私有化开支的影响，若排除这部分费用的影响，16 年内生净利增速约为 53%。费用方面由于规模和门店数的增加，公司销售费用、管理费用和财务费用分别同比增加 48.36%、35.01%和 102.85%。经营活动现金流入 31.43 亿元，同比增长 52.25%，与营业收入相匹配。

完善二三线布局、发展四线城市网点，量价齐升是体检主业增长核心逻辑

2016 年底美年与慈铭合计控股 200 家体检中心，体外参股 80-90 家，共覆盖了 30 多个省、100 多个核心城市，预计 2017 年还将通过新建或参股 100 家左右的门店，未来三年门店数量的扩张速度保持在 25%左右，预计 2018 年底包括慈铭在内将达到 500 家门店的体量（包括参股的门店）。体检人次方面，2016 年美年+慈铭体检人次共计 1300 万人次左右，美年的客单价为 340-350 元左右，未来每年的客单价将提高 10%左右。

买入美年更需长远眼光看重平台价值

公司的业务分为基础性的体检服务、医疗服务和健康管理业务，前者如常规体检、肿瘤筛查、体检报告解读，这部分业务的竞争壁垒不高，重要的是性价比、质量控制和体验感，这部分业务也是消费流和健康数据流的基础入口。医疗服务包括就医导诊、全科医疗、远程医疗、口腔眼科等医学服务，这类服务是医生多点执业的承接平台，也是提高客单价完善服务内涵的重要抓手，从门店连锁化率和品牌方面具有竞争壁垒。健康管理包括疾病评估、健康咨询与干预，这类服务完全基于个体的健康数据，需要有海量的数据、算法为支撑，这块业务是单体的体检中心或公立医院无法做到的，也是未来提高客单价、嫁接健康险等业务的核心。

估值评级

重组注入慈铭剩余股权前，公司总股本为 2421.48 百万股，对应 17-19 年 EPS 0.22、0.32、0.48 元。2017 年慈铭承诺净利为 1.625 亿，考虑重组流程所需时间，我们预计 17 年慈铭贡献的净利为 0.75-1.04 亿左右（含并表前投资收益部分）。按 50%的内生性增速计算净利，美年健康产生的净利为 4.80 亿，加总慈铭贡献的净利约为 5.55-5.84 亿。根据现有公告数据，重组注入慈铭剩余 72.22%股权后总股本为 2634.60 百万股，预计 2017-2019 年备考摊薄 EPS 分别为 0.21、0.35、0.51 元，对应动态 PE 分别为 62、37、26 倍，看好公司持续的内生高增长及新业态对盈利水平的提高，给予 70 倍 PE，未来十二个月目标价 14.70 元，维持“增持”评级。

风险提示：慈铭重组进度低于预期，健康管理业态进展低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,101.48	3,081.86	4,684.43	6,956.38	10,267.61
增长率(%)	193.48	46.65	52.00	48.50	47.60
EBITDA(百万元)	454.79	648.27	963.33	1,414.44	2,046.34
净利润(百万元)	260.27	338.91	522.15	776.72	1,150.75
增长率(%)	425.67	30.21	54.07	48.75	48.16
EPS(元/股)	0.11	0.14	0.22	0.32	0.48
市盈率(P/E)	120.85	92.81	60.24	40.50	27.33
市净率(P/B)	10.29	9.50	8.20	6.82	5.46
市销率(P/S)	14.97	10.21	6.71	4.52	3.06
EV/EBITDA	78.41	48.46	31.75	21.08	13.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	12.99 元
目标价格	14.70 元
上次目标价	14.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,421.48
流通 A 股股本(百万股)	1,037.32
A 股总市值(百万元)	31,455.06
流通 A 股市值(百万元)	13,474.78
每股净资产(元)	1.37
资产负债率(%)	40.16
一年内最高/最低(元)	31.12/11.52

作者

杨焯辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

柴博 联系人
chaibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《美年健康-公司点评:经营状况持续向好，预计经营净利同比仍超 50%》2017-02-20
- 《美年健康-公司点评:美年健康 (002044) 公司点评》2016-09-25
- 《美年健康-公司深度研究:美年健康 (002044) 首次覆盖报告》2016-08-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,105.74	1,101.44	1,873.77	3,136.12	5,301.24
应收账款	691.80	1,025.18	1,167.05	1,437.32	1,637.93
预付账款	75.28	70.36	129.64	183.26	266.86
存货	24.66	45.18	55.73	74.14	102.81
其他	3.64	128.45	128.60	128.70	128.97
流动资产合计	1,901.11	2,370.60	3,354.80	4,959.54	7,437.80
长期股权投资	39.95	1,061.18	1,061.18	1,061.18	1,061.18
固定资产	624.27	937.19	1,363.77	1,735.13	2,041.58
在建工程	64.10	50.31	61.15	70.58	70.29
无形资产	12.66	25.86	31.96	36.98	40.91
其他	1,838.85	1,544.48	1,477.55	1,383.95	1,243.69
非流动资产合计	2,579.84	3,619.02	3,995.62	4,287.82	4,457.65
资产总计	4,480.95	5,989.62	7,350.42	9,247.35	11,895.45
短期借款	478.50	830.00	1,067.89	1,252.15	1,642.82
应付账款	249.10	421.39	667.30	1,060.37	1,597.61
其他	388.83	846.37	1,099.31	1,427.87	1,670.88
流动负债合计	1,116.43	2,097.76	2,834.51	3,740.38	4,911.30
长期借款	86.38	245.14	289.28	417.38	616.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.61	62.80	62.80	62.80	62.80
非流动负债合计	122.99	307.93	352.07	480.18	678.85
负债合计	1,239.42	2,405.69	3,186.58	4,220.56	5,590.16
少数股东权益	185.14	271.30	329.26	415.49	543.24
股本	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48	2,421.48
资本公积	1,315.08	21.46	21.46	21.46	21.46
留存收益	1,845.65	890.95	1,413.09	2,189.81	3,340.57
其他	(1,315.08)	(21.26)	(21.46)	(21.46)	(21.46)
股东权益合计	3,241.53	3,583.92	4,163.84	5,026.79	6,305.29
负债和股东权益总	4,480.95	5,989.62	7,350.42	9,247.35	11,895.45

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	286.16	378.52	522.15	776.72	1,150.75
折旧摊销	150.00	218.03	138.47	204.21	269.91
财务费用	21.33	42.94	58.08	68.66	84.18
投资损失	(53.57)	(37.12)	(45.14)	(56.39)	(70.49)
营运资金变动	0.91	(0.34)	353.92	472.83	607.37
其它	(74.99)	105.05	61.02	90.77	134.48
经营活动现金流	329.84	707.08	1,088.49	1,556.79	2,176.18
资本支出	1,069.03	1,710.67	582.00	590.00	580.00
长期投资	37.19	1,021.23	0.00	0.00	0.00
其他	(2,675.18)	(3,893.22)	(1,118.86)	(1,123.61)	(1,089.51)
投资活动现金流	(1,568.95)	(1,161.32)	(536.86)	(533.61)	(509.51)
债权融资	629.72	1,231.86	1,513.89	1,826.25	2,415.60
股权融资	2,279.65	(122.09)	(57.37)	(67.75)	(83.27)
其他	(1,142.20)	(658.94)	(1,235.82)	(1,519.34)	(1,833.89)
筹资活动现金流	1,767.17	450.82	220.70	239.17	498.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	528.05	(3.42)	772.34	1,262.35	2,165.12

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,101.48	3,081.86	4,684.43	6,956.38	10,267.61
营业成本	1,093.80	1,593.10	2,421.85	3,596.45	5,308.35
营业税金及附加	2.35	0.82	1.24	1.84	2.72
营业费用	483.96	718.02	1,077.42	1,599.97	2,361.55
管理费用	195.34	263.73	398.18	598.25	883.01
财务费用	19.88	40.33	58.08	68.66	84.18
资产减值损失	2.02	6.03	6.03	6.03	6.03
公允价值变动收益	(0.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.57	37.12	45.14	56.39	70.49
其他	(107.08)	(74.24)	(90.28)	(112.78)	(140.98)
营业利润	357.66	496.96	766.78	1,141.58	1,692.26
营业外收入	1.65	4.04	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.42	2.02	2.02	2.02	2.02
利润总额	358.89	498.97	768.75	1,143.56	1,694.24
所得税	72.73	120.46	185.59	276.07	409.01
净利润	286.16	378.52	583.17	867.49	1,285.23
少数股东损益	25.89	39.61	61.02	90.77	134.48
归属于母公司净利润	260.27	338.91	522.15	776.72	1,150.75
每股收益(元)	0.11	0.14	0.22	0.32	0.48

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	193.48%	46.65%	52.00%	48.50%	47.60%
营业利润	424.24%	38.94%	54.29%	48.88%	48.24%
归属于母公司净利润	425.67%	30.21%	54.07%	48.75%	48.16%
获利能力					
毛利率	47.95%	48.31%	48.30%	48.30%	48.30%
净利率	12.39%	11.00%	11.15%	11.17%	11.21%
ROE	8.52%	10.23%	13.62%	16.84%	19.97%
ROIC	160.86%	30.36%	22.25%	30.92%	45.28%
偿债能力					
资产负债率	27.66%	40.16%	43.35%	45.64%	46.99%
净负债率	-1.20%	-13.84%	1.74%	-4.00%	-11.76%
流动比率	1.70	1.13	1.18	1.33	1.51
速动比率	1.68	1.11	1.16	1.31	1.49
营运能力					
应收账款周转率	5.60	3.59	4.27	5.34	6.68
存货周转率	47.45	88.26	92.84	107.13	116.05
总资产周转率	0.81	0.59	0.70	0.84	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.14	0.22	0.32	0.48
每股经营现金流	0.14	0.29	0.45	0.64	0.90
每股净资产	1.26	1.37	1.58	1.90	2.38
估值比率					
市盈率	120.85	92.81	60.24	40.50	27.33
市净率	10.29	9.50	8.20	6.82	5.46
EV/EBITDA	78.41	48.46	31.75	21.08	13.93
EV/EBIT	94.46	58.47	37.09	24.64	16.05

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com