

美年健康 (002044)

证券研究报告

2018年04月18日

慈铭并表增厚公司业绩,体检龙头高增长

2017 年业务规模持续扩大, 业绩表现靓丽

公司发布 2017 年年报, 2017 年公司实现营收 62.3 亿元, 同比增长 102.25%, 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 81.11%, 扣非后归母净利润 5.31 亿元, 同比增长 71.3%; 经营活动产生的现金流净额为 14.45 亿元, 同比增长 104.29%。2017 年公司完成了对慈铭体检 72.22% 的股权收购, 并表完成后, 进一步增厚公司业绩。2017 年公司体检业务规模效应逐步显现, 作为国内的体检龙头, 公司业务规模与业绩的双高增长, 进一步彰显了其具备较高的成长性。公司同时公布 2017 年分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 0.5 元, 每 10 股转增 2 股。

门店扩张、渠道下沉, 高端项目助力客单价提升

2017 年公司布局体检中心 400 余家 (其中: 美年健康控股 146 家、参股 155 家、在建超过 100 家; 慈铭体检控股 60 家、参股 5 家; 美兆体检控股 2 家、参股 3 家; 奥亚体检参股 7 家), 涵盖全国 32 个省市自治区, 215 个核心城市, 全年体检人次超 2160 万, 健康流量入口龙头地位进一步稳固。2017 年公司门店扩张速度进一步加快, 取得 24 家非同一控制下企业控制权, 同时三、四线城市渠道下沉, 全国门店网络版图进一步完整。公司持续加大重量级产品投放力度, 继“3650”后又推出冠脉核磁、基因检测、胶囊胃肠镜、AD 早期检测等高端体检项目, 携手智飞生物开展宫颈癌疫苗增值业, 在巩固发展团检的基础上, 拓展个检以及增值服务, 提高客单价的同时, 提高营业收入, 实现利润的快速增长。

高消费地区占比高, 控费能力强

2017 年公司毛利率与净利率分别为 47.0%、11.1%, 体检服务毛利率为 46.61%, 较 2016 年提升 1.42%。分地区来看, 公司在华东、华北、华南以及中南地区营收占比较高, 分别为 27.68%、23.09%、13.64%与 10.96% 毛利率分别为 50.95%、42.57%、41.37%与 52.09%, 其中华北地区毛利率水平与上年持平, 华东、华南以及中南地区毛利率分别提升 4.98%、1.29%、1.01%。报告期内公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 23.9%、7.4% 与 1.8%, 销售费用率增加 0.6 个百分点, 管理费用率下降 1.2 个百分点, 财务费用率提升 0.5 个百分点, 整体控费能力较强。

估值与评级

作为全国体检龙头, 公司具有较强的平台效应与规模效应, 门店的扩张有望为公司带来更多的业绩放量; 预计 2018-2020 公司净利润为 9.49/14.31/20.8 亿元, 对应 EPS (按送转后股本摊薄) 分别为 0.3/0.46/0.67 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 门店经营情况不达预期, 高端产品的推广与销售不达预期, 门店并购整合不及预期的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,081.86	6,233.05	9,642.53	14,473.44	21,724.63
增长率(%)	46.65	102.25	54.70	50.10	50.10
EBITDA(百万元)	648.27	1,223.75	1,691.57	2,515.26	3,591.72
净利润(百万元)	338.91	613.80	949.39	1,431.42	2,082.57
增长率(%)	30.21	81.11	54.67	50.77	45.49
EPS(元/股)	0.13	0.24	0.30	0.46	0.67
市盈率(P/E)	196.34	108.41	84.11	55.78	38.34
市净率(P/B)	20.09	10.24	10.02	8.50	6.96
市销率(P/S)	21.59	10.68	8.28	5.52	3.68
EV/EBITDA	48.46	45.38	45.45	29.67	20.02

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 (维持评级)
当前价格	25.58 元
目标价格	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)	1,061.77
A 股总市值(百万元)	66,541.40
流通 A 股市值(百万元)	27,160.17
每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	44.69
一年内最高/最低(元)	27.50/14.07

作者

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

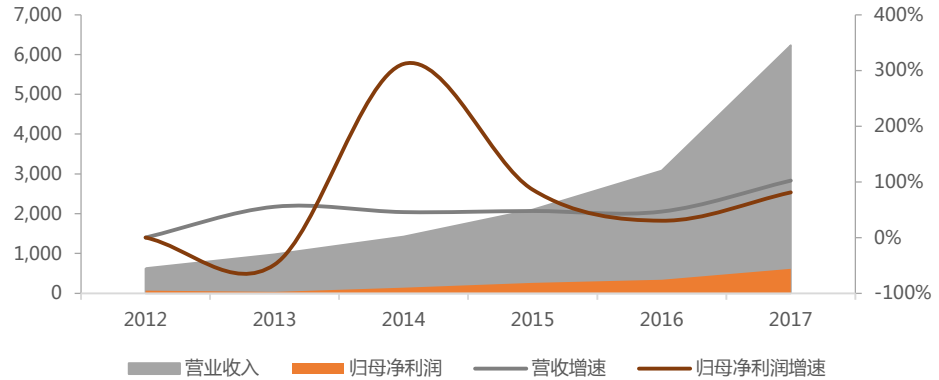
- 1 《美年健康-公司点评:发布 2018 年一季度业绩预告, 体检业务前景广阔》 2018-03-29
- 2 《美年健康-公司点评:外延收购 20 家公司, 平台效应进一步巩固》 2018-03-22
- 3 《美年健康-公司点评:公司发布业绩快报, 平台化价值逐步强化》 2018-02-11



1. 2017 年业务规模持续扩大，业绩表现靓丽

公司发布 2017 年年报，2017 年公司实现营收 62.3 亿元，同比增长 102.25%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比增长 81.11%，扣非后归母净利润 5.31 亿元，同比增长 71.3%；公司同时公布 2017 年分配预案，拟每 10 股派发现金红利 0.5 元，每 10 股转增 2 股。

图 1：2012-2017 年公司营收、归母净利润（百万）及增速

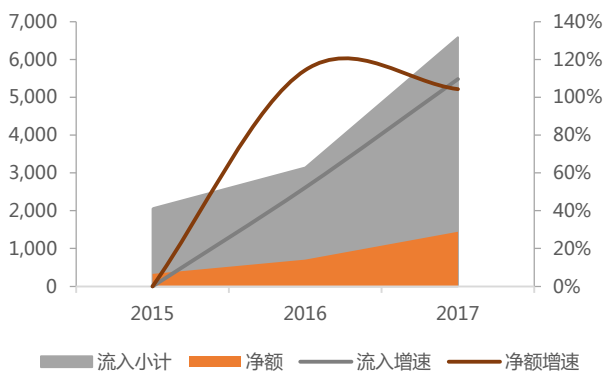


资料来源：wind, 天风证券研究所

2017 年公司完成了对慈铭体检 72.22% 的股权收购，并表完成后，进一步增厚公司业绩。2017 年公司体检业务规模效应逐步显现，作为国内的体检龙头，公司业务规模与业绩的双高增长，进一步彰显了其具备较高的成长性。

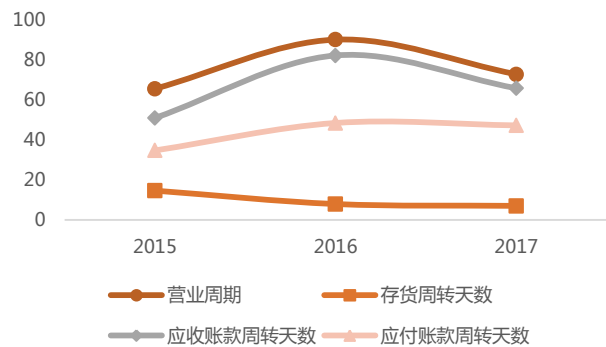
2017 年经营活动产生的现金流净额为 14.45 亿元，同比增长 104.29%。应收账款与应付账款周转天数降低，现金流充沛，运营效率提升。

图 2：2015-2017 年公司现金流情况（百万）与增速



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 3：2015-2017 年公司营运能力



资料来源：wind, 天风证券研究所

2. 门店扩张、渠道下沉，高端项目助力客单价提升

2017 年公司布局体检中心 400 余家，其中：美年健康控股 146 家、参股 155 家、在建超过 100 家；慈铭体检控股 60 家、参股 5 家；美兆体检控股 2 家、参股 3 家；奥亚体检参股 7 家），涵盖全国 32 个省市自治区，215 个核心城市，全年体检人次超 2160 万，健康流量入口龙头地位进一步稳固。

2017 年公司门店扩张速度进一步加快，取得非同一控制下 24 家企业控制权，同时三、四线城市渠道下沉，全国门店网络版图进一步完整。公司持续加大重量级产品投放力度，继“3650”后又推出冠脉核磁、基因检测、胶囊胃肠镜、AD 早期检测等高端体检项目，携

手智飞生物开展宫颈癌疫苗增值业，在巩固发展团检的基础上，拓展个检以及增值服务，提高客单价的同时，提高营业收入，实现利润的快速增长。

图 4：公司 3650+胶囊胃镜 核磁共振 CT 高端 VIP 套餐



资料来源：公司官网，京东，天风证券研究所

图 5：公司女性特有肿瘤基因检测套餐（900 元）



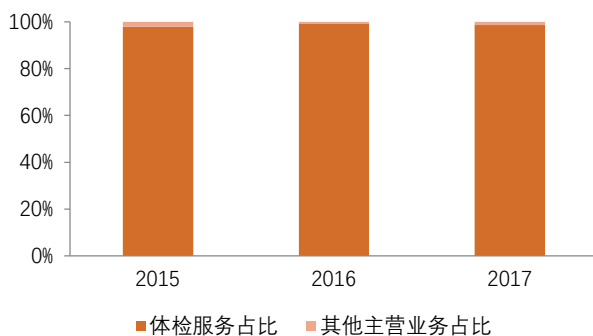
资料来源：公司官网，京东，天风证券研究所

3. 高消费地区占比高，控费能力强

公司以健康体检为核心，建立了集健康咨询、健康评估、健康干预于一体的专业体检和医疗服务集团，是目前中国最大的个人健康大数据平台。据前瞻产业研究院发布的《中国健康体检行业发展前景与投资预测分析报告》数据显示我国体检市场未来发展空间巨大。2017 年我国体检市场规模约为 1350 亿元人民币，2020 年有望达到 2400 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 20%-25%，第三方专业体检市场将达到 720 亿的收入规模。

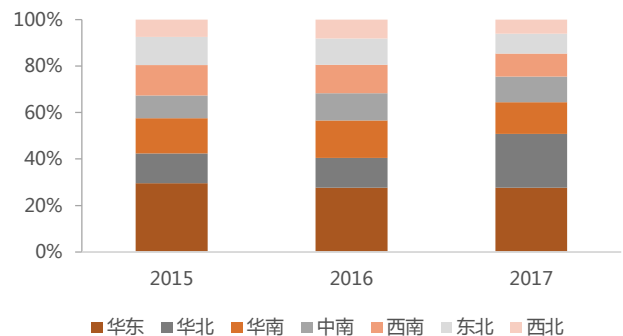
作为全国体检龙头，公司体检业务收入占比达到 98.5%。分地区来看，公司在华东、华北、华南以及中南地区营收占比较高，分别为为 27.68%、23.09%、13.64%与 10.96%，我们认为这部分地区人群消费能力强，在体检项目的选择上，高端体检项目的选择率更高，是客单价提升的主要推动地区。

图 6：公司主营业务构成



资料来源：wind, 天风证券研究所

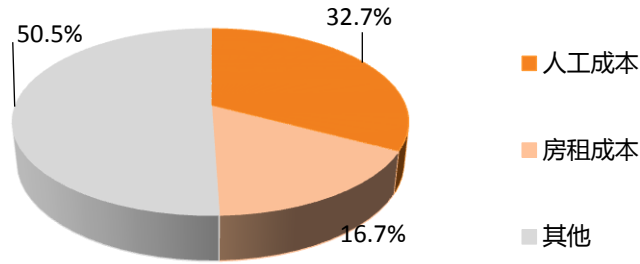
图 7：2015-2017 年公司主营业务构成（分地区）



资料来源：wind, 天风证券研究所

从成本构成上来看，公司体检服务总人工费用占比较高，占总成本的 32.49%，其次为房租物业占比为 16.60%。公司建有 3 万多人的专业服务团队，医疗服务行业人力资源影响因素对公司运营较为关键，人工费用占比因此也较高。

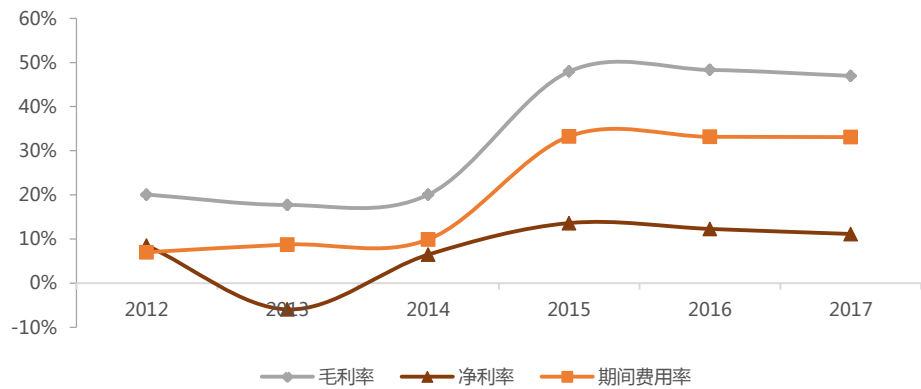
图 8：公司成本构成



资料来源：公司年报，天风证券研究所

从盈利能力上来看，2017 年公司毛利率水平为 47.0%，净利率为 11.1%，期间费用率为 33.1%。公司体检服务毛利率为 46.61%，较 2016 年提升 1.42 个百分点。

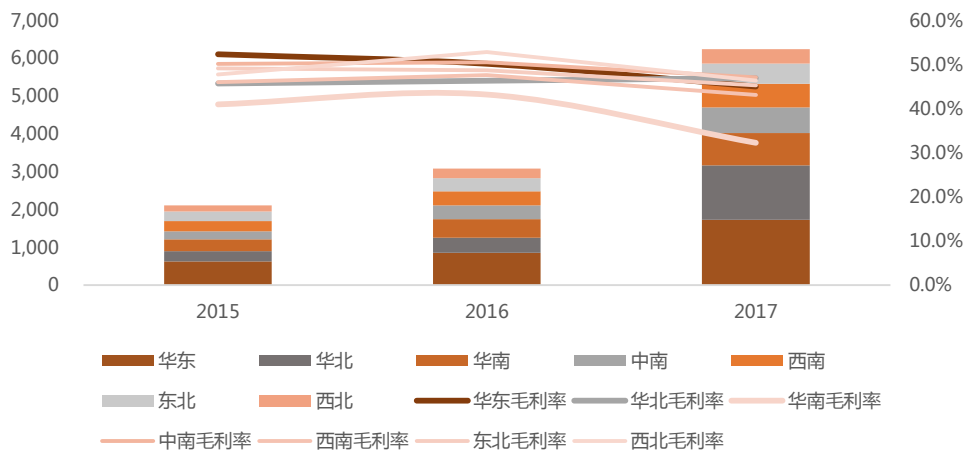
图 9：2012-2017 年公司毛利率、净利率以及期间费用率水平



资料来源：wind, 天风证券研究所

分地区来看，华北、华东、华南以及中南地区毛利率分别为 42.57%、50.95%、41.37%与 52.09%，其中华北地区毛利率水平与上年持平，华东、华南以及中南地区毛利率分别提升 4.98%、1.29%、1.01%。

图 10：公司不同地区毛利及毛利率水平

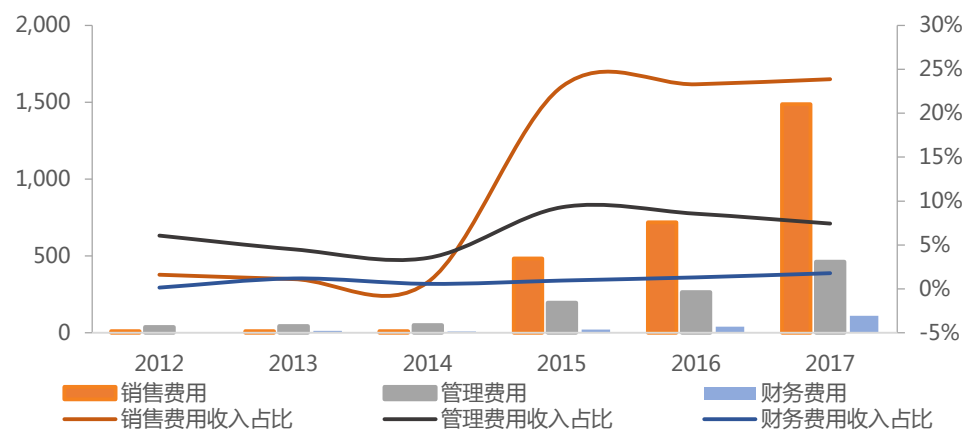


资料来源：wind, 天风证券研究所

报告期内公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 23.9%、7.4%与 1.8%。随着公司

销售规模的扩大，销售费用率较 2017 年略有提升，增加 0.6 个百分点，管理费用率下降 1.2 个百分点，财务费用率提升 0.5 个百分点，整体控费能力较强。

图 11：2012-2017 年公司三项费用率变化。



资料来源：wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,101.44	2,366.47	5,259.66	8,383.86	12,962.39
应收账款	1,025.18	1,675.16	1,833.88	2,379.77	2,679.98
预付账款	70.36	117.84	248.36	237.41	550.31
存货	45.18	83.12	122.58	145.01	230.82
其他	128.45	347.07	346.83	348.11	348.40
流动资产合计	2,370.60	4,589.66	7,811.31	11,494.17	16,771.90
长期股权投资	1,061.18	31.32	31.32	31.32	31.32
固定资产	937.19	1,808.73	2,251.39	2,628.73	2,936.12
在建工程	50.31	86.58	79.29	79.65	74.82
无形资产	25.86	137.89	131.81	124.65	116.40
其他	1,544.48	5,825.30	5,659.90	5,467.83	5,229.10
非流动资产合计	3,619.02	7,889.81	8,153.71	8,332.18	8,387.77
资产总计	5,989.62	12,479.47	15,965.02	19,826.34	25,159.66
短期借款	830.00	1,144.43	2,410.63	2,605.22	3,475.94
应付账款	421.39	854.78	1,177.01	2,075.81	3,087.00
其他	846.37	2,466.06	3,037.66	3,888.57	4,504.04
流动负债合计	2,097.76	4,465.27	6,625.30	8,569.60	11,066.98
长期借款	245.14	603.31	605.25	868.41	1,303.48
应付债券	0.00	396.50	132.17	176.22	234.96
其他	62.80	111.53	111.53	111.53	111.53
非流动负债合计	307.93	1,111.33	848.94	1,156.15	1,649.97
负债合计	2,405.69	5,576.60	7,474.25	9,725.75	12,716.94
少数股东权益	271.30	406.34	524.67	703.07	962.63
股本	2,421.48	2,601.31	3,121.57	3,121.57	3,121.57
资本公积	21.46	2,357.46	2,357.46	2,357.46	2,357.46
留存收益	890.95	3,895.14	4,844.54	6,275.95	8,358.53
其他	(21.26)	(2,357.39)	(2,357.46)	(2,357.46)	(2,357.46)
股东权益合计	3,583.92	6,902.87	8,490.77	10,100.59	12,442.72
负债和股东权益总	5,989.62	12,479.47	15,965.02	19,826.34	25,159.66

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	378.52	694.33	949.39	1,431.42	2,082.57
折旧摊销	218.03	407.08	152.70	219.46	285.68
财务费用	42.94	112.25	105.40	135.69	164.35
投资损失	(37.12)	(60.50)	(45.14)	(56.39)	(70.49)
营运资金变动	(0.34)	630.59	730.76	1,383.12	1,166.19
其它	105.05	(339.22)	124.55	187.79	273.22
经营活动现金流	707.08	1,444.53	2,017.67	3,301.10	3,901.52
资本支出	1,710.67	3,490.46	582.00	590.00	580.00
长期投资	1,021.23	(1,029.86)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,893.22)	(4,474.54)	(1,118.86)	(1,123.61)	(1,089.51)
投资活动现金流	(1,161.32)	(2,013.95)	(536.86)	(533.61)	(509.51)
债权融资	1,231.86	2,553.00	3,556.82	4,058.62	5,423.15
股权融资	(122.09)	2,410.34	420.63	(129.85)	(158.51)
其他	(658.94)	(3,404.49)	(2,565.08)	(3,572.05)	(4,078.12)
筹资活动现金流	450.82	1,558.86	1,412.37	356.72	1,186.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3.42)	989.44	2,893.18	3,124.20	4,578.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,081.86	6,233.05	9,642.53	14,473.44	21,724.63
营业成本	1,593.10	3,305.84	4,936.98	7,410.40	11,275.08
营业税金及附加	0.82	7.78	12.03	18.06	27.11
营业费用	718.02	1,488.12	2,314.21	3,473.62	5,213.91
管理费用	263.73	463.54	867.83	1,314.19	1,955.22
财务费用	40.33	111.20	105.40	135.69	164.35
资产减值损失	6.03	17.75	17.75	17.75	17.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.12	60.50	45.14	56.39	70.49
其他	(74.24)	(125.53)	(90.28)	(112.78)	(140.98)
营业利润	496.96	903.84	1,433.47	2,160.11	3,141.69
营业外收入	4.04	4.05	4.00	4.00	4.00
营业外支出	2.02	6.31	6.31	6.31	6.31
利润总额	498.97	901.58	1,431.16	2,157.80	3,139.38
所得税	120.46	207.26	357.22	538.59	783.59
净利润	378.52	694.33	1,073.95	1,619.21	2,355.79
少数股东损益	39.61	80.53	124.55	187.79	273.22
归属于母公司净利润	338.91	613.80	949.39	1,431.42	2,082.57
每股收益(元)	0.13	0.24	0.30	0.46	0.67

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	46.65%	102.25%	54.70%	50.10%	50.10%
营业利润	38.94%	81.88%	58.60%	50.69%	45.44%
归属于母公司净利润	30.21%	81.11%	54.67%	50.77%	45.49%
获利能力					
毛利率	48.31%	46.96%	48.80%	48.80%	48.10%
净利率	11.00%	9.85%	9.85%	9.89%	9.59%
ROE	10.23%	9.45%	11.92%	15.23%	18.14%
ROIC	30.36%	27.79%	22.48%	34.46%	59.36%
偿债能力					
资产负债率	40.16%	44.69%	46.82%	49.05%	50.54%
净负债率	-13.84%	1.05%	7.74%	-13.29%	-21.83%
流动比率	1.13	1.03	1.18	1.34	1.52
速动比率	1.11	1.01	1.16	1.32	1.49
营运能力					
应收账款周转率	3.59	4.62	5.50	6.87	8.59
存货周转率	88.26	97.16	93.75	108.17	115.61
总资产周转率	0.59	0.67	0.68	0.81	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.24	0.30	0.46	0.67
每股经营现金流	0.27	0.56	0.78	1.27	1.50
每股净资产	1.27	2.50	2.55	3.01	3.68
估值比率					
市盈率	196.34	108.41	84.11	55.78	38.34
市净率	20.09	10.24	10.02	8.50	6.96
EV/EBITDA	48.46	45.38	45.45	29.67	20.02
EV/EBIT	58.47	54.95	49.96	32.51	21.75

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com