

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

美年健康(002044)

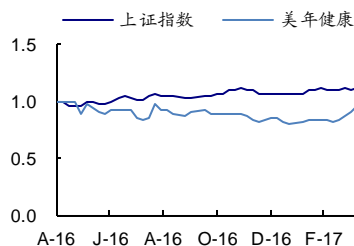
中性

2017年一季报点评

(首次评级)

2017年05月01日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,421/1,054
总市值/流通(百万元)	35,959/15,654
上证综指/深圳成指	3,155/10,235
12个月最高/最低(元)	16.37/11.51

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

门店继续扩张, 渠道下沉是未来发展重心

● 公司业绩季节性明显, 第一季度业绩增速显著, 亏损减少

由于第一季度受春节假期和企业财务预算规划影响, 为体检行业传统淡季。2017年公司第一季度营收5.55亿元(+79.6%), 亏损1.06亿元(+18.03%), 公司加强了淡季营销力度, 一季度营收增速显著, 亏损较2016年同期减少。

● 公司积极扩张门店, 渠道下沉推动公司业绩增长

公司现有300家体检中心, 2017/2018年计划分别新建100家, 力争到2018年完成500家门店的战略目标。新开门店重点放在一二线城市的针对性补缺和三四线城市的渠道下沉。随着三四线城市消费能力增加, 健康诉求加大, 未来具有较好的市场空间潜力。同时, 由于三四线城市成本较低(物业、员工成本低+政府补助政策), 部分城市可以医保支付, 同行竞争相对较弱, 公司有望抢先占据市场, 快速实现盈亏平衡和盈利。

● 实控人增持股份彰显信心, 战略性投资万东利于渠道下沉

近期公司实际控制人俞熔通过竞价收购累计增持公司295万股(占总股本0.12%), 增持后持股占总股本30.19%。2017年4月11日, 俞熔获鱼跃科技转让的22%万东医疗股份。考虑到公司目前正在进行渠道下沉, 未来门店增量大部分将来自于三四线城市。三四线城市专业医师资源匮乏, 万东医疗的万里云影像学远程诊疗系统对公司或许有战略意义。

● 慈铭有望今年完成并表。

由于商务部关于反垄断的调查审核, 公司去年暂停慈铭的收购工作。公司积极补充材料, 预计今年年内可以完成慈铭重组, 但具体时间还需看商务部批文。

● 风险提示

医疗行业监管审批风险、并购整合风险、商誉减值风险、人才储备风险。

● 投资建议:

门店持续扩张将推动公司高速增长, 我们认为未来3年营收复合增速达42.2%。不考虑慈铭并表, 预计17-19年收入45/64/90亿元, EPS为0.20/0.29/0.41元, 对应股价PE为74/51/36X; 考虑慈铭并表, 按照业绩承诺, 预计17-19年收入60/83/112亿元, EPS为0.25/0.35/0.47元, 对应股价PE为58/42/31X, 首次覆盖, 给予中性评级。

盈利预测和财务指标

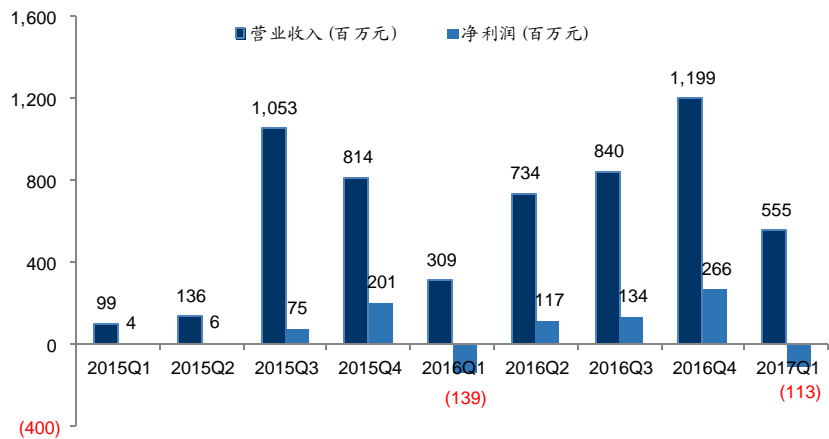
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,101	3,082	4,451	6,375	8,995
(+/-%)	193.5%	46.7%	44.4%	43.2%	41.1%
净利润(百万元)	260	339	471	687	987
(+/-%)	425.7%	30.2%	38.9%	45.9%	43.7%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.14	0.19	0.28	0.41
EBIT Margin	18.0%	17.5%	17.0%	17.1%	17.2%
净资产收益率(ROE)	8.5%	10.2%	12.6%	15.8%	18.9%
市盈率(PE)	138.2	106.1	75.0	51.4	35.8
EV/EBITDA	70.3	50.7	44.5	32.2	23.8
市净率(PB)	11.8	10.9	9.47	8.14	6.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

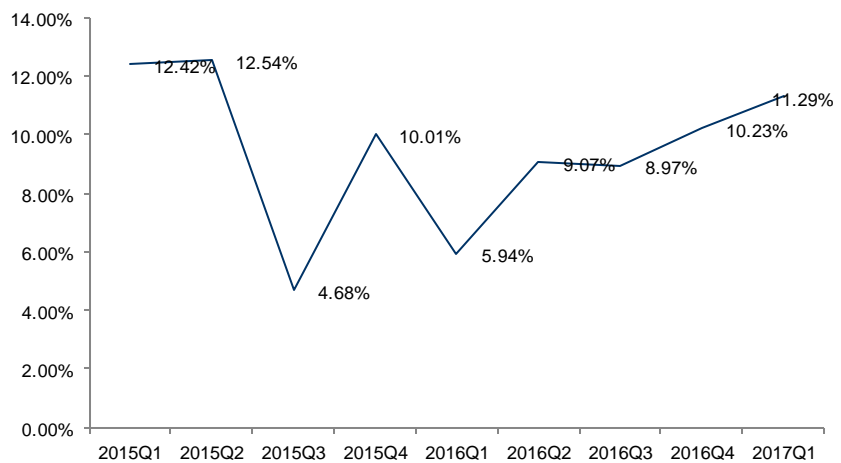
体检行业具有周期性,公司内生业务稳步增长。健康体检行业受到节假日分布、企事业单位的财务核算周期及居民体检习惯等因素的影响,具有明显的季节性消费特征。受到春节假期影响,一季度为公司业务传统淡季。公司加强了淡季营销力度,通过低价位套餐和针对性导流,2017年一季度营收5.55亿元(+79.6%),同比显著增加;亏损1.06亿元(+18.03%),亏损减少。2016年第一季度以来,ROE稳步提升,说明公司内生性体检业务稳步增长,品牌和整合带来的协同效应明显,这主要得益于公司产品不断创新和大健康产业平台构建带来的协同效应。2016年公司不断推出多个创新套餐,主推包括胶囊胃镜、核磁、CT检查为一体的3650高端体检套餐和基因检测、癌症肿瘤标志物筛查套餐;针对淡季和节假日,公司推出专享套餐,力争淡季不亏、旺季业绩高速增长的良好局面。公司也积极推动多个合作项目,通过上市公司参股的方式,重点布局远程医疗、基因检测、大数据业务等构筑平台优势和规模效应。

图 1: 2015Q1-2017Q1 公司营业收入和净利润情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2015Q1-2017Q1 公司滚动全年 ROE 情况

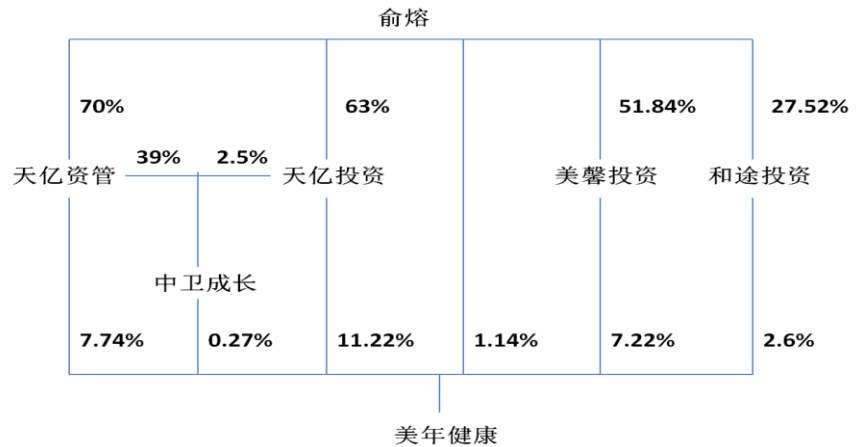


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

实际控制人增持、员工持股彰显信心,战略性投资万东利于渠道下沉。自2016年12月9日起,公司实际控制人俞熔通过竞价收购三次增持公司股票,累计295万股(占总股本0.12%),增持后通过直接或间接持股7.3亿股,占总股本30.19%。2016年公司员工持股计划积极推进,覆盖公司高管及核心员工近1000名。受让北京凯雷投资中心持有的公司股票7000万股(占总股本2.89%),成

交均价 13.25 元,成交金额 9.28 亿元,锁定期为 2016 年 9 月 24 日起 12 个月。实控人增持和员工持股计划均显示管理团队对公司业绩成长和发展前景的坚定信心。2017 年 4 月 11 日,俞熔获鱼跃科技转让的 22% 万东医疗股份。考虑到公司目前正在进行渠道下沉,未来门店增量大部分将来自于三四线城市。体检中心内的放射科除了设备外同时需要配备专业医师进行阅片,而三四线城市专业医师资源匮乏,万东医疗的万里云影像学远程诊疗系统对公司或许有战略意义。

图 3: 实际控制人与公司的股权结构 (截止 2017 年 5 月 1 日)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司实际控制人、董事长俞熔近期增持股票情况

增持方式	增持时间	增持均价 (元/股)	增持股份	增持金额 (万元)
竞价交易	2016-12-9	12.98	140000	181.66
竞价交易	2016-12-12	12.54	860000	1078.70
竞价交易	2016-12-19	12.40	300000	372.01
竞价交易	2016-12-20	12.29	650000	798.82
竞价交易	2017-1-13	12.41	530000	657.68
竞价交易	2017-1-16	12.12	470000	569.69
合计			2950000	3658.56

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

按照公司指引,2017/2018 年计划分别新建 100 家,力争到 2018 年完成 500 家门店的战略目标。新开门店重点放在一二线城市的针对性补缺和三四线城市的渠道下沉。不考虑慈铭并表,预计 17-19 年收入 45/64/90 亿元, EPS 为 0.20/0.29/0.41 元,对应股价 PE 为 74/51/36X; 今年有望完成慈铭并表,按照业绩承若考虑慈铭并表,预计 17-19 年收入 60/83/112 亿元, EPS 为 0.25/0.35/0.47 元,对应股价 PE 为 58/42/31X,首次覆盖,给予中性评级。

表 2: 估值模型和盈利预测

门店数 (估计值)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,101.48	3,081.86	4,426.15	6,287.32	8,843.35
yoy	46.9%	46.7%	43.6%	42.0%	40.7%
成本	1,093.80	1,593.10	2,265.69	3,212.19	4,509.34
毛利率	48.0%	48.3%	48.8%	48.9%	49.0%
主营业务	2,097.72	3,076.67	4,420.71	6,281.60	8,837.34

未来 3 年营收复合增长率为 42.2%

		47.4%	46.7%	43.7%	42.1%	40.7%	
一线城市							
上海	9	310.32	373.66	448.39	538.07	310.32	
yoy			20.41%	20.00%	20.00%		
北京	8	117.56	147.24	176.69	212.03	250.19	
yoy			25.25%	20.00%	20.00%	18.00%	
深圳	7	302.27	425.48	553.12	708.00	885.00	一线城市竞争相对大、市场饱和,未来3年增长率分别为26%、24%、23%。
yoy			40.76%	30.00%	28.00%	25.00%	
广州	2	60.85	78.86	102.52	133.28	173.27	
yoy			29.61%	30%	30%	30%	
天津	5	152.12	197.16	256.31	320.39	400.48	
yoy			29.61%	30.00%	25.00%	25.00%	
一线城市合计	31	943.11	1,222.40	1,537.03	1,911.76	2,343.85	
yoy			29.61%	25.74%	24.38%	22.60%	
二线城市							
沈阳	6	360.51	501.60	677.16	900.62	1,170.81	
			39.14%	35%	33%	30%	
郑州	3	95.82	155.27	248.43	385.06	596.85	
			62.04%	60%	55%	55%	
武汉	4	71.34	109.63	164.45	238.45	340.98	
			53.68%	50%	45%	40%	
西安	5	157.16	229.05	332.13	474.94	664.92	部分二线城市门店布局相对少,每年有望新开3-8家门店,二线城市主要战略为针对性补缺,未来3年增速47%、45%、44%。
			45.74%	45%	43%	40%	
长沙	3		83.07	132.92	206.02	319.33	
				60%	55%	55%	
云南	3	67.78	93.95	150.33	233.01	361.16	
			38.62%	60%	55%	55%	
成都	8	155.66	214.18	278.44	356.40	445.50	
			37.60%	30%	28%	25%	
其他二线城市	34	251.87	407.75	652.40	1,030.78	1,597.72	
			61.89%	60%	58%	55%	
二线城市合计	66	1,160.14	1,794.51	2,636.24	3,825.28	5,497.26	
			54.68%	46.91%	45.10%	43.71%	
三四线城市	28	207.42	335.79	537.27	848.88	1,315.77	渠道下沉是公司未来主要发展方向,维持高速增长,未来3年增速60%、58%、55%
			61.89%	60.00%	58.00%	55.00%	
内部抵消		-212.96	-276.03	-289.83	-304.32	-319.53	
其他		3.76	5.19	5.45	5.72	6.01	
		-50.06%	37.84%	5.00%	5.00%	5.00%	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1101	1437	1933	2647	营业收入	3082	4451	6375	8995
应收款项	1025	1488	2183	3204	营业成本	1593	2278	3257	4587
存货净额	45	67	97	139	营业税金及附加	1	1	2	3
其他流动资产	132	191	273	385	销售费用	718	1037	1485	2096
流动资产合计	2371	3248	4553	6441	管理费用	264	379	542	766
固定资产	987	1325	1635	1918	财务费用	40	98	114	128
无形资产及其他	26	25	24	23	投资收益	37	40	40	40
投资性房地产	1544	1544	1544	1544	资产减值及公允价值变动	(6)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	1061	1111	1161	1211	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5990	7253	8917	11137	营业利润	497	691	1009	1450
短期借款及交易性金融负债	987	1000	1000	1000	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	275	402	578	819	利润总额	499	693	1011	1452
其他流动负债	836	1217	1748	2472	所得税费用	120	167	244	351
流动负债合计	2098	2618	3325	4291	少数股东损益	40	55	80	115
长期借款及应付债券	245	495	745	995	归属于母公司净利润	339	471	687	987
其他长期负债	63	89	115	141					
长期负债合计	308	584	860	1136	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2406	3203	4185	5427	净利润	339	471	687	987
少数股东权益	271	320	391	494	资产减值准备	4	2	2	2
股东权益	3313	3731	4340	5216	折旧摊销	111	110	137	165
负债和股东权益总计	5990	7253	8917	11137	公允价值变动损失	6	6	6	6
					财务费用	40	98	114	128
关键财务与估值指标					营运资本变动	454	(7)	(74)	(181)
每股收益	0.14	0.19	0.28	0.41	其它	31	47	70	101
每股红利	0.02	0.02	0.03	0.05	经营活动现金流	945	629	827	1078
每股净资产	1.37	1.54	1.79	2.15	资本开支	(406)	(454)	(454)	(454)
ROIC	10%	15%	20%	25%	其它投资现金流	(65)	0	0	0
ROE	10%	13%	16%	19%	投资活动现金流	(1492)	(504)	(504)	(504)
毛利率	48%	49%	49%	49%	权益性融资	7	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	17%	17%	负债净变化	159	250	250	250
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(38)	(53)	(77)	(110)
收入增长	47%	44%	43%	41%	其它融资现金流	295	13	0	0
净利润增长率	30%	39%	46%	44%	融资活动现金流	543	211	173	140
资产负债率	45%	49%	51%	53%	现金净变动	(4)	335	497	714
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	1106	1101	1437	1933
P/E	104.2	75.0	51.4	35.8	货币资金的期末余额	1101	1437	1933	2647
P/B	10.7	9.5	8.1	6.8	企业自由现金流	543	222	435	701
EV/EBITDA	61.1	44.5	32.2	23.8	权益自由现金流	996	411	599	854

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		