

美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：买入 维持评级

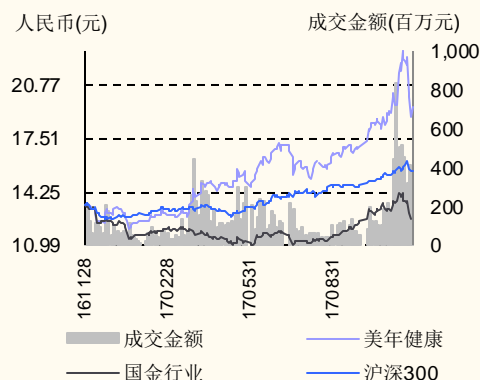
公司点评

市场价格(人民币)：19.42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)	50,517.36
年内股价最高最低(元)	22.82/12.01
沪深300指数	4055.82
深证成指	11091.14



相关报告

- 1.《启动2017年员工持股计划；设立并购基金，加速四大品牌体检中...》，2017.11.16
- 2.《三季报利润端同比增长127%，业绩持续高速增长-美年健康公司点...》，2017.10.30
- 3.《董事长最近9个月第10次增持，彰显管理层对公司发展信心-美年...》，2017.9.25
- 4.《收购7家参股公司股权，新建门店成熟周期再次缩短-美年健康公司...》，2017.9.14
- 5.《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

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

与智飞生物合作接种成人疫苗，渠道价值得到进一步验证

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	0.189	0.272	0.403
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	97.09	67.51	45.57
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	2,572.34	2,572.34	2,572.34

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据(不含慈铭)

事件

- 2017年11月28日，美年健康公告与智飞生物签署战略合作协议，拟共同设立成人预防接种门诊(特需预防接种门诊)，落实成人预防接种门诊设立等相关事宜。

点评

- **1.美年健康携手智飞生物，合作接种成人疫苗：**
- 双方从战略协作角度出发，拟共同设立成人预防接种门诊(特需预防接种门诊)，并共同推进取得卫计委颁发的接种资质的相关工作。
- 待取得接种资质后，将在美年健康体检中心开展疫苗接种业务。智飞生物保证包括HPV疫苗在内的疫苗产品供应；美年健康负责旗下体检中心(不限于取得疫苗接种资质的体检中心)开展智飞生物产品的推广及宣传业务，提高消费者对疾病的认知和对疫苗的接受度，具体事宜以双方另行签订的采购协议为准。
- 智飞生物疫苗产品丰富，其中自产产品包括AC结合疫苗、b型流感嗜血杆菌结合疫苗、AC-Hib三联疫苗、ACYW135流脑多糖疫苗、微卡等，此外代理默沙东的4价HPV疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗、甲型肝炎纯化灭活疫苗。
- **2.双方合作未来有可能承担一部分社会公共卫生责任：**
- 疫苗的产品属性特殊，双方将进行信息资源整合，签署三年的合作协议，开发成人疫苗接种信息系统，完善相关数据库，旨在取得开展国家级和当地政府重大免疫规划项目或国家重大公共卫生项目资格。
- **3.合作共享成人疫苗大市场，宫颈癌疫苗市场潜力巨大：**
- 智飞生物独家代理的默沙东4价HPV疫苗(Gardasil)2016年实现22亿美元销售额。11月9日Gardasil获得国内批签发合格证，可进入市场销售。
- 目前我国20~45岁适龄女性人数近3亿人，Gardasil三针/人价格在2400元左右，对应7000亿市场规模，假设15%的渗透率，对应1080亿市场。
- **4.与智飞生物合作，再次体现美年健康的渠道价值：**
- 美年健康提供渠道和医疗机构资质，智飞生物提供疫苗产品，合作双赢。进一步印证了我们此前报告里提出的，美年健康的价值不止是健康体检，更在

以体检为入口进行的产业链延伸。

■ **5.美年健康具备生态圈平台价值重估，健康事业扬帆远航：**

- (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。
- (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。
- (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。
- (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”。
- (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) 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。

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。维持“买入”评级。

风险提示

- 体检中心扩张速度快可能带来的经营风险，医疗卫生政策风险，生态圈各业务协同效应可能不达预期的风险，管理风险。

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	696	2,101	3,082	4,565	6,787	10,027	货币资金	172	1,106	1,101	825	921	998
增长率		201.9%	46.7%	48.1%	48.7%	47.7%	应收款项	59	692	1,025	1,254	1,865	2,755
主营业务成本	-556	-1,094	-1,593	-2,374	-3,529	-5,214	存货	64	25	45	52	77	114
%销售收入	79.9%	52.0%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%	其他流动资产	50	79	199	107	158	232
毛利	140	1,008	1,489	2,191	3,258	4,813	流动资产	345	1,901	2,371	2,238	3,021	4,099
%销售收入	20.1%	48.0%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%	%总资产	50.5%	42.4%	39.6%	42.3%	47.7%	55.9%
营业税金及附加	-6	-2	-1	-1	-2	-3	长期投资	7	1,114	1,456	1,457	1,456	1,456
%销售收入	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定投资	288	688	987	1,236	1,515	1,468
营业费用	-11	-484	-718	-1,063	-1,602	-2,406	%总资产	42.2%	15.4%	16.5%	23.4%	23.9%	20.0%
%销售收入	1.6%	23.0%	23.3%	23.3%	23.6%	24.0%	无形资产	41	714	1,096	359	334	312
管理费用	-50	-195	-264	-391	-611	-902	非流动资产	338	2,580	3,619	3,054	3,307	3,238
%销售收入	7.2%	9.3%	8.6%	8.6%	9.0%	9.0%	%总资产	49.5%	57.6%	60.4%	57.7%	52.3%	44.1%
息税前利润 (EBIT)	73	326	506	736	1,043	1,501	资产总计	684	4,481	5,990	5,292	6,328	7,338
%销售收入	10.5%	15.5%	16.4%	16.1%	15.4%	15.0%	短期借款	80	543	987	357	846	546
财务费用	-8	-20	-40	-36	-38	-43	应付款项	85	455	877	1,212	1,804	2,668
%销售收入	1.2%	0.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.4%	其他流动负债	31	118	234	345	512	834
资产减值损失	-18	-2	-6	-21	-10	-15	流动负债	196	1,116	2,098	1,913	3,162	4,048
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	22	86	245	245	245	246
投资收益	2	54	37	10	10	10	其他长期负债	18	37	63	0	0	0
%税前利润	3.4%	14.9%	7.4%	1.4%	1.0%	0.7%	负债	235	1,239	2,406	2,158	3,408	4,295
营业利润	48	358	497	689	1,005	1,454	普通股股东权益	387	3,056	3,313	2,830	2,561	2,628
营业利润率	6.9%	17.0%	16.1%	15.1%	14.8%	14.5%	少数股东权益	61	185	271	303	359	415
营业外收支	-1	1	2	2	2	2	负债股东权益合计	684	4,481	5,990	5,292	6,328	7,338
税前利润	48	359	499	691	1,007	1,456	比率分析						
利润率	6.9%	17.1%	16.2%	15.1%	14.8%	14.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-23	-73	-120	-173	-252	-364	每股指标						
所得税率	47.3%	20.3%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.132	0.215	0.140	0.189	0.272	0.403
净利润	25	286	379	518	755	1,092	每股净资产	1.727	2.524	1.368	1.169	1.058	1.085
少数股东损益	-4	26	40	32	56	56	每股经营现金净流	0.127	0.212	0.248	0.434	0.450	0.658
归属于母公司的净利润	30	260	339	486	699	1,036	每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
净利率	4.3%	12.4%	11.0%	10.7%	10.3%	10.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.65%	8.52%	10.23%	17.18%	27.30%	39.41%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	4.34%	5.81%	5.66%	9.19%	11.05%	14.12%
净利润	45	286	379	518	755	1,092	投入资本收益率	6.98%	6.71%	7.96%	14.77%	19.51%	29.36%
少数股东损益	-4	26	40	32	56	56	增长率						
非现金支出	33	79	117	181	227	281	主营业务收入增长率	-8.26%	201.93%	46.65%	48.11%	48.69%	47.73%
非经营收益	9	-26	19	70	44	51	EBIT增长率	-2.87%	347.22%	55.26%	45.34%	41.83%	43.89%
营运资金变动	-59	-83	86	282	63	169	净利润增长率	-279.37%	778.10%	30.21%	43.45%	43.81%	48.15%
经营活动现金净流	28	257	600	1,051	1,090	1,593	总资产增长率	-10.05%	555.49%	33.67%	-11.65%	19.58%	15.97%
资本开支	-3	-347	-454	369	-468	-196	资产管理能力						
投资	1	-1,222	-446	-1	0	0	应收账款周转天数	31.3	51.5	83.2	83.2	83.2	83.2
其他	-23	0	-262	10	10	10	存货周转天数	41.5	14.8	8.0	8.0	8.0	8.0
投资活动现金净流	-25	-1,569	-1,161	378	-458	-186	应付账款周转天数	35.9	35.1	49.0	49.0	49.0	49.0
股权募资	0	1,482	7	0	0	0	固定资产周转天数	57.3	108.4	111.0	94.2	73.4	51.0
债权募资	-96	390	589	-682	489	-299	偿债能力						
其他	-34	-105	-146	-1,025	-1,025	-1,031	净负债/股东权益	-15.69%	-14.68%	3.64%	-7.12%	5.82%	-6.76%
筹资活动现金净流	-130	1,767	451	-1,706	-536	-1,330	EBIT利息保障倍数	9.0	16.4	12.6	20.4	27.2	35.0
现金净流量	-126	455	-110	-276	96	77	资产负债率	34.45%	27.66%	40.16%	40.78%	53.85%	58.53%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	12	25	30
增持	0	8	8	11	20
中性	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.48	1.35	1.49

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。

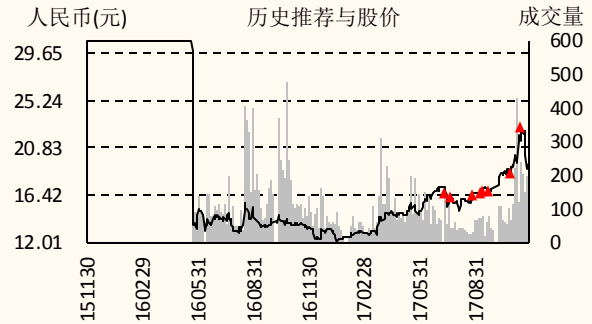
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-07-13	买入	17.13	N/A
2	2017-07-25	买入	16.14	N/A
3	2017-08-29	买入	16.04	N/A
4	2017-09-11	买入	16.70	24.00~24.00
5	2017-09-14	买入	17.02	24.00~24.00
6	2017-09-25	买入	16.65	N/A
7	2017-10-30	买入	18.35	N/A
8	2017-11-16	买入	21.57	N/A

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 7GH