

美年健康 (002044)

证券研究报告

2018年02月11日

公司发布业绩快报，平台化价值逐步强化

经追溯调整，2017年归母净利润预计同比增长34.94%

公司发布业绩快报，2017年公司营业收入为62.73亿元，同比增长103.56%，实现归母净利润为6.17亿元，同比增长82.11%。2017年，公司完成了慈铭体检72.22%股权的并购，并于10月11日完成工商变更，慈铭体检并入公司合并范围，通过追溯调整，2016年营业收入为43.14亿元（2017年同比增长45.42%），归母净利润为4.57亿元（2017年同比增长34.94%）。

门店数量大幅扩张，年体检人次超2000万

2017年，公司继续巩固在一二线城市的市场地位，并逐步向三四线城市布局，目前已在200多个核心城市布局400多家门店，全年体检人次超2000万。2017年公司完成了慈铭体检72.22%股权的并购，慈铭体检在全国各大主要城市拥有58家体检中心，是国内规模较大、覆盖范围较广、年体检量和累计体检量较多的专业体检机构之一，2016年服务人次达251万人。此外，公司还拥有大量参股门店和待开业门店，通过“先参后控”的策略，快速扩大版图，减少上市公司资金压力，降低风险，基本实现全国布局。

检测项目覆盖面广，中高端体检提高平均客单价

除了常规体检套餐，公司近年来利用平台流量优势，逐步加入高附加值的体检套餐，以满足个体化体检需求，提高整体平均客单价。2016年公司推出3650套餐，为全身体检套餐，包含胶囊胃镜、胸部CT、头部核磁等特殊高端项目。此外，公司适时打造美兆、奥亚品牌，通过塑造高端品牌吸引个性化体检客户，从而提高客单价，美兆和奥亚套餐价格远高于美年大健康和慈铭的常规体检项目，通过精准宣传，吸引中高端客户参与

生态价值持续强化，完善体检版图

生态价值方面，基于美年健康体检平台现有流量数据、场地空间、大型设备、医疗牌照打造全科医疗中心、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。

给予“买入”评级

根据公司业绩快报数据，我们调整盈利预测，原有预估体检服务板块增速略高，17-19年净利润由原来的6.43、9.64、14.46亿元调整为6.17、9.49、14.31亿元，EPS为0.24、0.36、0.55元，美年健康具有高成长性、体检行业空间巨大、稀缺性等特点，维持18年给予70倍PE，近期大盘震荡公司股价顺势调整，投资评级由“增持”调整为“买入”评级，目标价不变。
风险提示：行业发展不达预期、政策调整风险、市场竞争加剧、商誉减值风险、业绩不达预期等

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	6,273.44	9,642.27	14,473.05
增长率(%)	193.48	46.65	103.56	53.70	50.10
EBITDA(百万元)	454.79	648.27	1,124.47	1,708.00	2,515.97
净利润(百万元)	260.27	338.91	617.26	949.00	1,431.42
增长率(%)	425.67	30.21	82.13	53.75	50.83
EPS(元/股)	0.10	0.13	0.24	0.36	0.55
市盈率(P/E)	206.89	158.88	87.24	56.74	37.62
市净率(P/B)	17.62	16.26	13.32	11.01	8.73
市销率(P/S)	25.62	17.47	8.58	5.58	3.72
EV/EBITDA	78.41	48.46	47.00	30.26	19.96

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	买入（调高评级）
当前价格	20.70元
目标价格	25.20元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,601.31
流通A股股本(百万股)	1,061.78
A股总市值(百万元)	53,847.03
流通A股市值(百万元)	21,978.85
每股净资产(元)	1.43
资产负债率(%)	52.49
一年内最高/最低(元)	24.60/12.60

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《美年健康-公司点评:业绩趋势向上，员工持股彰显公司中长期发展信心》 2017-11-16
- 2 《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
- 3 《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



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	2,509.37	4,342.14	6,973.56
应收账款	691.80	1,025.18	1,910.68	1,699.25	2,635.56
预付账款	75.28	70.36	197.49	237.90	399.02
存货	24.66	45.18	89.96	90.75	159.64
其他	3.64	128.45	128.78	128.82	129.32
流动资产合计	1,901.11	2,370.60	4,836.29	6,498.87	10,297.10
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	8,831.90	10,786.68	14,754.74
短期借款	478.50	830.00	1,445.79	1,735.61	2,315.69
应付账款	249.10	421.39	1,036.60	1,367.40	2,393.73
其他	388.83	846.37	1,494.19	1,706.52	2,341.40
流动负债合计	1,116.43	2,097.76	3,976.58	4,809.53	7,050.82
长期借款	86.38	245.14	409.35	578.54	868.38
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	472.15	641.33	931.18
负债合计	1,239.42	2,405.69	4,448.73	5,450.86	7,982.00
少数股东权益	185.14	271.30	339.82	445.18	604.09
股本	1,210.74	2,421.48	2,601.31	2,601.31	2,601.31
资本公积	1,315.08	21.46	21.46	21.46	21.46
留存收益	1,845.65	890.95	1,442.05	2,289.34	3,567.35
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	4,383.17	5,335.82	6,772.75
负债和股东权益总	4,480.95	5,989.62	8,831.90	10,786.68	14,754.74

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	286.16	378.52	617.26	949.00	1,431.42
折旧摊销	150.00	218.03	138.47	204.21	269.91
财务费用	21.33	42.94	68.79	92.57	116.44
投资损失	(53.57)	(37.12)	(45.14)	(56.39)	(70.49)
营运资金变动	0.91	(0.34)	272.21	806.91	634.66
其它	(74.99)	105.05	72.13	110.90	167.28
经营活动现金流	329.84	707.08	1,123.72	2,107.20	2,549.22
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	2,011.87	2,470.87	3,340.79
股权融资	2,279.65	(122.09)	111.74	(91.66)	(115.53)
其他	(1,142.20)	(658.94)	(1,302.53)	(2,120.03)	(2,633.55)
筹资活动现金流	1,767.17	450.82	821.08	259.18	591.71
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)	1,407.94	1,832.77	2,631.42

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	6,273.44	9,642.27	14,473.05
营业成本	1,093.80	1,593.10	3,243.37	5,004.34	7,511.51
营业税金及附加	2.35	0.82	1.66	2.55	3.83
营业费用	483.96	718.02	1,516.92	2,314.14	3,473.53
管理费用	195.34	263.73	564.61	867.80	1,302.57
财务费用	19.88	40.33	68.79	92.57	116.44
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	917.21	1,411.23	2,129.62
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	919.18	1,413.20	2,131.60
所得税	72.73	120.46	229.80	353.30	532.90
净利润	286.16	378.52	689.39	1,059.90	1,598.70
少数股东损益	25.89	39.61	72.13	110.90	167.28
归属于母公司净利润	260.27	338.91	617.26	949.00	1,431.42
每股收益(元)	0.10	0.13	0.24	0.36	0.55

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	193.48%	46.65%	103.56%	53.70%	50.10%
营业利润	424.24%	38.94%	84.56%	53.86%	50.91%
归属于母公司净利润	425.67%	30.21%	82.13%	53.75%	50.83%
获利能力					
毛利率	47.95%	48.31%	48.30%	48.10%	48.10%
净利率	12.39%	11.00%	9.84%	9.84%	9.89%
ROE	8.52%	10.23%	15.27%	19.40%	23.20%
ROIC	160.86%	30.36%	26.29%	36.97%	61.85%
偿债能力					
资产负债率	27.66%	40.16%	50.37%	50.53%	54.10%
净负债率	-1.20%	-13.84%	1.65%	-1.36%	-20.11%
流动比率	1.70	1.13	1.22	1.35	1.46
速动比率	1.68	1.11	1.19	1.33	1.44
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	106.71	115.61
总资产周转率	0.81	0.59	0.85	0.98	1.13
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.13	0.24	0.36	0.55
每股经营现金流	0.13	0.27	0.43	0.81	0.98
每股净资产	1.17	1.27	1.55	1.88	2.37
估值比率					
市盈率	206.89	158.88	87.24	56.74	37.62
市净率	17.62	16.26	13.32	11.01	8.73
EV/EBITDA	78.41	48.46	47.00	30.26	19.96
EV/EBIT	94.46	58.47	53.61	34.37	22.36

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com