

美年健康 (002044.SZ)

上半年首度实现盈利，毛利率、净利率水平
均同比大幅提升，业绩高增长符合预期
增持(维持)

2017年08月29日

证券分析师 焦德智

执业证书编号:

S0600516120001

021-60199780

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证书编号:

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,082	4,376	6,039	8,153
同比	46.70%	42.00%	38.00%	35.00%
归母净利润(百万元)	339	469	675	921
同比	30.20%	38.30%	44.00%	36.50%
ROE	10.20%	12.50%	15.40%	17.60%
每股收益(元)	0.14	0.19	0.28	0.38
P/E	122.4	88.5	61.5	45.1
P/B	12.5	11.1	9.5	7.9

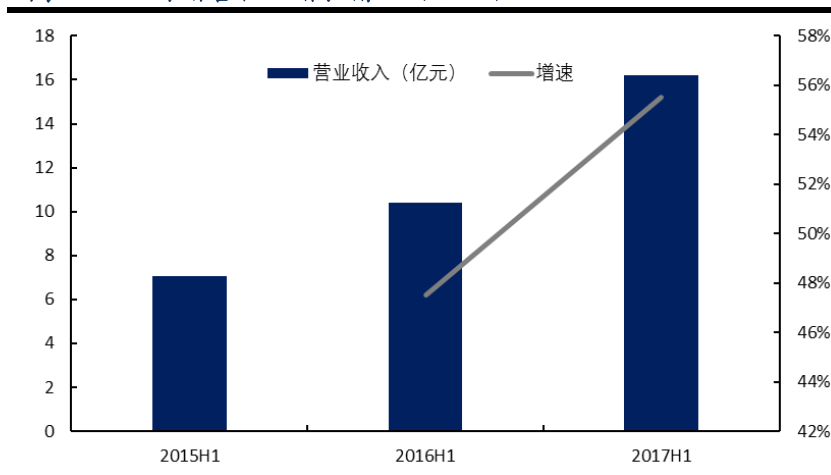
投资要点

一、事件：公司发布2017年半年报，以及1-9月业绩预告

公司发布2017年半中报，实现营业总收入16.21亿元，同比增长55.52%，其中二季度实现收入10.65亿元，单季度同比增长45.23%。2017H1公司实现归属上市公司股东净利润2852.09万元，同比增长227.03%，其中Q2单季度实现归母净利润1.33亿元，单季度同比增长25.44%。公司上半年首度扭亏为盈，业绩符合预期。

同时，公司预计2017年1-9月归母净利润变动幅度为57.28%-130.70%，净利润变动区间为15000万元-22000万元。

图表 1: 公司销售收入增长情况(亿元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

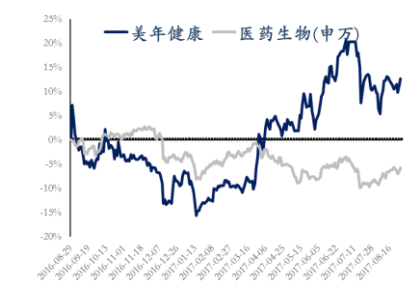
二、我们的观点:

1、门店扩张与提升客单价并举，毛利率净利率大幅提升，上半年首度实现盈利。

公司内外兼修通过外延扩张门店数量+内生提升客单价与客流量，在2017上半年首度实现盈利。报告期内，公司内生外延实现业绩高速增长，营业总收入达到16.21亿元，同比增长55.52%，归属上市公司股东净利润2852.09万元，同比增长227.03%。

在业务扩张的过程中，公司通过提高效率，增加服务项目等方式，也有效的提高了毛利率和净利率水平。报告期内，分别达到43.73%和2.25%，均大幅好于去年同期38.04%和-2.10%的水平，公司运营改善显著。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.04
一年最低/最高价	11.51/17.50
市净率(倍)	11.77
流通A股市值(亿元)	170

基础数据

每股净资产(元)	1.36
资产负债率(%)	51.12%
总股本(亿股)	24.21
流通A股(亿)	10.62

相关研究

- 1、收购慈铭72%股权获证监会无条件通过，国内民营体检龙头地位进一步巩固-20170713
- 2、公司入选沪深300样本股，地位获肯定；实际控制人持续增持，坚定公司发展之信心-20170531
- 3、反垄断调查结果尘埃落定，国内民营体检龙头扬帆起航-20170430

1) 门店扩张: 截止 2017 年上半年, 公司共有 299 家在营体检中心, 其中美年健康控股 131 家, 参股 109 家, 在建 90 家, 慈铭控股 59 家, 共覆盖 212 个城市。预计公司 2017 年将服务 2000 万人次, 到 2019 年目标 4000 万人次。

公司计划 2017 年在 300 家体检中心的基础上, 持续推进扩张力度, 力争到 2018 年完成 500 家的全国布局。而门店扩张是伴随着公司战略发展的规划前行, 其重点发展区域是向三四线城市下沉。首先, 三四线市场医疗资源相对紧缺, 对体检服务需求旺盛; 其次, 消费能力的提升也带动平均客单价显著上升。因此, 三四线城市的快速扩张成为公司未来 2-3 年的重要增长点。

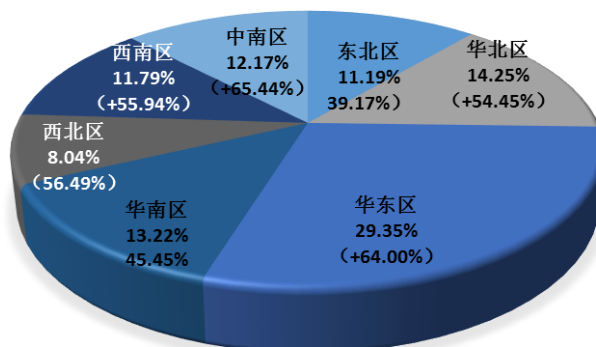
2) 提升客单价: 公司不断深化团检服务, 积极拓展个检和增值服务市场空间, 不断提升客单价。公司在全行业率先实施精准体检 2.0 版本, 全面升级体检内涵。加大产品创新, 设计爆款产品。针对特定人群制定专业化体检服务, 同时以节日营销和礼品营销的方式, 加大营销力度。

在具体区域推广策略上, 公司有针对性的注重与二、三线城市的重点医学院和公立医院合作, 确保在体检规模、医疗服务质量和品牌影响力上的全面提升和塑造区域影响力, 既有利于拉动客源又有利于提升品牌力带动客单价上升。

2、区域布局更区域合理化, 全国各地域均衡快速发展, 规模效应显现。

公司以华东地区为立足点, 依靠全国布局战略不断扩张, 公司品牌效应开始显现, 巩固一、二线城市优势地位的同时, 重点布局需求旺盛的三、四线城市市场。2017 年上半年, 公司全国各个地区业绩实现高速增长, 其中中南区和华东区分别以 65.44%、64% 的增速领跑, 增速最慢的东北区也高达 39.17%。公司高速扩张的同时, 公司毛利率稳步提高, 2017 年上半年公司毛利率达 43.73%, 同比增长 5.69 个百分点, 体检服务毛利率 43.27%, 同比增长 5.58 个百分点。规模效应逐渐凸显。

图表 2: 2017 年上半年公司各地区营收占比及增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

3、核心赛道重点布局, 强化大健康产业生态圈。

公司在关键赛道重点发力, 巩固和强化健康产业生态圈, 为更多优质企业提供生态平台供给, 促进彼此协同发展。公司继续支持优健康、记健康、美因基因、大象医生等生态圈核心赛道业务的发展, 并持续不断的导入其他专业检查、先进诊断、精准评估、健康管理、智能诊断、专科诊疗、远程医疗等业务。在远程阅片方面, 目前已覆盖全国 86 个城市的 115 家具具有综合门诊和医院资质的体检中心, 医疗诊室也先后落地。全科医疗方面, 平安好医生线上诊疗入口合作, 承接医生多点执业, 充分发挥线下优势, 快速实现体检中心收入增长。

公司生态圈布局围绕体检这一核心业务, 也是获取客户和大数据的核心渠道资源。围绕这一核心资源, 公司打造了多条赛道, 并以逐渐显现

出上下游、横向等多角度的协同效应，为公司长期发展，打造大健康生态圈奠定基础。

三、盈利预测与投资建议：

不考虑慈铭并表，我们预计公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 43.76 亿元、60.39 亿元和 81.53 亿元，同比增长 42%、38%和 35%；归属母公司净利润为 4.69 亿元、6.75 亿元和 9.21 亿元，同比增长 38%、44%和 36%；对应 EPS 为 0.19 元、0.28 元和 0.38 元，当前股价对应 PE 分别为 88.5X，61.5X，45.1X。

若考虑慈铭并表因素，假设并购重组于 2017Q3 完成，即 2017 年慈铭并表业绩仅为 2017Q4，我们预计公司 2017 年到 2019 年，公司收入分别为 47.49 亿元、79.06 亿元和 106.73 亿元；备考归属母公司净利润为 6.40 亿元、9.05 亿元和 12.50 亿元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张、对慈铭的整合效应释放及大健康产业入口的长期价值，对公司维持“增持”评级。

四、风险提示：

医疗服务事故风险；并购整合企业融合风险。

美年健康 (002044) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2163.8	1362.6	3412.4	3803.4	营业收入	3082	4376	6039	8153
现金	894.6	476.0	1422.3	1999.7	营业成本	1593	2263	3116	4207
应收账款	867.0	287.3	1305.6	844.8	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	158.4	285.5	327.1	499.9	营业费用	718	1020	1407	1900
预付账款	70.4	59.1	119.2	121.5	管理费用	264	374	517	698
存货	45.2	126.4	109.9	209.1	财务费用	40	21	-7	-24
其他	128.3	128.3	128.3	128.3	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	3580.6	3266.5	2952.3	2818.6	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1061.2	1061.2	1061.2	1061.2	投资净收益	37	0	0	0
固定资产	937.2	857.2	726.9	596.5	营业利润	497	698	1005	1371
无形资产	25.9	22.4	19.0	15.6	营业外损益	2	0	0	0
其他	1556.4	1325.7	1145.3	1145.3	利润总额	499	698	1005	1371
资产总计	5744.4	4629.1	6364.7	6622.0	所得税	120	174	251	343
流动负债	1863.7	260.4	1293.4	591.8	净利润	379	523	754	1028
短期借款	830.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	40	55	79	108
应付账款	274.7	264.9	478.2	524.9	归属母公司净利润	339	469	675	921
其他	759.0	4.5	815.1	66.9	EBITDA	751	1033	1312	1480
非流动负债	296.8	296.8	296.8	296.8	EPS (元)	0.14	0.19	0.28	0.38
长期借款	245.1	245.1	245.1	245.1					
其他	51.7	51.7	51.7	51.7					
负债合计	2160.5	557.2	1590.2	888.6	主要财务比率				
少数股东权益	271.3	326.1	404.9	512.5	营业收入	46.7%	42.0%	38.0%	35.0%
归属母公司股东权益	3312.6	3745.8	4369.6	5220.8	营业利润	38.9%	40.4%	44.0%	36.5%
股东权益合计	3583.9	4071.9	4774.5	5733.3	归属母公司净利润	30.2%	38.3%	44.0%	36.5%
					毛利率	48.3%	48.3%	48.4%	48.4%
现金流量表					净利率	12.3%	12.0%	12.5%	12.6%
经营活动现金流	713	467	990	623	ROE	10.2%	12.5%	15.4%	17.6%
折旧摊销	218	314	314	134	ROIC	23.3%	15.2%	20.5%	29.5%
财务费用	43	21	-7	-24	资产负债率	37.6%	12.0%	25.0%	13.4%
投资损失	0	0	0	0	净负债比率	30.0%	6.0%	5.1%	4.3%
营运资金变动	-204	-28	1017	1093	流动比率	1.2	5.2	2.6	6.4
其它	657	161	-334	-579	速动比率	1.1	4.3	2.5	5.9
投资活动现金流	-1161	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.9	0.9	1.2
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	3.6	15.2	4.6	9.7
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	7.4	8.4	8.4	8.4
其他	-1161	0	0	0	每股收益	0.14	0.19	0.28	0.38
筹资活动现金流	451	-886	-44	-45	每股经营现金	0.29	0.19	0.41	0.26
短期借款	0	-830	0	0	每股净资产	1.48	1.68	1.97	2.37
长期借款	0	-56	-44	-45	P/E	122.4	88.5	61.5	45.1
其他	451	0	0	0	P/B	12.5	11.1	9.5	7.9
现金净增加额	3	-419	946	577	EV/EBITDA	56	40	31	27

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

