

美年健康 (002044.SZ)

服装行业

评级：买入 维持评级

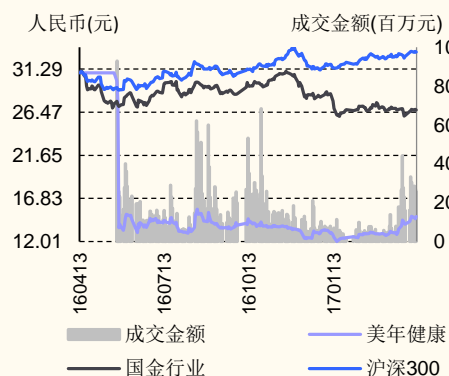
公司点评

市场价格(人民币): 14.81元

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)	35,862.16
年内股价最高最低(元)	30.87/12.01
沪深300指数	3509.44
深证成指	10587.31



相关报告

1. 《美年健康扣非增长 44%，持续保持高增长态势-美年健康公司点...》，2017.3.21
2. 《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
3. 《上半年业绩高速增长，体检龙头处在黄金发展期-美年健康公司点评》，2016.8.23
4. 《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
5. 《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

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

实际控制人俞熔先生购买万东医疗 22%股权， 关注平台价值体现

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	75.85	53.66	38.72
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

- 万东医疗 2017 年 4 月 10 日公告控股股东鱼跃科技与美年健康实际控制人俞熔先生签订了《股份转让协议》，俞熔先生以自筹资金通过协议受让的方式增持万东医疗股份 8,499 万股，占万东医疗总股本 22%。
- 转让前，鱼跃科技持有万东医疗 46.7% 的股权，转让后持股 24.7%。
- 转让价格为 19.5 元/股（万东医疗停牌前股价为 18.12 元/股），对价以现金支付，总价 16.57 亿，2018 年 1 月 31 日前全部价款结清。
- 美年健康董事长俞熔先生直接或间接持有上市公司美年健康 30.2% 的股权，但此次俞熔先生受让万东医疗股权的资金来源全部来自俞熔先生个人及其控制的公司（非上市公司）可自由支配的资金，没有任何直接或间接来自于美年健康的资金，也未通过与上市公司进行资产置换或者其他交易获取资金

点评

- **1. 美年健康渠道价值日益显现，提供小器械公司成长的孵化平台：**在我们 2015 年 7 月发布的公司深度报告之“渠道入口：创新产品的投放平台和孵化平台”中提到，除了为下游医院导流，健康体检机构的平台价值还体现在可以为上游制造业的创新产品（如医疗检测仪器、可穿戴设备、保健品等）提供投放和孵化的平台。
- 这一观点在此后公司的发展过程中得到不断验证：例如，安翰的胶囊胃镜，拥有磁场精确控制及光电成像等一系列世界独创的专利，可以使患者/受检者无痛检测胃部。在美年集团公司尚未投资的 2015 年之前，该产品在国内部分大医院上市，但一家一家医院推广缓慢。体检中，胃部和肠部是盲区，2015 年开始安翰与美年健康合作，2016 年无痛胃镜纳入美年高端体检套餐“3650”中，不仅为受检者提供了无创精准的胃部体检方法，还拉动了美年健康的体检单价，也使得安翰光电的产品迅速放量。
- 在我们上周对美年健康的四家门店调研中，看到安翰胃镜胶囊设备已成为一二线城市部分门店的标配。
- 胶囊胃镜只是依托美年健康 200 个门店+慈铭体检 58 个门店的渠道迅速放量的一个例子。
- 围绕着人体健康的医疗器械/设备多种多样，影像设备是其中一种。此次俞熔

先生购买万东医疗股权虽是个人行为，但我们预计美年健康未来有可能将其作为医疗器械的培育平台，两个上市公司产生协同效应。

- 我们认为万东医疗未来有望成为美年健康的供应商，双方互为依托，美年健康渠道价值将得到进一步的印证。
- **2. 美年健康与万东医疗是国内为数不多的可以提供远程读片的公司，双方有望在互联网医疗方面做进一步的探索：**
- 2015年4月，万东医疗与阿里健康开展远程医疗影像方面合作。万里云前身是“北京万东软件技术有限公司”，成立于2009年10月，目前已经在北京、郑州、武汉和巩义等地建立了远程影像中心，搭建的“万里云影像平台”为对全国超过1000家医疗机构提供包括托管、审核和疑难会诊的远程服务，每日阅片超过2000张。
- 模式上包括，基层公立医院导入影像数据（主要是MRI和CT）、上传到万东医疗的医学影像云服务器、万东医疗签约的影像专家提供远程阅片并生成咨询报告，反馈给基层医院出具诊断报告。
- 美年健康上海门店的CT、核磁，统一发送至大象医疗进行远程读片，既保证读片质量、又使得上市公司实现了集约化管理。
- 美年健康与万东医疗各自在远程医疗方面进行了成功探索，我们认为双方未来可以进行相关方面的资源共享，包括读片专家、患者/受检者、第三方影像中心等。
- **3. 携手外资、内资医疗设备龙头企业，布局医学影像、诊断中心：**去年12月，美年健康与西门子医疗签订合作协议，拟设立合资公司，投资1亿元，美年健康持股51%，西门子医疗持股49%，在上海共同设立上海美熙医学诊断公司，占地3000平米，从事影像诊断、体外诊断。
- 我们认为此次美年健康实际控制人俞熔先生投资万东医疗，未来的合作上也有可能和与西门子合作存在共性。无论是与西门子的合作、还是与万东医疗，美年健康都有望借助后者在诊断设备和相关数据诊断服务，提高其在健康筛查、疾病诊断的能力，和公司内部各个门店的效率和标准化程度。后期各方有能力基于美年健康强大的体检网络开展远程医疗、智能诊断、大数据挖掘等方面的合作。
- **4. 积极探索大健康产业链延伸布局：**公司从去年开始着手增加附加值业务，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，上半年并购台湾高端体检品牌美兆健康在北京、上海的健康体检公司，美国健康科技公司20%的股权，与大象医疗签署合作框架协议，大象医疗为美年大健康下属单位提供远程阅片服务等。
- **5. 公司处于高速增长阶段，流量导入迅速：**公司计划在2018年扩张至500家体检中心，未来2-3年时间，体检中心数量翻倍增长，也将带来体检人次的高增增长。
- **6. 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：**公司目前拥有一万多名院士、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。

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。

- 长期看好美年健康业绩增长和平台布局，维持“买入”评级，建议持续关注。

风险提示

限售股解禁风险；并购审批风险；整合扩张风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	696	2,101	3,082	4,376	6,039	8,153
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	79.2%	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%
资产总计	684	4,481	5,990	6,548	8,244	10,046
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
负债	235	1,239	2,406	2,528	3,593	4,505
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
负债股东权益合计	684	4,481	5,990	6,548	8,244	10,046

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

来源：公司年报，国金证券研究所

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	1
增持	0	0	3	3	5
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

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

单击此处输入文字。

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-13	增持	35.37	42.00~42.00
2	2015-11-03	增持	30.87	N/A
3	2016-05-24	增持	29.95	N/A
4	2016-07-14	增持	14.38	N/A
5	2016-08-01	增持	13.15	N/A
6	2016-08-23	买入	14.84	N/A
7	2016-08-30	买入	15.26	N/A
48	2017-03-21	买入	12.99	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