

美年健康 (002044)

2017年10月30日

慈铭并购、新体检中心成熟期缩短、毛利率提高, 扩张+运营优化实现业绩持续高速增长 买入(上调)

证券分析师 焦德智
S0600516120001
021-60199780
jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,081.9	6,072.4	8,738.1	12,305.7
同比	46.7%	97.0%	43.9%	40.8%
归母净利润(百万元)	338.9	636.2	927.2	1,298.6
同比	30.2%	87.7%	45.7%	40.1%
ROE	10.2%	10.1%	12.8%	15.2%
每股收益(元)	0.14	0.25	0.36	0.50
P/E	139.3	74.2	50.9	36.3
P/B	14.2	7.5	6.5	5.5

投资要点

一、事件:

公司发布2017年三季报, 2017年1-9月, 公司实现销售收入29.89亿元, 同比增长58.78%; 实现归属母公司净利润2.16亿元, 同比增长126.54%; 扣非后归母净利润为1.78亿元, 同比增长110%。符合预期。

2017年公司Q3单季度实现销售收入13.68亿元, 同比增长62.82%; 实现归属母公司净利润1.88亿元, 同比增长59.16%, 扣非后归母净利润为1.62亿元, 同比增长44.44%。符合预期。

同时, 公司公告2017年全年业绩预计在5.5亿元至6.5亿元之间, 同比增长在62.28%至91.79%之间。

二、我们的观点: 体检进入旺季, 公司大步向前, 业绩保持高速增长。

1、新增体检中心成熟期缩短、规模持续增长, 保障业绩高速增长。

2017年1-9月, 公司收入与净利润均实现高速增长, 销售收入和归母净利润分别达到29.89亿元和2.16亿元, 同比增长58.78%和126.54%。公司继续加快全国布局战略, 体检中心数量不断增加, 品牌推广富有成效, 实现业绩稳定高速增长。

公司三季度收购7家参股公司股权(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)并完成工商登记。收购的7家体检中心中的三家(旅顺美年、南昌美年、重庆美天)均于2016年下半年后成立, 随着下半年体检旺季到来, 三个体检中心预计均将实现盈利, 表明公司新开体检中心成熟期不断缩短, 盈利能力不断增强, 即降低资本负担, 又缩短并入的周期。

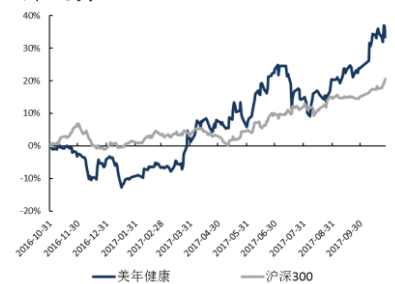
2、毛利率、净利率同比大幅提升, 费用率保持稳定, 带动业绩加速释放。

公司2017年前三季度毛利率和净利率大幅提升, 分别为46.22%和8.52%, 去年同期仅为43.96%和5.96%, 分别提高了2.26PP和2.56pp, 基本上净利率与毛利率同步提高。

费用端看, 公司三季度销售费用和管理费用较去年同期增长分别增长67.61%和48.85%, 主要是公司业务规模增长所致。公司管理费用率为5.90%, 同比下降0.55个百分点, 销售费用率分别为24.39%, 同比上升0.70个百分点。

由于体检行业的特殊性, 季节的毛利率和净利率差异较大, 但公司在费用率没有太大变化的情况下, 大幅提高了同期的毛利率和净利率水平, 表明公司在淡季业务调整, 以及服务套餐调整带来的加成效应。因此我们判断公司2017年全年的毛利率和净利率水平平均会有一定的提高, 进一步释放业绩潜力。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.35
一年最低/最高价	11.51/19.42
市净率(倍)	12.83
流通A股市值(亿元)	472

基础数据

每股净资产(元)	1.43
资产负债率(%)	52.49
总股本(亿股)	25.72
流通A股(亿股)	10.62

相关研究

- 2017年半年报点评: 上半年首度实现盈利, 毛利率、净利率水平均同比大幅提升, 业绩高速增长符合预期-20170829
- 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
- 一季度收入高增长, 上半年预计扭亏为盈, 长期价值更高-20170425

3、非公开发行股票获批，慈铭正式纳入美年体系。

7月12日，公司以发行股份并支付现金的方式收购慈铭72.22%股权获得证监会通过。公司于10月11日完成工商变更登记，自此，美年健康持有慈铭体检72.22%股权，全资子公司美年大健康持有慈铭体检27.78%。10月18日，公司发行1.51亿股，价格为15.56元/股，交易完成后公司总股本增至25.72亿股。

完成收购后，公司作为专业体检机构的龙头地位进一步加强，市占率远远领先竞争对手。预计未来慈铭控股的58家体检中心，加盟的22家体检中心将全部并表，从而在品牌、运营、管理等方面产生协同效应，使得公司业绩持续高速增长。

4、实际控制人持续增持，彰显公司发展信心。

公司实际控制人、董事长俞熔先生于2016年12月9日、2016年12月12日、2016年12月19日、2016年12月20日、2017年1月13日、2017年1月16日、2017年5月5日、2017年5月8日、2017年5月31日、2017年7月13日、2017年7月14日、2017年7月27日、2017年9月7日、2017年9月8日、2017年9月20日合计增持20,305,689股后，2017年9月21日累计共10次增持公司股份，累计增持公司股份2135万股，占公司总股本的0.88%，体现了实际控制人对公司未来发展的信心，以及继续增加控股权的意愿。

三、盈利预测与投资建议：

我们预计公司2017年到2019年的销售收入分别为60.72亿元、87.38亿元和123.06亿元，同比增长分别为97.0%、43.9%和40.8%；归属母公司净利润为6.36亿元、9.27亿元和12.99亿元，同比增长87.7%、45.7%和40.1%；对应EPS为0.25、0.36和0.50。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，因此，上调公司为“买入”评级。

四、风险提示：

医疗服务政策风险；并购整合企业融合风险。

美年健康三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2370.6	6067.8	7886.0	10591.9	营业收入	3081.9	6072.4	8738.1	12305.7
现金	1101.4	3297.1	4931.7	5589.5	营业成本	1593.1	2954.2	4430.5	6233.3
应收票据&账款	867.0	1900.8	2082.0	3526.8	营业税金及附加	0.8	1.6	2.3	3.3
其它应收款	158.4	457.6	428.8	819.5	营业费用	718.0	1372.3	2053.8	2877.8
预付账款	70.4	199.7	205.3	364.5	管理费用	263.7	514.4	762.5	1068.4
存货	45.2	84.3	109.9	163.4	财务费用	40.3	16.7	-35.3	-43.5
其他	128.3	128.3	128.3	128.3	资产减值损失	6.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	3619.0	3803.5	3489.3	3355.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	1061.2	1075.1	1075.1	1075.1	投资净收益	37.1	13.9	0.0	0.0
固定资产	937.2	857.2	726.9	596.5	营业利润	497.0	1227.1	1524.4	2166.4
无形资产	25.9	22.4	19.0	15.6	营业外损益	2.0	0.1	0.0	0.0
其他	1594.8	1848.7	1668.3	1668.3	利润总额	499.0	1227.2	1524.4	2166.4
资产总计	5989.6	9871.3	11375.3	13947.5	所得税	120.5	303.1	381.1	541.6
流动负债	2097.8	2699.1	3058.9	4005.2	净利润	378.5	924.1	1143.3	1624.8
短期借款	830.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	39.6	288.0	216.1	326.2
应付账款	274.7	521.7	672.7	1007.7	归属母公司净利润	338.9	636.2	927.2	1298.6
其他	993.1	2177.3	2386.2	2997.5	EBITDA	751.2	1528.0	1760.0	2195.9
非流动负债	307.9	316.7	317.7	318.8	EPS (元)	0.14	0.25	0.36	0.50
长期借款	245.1	245.1	245.1	245.1					
其他	62.8	71.6	72.6	73.6					
负债合计	2405.7	3015.8	3376.6	4324.0	主要财务比率				
发行在外股本	2421.5	2572.3	2572.3	2572.3	营业收入增速	46.7%	97.0%	43.9%	40.8%
少数股东权益	271.3	559.2	775.3	1101.5	归母公司净利润增速	30.2%	87.7%	45.7%	40.1%
归属母公司股东权益	3312.6	6296.2	7223.4	8522.0	毛利率	48.3%	51.4%	49.3%	49.3%
负债和股东权益	5989.6	9871.3	11375.3	13947.5	净利率	12.3%	15.2%	13.1%	13.2%
					ROE	10.2%	10.1%	12.8%	15.2%
现金流量表					ROIC	24.4%	27.3%	31.8%	52.5%
经营活动现金流	707.1	969.7	1555.1	552.5	资产负债率	40.2%	30.6%	29.7%	31.0%
折旧摊销	218.0	314.1	314.1	133.7	总资产周转率	0.51	0.62	0.77	0.88
营运资金变动	-193.2	2894.8	1458.4	1759.6	P/E	139.3	74.2	50.9	36.3
投资活动现金流	-1161.3	-304.7	1.0	1.0	P/B	14.2	7.5	6.5	5.5
筹资活动现金流	450.8	1530.7	78.5	104.2	EV/EBITDA	59.2	29.0	24.4	19.4
现金净增加额	-3.4	2195.7	1634.6	657.8	每股净资产(元)	1.37	2.45	2.81	3.31

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>

