

美年健康 (002044)

证券研究报告

2017年11月16日

业绩趋势向上，员工持股彰显公司中长期发展信心

公司未来6个月拟进行员工持股，计划筹资总额为8.8亿元

公司发布2017年员工持股计划草案。员工持股计划的份数上限为88亿份。本员工持股计划拟委托信托公司管理，认购由信托公司拟设立的集合资金信托的劣后级计划份额。集合资金信托可直接在二级市场购买，股东大会审议通过后6个月内完成购买。参加本次员工持股计划的公司员工不超过3200人，其中董监高14人，董事长俞熔占持股计划比例为1%。整体上本次员工持股计划的比例分配均衡，董监高（14人）的分配额占持股计划的19.77%，其他公司员工（不超过3,186人）占持股计划的80.23%。公司2016年员工持股计划已购买公司股票7,000万股，本次继续进行的员工持股计划参与人员数量多，彰显公司对中长期发展的信心。

客单价不断提升，门店数量增加驱动体检人次的增长，业绩趋势向上

公司前三季度营收29.89亿元，同比增长58.78%，实现归母净利润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110.00%，主要原因是体检行业进入旺季，公司作为体检行业的龙头之一，将充分受益。高端体检项目如胶囊胃镜、慢病管理业务等推陈出新，客单价不断提升，前三季度公司毛利率为46.22%，较去年同期提升2.26个pp。门店数提升是体检人次提升的强大驱动力，预计今年底慈铭+美年达到400家分院（包括运营和在建的），明年底达到500家。2017年预计美年+慈铭体系合计达到2,000万人次，体内约1,675万（慈铭375万人次）、体外约325万人次。

生态链价值不断强化，多领域核心赛道持续布局

在产业生态建设方面，公司加快“四个中心建设”：糖尿病代谢中心、呼吸慢病中心、女性健康中心、云检第三方影像/检验平台。依托现有流量数据、场地空间、大型设备、医疗牌照等，公司倾力打造全科医疗中心、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。美年健康体检平台在专科、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。

估值与评级

预计慈铭注入后2017-2019年备考归母净利润为6.43、9.64、14.46亿元，EPS分别为0.25、0.37、0.56元，对应PE分别为91、61、41倍，看好公司业绩成长量价齐升的逻辑及健康综合管理平台的价值，从中长期评估公司价值及年底估值切换角度，根据2018年EPS，未来十二个月给予70倍PE，目标价25.9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	5,781.57	8,695.48	12,999.75
增长率(%)	193.48	46.65	87.60	50.40	49.50
EBITDA(百万元)	454.79	648.27	1,147.36	1,704.41	2,501.88
净利润(百万元)	260.27	338.91	643.17	964.03	1,446.31
增长率(%)	425.67	30.21	89.78	49.89	50.03
EPS(元/股)	0.10	0.13	0.25	0.37	0.56
市盈率(P/E)	225.54	173.20	91.27	60.89	40.59
市净率(P/B)	19.21	17.72	14.54	11.98	9.48
市销率(P/S)	27.93	19.05	10.15	6.75	4.52
EV/EBITDA	78.41	48.46	50.28	33.22	22.05

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	22.82元
目标价格	25.9元
上次目标价	20.35元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,572.34
流通A股股本(百万股)	1,061.78
A股总市值(百万元)	55,485.48
流通A股市值(百万元)	22,902.62
每股净资产(元)	1.43
资产负债率(%)	52.49
一年内最高/最低(元)	22.73/11.52

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	分析师
SAC执业证书编号：S1110517100002	
chaibo@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《美年健康-季报点评:量价齐升双助力，前三季度业绩实现高速增长》2017-10-29
- 《美年健康-公司点评:终端布局速度符合预期，保障业绩实现高成长》2017-09-14
- 《美年健康-半年报点评:体检主业增长符合预期，生态圈价值持续强化》2017-08-29



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	2,312.63	4,037.27	6,572.64
应收账款	691.80	1,025.18	1,680.50	1,574.97	2,318.57
预付账款	75.28	70.36	176.49	214.64	355.25
存货	24.66	45.18	79.37	82.97	141.06
其他	3.64	128.45	128.72	128.77	129.20
流动资产合计	1,901.11	2,370.60	4,377.71	6,038.63	9,516.72
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
非流动资产合计	2,579.84	3,619.02	3,995.62	4,287.82	4,457.65
资产总计	4,480.95	5,989.62	8,373.32	10,326.44	13,974.37
短期借款	478.50	830.00	1,275.93	1,565.19	2,079.96
应付账款	249.10	421.39	922.29	1,237.31	2,127.94
其他	388.83	846.37	1,371.96	1,591.46	2,123.86
流动负债合计	1,116.43	2,097.76	3,570.17	4,393.95	6,331.76
长期借款	86.38	245.14	360.13	521.73	779.98
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
非流动负债合计	122.99	307.93	422.92	584.53	842.78
负债合计	1,239.42	2,405.69	3,993.10	4,978.48	7,174.54
少数股东权益	185.14	271.30	342.70	449.72	610.29
股本	1,210.74	2,421.48	2,572.34	2,572.34	2,572.34
资本公积	1,315.08	21.46	21.46	21.46	21.46
留存收益	1,845.65	890.95	1,465.18	2,325.90	3,617.20
其他	(1,315.08)	(21.26)	(21.46)	(21.46)	(21.46)
股东权益合计	3,241.53	3,583.92	4,380.22	5,347.96	6,799.83
负债和股东权益总	4,480.95	5,989.62	8,373.32	10,326.44	13,974.37

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	286.16	378.52	643.17	964.03	1,446.31
折旧摊销	150.00	218.03	138.47	204.21	269.91
财务费用	21.33	42.94	63.93	82.85	104.58
投资损失	(53.57)	(37.12)	(45.14)	(56.39)	(70.49)
营运资金变动	0.91	(0.34)	297.50	691.84	620.57
其它	(74.99)	105.05	75.16	112.66	169.02
经营活动现金流	329.84	707.08	1,173.09	1,999.20	2,539.88
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)
投资活动现金流	(1,568.95)	(1,161.32)	(536.86)	(533.61)	(509.51)
债权融资	629.72	1,231.86	1,792.78	2,243.64	3,016.67
股权融资	2,279.65	(122.09)	87.64	(81.94)	(103.67)
其他	(1,142.20)	(658.94)	(1,305.46)	(1,902.64)	(2,408.01)
筹资活动现金流	1,767.17	450.82	574.96	259.06	505.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	528.05	(3.42)	1,211.19	1,724.65	2,535.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,101.48	3,081.86	5,781.57	8,695.48	12,999.75
营业成本	1,093.80	1,593.10	2,989.07	4,495.56	6,720.87
营业税金及附加	2.35	0.82	1.53	2.30	3.44
营业费用	483.96	718.02	1,329.76	1,999.96	2,989.94
管理费用	195.34	263.73	491.43	747.81	1,117.98
财务费用	19.88	40.33	63.93	82.85	104.58
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)
营业利润	357.66	496.96	944.95	1,417.36	2,127.40
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
利润总额	358.89	498.97	946.93	1,419.33	2,129.38
所得税	72.73	120.46	228.60	342.64	514.06
净利润	286.16	378.52	718.33	1,076.69	1,615.32
少数股东损益	25.89	39.61	75.16	112.66	169.02
归属于母公司净利润	260.27	338.91	643.17	964.03	1,446.31
每股收益(元)	0.10	0.13	0.25	0.37	0.56

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	193.48%	46.65%	87.60%	50.40%	49.50%
营业利润	424.24%	38.94%	90.15%	49.99%	50.10%
归属于母公司净利润	425.67%	30.21%	89.78%	49.89%	50.03%
获利能力					
毛利率	47.95%	48.31%	48.30%	48.30%	48.30%
净利率	12.39%	11.00%	11.12%	11.09%	11.13%
ROE	8.52%	10.23%	15.93%	19.68%	23.37%
ROIC	160.86%	30.36%	27.21%	37.61%	60.18%
偿债能力					
资产负债率	27.66%	40.16%	47.69%	48.21%	51.34%
净负债率	-1.20%	-13.84%	1.65%	-2.10%	-19.15%
流动比率	1.70	1.13	1.23	1.37	1.50
速动比率	1.68	1.11	1.20	1.36	1.48
营运能力					
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	0.81	0.93	1.07
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.13	0.25	0.37	0.56
每股经营现金流	0.13	0.27	0.46	0.78	0.99
每股净资产	1.19	1.29	1.57	1.90	2.41
估值比率					
市盈率	225.54	173.20	91.27	60.89	40.59
市净率	19.21	17.72	14.54	11.98	9.48
EV/EBITDA	78.41	48.46	50.28	33.22	22.05
EV/EBIT	94.46	58.47	57.18	37.74	24.71

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