

美年健康 (002044)

证券研究报告

2017 年 07 月 24 日

上半年首次扭亏为盈，业绩增长符合预期

业绩符合预期，上市以来首次半年度净利润扭亏为盈

公司公告半年度业绩快报，上半年实现收入 16.20 亿，同比增长 55.42%；归母净利润 2795 万，同比增长 224.49%（去年同期为-2245 万元），是公司上市以来首次上半年实现扭亏，业绩增长符合预期。体检行业具有季节性，费用和成本基本全年均匀分布，而一季度由于春节及体检习惯影响属于淡季，因此对上半年业绩造成影响，而下半年属于体检旺季（高客单价的体检一般习惯安排在年底），对于客单价较低的客户（如购买保险的投保客户、入职体检等）也一般放在下午时段或其他时间预约完成，所以下半年的资产利用率、客流量和客单价均较上半年高。以 2016 年完整财年数据为例，2016 年上半年毛利率 38.04%、三费费率合计 40.59%、净利率-2.10%，下半年毛利率 53.56%、三费费率 29.37%、净利率 19.63%，可以看出由于体检行业的属性导致下半年业绩指标均大幅好于上半年，属于正常业态。

业务规模扩大、个检占比提高及三四线城市高增长导致上半年毛利率提高

在一季报点评中曾提及，由于品牌认可度持续提高、营销力度加大，今年一季度淡季不淡，使个检占比大幅提高，全国平均个检占比超过 20%，有的地区甚至达到 30%，个检占比的提高意味着客单价的持续提高和品牌影响力的不断深化。同时今年上半年并表的体检中心数量超过了 130 家，而去年同期仅 110 多家，因此今年上半年的毛利率在 43%-44%，预计今年下半年高毛利和高净利的态势仍会持续，预计毛利率在 54%以上、净利率在 19%-20%，下半年预计可以实现收入 23 亿、净利润 4.6 亿（均不含慈铭）。

客单成本决定量价齐升利润空间，收入、利润双 50%增长可期

经测算 2016 年美年体系客单成本为 168 元，对应的净利测算也大致符合 2016 年年报数据，2017 年客单成本测算为 186 元。根据体检人次和客单价的敏感性分析，净利润对客单价的敏感性更高，客单价每提高 10%对净利润的贡献度在 22%-23%；体检人次每增加 100 万，由于边际递减效应对净利润的贡献度逐渐降低，从 11.11%降到 6.25%。根据我们的调研，一线、二线及三四线城市的单店收入分别为 3000、2500 和 1800 万元左右，净利率分别为 8%、11%和 18%，经测算 2017 年归母净利润预计为 4.9 亿元左右（不含慈铭），加之慈铭并表基本符合收入和利润端双 50%的增长预期。

估值评级

重组注入慈铭剩余 72.22%股权后总股本为 2634.60 百万股，预计慈铭注入后 2017-2019 年备考摊薄 EPS 分别为 0.22、0.35、0.51 元，对应 PE 分别为 73、46、32 倍，看好公司明年业绩增长的确定性，从中长期评估公司价值，根据 2018 年 EPS，未来十二个月给予 55 倍 PE，目标价 19.25 元，给予“增持”评级。

风险提示：健康管理业态进展低于预期，市场竞争加剧

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	521.24	775.64	1,150.27
增长率(%)	425.67	30.21	53.80	48.81	48.30
EPS(元/股)	0.11	0.14	0.22	0.32	0.48
市盈率(P/E)	150.16	115.32	74.98	50.39	33.98
市净率(P/B)	12.79	11.80	10.35	8.74	7.11
市销率(P/S)	18.60	12.68	8.34	5.62	3.81
EV/EBITDA	78.41	48.46	39.73	26.57	17.79

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（调高评级）
当前价格	16.14 元
目标价格	19.25 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)	1,061.78
A 股总市值(百万元)	39,082.73
流通 A 股市值(百万元)	17,137.15
每股净资产(元)	1.32
资产负债率(%)	43.84
一年内最高/最低(元)	17.50/11.52

作者

杨烨辉	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

- 1 《美年健康-季报点评：淡季不淡，个检占比逐步提高》 2017-04-26
- 2 《美年健康-公司点评：量价齐升为主业核心逻辑，放眼全局当看平台价值》 2017-03-21
- 3 《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

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	2,994.93	5,036.23
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	4,818.34	7,172.79
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	9,106.16	11,630.44
短期借款	478.50	830.00	1,124.83	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	2,891.44	3,740.38	4,911.30
长期借款	86.38	245.14	289.21	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	352.01	480.18	678.85
负债合计	1,239.42	2,405.69	3,243.45	4,220.56	5,590.16
少数股东权益	185.14	271.30	329.16	415.27	542.97
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	1,356.32	2,048.84	3,075.83
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	4,106.97	4,885.59	6,040.28
负债和股东权益总	4,480.95	5,989.62	7,350.42	9,106.16	11,630.44

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	286.16	378.52	521.24	775.64	1,150.27
折旧摊销	150.00	218.03	138.47	204.21	269.91
财务费用	21.33	42.94	59.41	70.24	84.89
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	60.91	90.64	134.42
经营活动现金流	329.84	707.08	1,088.82	1,557.18	2,176.36
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	1,570.76	1,826.25	2,415.60
股权融资	2,279.65	(122.09)	(58.70)	(69.33)	(83.98)
其他	(1,142.20)	(658.94)	(1,291.68)	(1,659.33)	(1,957.16)
筹资活动现金流	1,767.17	450.82	220.38	97.59	374.46
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	1,121.16	2,041.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	59.41	70.24	84.89
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	765.44	1,139.99	1,691.55
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	767.42	1,141.97	1,693.53
所得税	72.73	120.46	185.26	275.69	408.84
净利润	286.16	378.52	582.15	866.29	1,284.69
少数股东损益	25.89	39.61	60.91	90.64	134.42
归属于母公司净利润	260.27	338.91	521.24	775.64	1,150.27
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%	54.03%	48.93%	48.38%
归属于母公司净利润	425.67%	30.21%	53.80%	48.81%	48.30%
获利能力					
毛利率	47.95%	48.31%	48.30%	48.30%	48.30%
净利率	12.39%	11.00%	11.13%	11.15%	11.20%
ROE	8.52%	10.23%	13.80%	17.35%	20.92%
ROIC	160.86%	30.36%	22.25%	30.92%	45.28%
偿债能力					
资产负债率	27.66%	40.16%	44.13%	46.35%	48.06%
净负债率	-1.20%	-13.84%	1.76%	-4.12%	-9.94%
流动比率	1.70	1.13	1.16	1.29	1.46
速动比率	1.68	1.11	1.14	1.27	1.44
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	0.85	0.99
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	1.56	1.85	2.27
估值比率					
市盈率	150.16	115.32	74.98	50.39	33.98
市净率	12.79	11.80	10.35	8.74	7.11
EV/EBITDA	78.41	48.46	39.73	26.57	17.79
EV/EBIT	94.46	58.47	46.40	31.06	20.49

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com