

# 美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：买入 维持评级

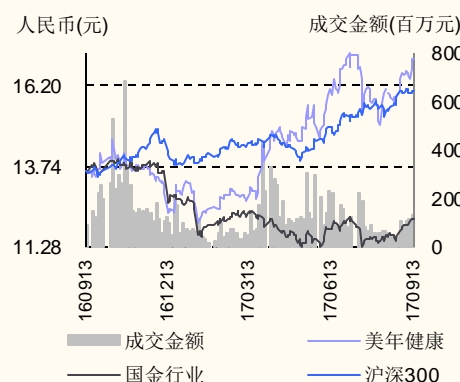
公司点评

市场价格(人民币)：17.02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)	1,061.78
总市值(百万元)	41,213.64
年内股价最高最低(元)	17.19/12.01
沪深300指数	3842.61
深证成指	11091.49



## 相关报告

- 1.《深度报告(二)：生态圈平台价值重估，大健康事业扬帆远航-美年...》，2017.9.11
- 2.《中西部地区增长突出，持续4年保持高速增长态势-美年健康公司点...》，2017.8.29
- 3.《美年健康上半年业绩快报：继续保持高速增长态势-美年健康公司点...》，2017.7.25
- 4.《收购慈铭体检事项获证监会无条件通过-美年健康公司点评》，2017.7.13
- 5.《一季度营收增长80%，门店收入增速提升、成本费用下降-美年健...》，2017.4.27

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号：S1130517050002  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

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

## 收购7家参股公司股权，新建门店成熟周期再次缩短

### 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	0.201	0.289	0.428
每股净资产(元)	2.52	1.37	1.17	1.06	1.09
每股经营性现金流(元)	0.21	0.25	0.43	0.45	0.66
市盈率(倍)	143.60	94.17	84.77	58.95	39.79
行业优化市盈率(倍)	28.87	28.87	28.87	28.87	28.87
净利润增长率(%)	778.10%	30.21%	43.45%	43.81%	48.15%
净资产收益率(%)	8.52%	10.23%	17.18%	27.30%	39.41%
总股本(百万股)	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48	2,421.48

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 事件

- 美年健康上市公司拟收购7家参股公司(西昌美年、安徽慈济、旅顺美年、杭州美年滨河、武汉高信、南昌美康、重庆美天)的股权(见图表1)。

### 事件点评

- **1.7家门店中的2016年后新建的门店，一年时间实现盈利：**
- 此次收购的7家参股门店，旅顺美年、南昌美年、重庆美天，均是2016年下半年以后成立的体检公司，从发展趋势来看，由于健康体检行业下半年为旺季，我们预计这三个门店今年都将实现盈利(标的公司营收情况见图表2)。
- 侧面验证了：美年健康2015年以后新开的门店，所需要的成熟周期已经越来越短(单店的现金流大致测算模型见图表3)。
- **2.采用参股方式，实现杠杆发展：**
- 公司参股的7家门店，期初全部是20%左右的参股权。充分调度社会资源，共同参与健康体检连锁行业发展，实现了初期使用较少的投入，实现后期杠杆发展的目标。
- 我们发布的86页公司深度报告：《美年健康：生态圈平台价值重估，大健康事业扬帆远航》，第三章《充分利用资本和社会资源，美年健康实现跨越式布点》中阐述了美年健康自2015年上市以来的布局主要以自建+参股为主。
- 上市以来，美年健康鲜有同业并购(慈铭除外)，主要采用自建+参股的方式，这是因为：
  - (1)中国的专业健康体检行业时下已经发展成为寡头市场的格局
  - (2)目前的市场竞争格局，针对小连锁的并购意义并不大
  - (3)美年健康当前新开店的成熟期迅速缩短
  - (4)国内健康体检市场空间巨大，各地有实力的合作方众多。
- 此次收购7家参股门店，验证了以上逻辑。
- **3.参股公司发展迅速，是上市公司未来持续高速增长的另一保障：**
- 截止今年上半年，公司有109家参股门店，和去年同期相比，一年之内新增了60个参股公司。并有90多家门店在建设中(美年健康体检门店的静态数

据见图表 4)。

- 按照我们对健康体检行业以 2015 年为成熟周期缩短的拐点来看，过去两年内公司培育了大量的参股公司，成为公司未来持续高速增长的又一保障（2017 年公司营收增长测算见图表 5）。
- **4. 收购估值合理，增厚上市公司 EPS，业绩承诺补偿方式是现金补偿：**
- 上市公司此次收购的 7 家参股公司股权，按照本轮估值对应 2018 年的业绩承诺来看，收购 P/E 估值在 7x~15x 之间不等。由于成立前 3~5 年是体检公司发展最快的阶段，后年有参股公司已经是翻倍的业绩承诺。此次收购估值合理，增厚上市公司业绩和 EPS（标的公司业绩承诺情况见图表 6）。
- 承诺未实现时的后续安排方式：现金补偿，扣除非经常性损益的税后归属于母公司的净利润(以下简称“实际净利润数”)若未能达到承诺净利润，每年应补偿的现金金额=（截止当年年末累计承诺净利润数-截止当年年末累计实际净利润数）\*目标公司估值/补偿期限内各年的承诺净利润数总和\*本次收购目标公司的股权比例-累积已补偿的现金金额
- **5. 行业发展至今形成了良好的市场竞争格局，寡头市场格局稳定：**
- 从 2015 年前后开始，国内龙头连锁体检公司之间出现了横向并购，美年健康收购慈铭体检，爱康国宾收购国药阳光。此后，国内连锁体检行业竞争格局清晰，寡头市场形成（国内前 9 大专业体检机构目前的规模对比见图表 7）。
- **6. 美年健康具备生态圈平台价值重估，健康事业扬帆远航：**
- （6.1）产业链延伸逻辑开始兑现，大数据美年健康构建变现途径。数据本身存在价值；依靠优健康的大数据分析挖掘内在需求；依托大数据打造健康管理及支付体系为一身的闭环商业模式。
- （6.2）孵化平台开始有所收获，美年健康验证大健康入口的导流能力：
- 与安翰光电合作，推出“3650”套餐，是基于美年健康平台孵化的高端医疗设备典型案例，结果是投资方、供应商、上市公司的三方共赢。
- 携手上游供应商，开启全方位合作。
- 成立美因基因，缔造国人基因检测大平台，渠道价值为王。
- （6.3）打造多品牌战略，从大众体检到高端体检市场全面布局：公司收购慈铭、美兆品牌后，全面布局从大众体检、到中端市场、到高端市场，满足不同层次人群的健康消费需求。
- （6.4）试水商业健康保险，力图打造医疗服务闭环模式：作为健康体检业务的附加业务，打包销售给团体客户或个人客户；打造大健康产业的“闭环”。
- （6.5）布局下游医疗服务，国民健康产业的价值卡位：健康入口，向健康管理中心纵深发展；专科领域以口腔科为例，谋求合作可能。
- （6.6）探索服务集约化，参与检验与影像模式创新：检验集约化业务、与读片集约化业务。
- **7. 美年健康产业链拓展成开始贡献，公司内资价值需要重新评估：**
- 从现金流和营收角度看美年健康未来高速增长的可能性。现金流滚存良好，公司发展进入良性循环期；新建门店的盈利周期大为提前，微观层面支持公司高增长判断(美年健康历史年报收入增速见图表 8；2018 年公司营收增长测算见图表 9)。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 4.86 亿、7 亿、10.4 亿。（不含慈铭）
- 若考虑慈铭并表因素，我们预计公司 2017~2019 年将实现净利润 6.5 亿、9 亿、12.8 亿。

### 投资建议

- 目标价为 24 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 经营扩张风险，政策风险，解禁风险等

图表 1：标的公司转让方及受让方情况

标的公司名称 (目标公司)	转让方 (乙方)	受让方 (甲方)
西昌美年	李朝阳、王凤鸣等	成都公司
安徽慈济	陶凯、宋梯等	安徽公司
旅顺美年	孟杰、王圣福	大连公司
杭州美年	陈向东	美年大健康
武汉高信	武汉言顺行	武汉公司
南昌美康	艾林飞、董丹凤	南昌公司
重庆美天	郑维峰、陈春节等	成都公司

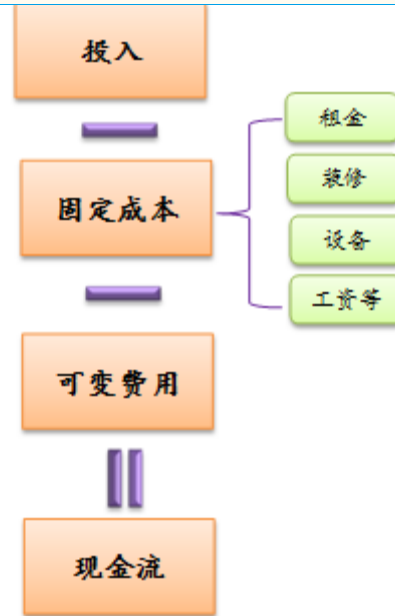
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：标的公司营收情况

标的公司名称	成立时间	注册资本(万)	2017年1-7月 营业收入(万)	2017年1-7月 利润(万)	2016年营业 收入(万)	2016年 利润(万)	转让方	投资合计	本次估值(万)
西昌美年	2015/9/17	1,000	1643	431	1485	249	李朝阳、王凤鸣等	1,786	4,960
安徽慈济	2014/5/5	1,412	1451	325	1708	336	陶凯、宋梯等	2,000	4,000
旅顺美年	2016/9/2	1,000	215	(198)	0	(167)	孟杰、王圣福	2,520	3,060
杭州美年滨河	2010/7/21	800	887	(339)	1632	101	陈向东	590	
武汉高信	2006/5/16	1,611	190	(344)	483	(32)	武汉言顺行	2,872	3,200
南昌美康	2016/7/11	1,765	244	(347)	0	0	艾林飞、董丹凤	2,550	3,000
重庆美天	2016/9/12	2,469	169	(955)	0	0	郑维峰、陈春节等	3,030	
合计		10,057						15,347	3,000

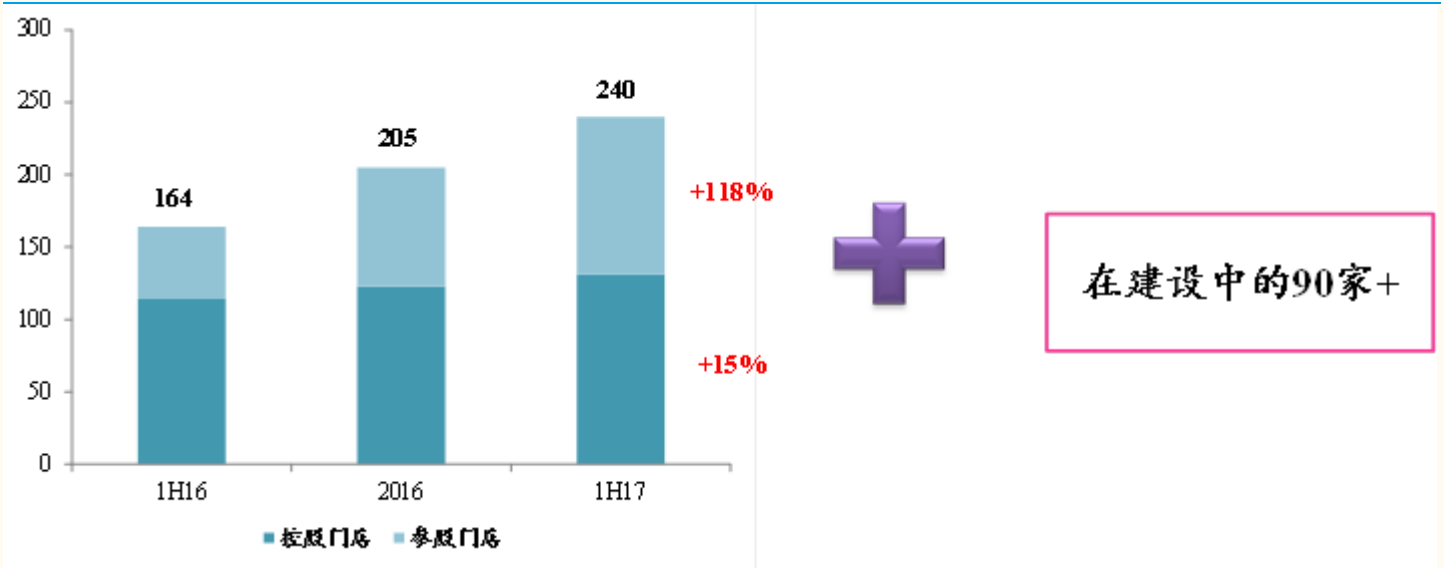
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：单店的现金流大致测算模型



来源：国金证券研究所

图表 4: 美年健康体检门店的静态数据



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 5: 2017 年公司营收增长测算

(万元)		内生增速					
		456,461	30%	35%	40%	45%	50%
新并表 门店 个数	5	413,142	428,551	443,961	459,370	474,779	
	10	425,642	441,051	456,461	471,870	487,279	
	15	438,142	453,551	468,961	484,370	499,779	
	20	450,642	466,051	481,461	496,870	512,279	
	25	463,142	478,551	493,961	509,370	524,779	
	30	475,642	491,051	506,461	521,870	537,279	

相比2016年收入端增速					
34%	39%	44%	49%	54%	
38%	43%	48%	53%	58%	
42%	47%	52%	57%	62%	
46%	51%	56%	61%	66%	
50%	55%	60%	65%	70%	
54%	59%	64%	69%	74%	

来源: 国金证券研究所, 国金医药测算

图表 6：标的公司业绩承诺情况

序号	目标公司	承诺净利润（万）			承诺主体（乙方）
		2018年	2019年	2020年	
1	西昌美年	620	620	620	李朝阳、王凤鸣、廖奇武、杨桦
2	安徽慈济	550	550	550	陶凯、宋娣、刘福城、邱金秀、安徽兄弟健康产业管理有限公司
3	旅顺美年	200	350	575	孟杰、王圣福
4	武汉高信	200	400	600	武汉言顺行
5	南昌美康	200	350	575	艾林飞、董丹凤
6	重庆美天	200	350	575	郑维峰、陈春节、易斌、桂嘉男、梁馨引、曹烈梅、学平大健康产业集团有限公司、重庆华藏医院投资有限公司

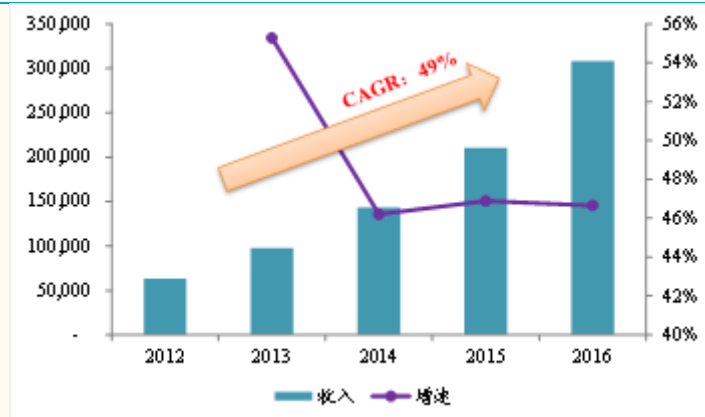
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：国内前 9 大专业体检机构目前的规模对比

Top 9 连锁健康体检公司			连锁体检公司的门店数（两年前 vs. 目前）		
总部	体检公司	成立日期	截止 2015 年	截止目前	
上海	美年大健康	2004	~150	300+	合并
北京	爱康国宾	2007	~65	77	
北京	慈铭体检	2004	50 控股+若干加盟	59 家控股+22 家加盟体检中心, 被并购	
上海	瑞慈体检	2000	20+	24	合并
西安	普惠	2005	21	27	
上海	红梨马	2004	20	15	
北京	天健阳光	2002	11	11, 被并购	
北京	九华	1997	11	12	
天津	民众	2008	6	~30	

来源：各公司调研数据，国金证券研究所

图表 8：美年健康历史年报收入增速（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所



图表 9：2018 年公司营收增长测算

(万元)		内生增速				
新并表 门店 个数	678,722	30%	35%	40%	45%	50%
	5	605,899	628,722	651,545	674,368	697,191
	10	618,399	641,222	664,045	686,868	709,691
	15	630,899	653,722	676,545	699,368	722,191
	20	643,399	666,222	689,045	711,868	734,691
	25	655,899	678,722	701,545	724,368	747,191
	35	680,899	703,722	726,545	749,368	772,191

相比2017年收入端增速					
	35%	40%	45%	50%	55%
	38%	43%	48%	53%	58%
	41%	46%	51%	56%	61%
	44%	49%	54%	59%	64%
	49%	54%	59%	64%	69%

来源：国金证券研究所，国金医药测算

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>696</b>	<b>2,101</b>	<b>3,082</b>	<b>4,565</b>	<b>6,787</b>	<b>10,027</b>
增长率		201.9%	46.7%	48.1%	48.7%	47.7%
主营业务成本	-556	-1,094	-1,593	-2,374	-3,529	-5,214
%销售收入	79.9%	52.0%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%
毛利	140	1,008	1,489	2,191	3,258	4,813
%销售收入	20.1%	48.0%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%
营业税金及附加	-6	-2	-1	-1	-2	-3
%销售收入	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-11	-484	-718	-1,063	-1,602	-2,406
%销售收入	1.6%	23.0%	23.3%	23.3%	23.6%	24.0%
管理费用	-50	-195	-264	-391	-611	-902
%销售收入	7.2%	9.3%	8.6%	8.6%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	73	326	506	736	1,043	1,501
%销售收入	10.5%	15.5%	16.4%	16.1%	15.4%	15.0%
财务费用	-8	-20	-40	-36	-38	-43
%销售收入	1.2%	0.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-18	-2	-6	-21	-10	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	54	37	10	10	10
%税前利润	3.4%	14.9%	7.4%	1.4%	1.0%	0.7%
营业利润	48	358	497	689	1,005	1,454
营业利润率	6.9%	17.0%	16.1%	15.1%	14.8%	14.5%
营业外收支	-1	1	2	2	2	2
税前利润	48	359	499	691	1,007	1,456
利润率	6.9%	17.1%	16.2%	15.1%	14.8%	14.5%
所得税	-23	-73	-120	-173	-252	-364
所得税率	47.3%	20.3%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	25	286	379	518	755	1,092
少数股东损益	-4	26	40	32	56	56
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>30</b>	<b>260</b>	<b>339</b>	<b>486</b>	<b>699</b>	<b>1,036</b>
净利率	4.3%	12.4%	11.0%	10.7%	10.3%	10.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	45	286	379	518	755	1,092
少数股东损益	-4	26	40	32	56	56
非现金支出	33	79	117	181	227	281
非经营收益	9	-26	19	70	44	51
营运资金变动	-59	-83	86	282	63	169
<b>经营活动现金净流</b>	<b>28</b>	<b>257</b>	<b>600</b>	<b>1,051</b>	<b>1,090</b>	<b>1,593</b>
资本开支	-3	-347	-454	369	-468	-196
投资	1	-1,222	-446	-1	0	0
其他	-23	0	-262	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-1,569</b>	<b>-1,161</b>	<b>378</b>	<b>-458</b>	<b>-186</b>
股权募资	0	1,482	7	0	0	0
债权募资	-96	390	589	-682	489	-299
其他	-34	-105	-146	-1,025	-1,025	-1,031
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-130</b>	<b>1,767</b>	<b>451</b>	<b>-1,706</b>	<b>-536</b>	<b>-1,330</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-126</b>	<b>455</b>	<b>-110</b>	<b>-276</b>	<b>96</b>	<b>77</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**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	825	921	998
应收款项	59	692	1,025	1,254	1,865	2,755
存货	64	25	45	52	77	114
其他流动资产	50	79	199	107	158	232
流动资产	345	1,901	2,371	2,238	3,021	4,099
%总资产	50.5%	42.4%	39.6%	42.3%	47.7%	55.9%
长期投资	7	1,114	1,456	1,457	1,456	1,456
固定资产	288	688	987	1,236	1,515	1,468
%总资产	42.2%	15.4%	16.5%	23.4%	23.9%	20.0%
无形资产	41	714	1,096	359	334	312
非流动资产	338	2,580	3,619	3,054	3,307	3,238
%总资产	49.5%	57.6%	60.4%	57.7%	52.3%	44.1%
<b>资产总计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>5,292</b>	<b>6,328</b>	<b>7,338</b>
短期借款	80	543	987	357	846	546
应付款项	85	455	877	1,212	1,804	2,668
其他流动负债	31	118	234	345	512	834
流动负债	196	1,116	2,098	1,913	3,162	4,048
长期贷款	22	86	245	245	245	246
其他长期负债	18	37	63	0	0	0
<b>负债</b>	<b>235</b>	<b>1,239</b>	<b>2,406</b>	<b>2,158</b>	<b>3,408</b>	<b>4,295</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>387</b>	<b>3,056</b>	<b>3,313</b>	<b>2,830</b>	<b>2,561</b>	<b>2,628</b>
少数股东权益	61	185	271	303	359	415
<b>负债股东权益合计</b>	<b>684</b>	<b>4,481</b>	<b>5,990</b>	<b>5,292</b>	<b>6,328</b>	<b>7,338</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.132	0.215	0.140	0.201	0.289	0.428
每股净资产	1.727	2.524	1.368	1.169	1.058	1.085
每股经营现金净流	0.127	0.212	0.248	0.434	0.450	0.658
每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.65%	8.52%	10.23%	17.18%	27.30%	39.41%
总资产收益率	4.34%	5.81%	5.66%	9.19%	11.05%	14.12%
投入资本收益率	6.98%	6.71%	7.96%	14.77%	19.51%	29.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-8.26%	201.93%	46.65%	48.11%	48.69%	47.73%
EBIT 增长率	-2.87%	347.22%	55.26%	45.34%	41.83%	43.89%
净利润增长率	-279.37%	778.10%	30.21%	43.45%	43.81%	48.15%
总资产增长率	-10.05%	555.49%	33.67%	-11.65%	19.58%	15.97%
<b>资产管理能力</b>						
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	94.2	73.4	51.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-15.69%	-14.68%	3.64%	-7.12%	5.82%	-6.76%
EBIT 利息保障倍数	9.0	16.4	12.6	20.4	27.2	35.0
资产负债率	34.45%	27.66%	40.16%	40.78%	53.85%	58.53%



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	11	15	15	18
增持	1	2	11	11	11
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.15	1.54	1.54	1.48

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。

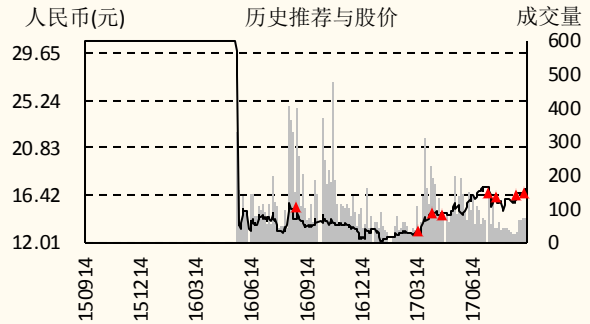
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-08-30	买入	15.26	N/A
2	2017-03-21	买入	12.99	N/A
3	2017-04-13	买入	14.81	N/A
4	2017-04-27	买入	14.71	N/A
5	2017-07-13	买入	17.13	N/A
6	2017-07-25	买入	16.14	N/A
7	2017-08-29	买入	16.04	N/A
8	2017-09-11	买入	16.70	24.00~24.00

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