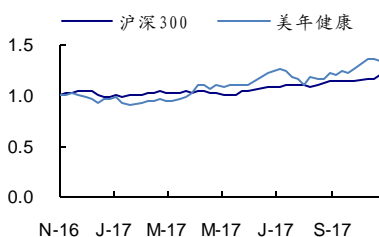


证券研究报告—深度报告
医药保健
医疗器械与服务
美年健康(002044)
买入

合理估值: 21.42~23.33 元 昨收盘: 18.54 元 (调高评级)

2017年10月31日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,572/1,062
总市值/流通(百万元)	47,203/19,484
上证综指/深圳成指	3,417/11,445
12个月最高/最低(元)	19.42/11.51

相关研究报告:

《美年健康-002044-2017年中报点评:上半年营收利润增速显著, 慈铭有望年底前实现并表》——2017-08-29

《美年健康-002044-2017年一季报点评: 门店继续扩张, 渠道下沉是未来发展重心》——2017-05-01

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangw n@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

联系人: 朱寒青

电话: 0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
看得见的蓝海
● 全国布局的专业体检龙头

美年健康是国内专业体检领域龙头, 市占率、客户数、体检中心数均为第一, 具有资金和规模优势。全国布局 28 个省市地区, 并不断加快新建门店。

● 一二线城市: 提升盈利能力, 布局空白市场

一二线城市公立医院资源丰富, 非公立专业体检机构品牌较多, 竞争激烈, 公司通过多种方式提高盈利能力: 1) 多层次、多品牌精细化体检提高收入; 2) 开展个检业务提升客单价; 3) 提高大型影像设备使用率, 并利用场地下午时间; 4) 开拓一二线城市周边的城市副中心蓝海区域。

● 三四线城市: 空间广阔, 渠道下沉快速盈利

三四线城市公立医疗资源相对匮乏, 体检市场需求旺盛, 行业竞争相对薄弱, 客单价较高。根据我们测算, 可提供 340-500 亿潜在市场, 是现有收入五倍左右。成本端房屋租金和人工相对较低, 能更快实现盈利。公司着力渠道下沉, 通过先参再控模式迅速跑马圈地, 实现高速增长。

● 精细化管理和商业模式为低门槛业务构筑护城河

公司控股 75% 的子公司美鑫为新店扩张提供设备融资服务, 通过集团化采购、标准化配置大型高端设备, 降低新开体检中心成本, 帮助门店迅速扩张, 相对于行业其他公司构建高的进入壁垒。公司内部奖惩分明, 激励机制良好, 管理精细, 成就连锁化、可复制化的商业模式。公司协同上下游企业, 布局医疗设备、远程诊断、基因检测等领域, 进一步加固壁垒。

● 风险提示

体检中心新建、并购进展不达预期; 资金压力及商誉减值风险; 医疗纠纷风险。

● 合理估值 21.42~23.33 元, 上调评级至“买入”

考虑到慈铭并表, 2017-2019 年收入 61.3/85.6/118.9 亿元, 增速 99%/40%/39%; 归母净利润 6.6/9.3/12.9 亿元, 增速 94%/41%/39%; EPS 0.26/0.36/0.50 元。当前股价对应 PE 72/51/37x, 不考虑公司流量价值, 仅以体检主业为安全边际, 参考爱尔眼科 PEG, 合理估值 21.42~23.33 元, 股价上涨空间 16%~26%。我们认为美年健康是确定性很强的成长股, 目前处于高速增长阶段, 并且安全边际广阔, 上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,101	3,082	6,128	8,563	11,886
(+/-%)	193.5%	46.7%	98.9%	39.7%	38.8%
净利润(百万元)	260	339	659	927	1,291
(+/-%)	425.7%	30.2%	94.4%	40.7%	39.3%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.13	0.26	0.36	0.50
EBIT Margin	18.0%	17.5%	14.8%	15.0%	15.1%
净资产收益率(ROE)	8.5%	10.2%	10.5%	13.1%	15.7%
市盈率(PE)	181.4	139.3	72.4	51.4	36.9
EV/EBITDA	91.6	65.5	49.6	36.1	26.8
市净率(PB)	15.4	14.2	7.64	6.75	5.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

中国体检行业空间巨大，美年健康是专业体检领域绝对龙头，具有规模和资金优势。公司着力渠道下沉，在三四线城市的广阔蓝海区域加快布局，迅速实现盈利，保持业绩高速增长，并且天花板较高。

美年健康在 A 股标的中有稀缺性，首先是唯一连锁体检公司，其次公司很早就以体检为出发点，布局医疗大健康生态圈，估值在医药行业内较为独立。本文中我们暂不考虑美年健康包括金融保险、基因测序等在内的的上下游、大闭环生态圈布局，仅仅讨论以体检为主业的安全边际，我们认为公司估值低估，值得投资者关注。

预测 2017-2019 年收入 61.3/85.6/118.9 亿元，增速 99%/40%/39%；归母净利润 6.6/9.3/12.9 亿元，增速 94%/41%/39%；EPS 0.26/0.36/0.50 元。当前股价对应 PE 72/51/37x，公司是体检行业绝对龙头，经营模式成熟，增长确定性强，参考爱尔眼科 PEG，合理估值 21.42~23.33 元，股价上涨空间 16%~26%。这只是考虑目前体检主业所带来的安全边际，公司体检业务还具有流量价值。此外，完善生态圈闭环后可享有独立估值。我们认为美年健康是确定性很强的成长股，目前处于高速增长阶段，并且安全边际广阔，上调至“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，美年健康的商业管理模式和资金优势可以构筑高壁垒，体检中心可以在多个区域快速复制；

第二，三四线城市存在广阔的市场空间，渠道下沉后，将有几倍于现有的市场容量；并且这些区域竞争相对薄弱，盈利周期短，可以迅速带来业绩增量；

第三，伴随消费升级的需求，通过精细化体检、增加新型检测项目、客户分层、提升个检比例等手段，可有效提高客单价。

与市场预期的差异之处

第一，市场认为体检行业技术水平较低，进入壁垒低。我们认为：1) 开设体检中心对资金需求大，美年健康通过提供大型设备融资租赁，有效降低新建体检中心资金压力，使得快速扩张成为可能；2) 公司的精益化管理模式可以不断复制，实现规模化运营；3) 公司协同上下游厂商，布局生态圈相关业务，形成闭环。这三者共同设立了护城河；

第二，市场认为一二线城市红海，低价竞争，盈利能力弱；而我们通过研究认为，美年健康通过不同方式在一二线城市也实现盈利提升，而一二线城市周边仍存在蓝海区域；

第三，市场认为体检行业空间有限，高增长不一定持续；而我们通过测算证明三四线城市空间广大，拥有现有公司收入约五倍的容量，安全边际高，公司的高增长可以维持。

第四，市场认为三四线城市盈利能力弱，而我们发现实际上三四线城市客单价相对较高，成本较低，盈利周期短，可以提供外延增量。

股价变化的催化因素

潜在蓝海的高增长；个检比例提升；客单价提升等。

核心假设或逻辑的主要风险

体检中心新建、并购进展不达预期；资金压力及商誉减值风险；医疗纠纷风险。

内容目录

全国布局的专业体检龙头	5
专业体检龙头	5
虽已全国布局，仍有空白区域	6
血海蓝海，游刃有余	7
一二线城市—血海+蓝海，增长均仍有空间	7
三四线城市—蓝海，迅速跑马圈地	9
精细化管理和商业模式为低门槛业务构筑护城河	11
美鑫租赁协助实现多赢，集采降低成本	11
内部奖惩分明，激励机制良好	13
上下游协同，加固壁垒	13
财务分析与盈利预测	13
财务分析	13
新开体检中心业绩弹性	16
盈利预测	18
估值与投资建议	19
附表：财务预测与估值	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 美年健康 2009-2017 年体检中心数量.....	5
图 2: 美年健康 2009-2017 年体检人数.....	5
图 3: 美年体检机构全国分布图.....	6
图 4: 2009-2017 年美年健康平均客单价.....	8
图 5: 美年大健康深圳未来三年布局规划.....	9
图 6: 美年大健康上游医疗器械供应商品牌.....	12
图 7: 美年大健康 2013-2016 年度营收变化.....	14
图 8: 美年大健康 2014-2016 年度归母净利润变化.....	14
图 9: 美年大健康 2014-2017 季度营收变化.....	14
图 10: 美年大健康 2014-2017 季度归母净利润变化.....	14
图 11: 美年大健康 2014-2016 年区域营业收入 (单位: 百万元).....	15
图 12: 美年大健康费用率变化.....	15
图 13: 体检业务毛利率与净利润率变化.....	15
图 14: 美年大健康 2013-2016 年度经营活动现金流变化.....	16
表 1: 2016 年爱康国宾、美年健康和瑞慈体检对比.....	5
表 2: 美年健康全国体检中心覆盖情况.....	6
表 3: 美年健康不同体检中心标准.....	7
表 4: 个人体检带来业务量和单价的双重提升.....	8
表 5: 不同诊断方式的使用可以提升毛利率.....	8
表 6: 爱康国宾门店覆盖以一二线城市为主.....	9
表 7: 部分三四线城市竞争格局.....	10
表 8: 美年健康 2017 年 9 月收购公司股权情况.....	10
表 9: 三四线城市单一体检中心盈利情况模拟测算 (单位: 万元).....	11
表 10: 三四线城市市场容量测算.....	11
表 11: 美鑫收入和利润测算表 (单位: 百万元).....	12
表 12: 2016 年员工持股计划.....	13
表 13: 2014-2017 美年体检中心数量.....	16
表 14: 美年健康新建体检中心收入和利润测算 (单位: 百万元).....	17
表 15: 美年健康盈利预测 (单位: 百万元).....	18
表 16: 慈铭体检收入及利润 (单位: 百万元).....	18
表 17: 公司合计盈利预测 (单位: 百万元).....	19
表 18: 医疗服务企业对比.....	19
表 19: 股东持有股份变动情况.....	20

全国布局的专业体检龙头

专业体检龙头

2016年，美年体检服务收入30.58亿元，体检人次近1500万，已经超过爱康国宾、瑞慈体检等同类公司，成为市占率第一的非公立专业体检机构。我们认为随着美年旗下体检中心快速全国布局，公司有望在非公立专业体检机构中持续保持龙头地位，并进一步拉开与其他机构的差距，下文中我们将从战略、商业模式和精细化管理等几方面详细论述。

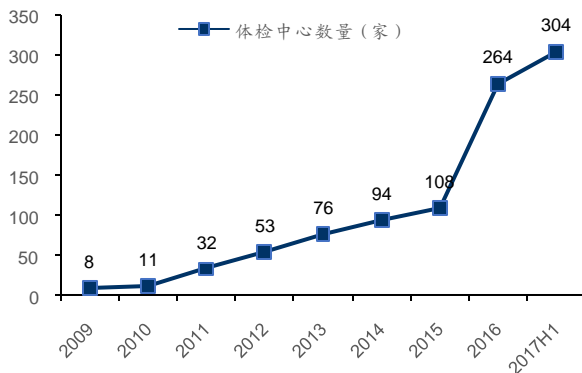
表 1: 2016 年爱康国宾、美年健康和瑞慈体检对比

单位: 人民币	美年健康	爱康国宾	瑞慈体检
体检服务收入	30.58 亿	约 23.40 亿*	6.51 亿
体检中心数	299*	107	28 (仅 22 家在经营)
客户总人数	1500 万*	75.9 万	130.2 万
平均客单价	331 元	464 元	498 元
团体客户	约 1275 万	72.3 万	108.3 万
收入占比	约 85%	83.60%	N/A
个人客户	225 万	3.6 万	21.9 万
收入占比	约 15%	16.40%	N/A
团体客户来源	国内外五百强集团, 优秀民营企业等	主要来自银行保险业	高端客户

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 爱康国宾年报经过调整计算 2016 全年并折合人民币, 美年健康体检人数为官方披露包含慈铭、美兆的数据, 体检中心数目为 2017H1 数据。

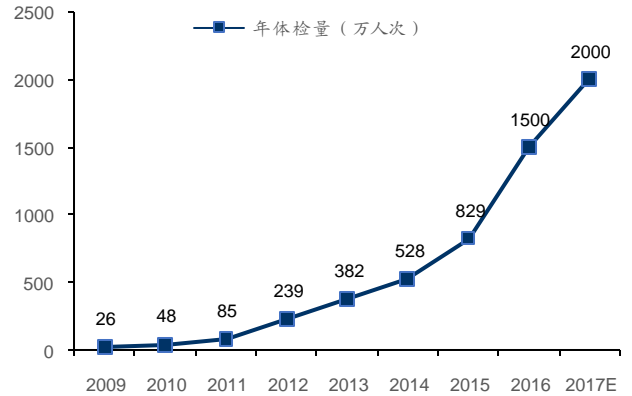
2017 年中报显示, 美年健康体检中心数量和体检人数进一步增长, 在营体检中心 304 家, 预计全年体检服务 2000 万人次。

图 1: 美年健康 2009-2017 年体检中心数量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 2015 年前披露控股门店数目; 2016 年起口径变化, 为合计在营门店 (包含参股门店及慈铭)。

图 2: 美年健康 2009-2017 年体检人数

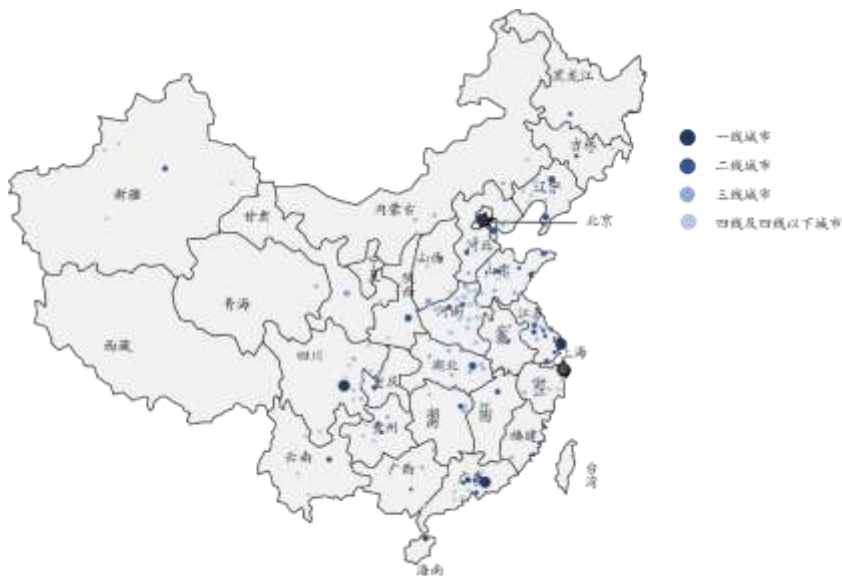


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 2016 年起计入慈铭体检人数, 2017E 为公司中报披露全年预计人次。

虽已全国布局，仍有空白区域

截止 2017 年上半年，美年大健康共有 304 家在营体检中心，其中包括美年健康已有控股 131 家，参股 109 家，慈铭控股 59 家，慈铭参股 5 家，另有 90 家筹建，2020 年计划完成全国布局 1000 家体检中心。

图 3: 美年体检机构全国分布图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司体检中心目前遍布全国 212 个城市。河南、山东、四川等省，主要地级市已初步布局完毕。湖南、湖北等潜力地区，则相对空白，尚未大规模布局。

表 2: 美年健康全国体检中心覆盖情况

省份	一线城市	二线城市	三线城市	四线及以下城市
直辖市	北京市 (9)、上海市 (10)	天津市 (6)、重庆市 (4)		
海南省		海口市 (3)		
安徽省		合肥市 (2)	蚌埠市 (1)、芜湖市 (1)	亳州市 (1)、淮南市 (1)、马鞍山市 (1)
福建省		福州市 (1)、泉州市 (2)、厦门市 (1)		
甘肃省			兰州市 (3)	平凉市 (1)
广东省	广州市 (4)、深圳市 (10)	东莞市 (1)、佛山市 (1)、惠州市 (1)、珠海市 (1)	梅州市 (1)、中山市 (1)	河源市 (1)、江门市 (1)、顺德市 (1)、阳江市 (1)
广西省		南宁市 (2)	桂林市 (2)、柳州市 (1)	北海市 (1)
贵州省		贵阳市 (1)	遵义市 (1)	毕节市 (1)、都匀市 (1)、兴义市 (1)
河北省		石家庄市 (3)	保定市 (1)、邯郸市 (1)、唐山市 (2) (1)	沧州市 (1)
河南省		洛阳市 (3)、郑州市 (4)	安阳市 (1)	济源市 (2)、焦作市 (1)、开封市 (1)、漯河市 (1)、南阳市 (1)、平顶山市 (1)、濮阳市 (1)、三门峡市 (1)、商丘市 (1)、新乡市 (1)、信阳市 (1)、许昌市 (1)、周口市 (1)、驻马店市 (1)、大冶市 (1)、鄂州市 (1)、黄冈市 (1)、黄石市 (1)、十堰市 (1)、随州市 (1)、襄阳市 (1)
湖北省		武汉市 (7)	荆州市 (1)、宜昌市 (1)	楚雄市 (1)、大理市 (1)、普洱市 (1)
云南省		昆明市 (3)		
浙江省		杭州市 (4)、嘉兴市 (1)、宁波市 (1)	衢州市 (1)	临海市 (1)、温岭市 (1)、义乌市 (1)
黑龙江省		哈尔滨市 (2)		
江苏省		常州市 (1)、南京市 (3)、南通市 (1)、苏州市 (4)、无锡市 (2)	泰州市 (1)	常熟市 (1)、昆山市 (1)
江西省		南昌市 (4)	上饶市 (1)、宜春市 (1)	吉安市 (1)、新余市 (1)
辽宁省		大连市 (6)、沈阳市 (6)	鞍山市 (1)	朝阳市 (1)、丹东市 (1)、阜新市 (1)、葫芦岛市 (1)、锦州市 (1)、辽阳市 (1)、营口市 (1)

内蒙古		包头市(2)、赤峰市(1)、鄂尔多斯市(1)、呼和浩特市(2)	通辽市(2)
青海省		西宁市(1)	
山东省	济南市(3)、青岛市(4)、潍坊市(1)、烟台市(3)	济宁市(1)、临沂市(2)、威海市(1)、淄博市(1)、	德州市(1)、东营市(2)、菏泽市(1)、聊城市(1)、日照市(1)、泰安市(1)、滕州市(1)、
山西省	太原市(1)	运城市(5)	晋城市(1)、吕梁市(1)
陕西省	西安市(6)		汉中市(1)
四川省	成都市(10)	泸州市(2)、绵阳市(1)	德阳市(1)、广元市(1)、乐山市(1)、眉山市(1)、内江市(1)、攀枝花市(1)、遂宁市(1)、西昌市(1)、自贡市(1)
新疆	乌鲁木齐市(4)		哈密市(1)、喀什市(1)、库尔勒市(1)、伊犁市(1)
宁夏		银川市(1)	
湖南省	长沙市(4)	岳阳市(1)、株洲市(1)	湘潭市(2)、张家界市(1)
吉林省	长春市(2)	吉林市(2)	松原市(1)、延吉市(1)

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理 注：括号内为现有体检中心数目，数据略迟滞于中报；城市分类参考第一财经周刊

血海蓝海，游刃有余

一二线城市与三四线城市的体检市场容量、竞争格局、发展阶段迥异，因此美年也相应采取不同的策略进行布局。美年健康旗下体检中心有旗舰店、标准店、准标准店、经济店等四种标准，不同标准体检中心的面积、影像学设备配置和客户体验等均有所不同：一般在一二线城市至少布局一家旗舰店，而在人口20-30万人以上的三四线城市，目前至少设定为准标准店。

表 3: 美年健康不同体检中心标准

类型	彩超设备(台)	CT设备(台)	核磁设备(台)	VIP区标准	面积	投资费用
旗舰店	16	2	2	VIP区	4000平米以上	5000万
标准店	12	2	1	标准VIP区	4000平米	3500-4000万
准标准店	10	1	1	标准VIP区	3500-4000平米	
经济店	无要求	1	0	无VIP区	2500-3000平米	2000万

资料来源：国信证券经济研究所整理

一二线城市—血海+蓝海，增长均仍有空间

一二线城市尤其是北上广深是私立体检机构（如爱康国宾）等重点布局区域，此外公立医院资源丰富，一般市场认为竞争激烈接近于红海甚至血海，团检折扣低，客单价低于公司平均值。但我们通过调研及财报数据分析，发现一二线城市从区域划分上，不仅包括竞争激烈的红海成熟市区，也包括新建的城市副中心，这些区域竞争相对较弱，更类似于蓝海，因此在这些区域内新建体检中心可以为公司带来收入和客单价的双重增长。此外即使在原有竞争激烈的成熟市区内，美年健康仍能通过增加创新体检项目、提高大型影像学设备使用率、增加个检比例以及有效利用下午时间段等方法，提升原有体检中心盈利能力。

血海：精细化管理，提升盈利能力

1) 多品牌服务体系，推广创新产品

公司以美年大健康、慈铭体检、美兆体检多品牌服务体系提供不同价位套餐，满足多层次客户需求。2016年开始全面推广以胶囊胃镜、核磁、CT检查为一体的3650高端体检套餐及其他创新产品销售。

2) 提升个检比例

一二线城市竞争激烈，主要指的是团检客户，而团检往往在下半年，团检客户占比高使得收入季节波动明显，在不增加新项目的情况下也难以提升客单价。

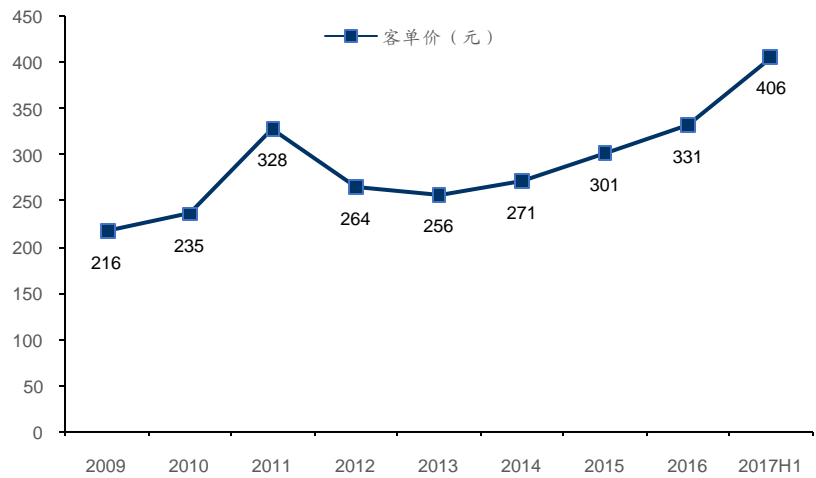
表 4: 个人体检带来业务量和单价的双重提升

收入	单价	量
团体体检	低	存量
个人体检	普通体检	增量
	VIP 体检	增量

资料来源: 国信证券经济研究所整理

集团致力于引导一二线城市管理者开发个检客户, 一方面可以提升淡季场地利用率, 带来业务增量, 平滑各季度间收入差异; 一方面团检折扣力度通常较大, 个检平均客单价比团检高 30% 左右, 提升个检比例可以提升平均客单价, 改善一二线城市体检中心盈利能力。公司目前个检比例已经从 2016 年 15% 提高到 25%, 盈利能力得到改善, 这一点也在后文的财务分析中得到验证。

图 4: 2009-2017 年美年健康平均客单价



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 该数据比实际可能略低, 因为慈铭体检收入尚未并表, 而体检披露人数包含慈铭

3) 提升大型影像学设备使用频率

CT、核磁等大型影像学设备的摊销部分为固定成本, 提升其使用频率可以有效摊薄固定成本, 提高毛利率, 同时提高客单价。与此相对的是普通 IVD 诊断项目, 在仪器投放的前提下, 试剂盒、耗材是可变成本, 因此降低低毛诊断检测比例可以提高毛利率。

表 5: 不同诊断方式的使用可以提升毛利率

检测类别	成本	耗材	对利润率影响
IVD 诊断 (不包括基因类检测)	投放, 无	试剂是成本	负面
影像学诊断	购买或融资租赁, 有	基本无耗材	正面

资料来源: 国信证券经济研究所整理

4) 提高下午场地利用率

体检一般是在上午, 增设下午场进行一些无需空腹就可以做的检测项目或者复检, 可以大幅提升场地利用率, 税前纯利=增量收入-工作人员加班费, 从而提高利润率。目前我们调研的一二线城市成熟体检中心, 由于场地面积限制, 如果按照传统方式持续运营, 已经即将达到产能瓶颈, 增设下午场可以有效提升场地、仪器等的使用效率, 使得原本已经进入成熟期的体检中心, 收入进一步上升。

蓝海：布局周边新区域

随着一二线城市的扩张，很多新成立的区域迅速汇集大量人口，伴随着有消费能力的企业入驻，逐渐成为城市副中心，而这些地区仍是蓝海，公司也积极布局。以深圳为例，周边有光明新区、龙岗新区等无竞争区域，这些地区公立医院稀缺，几乎还没有其他私立体检机构。平均每 30 万人口大约可以开设一家体检中心，未来三年内深圳周边总计将布局 27 家。一二线城市周边的蓝海将成为新的收入增长点。

图 5: 美年大健康深圳未来三年布局规划



资料来源：国信证券经济研究所整理

三四线城市—蓝海，迅速跑马圈地

与爱康国宾主要在一二线城市扩张的战略不同，美年近年来逐步推进渠道下沉，重点挖掘有一定人口总量和经济规模的三四线城市。美年在这些区域通过先参后控的方式迅速跑马圈地，借鉴控股体检中心的管理模式和经验，通过标准化运营迅速达到盈亏平衡（一般一年后实现盈利），三年内有希望通过并购进入上市公司。体检中心收购 PE 通常在 8-10 倍，远低于公司市盈率，并购估值溢价差明显。

表 6: 爱康国宾门店覆盖以一二线城市为主

省份	一线城市	二线城市	三线城市	四线及以下城市
特别行政区	香港市 (3)			
直辖市	北京市 (22)、上海市 (16)	重庆市 (2)、天津市 (5)		
安徽省			芜湖市 (1)	
福建省		福州市 (1)		
广东省	广州市 (6)、深圳市 (5)	佛山市 (1)		
贵州省		贵阳市 (1)	凯里市 (1)	毕节市 (1)
湖北省		武汉市 (2)		
湖南省		长沙市 (2)		
吉林省		长春市 (1)		
江苏省		南京市 (4)、苏州市 (1)、无锡市 (1)、常州市 (1)		
辽宁省		沈阳市 (3)		
宁夏			银川市 (2)	
山东省		烟台市 (3)、潍坊市 (2)、济南市 (1)、青岛市 (1)	威海市 (1)	
陕西省		西安市 (3)		
四川省		成都市 (5)	绵阳市 (1)	
浙江省		杭州市 (6)、嘉兴市 (1)、宁波市 (1)		

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

三四线城市的体检目前由公立医院主导，虽有一些当地私立体检机构，但都是零星单体体检中心，没有规模化、连锁化优势，我们将在下文精细化管理和商业模式章节中详细讨论美年作为连锁体检中心相较于这些私立体检中心的优势。而公立医院产能饱和，体检业务扩张动力低，提供的套餐性价比低、不具竞争优势，因此三四线城市是真正的蓝海区域。

表 7：部分三四线城市体检机构竞争格局

省份	城市	人口 (万)	城市等级	体检机构 合计	美年健康	其他私立体检中心	医院		
							三级	二级	无等级
河南省	安阳市	594	三线	6	1	2	1	2	0
河南省	新乡市	616	四线	23	2	12	3	1	5
河南省	济源市	69	四线	6	2	4	0	0	0
山东省	临沂市	1084	三线	33	2	21	1	2	6
山东省	东营市	186	四线	11	2	6	0	0	3
山东省	聊城市	594	四线	17	1	8	1	2	5
辽宁省	鞍山市	351	三线	9	1	4	0	0	4
辽宁省	辽阳市	181	四线	5	2	1	0	0	2
辽宁省	丹东市	242	四线	4	1	2	1	0	0
贵州省	遵义市	772	三线	14	1	6	1	2	4
贵州省	兴义市	83	四线	6	1	3	0	0	2
贵州省	都匀市	48	四线	3	1	2	0	0	0
湖北省	荆州市	663	三线	9	1	2	0	4	2
湖北省	襄阳市	594	四线	15	1	7	1	1	5
湖北省	随州市	257	四线	3	1	1	0	1	0

资料来源：大众点评、国信证券经济研究所整理

- **盈利能力较一二线城市体检中心更强。** 下表总结了其中 5 家体检中心的收入净利润变化情况。这些体检中心均为 2014-2016 年新设，2017Q3 从参股转控股。可见南昌、大连旅顺、重庆美天均为 2016Q4 新建，当年尚无收入贡献，2017H1 已开始贡献收入，公司预计 2017 年下半年将实现累积盈利。而安徽慈济、西昌美年设立时间较早，2016 年已开始实现盈利，2016 年净利率低于 20%，2017H1 净利率均超 20%，远高于公司一二线城市体检中心单店净利率。

表 8：美年健康 2017 年 9 月收购公司股权情况

公司名称	成立日期	2016			2017H1			未来三年承诺利润			股权占比		投资合计 (万元)
		收入	净利润	净利润率	收入	净利润	净利润率	2018	2019	2020	收购前	收购后	
安徽慈济医疗投资管理 有限公司	2014.5.5	1708	336	19.7%	1451	325	22.4%	550	550	550	15%	52%	2000
西昌美年大健康健康 管理有限公司	2015.9.17	1485	249	16.7%	1643	431	26.2%	620	620	620	15%	51%	1786
南昌美康健康体检 有限公司	2016.7.11	0	0		244	-347		200	350	575	15%	100%	2550
大连旅顺美年大健康 新城综合门诊部 有限公司	2016.9.2	0	-167		215	-198		200	350	575	16%	100%	2520
重庆美天健康管理 有限公司	2016.9.12	0	0		169	-955		200	350	575	19%	84%	3030

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **一年后即可实现累计盈利。** 三四线城市体检中心即使面对团检客户，由于竞争不激烈，价格基本没有折扣，客单价远高于一线城市，并且部分地区可医保支付。此外房屋租金和人工薪酬都明显低于一二线城市，因此能更早达到盈亏平衡。以三四线城市某 2016 年新建体检中心为例，我们估算了该体检中心收入、成本及费用情况，可见三四线城市的体检中心可以迅速实现盈利。注：医疗服务类免营业税，所得税根据不同地区不同，西部

大开发省份有税率优惠（15%）。

表 9: 三四线城市单一体检中心盈利情况模拟测算（单位：万元）

		2016	2017E	2018E	2019E
收入		500	2500	3500	5000
成本	固定成本	500	1000	1000	1000
	可变成本	200	1000	1250	1500
费用	财务费用	0	0	0	0
	管理费用	25	50	50	50
	销售费用	25	150	300	400
所得税率		25%	25%	25%	25%
净利润		-188	225	675	1538

资料来源：国信证券经济研究所预测估计

- **市场容量五倍于现有公司收入规模。**根据美年健康目前各地区分布情况测算三四线城市上限空间。以目前已开设子公司或分公司的 28 个省或自治区为测算对象，这些子公司或分公司继续开拓三四线城市进行渠道下沉，统计这些区域内人口 50 万/100 万以上且交通较便利的城市（地理位置距当地省会城市高铁或公路 3 小时以内），测算可得三四线城市市场空间上限为 340~500 亿，是目前公司收入规模五倍以上。

核心假设：

- 每 20 万人口新建 1 家体检中心，体检中心数量 6400-7000 家；
- 体检渗透率 50%；
- 客单价 1000 元。

表 10: 三四线城市市场容量测算

筛选标准	城市数目	体检中心数目	城市覆盖人口(万)	体检渗透率(%)	体检人口(万)	客单价(元)	市场空间(亿元)
>100 万人口	340	6389	6800	50%	3400	1000	340
>50 万人口	502	6955	10040	50%	5020	1000	500

资料来源：国信证券经济研究所预测估计

精细化管理和商业模式为低门槛业务构筑护城河

医疗服务行业中，体检业务由于对医护人员专业水平要求不高，对诊断设备、试剂等依赖程度较高，一直被认为是进入壁垒不高的业务，市场认为配置相应设备、人员后运营难度并不大。而经过以上分析后，投资者对于体检行业的现状和未来也有了一定认识，担心壁垒不高的体检行业将面临资金逐步涌入的局面，从而威胁到目前美年健康的行业龙头地位。我们认为美年健康作为一家民营体检服务机构，近年来迅速增长，逐步成为国内体检龙头，与其日趋成熟的商业模式和精细化管理密不可分，商业模式和精细化管理为进入壁垒不高的体检业务构筑了护城河，商业模式协助美年能以更低的成本快速全国扩张复制，源源不断地将精细化管理输出，保障美年各区域内体检中心可以持续维持良好经营。我们在下文中从美鑫融资租赁、集中采购、内部奖惩激励、产业上下游协同等角度，简单剖析美年健康的商业模式和精细化管理。

美鑫租赁协助实现多赢，集采降低成本

美年健康于 2015 年 10 月设立上海美鑫融资租赁有限公司，控股 75%。融资租赁公司由于采购规模大，可以获取极低采购价，对于行业内现有公司或拟进入公司而言，都构筑了高壁垒。此外对上市公司、创业投资者、新建体检中心三

方而言，都形成多赢局面。

- **对美年上市公司有利。**美鑫是公司控股 75% 子公司，因此只要对美鑫有利，对美年就有利，原则上美鑫赚取的是息差和管理费。从历年数据看，美鑫净利率高达 60% 左右。
- **对创业投资者有利。**大型影像学设备采购无需合伙人支付款项，可以让有经验的创业投资者更有效利用资金快速在负责的片区内开设多家体检中心。
- **对新开体检中心有利。**据草根调研，某地区现有设备集团采购总价在原价基础上有较大折扣，按月还款金额与按原值采购后按月摊销相比，成本优势明显，可以早期实现盈利。

美鑫收入利润测算。美鑫 2017H1 收入达 1872 万，同比增长 264%；净利润 927 万，同比增长 138%。根据既往半年报和年报数据，我们预计 2017 全年净利润在 1800 万左右，按照权益比例 2017 年可以贡献 1350 万净利润。2020 年前公司新设体检中心进度如上，而每个体检中心至少配备一台核磁、一台 CT，即使不考虑其他项目（如胶囊胃镜等），因此美鑫营收利润增长有保证，保守估计美鑫 2018-2020 年营收增长 20%。

表 11: 美鑫收入和利润测算表 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	6.6	12.1	37.4	44.9	53.9	64.7
增长率		83.6%	210.5%	20%	20%	20%
净利润	4.9	7.2	18.5	22.3	26.7	32.1
净利率	74.15%	59.91%	49.55%	49.55%	49.55%	49.55%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

注: 2016、2017 全年根据半年报估计

集中采购降低成本

集团为参股和控股公司提供采购目录, 1 万元以上的产品子公司不能自行采购, 需要从采购目录中的 2-3 家供货商中挑选。集中采购有效降低了成本, 并且集中采购的机器可以有效追踪客流量数据, 方便管理。

图 6: 美年大健康上游医疗器械供应商品牌



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

内部奖惩分明，激励机制良好

- ✓ **员工持股计划。**2016年9月24日通过增持完成第一期员工持股计划。共有1000名员工参与，合计持有2.89%股份，有效激发员工工作热情。

表 12: 2016 年员工持股计划

持有人	职务	出资额上限(万元)	占持股计划的比例
俞榕	董事长	5,000	10.00%
徐可	董事、总裁	4,000	8.00%
王佳芬	董事	700	1.40%
余继业	监事会主席	3,000	6.00%
崔岚	职工监事	700	1.40%
林琳	高级副总裁、COO、北京及北方区域总经理	600	1.20%
李林	高级副总裁、上海及华东区域总经理	600	1.20%
温海彦	高级副总裁、沈阳及西北区域总经理	700	1.40%
陈毅龙	副总裁、董事会秘书	700	1.40%
张胜江	副总裁、IT信息部总经理	200	0.40%
兰佳	财务总监	600	1.20%
公司董事、监事及高级管理人员合计(11人)		16,800	33.60%
其他公司管理骨干及员工(合计不超过989人)		33,200	66.40%
合计		50,000	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ **达成和超额奖励，奖惩分明。**总公司对子公司的考核指标不仅考虑收入利润情况，也考核大型影像学设备使用率等，同时每个月都会评选出第一名，给予额外奖励，激励各地子公司。

上下游协同，加固壁垒

公司不仅与国内外知名医疗器械品牌达成战略合作，同时还向上游延伸布局。美年健康参股或战略合作基因检测、医疗诊断、胶囊胃镜等产业链上下游公司，发挥协同作用。

- **参股美因基因，建立基因检测平台：**2016年参与设立美因基因，占股20%，建立基因检测平台，发挥客源导流优势。常规体检和基因检测相互驱动，患病风险预测及疾病的早期筛查结合，形成“筛查+预防”的闭环。
- **与远程诊断公司大象医疗合作：**涉足“互联网+医疗”线上线下垂直闭环的医疗服务业态，助力合理分级诊疗，也有助于在三四线城市的拓展。
- **与上游厂商西门子、安翰等合作，孵化高端医疗设备：**与西门子合资设立医学诊断公司，与安翰医疗合作胶囊胃镜，产生协同效应。

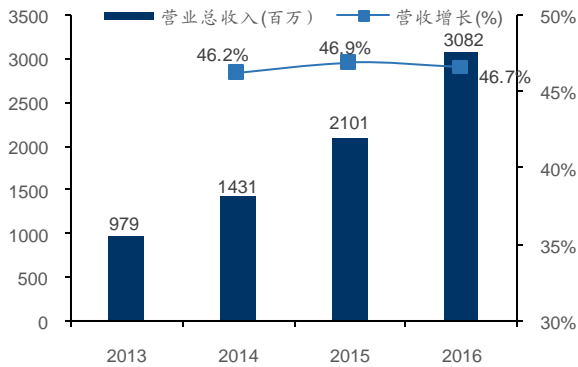
财务分析与盈利预测

财务分析

主营业务较快且稳定增长，淡季扭亏为盈。2013年到2016年公司主营业务保持45%以上的高增长。体检行业有一定季节性消费特征，受到节假日分布、企事业单位的财务核算周期及居民体检习惯等因素影响，上半年是淡季，下半年为旺季，从一季度到四季度的收入、利润依次增加。而一季度受到春节假期影响，收入规模占全年比例最低，仅8%~15%，但成本全年平均，故通常一季度利润为负。从分季度数据（图9-10）来看，近两年一季度收入增长迅速，超过60%，而Q1的亏损也在减少。从中报数据来看2017年上半年营收为16.2亿元，较去年同期增长55.52%；归母净利润也由2016年上半年的-2245万元增

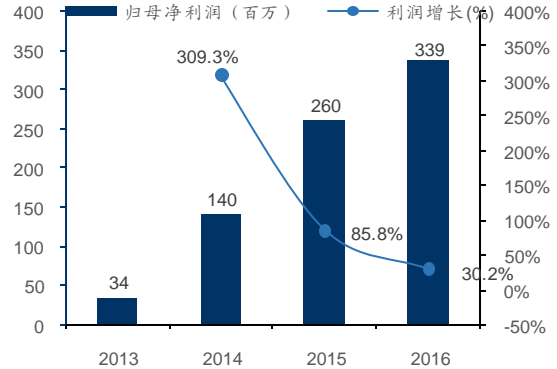
长至 2852 万元，增长 227%，淡季扭亏为盈。淡季业绩改善与个检比例上升、淡季营销加强等措施有关。

图 7: 美年大健康 2013-2016 年度营收变化



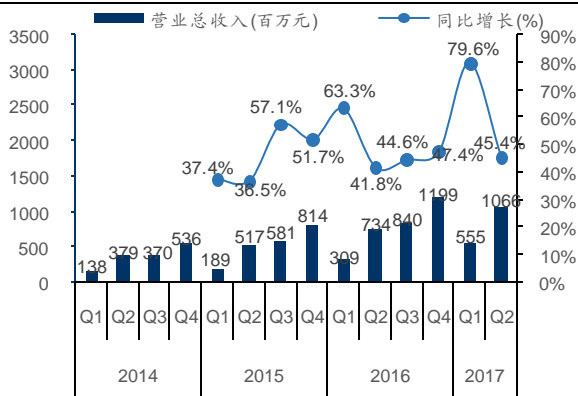
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 美年大健康 2014-2016 年度归母净利润变化



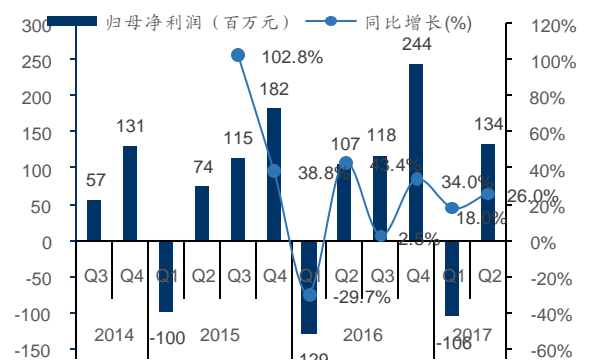
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 美年大健康 2014-2017 季度营收变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

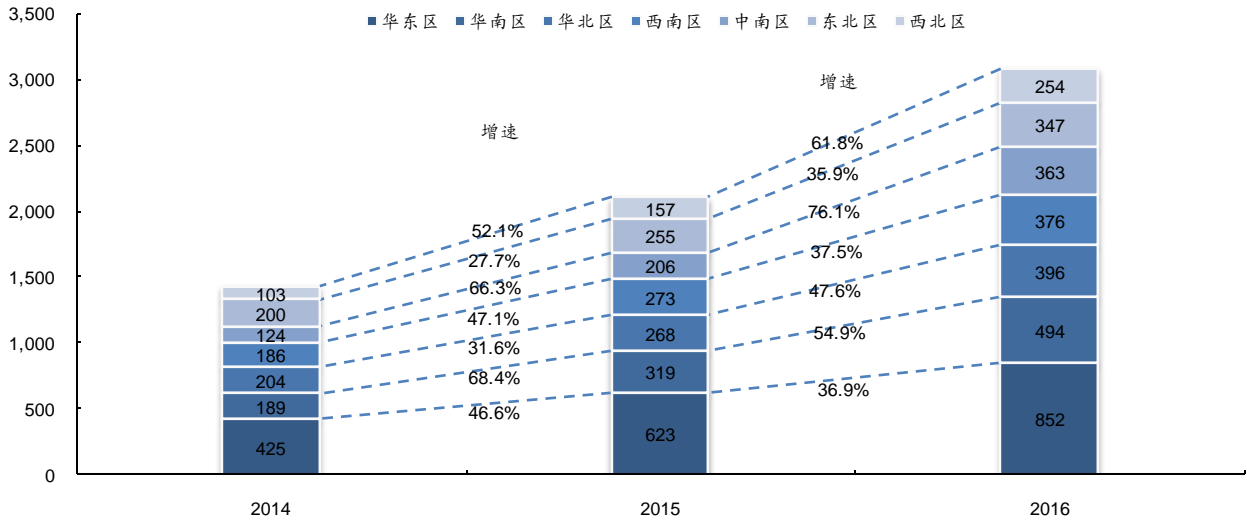
图 10: 美年大健康 2014-2017 季度归母净利润变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业务覆盖区域营收均大幅增长。公司在全国不同区域营业收入均有较大幅度增长，从 2015 到 2016 年，所有区域的增长幅度均超过 35%，其中中南区、西北区和华南区的增幅超过 50%，分别为 76.11%、61.85%和 54.89%。

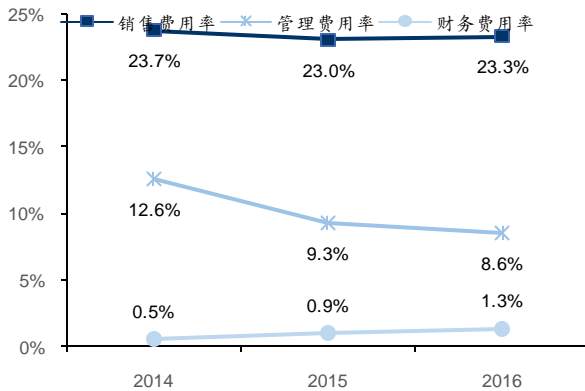
图 11: 美年大健康 2014-2016 年区域营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

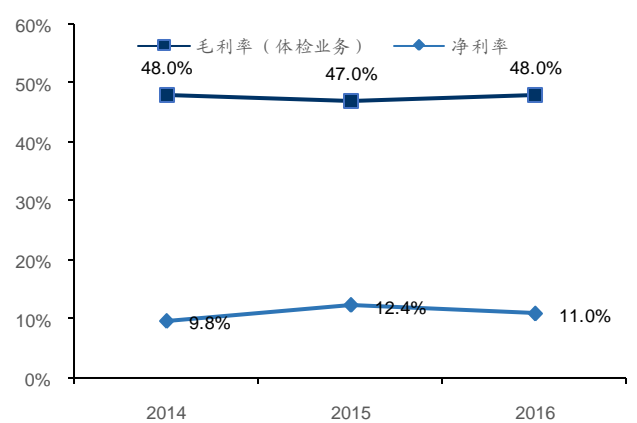
2017 年上半年净利率毛利率均有所提升, 淡季实现盈利。如前文分析, 因增加个检比例, 增设下午场等多种方式, 公司盈利能力提升, 2016 年体检业务毛利率提升 1 个 pp。从中报数据看, 2017 年上半年公司毛利率和净利润率与去年同期相比均大幅提升 (43.7% vs 38.0%, 1.8% vs -2.2%), 淡季也开始实现盈利。

图 12: 美年大健康费用率变化



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

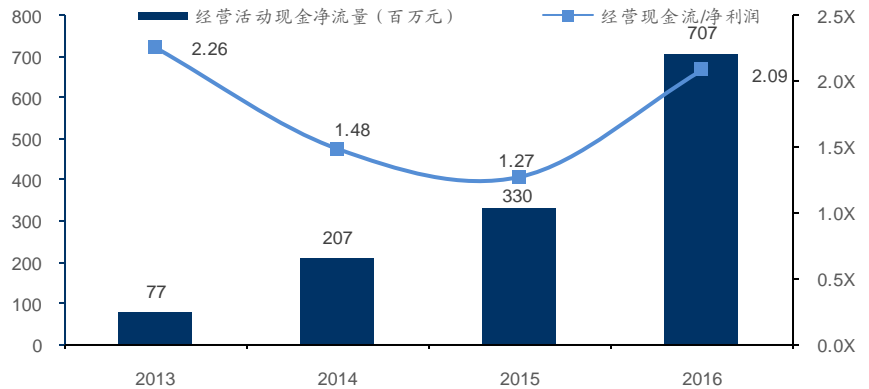
图 13: 体检业务毛利率与净利润率变化



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理 注: 净利润率为合并报表口径

经营活动现金流大幅提升, 盈利质量显著提高。2016 年, 随着营业规模增长, 公司经营活动现金流量从 2015 年的 3.3 亿增长至 2016 年的 7.7 亿, 增幅 114.37%, 现金流状况良好。同时, 经营现金流/净利润从 2015 年的 1.27 增长到 2016 年的 2.09, 盈利质量显著提高。

图 14: 美年大健康 2013-2016 年度经营活动现金流变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新开体检中心业绩弹性

我们通过过去几年体检中心扩张情况来测算未来业绩弹性。

首先, 根据公司历年门店情况, 估算每年新增参股和控股体检中心数量。

假设:

- 2017H1 披露的 90 家筹建的体检中心中 75% 为参股, 25% 为控股;
- 慈铭控股 59 家参股 5 家未包括在内;
- 考虑 2017 年已披露参转控;

表 13: 2014-2017 美年体检中心数量

年度	控股	参股	新建控股	新建参股	本年参转控	关闭	参股净增	控股净增
2014	94	15	15		4	0		18
2015	108	38	8	28	5	1	23	14
2016	123	82	7	53	9	0	44	15
2017H1	131	109	22*	68*	6*	0	62*	31*

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: *表示 2017 年为按照半年报已有门店数, 以及筹建门店 90 家中有 75% 为参股, 及今年已经发生的并购估算, 不包含慈铭

我们通过测算, 以公司未来三年的开店计划, 如进展顺利, 将为 2017-2020 年贡献收入 11/19/35/48 亿, 净利润 1.7/2.8/5.2/8.4 亿。业绩弹性空间极大。

核心假设:

- 按照公司 2020 年前完成 1000 家体检中心的布局, 预计 2018~2020 年每年分别开设 200 家体检中心;
- 每年 200 家体检中心中 75% 为控股, 25% 为参股;
- 第一年新店营业时间平均半年, 收入 500 万; 第二年 1500 万, 之后逐年以增速 40% 增长;
- 第一年新店亏损 (-15%); 第二年按照净利率 15%, 累积实现盈利; 第三年 20%;
- 参股体检中心三年内完成收购实现并表, 逐年实现: 第一年参股比例 15%, 第二年收购至 51%, 第三年收购至 80%。

表 14: 美年健康新建体检中心收入和利润测算 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	备注
合计并表收入	75	342	476	1103	1913	3476	4804	
合计归母净利润	-7	22	68	168	283	515	836	
新开门店(参股)	10	28	53	75	150	150	150	2014 新建参股门店估计为 10 家; 截止 2017H1 已经新增参股门店 27 家, 在建 90 家。假设 2018-2020 分别新建 200 家, 其中 75%是参股 15%的公司 假设第二年开始实现控股 51%和并表; 第三年持股比例提高至 80% 第一年新店假设收入 500 万, 次年 1500 万。三年起按照 40%增速。 假设第一年新店亏损 (-15%); 第二年按照净利率 15%, 累积实现盈利; 第三年到 20%。
合计并表收入	0	77	321	705	1141	1951	2754	
合计归母净利润	-1	8	62	152	258	423	691	
-1 年新店收入	50	140	265	375	750	750	750	
-1 年新店利润	-8	-21	-40	-56	-113	-113	-113	
-2 年新店收入	0	150	420	795	1125	2250	2250	
-2 年新店利润	0	23	63	119	169	338	338	
-3 年新店收入	0	0	210	588	1113	1575	3150	
-3 年新店利润	0	0	42	118	223	315	630	
新开门店(控股)	15	8	7	25	50	50	50	
合计并表收入	75	265	155	398	772	1525	2050	
合计归母净利润	-6	14	7	16	25	92	145	
-1 年新店收入	75	40	35	125	250	250	250	
-1 年新店利润	-11	-6	-5	-19	-38	-38	-38	
-2 年新店收入	0	225	120	105	375	750	750	
-2 年新店利润	0	34	18	16	56	113	113	
-3 年新店收入	0	0	0	168	147	525	1050	
-3 年新店利润	0	0	0	34	29	105	210	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

盈利预测

1) 美年健康

我们按照公司已有门店和收入情况进行估算。按不同区域拆分收入，根据最近三年的增长情况作出估计。

表 15: 美年健康盈利预测 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
收入合计	1431	2101	3082	4523	6582	9484	
-YOY		46.9%	46.7%	46.7%	45.5%	44.1%	
华东区	425	623	852	1168	1576	2097	
-YOY		46.6%	36.9%	37%	35.00%	33.00%	
华南区	189	319	494	766	1172	1769	
-YOY		68.4%	54.9%	55.0%	53.0%	51.0%	
华北区	204	268	396	582	844	1207	
-YOY		31.6%	47.6%	47.0%	45.0%	43.0%	
西南区	186	273	376	515	695	925	
-YOY		47.1%	37.5%	37.0%	35.0%	33.0%	
中南区	124	206	363	635	1079	1780	
-YOY		66.3%	76.1%	75.0%	70.0%	65.0%	
东北区	200	255	347	451	587	763	
-YOY		27.7%	35.9%	30.0%	30.0%	30.0%	
西北区	103	157	254	406	630	944	西北区域数据由总数减去其他几个区域之和估算
-YOY		52.1%	61.8%	60.0%	55.0%	50.0%	
净利润率	6.91%	12.39%	11.00%	11.0%	11.0%	11.0%	合并报表口径的净利润率
净利润	140	260	339	497	724	1043	
-YOY				46.79%	45.54%	44.09%	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

2) 慈铭体检

此次非公开发行股份购暨募集配套资金完成后，慈铭体检成为美年的全资子公司。目前慈铭下属体检中心基本由原团队继续运营，但是采购和考核纳入集团管理，暂时我们参考收购慈铭的估值报告，预测慈铭对公司收入和利润的影响。

表 16: 慈铭体检收入及利润 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	备注
收入	1016	1305	1606	1981	2402	2909	根据收购慈铭的估值报告
YOY		28.5%	23.0%	23.4%	21.3%	28.5%	
净利润	554	130	162	203	248	304	业绩承诺
YOY		-76.6%	24.9%	25.1%	22.3%	22.9%	
净利润率	54.6%	9.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.5%	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 合计

考虑慈铭本年度发生同一实际控制人下的企业合并，全年并表，将增厚业绩。下表合计美年未来三年收入利润预测情况。

表 17: 公司合计盈利预测 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
美年 收入	1431	2101	3082	4523	6582	9484	根据表 15 美年健康盈利预测
净利润	140	260	339	497	724	1043	
慈铭 收入		1016	1305	1606	1981	2402	根据慈铭业绩承诺
净利润		554	130	162	203	248	
合计 收入				6128	8563	11886	
YOY				98.85%	39.73%	38.81%	
净利润				659	927	1291	
YOY				94.40%	40.54%	39.32%	

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

美年健康在 A 股标的中有稀缺性, 首先是唯一连锁体检公司, 其次公司很早就以体检为出发点, 布局医疗大健康生态圈, 估值在医药行业内较为独立。本文中我们暂不考虑美年健康包括金融保险、基因测序等在上下游、大闭环生态圈布局, 仅讨论以体检为主业的安全边际, 我们认为公司估值低估, 值得投资者关注。

股价上涨空间 16%~26%, 上调至“买入”评级。 A 股医疗服务行业中唯一能实现专科连锁的只有爱尔眼科, 因此我们将其作为参比公司。两者目前市值相近, 表观估值看美年健康更高, 但我们认为如果考虑未来确定性成长, 相对爱尔眼科, 美年健康估值绝对低估。

表 18: 医疗服务企业对比

指标	美年健康	爱尔眼科	
营运能力	营业总收入 (亿元)	30.82	40.00
	销售净利率 (%)	12.28%	14.18%
	销售毛利率 (%)	48.31%	46.11%
	销售费用率 (%)	23.30%	12.80%
	管理费用率 (%)	8.56%	15.68%
	财务费用率 (%)	1.31%	0.14%
并购潜力	速动比率	1.11	1.48
	资产负债率 (%)	40.16%	27.76%
	实际控制人控制股权 (%)	11.22%	40.84%
成长能力	前三年营收复合增速 (%)	58.82%	26.31%
	前三年净利润复合增速 (%)	283.40%	35.62%
	未来三年营收复合增速 (%)	56.82%	27.19%
	未来三年净利复合增速 (%)	56.16%	27.92%
估值水平	当前股价 (2017-10-30)	18.54	28.02
	总市值 (亿元)	477	426
	市销率 PS	11.39	8.04
	市盈率 PE(2017)	72.90	58.50
	预测 PEG (2017)	*1.81	2.06
	市盈率 PE (2018)	51.40	45.20
	预测 PEG (2018)	*1.29	1.62

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理预测 注: *美年 2017 年慈铭并表因此复合增速高, 计算 peg 是按照 2018 年开始的复合增速 40% 计算

考虑慈铭并表, 预测 2017-2019 年收入分别为 61.3/85.6/118.9 亿元, 增速 99%/40%/39%; 归母净利润 6.6/9.3/12.9 亿元, 增速 94%/41%/39%; EPS 0.26/0.36/0.50 元。当前股价对应 PE 72/51/37x。

由于今年美年健康有并表因素, 利润增速高达 94%, 我们将 2018-2019 净利润

复合增速 40%作为参考，同时根据报告逻辑，体检市场空间巨大，增长确定性很强，2020 年前 40%增长可期，公司是稀缺性的连锁专科医疗服务标的，参考爱尔眼科 2017 年、2018 年 PEG，给予 2017PE 82.4 倍、2018PE 64.8 倍，合理估值 21.42~23.33 元，股价上涨空间 16%~26%。这只是考虑目前体检主业所带来的安全边际，公司体检业务还具有流量价值，此外完善生态圈闭环后可享有独立估值。我们认为美年健康是确定性很强的成长股，目前处于高速增长阶段，并且安全边际广阔，上调至“买入”评级。

实控人增持彰显信心，有效支撑股价。公司董事长即实际控制人俞榕自 2016 年底开始增持 10 次，总计增持 0.89%，成本价在 12.12 元-16.97 元之间，彰显对公司未来发展信心。

表 19: 股东持有股份变动情况

股东名称	增减持方式	增减持期间	增减持均价(元/股)	增减持股数(股)	增减持比例(%)	增减持前持有股份		增减持后持有股份	
						股数(股)	占总股本比例(%)	股数(股)	占总股本比例(%)
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/9/22	16.639	400000	748296401	30.90%	749343049	30.95%
	天勤十七号	竞价交易	2017/9/21	16.7727	646648				
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/9/20	16.9689	552318	747744083	30.88%	748296401	30.90%
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/9/8	16.332	1030000	746664083	30.83%	747744083	30.88%
	天勤十七号	竞价交易	2017/9/7	16.298	50000				
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/7/27	15.81	200000	746464083	30.83%	746664083	30.83%
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/7/14	16.628	470553	745472830	30.79%	746464083	30.83%
	天勤十七号	竞价交易	2017/7/13	16.568	520700				
俞榕	天勤十七号	竞价交易	2017/5/31	14.554	3445018	742027812	30.64%	745472830	30.79%
俞榕	天勤十七号	大宗交易	2017/5/8	14.09	3151900	730940712	30.19%	742027812	30.64%
	天勤十七号	大宗交易	2017/5/5	14.09	7935200				
俞榕		竞价交易	2017/1/16	12.121	470000	729940712	30.14%	730940712	30.19%
		竞价交易	2017/1/13	12.409	530000				
俞榕		竞价交易	2016/12/20	12.289	650000	728990712	30.11%	729940712	30.14%
		竞价交易	2016/12/19	12.4	300000				
俞榕		竞价交易	2016/12/12	12.543	860000	727990712	30.06%	728990712	30.11%
		竞价交易	2016/12/9	12.976	140000				

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1101	2698	3250	4176	营业收入	3082	6128	8563	11886
应收款项	1025	2038	2848	3953	营业成本	1593	3260	4542	6289
存货净额	45	96	133	185	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	132	264	368	511	销售费用	718	1440	2012	2793
流动资产合计	2371	5199	6703	8929	管理费用	264	521	725	1005
固定资产	987	1331	1647	1936	财务费用	40	(47)	(61)	(80)
无形资产及其他	26	25	24	23	投资收益	37	30	40	50
投资性房地产	1544	1544	1544	1544	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	1061	1091	1121	1151	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5990	9190	11039	13583	营业利润	497	982	1382	1925
短期借款及交易性金融负债	987	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	275	583	815	1133	利润总额	499	982	1382	1925
其他流动负债	836	1688	2358	3276	所得税费用	120	246	346	481
流动负债合计	2098	2271	3173	4409	少数股东损益	40	78	110	153
长期借款及应付债券	245	245	245	245	归属于母公司净利润	339	659	927	1291
其他长期负债	63	89	115	141					
长期负债合计	308	334	360	386	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2406	2605	3533	4795	净利润	339	659	927	1291
少数股东权益	271	341	438	574	资产减值准备	4	2	2	2
股东权益	3313	6245	7068	8214	折旧摊销	111	110	137	165
负债和股东权益总计	5990	9190	11039	13583	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	40	(47)	(61)	(80)
关键财务与估值指标					营运资本变动	454	(7)	(21)	(36)
每股收益	0.14	0.26	0.36	0.50	其它	31	67	96	134
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.06	经营活动现金流	945	830	1140	1555
每股净资产	1.37	2.43	2.75	3.19	资本开支	(406)	(454)	(454)	(454)
ROIC	10%	18%	23%	30%	其它投资现金流	(65)	(37)	0	0
ROE	10%	11%	13%	16%	投资活动现金流	(1492)	(521)	(484)	(484)
毛利率	48%	47%	47%	47%	权益性融资	7	2347	0	0
EBIT Margin	16%	15%	15%	15%	负债净变化	159	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	17%	16%	支付股利、利息	(38)	(74)	(104)	(145)
收入增长	47%	99%	40%	39%	其它融资现金流	295	(987)	0	0
净利润增长率	30%	94%	41%	39%	融资活动现金流	543	1287	(104)	(145)
资产负债率	45%	32%	36%	40%	现金净变动	(4)	1596	552	926
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	1106	1101	2698	3250
P/E	132.5	72.4	51.4	36.9	货币资金的期末余额	1101	2698	3250	4176
P/B	13.6	7.6	6.7	5.8	企业自由现金流	543	327	622	1021
EV/EBITDA	76.6	49.6	36.1	26.8	权益自由现金流	996	(624)	668	1081

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		