

# 美年健康 (002044)

证券研究报告

2017年08月29日

## 体检主业增长符合预期，生态圈价值持续强化

### 业绩符合预期，上市以来首次半年度净利润扭亏为盈

1. 公司公告 2017 年半年报，上半年实现收入 16.21 亿，同比增长 55.52%；归母净利润 2852 万，同比增长 227.03%（去年同期为-2245 万元），扣非后归母净利 1600 万，同比增长 153.07%（去年同期为-3016 万元），是公司上市以来首次实现上半年扭亏，业绩增长符合预期。预计前三季度归母净利润增速在 57.28%-130.70%。其中非经常性损益占比最大的部分是 1706 万的“多次交易分步实现的企业合并按照公允价值确认的收益”，主要是分步对体外参股体检中心股权收购实现控股的收益，随着公司规模的扩张，近几年该科目仍会存在。2. 体检人次方面，2017 年预计上市公司体内外合计达到 2000 万人次（含慈铭），体内约 1675 万（慈铭 375 万人次）、体外约 325 万人次。按公司目标 2019 年体内外体检人次合计 4000 万，年复合增速为 41%左右，根据我们调研的若干样本城市 2016 年同比 2015 年体检人次的增速认为该增长目标可以实现。同时，截止上半年体内外分院数量为 299 家，控股 131 家、参股 109 家、在建 90 家、慈铭控股 59 家，预计今年底慈铭+美年达到 400 家分院，明年底达到 500 家。

### 客单价的持续提升带动毛利率不断提高

费用方面，销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长 52.05%、39.93% 和 186.15%，主要是因为规模的扩张相应费用增长，财务费用的增长主要是规模扩张相应融资规模增长。经营活动产生的现金流金额同比减少 323.92%，主要是因为规模扩大、体检中心数量增多固定支出大幅增加，而且一季度为传统淡季，二季度体检款存在 90 天左右的账期所以回款较少。上半年体检业务的毛利率为 43.27%，同比提高了 5.58%，主要来自创新体检产品及三四线城市并表对客单价的提升。

### 生态价值持续强化，成为公司高估值的重要支点之一

生态价值方面，基于美年健康体检平台现有流量数据、场地空间、大型设备、医疗牌照打造全科医疗中心、慢病防治中心、远程医疗中心，成为未来医生多点执业及部分实现分级诊疗的最佳载体。美年在专科、全科医疗、慢病管理、先进诊断、大数据、远程医疗、健康保险等核心赛道重点布局，为更多优质企业提供生态平台供给，实现业态间的协同发展。

### 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 74、46、32 倍，看好公司业绩成长量价齐升的逻辑，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，维持“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，商誉减值风险

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)	149.23	114.60	74.52	50.08	33.77
市净率(P/B)	12.71	11.73	10.28	8.69	7.07
市销率(P/S)	18.48	12.60	8.29	5.58	3.78
EV/EBITDA	78.41	48.46	39.48	26.40	17.67

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（维持评级）
当前价格	16.04 元
目标价格	19.25 元
上次目标价	19.25 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)	38,840.58
流通 A 股市值(百万元)	17,030.97
每股净资产(元)	1.36
资产负债率(%)	51.12
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

- 《美年健康-半年报点评:上半年首次扭亏为盈，业绩增长符合预期》 2017-07-25
- 《美年健康-季报点评:淡季不淡，个检占比逐步提高》 2017-04-26
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>1,901.11</b>	<b>2,370.60</b>	<b>3,354.80</b>	<b>4,818.34</b>	<b>7,172.79</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,579.84</b>	<b>3,619.02</b>	<b>3,995.62</b>	<b>4,287.82</b>	<b>4,457.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,480.95</b>	<b>5,989.62</b>	<b>7,350.42</b>	<b>9,106.16</b>	<b>11,630.44</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>1,116.43</b>	<b>2,097.76</b>	<b>2,891.44</b>	<b>3,740.38</b>	<b>4,911.30</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>122.99</b>	<b>307.93</b>	<b>352.01</b>	<b>480.18</b>	<b>678.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,239.42</b>	<b>2,405.69</b>	<b>3,243.45</b>	<b>4,220.56</b>	<b>5,590.16</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,241.53</b>	<b>3,583.92</b>	<b>4,106.97</b>	<b>4,885.59</b>	<b>6,040.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,480.95</b>	<b>5,989.62</b>	<b>7,350.42</b>	<b>9,106.16</b>	<b>11,630.44</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>329.84</b>	<b>707.08</b>	<b>1,088.82</b>	<b>1,557.18</b>	<b>2,176.36</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,568.95)</b>	<b>(1,161.32)</b>	<b>(536.86)</b>	<b>(533.61)</b>	<b>(509.51)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,767.17</b>	<b>450.82</b>	<b>220.38</b>	<b>97.59</b>	<b>374.46</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>528.05</b>	<b>(3.42)</b>	<b>772.34</b>	<b>1,121.16</b>	<b>2,041.30</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,101.48</b>	<b>3,081.86</b>	<b>4,684.43</b>	<b>6,956.38</b>	<b>10,267.61</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>357.66</b>	<b>496.96</b>	<b>765.44</b>	<b>1,139.99</b>	<b>1,691.55</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>358.89</b>	<b>498.97</b>	<b>767.42</b>	<b>1,141.97</b>	<b>1,693.53</b>
所得税	72.73	120.46	185.26	275.69	408.84
<b>净利润</b>	<b>286.16</b>	<b>378.52</b>	<b>582.15</b>	<b>866.29</b>	<b>1,284.69</b>
少数股东损益	25.89	39.61	60.91	90.64	134.42
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>260.27</b>	<b>338.91</b>	<b>521.24</b>	<b>775.64</b>	<b>1,150.27</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	149.23	114.60	74.52	50.08	33.77
市净率	12.71	11.73	10.28	8.69	7.07
EV/EBITDA	78.41	48.46	39.48	26.40	17.67
EV/EBIT	94.46	58.47	46.11	30.86	20.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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