美年健康（002044.SZ）

大健康入口价值逐渐显露，联手智飞生物探索又一疾病预防服务领域

买入(维持)

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	640.0	934.9	1,306.5
同比	30.2%	88.8%	46.1%	39.7%
ROE	10.2%	9.5%	12.2%	14.5%
P/E	138.7	78.9	54.0	38.7
P/B	14.2	7.5	6.6	5.6

投资要点

一、事件:

公司公告与重庆智飞生物制品股份有限公司签署战略合作框架性协议，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。

二、我们的观点：大健康入口价值逐渐体现，框架协议有助于未来布局疾病预防新赛道。

1、公司为国内实力强劲的大健康入口企业，拥有大量的潜在高质健康消费客户群体。

截止 2017 年上半年，公司共有 299 家在营体检中心，其中美年健康控股 131 家，参股 109 家，在建 90 家，慈铭控股 59 家，共覆盖全国 212 个城市。在体检人次上，公司近年来也获得爆发式的发展，我们预计 2017 年公司体检人次将超过 2000 万人次/年，如此可以有效地筛选出优质的有健康消费需求的客户群体，其端口价值将逐渐体现出爆发力。

2、美年入口价值+HPV 疫苗产品价值 = 美年+智飞的双赢发展。

智飞生物引进代理的默沙东 HPV 疫苗 Gardasil 是目前世界上主要使用的 HPV 疫苗之一。在 Gardasil 进入我国获批之后，面对的是超过 2.8 亿的潜在适用人群（根据国家统计局 2015 年统计的 20-45 岁年龄段女性人数），我们判断其潜在的 HPV 疫苗以及相关的女性健康服务市场规模超千亿。

美年健康正是看中了疫苗接种这又一个疾病预防医疗服务领域大品种，积极探索与智飞生物的合作模式，发挥自己的端口价值和 HPV 疫苗的产品价值，做到“双赢”组合。

3、设立成人预防接种门诊（特需预防接种门诊）门槛较高，一旦迈过行政门槛，其端口价值不可估量。

疫苗接种本身就是疾病预防的重要手段，其市场空间大且相对刚性，目前提供疫苗接种服务的机构主要为公立医疗体系下的预防接种门诊。我国《疫苗流通和预防接种管理条例》针对接种疫苗的预防接种门诊管理制度严格，主要壁垒为地方政府相关机构的资质审批及相应的人员、疫苗质量管理等。实施疫苗接种的机构要求包括:

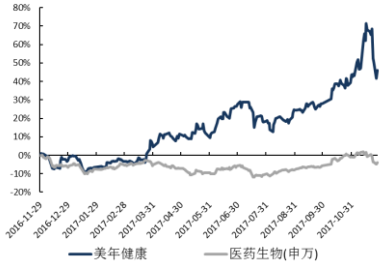
1）经县级人民政府卫生主管部门依照上述条例规定指定的医疗卫生机构(以下称接种单位)，承担预防接种工作;

2017 年 11 月 28 日

证券分析师 焦德智
执业证书编号:
S0600516120001
021-60199780
jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
执业证书编号:
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	19.42
一年最低/最高价	11.51/23.22
市净率（倍）	13.58
流通 A 股市值（亿元）	206

基础数据

每股净资产（元）	1.43
资产负债率（%）	52.49%
总股本（亿股）	26.01
流通 A 股（亿股）	10.62

相关研究

1、员工持股彰显长期发展信心，“先参后控”投资多家体检中心为持续扩张做足准备-20171115

2、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-20171030

3、上半年首度实现盈利，毛利率、净利率水平均同比大幅提升，业绩高增长符合预期-20170829

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2）承担预防接种工作的城镇医疗卫生机构，应当设立预防接种门诊，接种单位应当具备下列条件：

a、具有医疗机构执业许可证件；

b、具有经过县级人民政府卫生主管部门组织的预防接种专业培训并考核合格的执业医师、执业助理医师、护士或者乡村医生；

c、具有符合疫苗储存、运输管理规范的冷藏设施、设备和冷藏保管制度。

我们认为公司一旦在部分区域获得预防接种门诊的资格，将为公司打开又一扇疾病预防管理服务的大门，发挥公司入口价值，进一步丰富大健康医疗服务的跑道。

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 6.40 亿元、9.35 亿元和 13.07 亿元，同比增长 88.8%、46.1%和 39.7%；对应 EPS 为 0.25、0.36 和 0.50 元。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，维持公司“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
流动资产	2370.6	6522.3	8348.2	11062.0
现金	1101.4	3751.6	5393.9	6059.5
应收票据&账款	867.0	1900.8	2082.0	3526.8
其它应收款	158.4	457.6	428.8	819.5
预付账款	70.4	199.7	205.3	364.5
存货	45.2	84.3	109.9	163.4
其他	128.3	128.3	128.3	128.3
非流动资产	3619.0	3803.5	3489.3	3355.6
长期投资	1061.2	1075.1	1075.1	1075.1
固定资产	937.2	857.2	726.9	596.5
无形资产	25.9	22.4	19.0	15.6
其他	1594.8	1848.7	1668.3	1668.3
资产总计	5989.6	10325.7	11837.5	14417.5
流动负债	2097.8	2699.1	3058.9	4005.2
短期借款	830.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	274.7	521.7	672.7	1007.7
其他	993.1	2177.3	2386.2	2997.5
非流动负债	307.9	316.7	317.7	318.8
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
发行在外股本	2421.5	2601.3	2601.3	2601.3
少数股东权益	271.3	559.2	775.3	1101.5
归属母公司股东权益	3312.6	6750.7	7685.6	8992.1
负债和股东权益	5989.6	10325.7	11837.5	14417.5
现金流量表				
经营活动现金流	707.1	968.4	1552.5	549.8
折旧摊销	218.0	314.1	314.1	133.7
营运资金变动	-193.2	3349.3	1466.1	1767.4
投资活动现金流	-1161.3	-304.7	1.0	1.0
筹资活动现金流	450.8	1986.5	88.8	114.7
现金净增加额	-3.4	2650.2	1642.3	665.6

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3081.9	6072.4	8738.1	12305.7
营业成本	1593.1	2954.2	4430.5	6233.3
营业税金及附加	0.8	1.6	2.3	3.3
营业费用	718.0	1372.3	2053.8	2877.8
管理费用	263.7	514.4	762.5	1068.4
财务费用	40.3	11.5	-45.6	-54.0
资产减值损失	6.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	37.1	13.9	0.0	0.0
营业利润	497.0	1232.2	1534.7	2176.8
营业外损益	2.0	0.1	0.0	0.0
利润总额	499.0	1232.3	1534.7	2176.8
所得税	120.5	304.4	383.7	544.2
净利润	378.5	928.0	1151.0	1632.6
少数股东损益	39.6	288.0	216.1	326.2
归属母公司净利润	338.9	640.0	934.9	1306.5
EBITDA	751.2	1528.0	1760.0	2195.9
EPS（元）	0.1400	0.2460	0.3594	0.5022
主要财务比率				
营业收入增速	46.7%	97.0%	43.9%	40.8%
归母公司净利润增速	30.2%	88.8%	46.1%	39.7%
毛利率	48.3%	51.4%	49.3%	49.3%
净利率	12.3%	15.3%	13.2%	13.3%
ROE	10.2%	9.5%	12.2%	14.5%
ROIC	24.4%	27.3%	31.8%	52.5%
资产负债率	40.2%	29.2%	28.5%	30.0%
总资产周转率	0.51	0.59	0.74	0.85
P/E	138.7	78.9	54.0	38.7
P/B	14.2	7.5	6.6	5.6
EV/EBITDA	62.6	30.9	26.0	20.7
每股净资产(元)	1.3680	2.5951	2.9545	3.4567

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