



2017年03月24日

增持(首次评级)

当前价: 12.96 元

医药行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

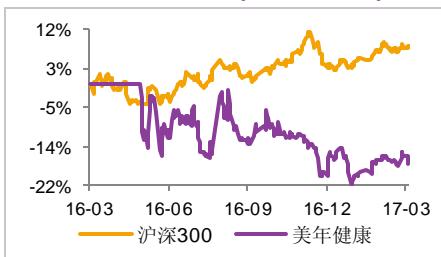
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3081.9	4314.6	6040.4	8154.6
(+/-)		40.00%	40.00%	35.00%
净利润	338.9	473.7	682.8	950.8
(+/-)		39.77%	44.15%	39.24%
EPS(元)	0.14	0.20	0.28	0.39
P/E	93	66	46	33

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

美年健康(002044.SZ)

【联讯医药年报点评】美年健康：业绩高速增长，健康体检首选标的

投资要点

◇ 事件

公司近期公布 2016 年年度报告，期内公司实现营业总收入 30.81 亿元，同比增长 46.65%，实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 30.21%，扣非后归母净利润 3.10 亿元，同比增长 43.98%。实现基本每股收益 0.14 元，2016 年分配方案为 10 派 0.15 元（含税）。17Q1 由于业务传统淡季，预计归母净利润将亏损 8806 万元-15206 万元。

◇ 业绩高速增长，健康体检首选标的

受益于公司规模扩大以及健康中国 2030，民众健康理念提升和健康管理需求提升，期内公司营业收入和扣非归母净利润都实现了超过 43% 以上的增长。公司单季度营业收入环比快速增长，季节性明显，三、四季度是业务旺季，下半年约占全年营收的 66%（2015 年同期占比 66.2%）。公司拥有美兆、美年大健康、慈铭三大体检品牌，全面覆盖高、中端和基本客户需求，产品创新上不断推陈出新，形成多元化、立体化产品体系，如（前端）基因检测、胶囊胃镜、女性两癌筛查；（检后）糖尿病、心脑血管、呼吸系统、女性健康；（专科）眼科、口腔、减重、激光等，为客户提供全方位的健康管理和延伸医疗服务。

◇ 自建+外延并购，可复制性强，门店 2018 年目标 500 家

公司终端门店上采取自建+外延并购并举策略。2016 年公司拥有近 300 家医疗服务及体检中心，覆盖全国 30 多个省，100 多座核心城市。门店拓展上，遵循“重点城市与全国布局”的发展战略，坚持“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”的区域发展策略，加速门店扩张，目前基本实现全国布局。外延并购主要来源于上市公司体系外美年大健康各地体检中心，通过全资或者增加持股控股式收购，另外对国内同业慈铭等竞争对手展开并购，同时全球视野并购全球三大高端体检品牌之一的“美兆体检”。公司规划，预计在未来两年内，每年新增 100 家门店，到 2018 年，预计达成 500 家门店的战略目标。每家门店都实行统一管理 & 标准化服务。目前，覆盖核心城市平均拥有门店只有 3 家，全国地级市以上城市有近 300 座，门店密度提升和新城市门店拓展仍有较大空间。

◇ 健康体检为入口，坐拥庞大体检健康大数据，业务横向拓展有故事

依托健康体检业务，公司积极打造大健康产业平台价值，重点布局远程医疗、基因检测、大数据业务，不断延伸产业链。与大象医疗的战略合作，实现了远程阅片和远程医疗服务；参股美因健康 20% 股权，积极开展基因测序业务；参股投资好卓数据，开发优健康 APP，为客户提供了电子化体检报告、健康管理、健康咨询等增值服务。美年健康与西门子医疗成立合资公司，联合设立医学影像研究中心，与太平人寿的战略合作，共建“体检筛查+诊断



治疗+保险保障”的健康服务闭环。公司左手健康体检业务，右手横向拓展业务，不断深挖客户价值。

◇ 盈利与估值

由于商务部反垄断审查因素，暂不考虑慈铭体检的并购及融资项目。我们预测 2017-2019 年，公司营业收入为 43.1/60.4/81.5 亿元，归母净利润分别为 4.7/6.8/9.5 亿元，对应每股 EPS 为 0.20/0.28/0.39 元，对应市盈率分别为 66/46/33 倍。

考虑公司为行业龙头和稀缺性，看好公司未来发展前景，首次给予“增持评级”。

◇ 风险提示

1、定增事项审批进度不及预期；2、并购整合风险；3、健康体检医疗事故。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2370.6	2581.6	3685.8	5217.6	经营活动现金流	707.1	619.1	863.1	1138.1
现金	1101.4	626.9	998.1	1623.0	净利润	378.5	529.3	762.9	1062.3
应收账款和票据	866.8	1564.5	2231.3	3048.5	折旧摊销	218.0	132.8	143.5	150.3
其它应收款	158.4	160.0	160.0	160.0	财务费用	40.3	33.3	40.0	45.2
预付账款	45.2	65.9	91.4	126.7	资产减值损失	6.0	2.0	2.0	2.0
存货	70.4	75.0	80.0	84.3	营运资金变动	53.0	-35.4	-62.3	-86.5
其他	128.4	89.3	125.1	175.1	其它	11.2	-42.9	-23.0	-35.2
非流动资产	3619.0	3876.1	3946.3	3977.4	投资活动现金流	-1161.3	-573.4	-471.6	-498.5
长期投资	1061.2	1061.2	1061.2	1061.2	资本支出	-567.2	-500.0	-150.0	-150.0
固定资产	937.2	1328.0	1435.0	1502.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产和商誉	735.4	734.8	734.2	733.5	其他	-594.1	-73.4	-321.6	-348.5
其他	885.2	752.1	716.0	679.9	筹资活动现金流	450.8	-520.3	-20.3	-14.6
资产总计	5989.6	6457.7	7632.2	9195.0	短期借款	351.5	-330.0	0.0	0.0
流动负债	2097.0	2029.4	2435.9	2931.5	长期借款	158.8	0.0	0.0	0.0
短期借款	830.0	500.0	500.0	500.0	其他	23.4	-190.3	-20.3	-14.6
应付账款和票据	274.6	382.2	529.9	708.3	现金净增加额	-3.4	-474.5	371.2	625.0
其他	992.4	1147.2	1406.1	1723.2					
非流动负债	307.9	315.1	320.1	325.1	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	245.1	245.1	245.1	245.1	成长能力				
其他	62.8	70.0	75.0	80.0	营业收入	46.65%	40.00%	40.00%	35.00%
负债合计	2405.7	2344.5	2756.1	3256.6	营业利润	38.94%	39.73%	44.27%	39.32%
少数股东权益	271.3	326.9	407.0	518.5	归属母公司净利润	32.27%	39.77%	44.15%	39.24%
归属母公司股东权益	3312.6	3786.3	4469.1	5419.9	获利能力				
负债和股东权益	3583.9	4113.2	4876.1	5938.4	毛利率	48.31%	48.50%	49.00%	49.50%
					净利率	12.28%	12.27%	12.63%	13.03%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	10.56%	12.51%	15.28%	17.54%
营业收入	3081.9	4314.6	6040.4	8154.6	ROIC	19.33%	14.47%	17.31%	19.64%
营业成本	1593.1	2222.0	3080.6	4118.1	偿债能力				
营业税金及附加	0.8	2.2	3.0	4.1	资产负债率	40.16%	36.31%	36.11%	35.42%
营业费用	718.0	1013.9	1419.5	1916.3	净负债比率	67.12%	57.00%	56.52%	54.84%
管理费用	263.7	366.7	513.4	693.1	流动比率	1.13	1.27	1.51	1.78
财务费用	40.3	33.3	40.0	45.2	速动比率	1.11	1.24	1.48	1.74
资产减值损失	6.0	2.0	2.0	2.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.59	0.69	0.86	0.97
投资净收益	37.1	20.0	20.0	20.0	应收账款周转率	4.39	3.55	3.18	3.09
营业利润	497.0	694.4	1001.9	1395.8	应付账款周转率	45.62	40.01	39.18	37.77
营业外收入	4.0	4.0	4.0	4.0	每股指标(元)				
营业外支出	2.0	2.0	2.0	2.0	每股收益	0.14	0.20	0.28	0.39
利润总额	499.0	696.4	1003.8	1397.8	每股经营现金	0.29	0.26	0.36	0.47
所得税	120.5	167.1	240.9	335.5	每股净资产	1.48	1.56	1.85	2.24
净利润	378.5	529.3	762.9	1062.3	估值比率				
少数股东损益	39.6	55.6	80.1	111.5	P/E	92.6	66.3	46.0	33.0
归属母公司净利润	338.9	473.7	682.8	950.8	P/B	8.8	8.3	7.0	5.8
EBITDA	718.2	862.5	1187.3	1593.2	EV/EBITDA	41.19	37.25	27.06	20.17
全面摊薄 EPS (元)	0.14	0.20	0.28	0.39					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com