

美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：买入 维持评级

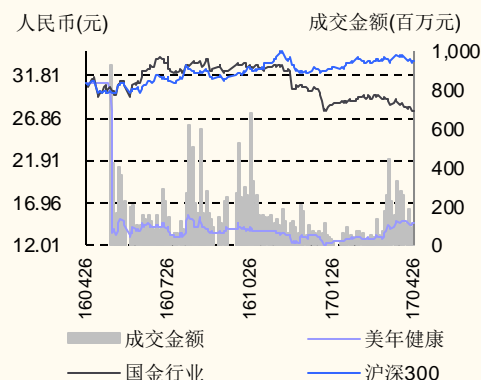
公司点评

市场价格 (人民币): 14.71 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)	35,620.01
年内股价最高最低(元)	30.87/12.01
沪深 300 指数	3445.18
深证成指	10204.84



相关报告

- 《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...》，2017.4.13
- 《美年健康扣非增长 44%，持续保持高速增长态势-美年健康公司点...》，2017.3.21
- 《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

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjq.com.cn

一季度营收增长 80%，门店收入增速提升、成本费用下降

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	0.196	0.278	0.382
每股净资产(元)	2.52	1.37	1.54	1.80	2.16
每股经营性现金流(元)	0.21	0.25	0.34	0.37	0.48
市盈率(倍)	143.60	94.17	75.71	53.31	38.79
行业优化市盈率(倍)	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
净利润增长率(%)	778.10%	30.21%	39.77%	42.00%	37.44%
净资产收益率(%)	8.52%	10.23%	12.67%	15.42%	17.65%
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

业绩简评

- 美年健康 2017 年一季度实现营业收入 5.55 亿，同比增长 80%；归属上市公司股东亏损 1.06 亿（体检行业季节性明显，一季度亏损属正常现象），但同比减亏（去年同期亏损 1.3 亿）。

经营分析

- 1. 公司一季度收入增长 80%，收入增速同比提升：去年实现营业收入 3.1 亿，同比增长 63%，本年度一季度在去年高基数的基础上实现了 80% 的增速。
- 2. 毛利率同比提高 20 个百分点，期间费用率同比下降 13 个百分点，公司首次实现一季度同比减亏：一季度毛利率同比提高 20 个百分点，既得益于收入的大幅增长、又来自营业成本的良好管控。
- 管理费用率、销售费用率均同期下降了 7 个百分点，主要得益于收入端的大幅增长，和规模效应出现后，店面与店面之间的集中化运营、和总部、分公司对各门店的统一规范化管理。（图 1：杭州统一检验中心）
- 3. 多种努力改变季节性差异、淡季营收增长超预期，释放全年业绩高增长信号：由于健康体检行业有很强的季节性，一季度亏损属于正常现象，这一点已不存在争议。但近两年来，公司旺季的四季度各门店超负荷运营的情况已越来越明显，公司通过多种努力改变季节间的差异性、平衡各季度之间的体检人次，以提高客户体验度、提升公司业绩。
- 通过打折促销、增强个检营销、开拓新服务项目、考核单店一季度运营 KPI、VIP 服务等方式，公司实现了淡季的收入高增长。一季度我们在调研美年健康上海、杭州等地的门店时，也看到了这一现象。（图 2：上海某店面淡季体检中心存在排队现象）
- 4. 服务内容多元化，量价齐升：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(美国健康科技)、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，也为公司带来了量价齐升的增长。(图 3：收购美因检测后，美年健康上海门店推出了八大肿瘤筛查服务)(图 4：集团参股安翰后，新开体检中心相继购入胶囊胃镜检查系统，推出高端套餐“3650”)

- **5. 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。

盈利预测

- 不考虑慈铭并表因素，我们预计公司 2017 年-2019 年归属上市公司净利润为 4.7 亿、6.7 亿、9.3 亿。预计慈铭体检 2016 年-2018 年净利润为 1.3 亿、1.6 亿、2 亿。
- （鉴于公司一季度的增长超出我们预期，我们判断全年的业绩也有望超预期，盈利预测暂不做调整）

投资建议

- 维持“买入”评级。

风险提示

限售股解禁风险；并购审批风险；整合扩张风险。

图表 1：杭州统一检验中心



来源：门店实地调研拍摄，国金证券研究所

图表 2：上海某店面淡季体检中心存在排队现象



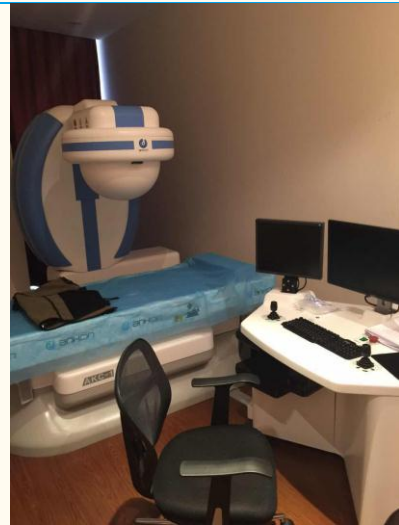
来源：门店实地调研拍摄，国金证券研究所

图表 3：收购美因检测后，美年健康上海门店推出了八大肿瘤筛查服务



来源：门店实地调研拍摄，国金证券研究所

图表 4：集团参股安翰后，新开体检中心相继购入胶囊内镜检查系统，推出高端套餐“3650”



来源：门店实地调研拍摄，国金证券研究所

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	79.9%	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%
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	0	3	5
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	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。

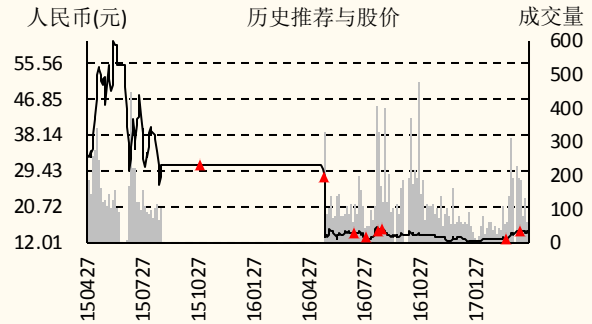
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-03	增持	30.87	N/A
2	2016-05-24	增持	29.95	N/A
3	2016-07-14	增持	14.38	N/A
4	2016-08-01	增持	13.15	N/A
5	2016-08-23	买入	14.84	N/A
6	2016-08-30	买入	15.26	N/A
7	2017-03-21	买入	12.99	N/A
8	2017-04-13	买入	14.81	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