



2018年04月18日

增持(维持评级)

当前价: 26.71 元

医药行业研究组

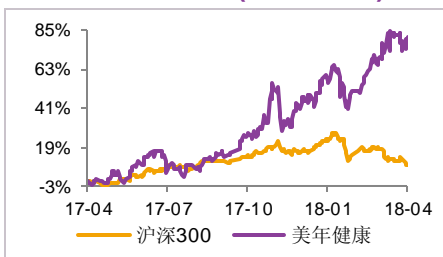
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235708

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	6233.0	9027.7	12949.0	18369.0
(+/-)		44.8%	43.4%	41.9%
归母净利润	613.8	929.3	1385.0	1993.8
(+/-)		51.4%	49.0%	44.0%
EPS(元)	0.24	0.36	0.53	0.77
P/E	113.2	74.8	50.2	34.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《美年健康(002044) - 【联讯医药年报点评】美年健康: 业绩高速增长, 健康体检首选标的》2017-03-24

《美年健康(002044) - 【联讯医药公司点评】美年健康(002044): 健康体检龙头, 业绩延续高增长》2017-07-25

美年健康(002044.SZ)

【联讯医药公司点评】美年健康(002044): 慈铭并表增厚业绩, 健康体检龙头地位牢固

投资要点

◇ 事件

公司公告 2017 年度年度报告, 期内实现营业收入 62.3 亿元, 同比增 44.5% (追溯慈铭并表影响), 归属于上市公司股东的净利润 6.1 亿元, 同比增 81.1%, 扣非后归母净利润 5.3 亿元, 同比增长 71.3%, 基本每股收益 0.24 元/股; 同时公布 2017 年分配预案, 拟 10 派 0.5 转 2。

◇ 慈铭并表助推业绩浪, 美年系业务内生高增长

去年公司完成慈铭体检 72.22% 股权并购, 慈铭成为公司全资子公司, 期内慈铭体检并表贡献营收 16.1 亿元 (+30.4%), 净利润 1.64 亿元, 慈铭并表助推公司营收同比增长 103.56% (同比去年追溯调整前); 扣除并表影响, 公司内生营收约为 46.2 亿元, 归母净利润 4.46 亿元, 分别同比增 49.95% 和 47.40%, 如果扣除慈铭参股转控股投资收益影响, 美年系利润增长约 50%, 内生增长强劲。

◇ 渠道下沉, 品牌涵盖高、中端, 体检内涵不断提升

渠道布局方面, 在巩固一、二线城市优势的同时, 加大三、四线市场的深耕布局。公司门店渠道已经覆盖 32 个省(市、自治区)、215 个核心城市, 现已布局 400 余家体检中心 (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)。全年体检人次超过 2,160 万, 预计 2021 年将服务超过 1 亿人次, 健康流量入口龙头地位进一步得到巩固。公司并购慈铭体检后, 旗下健康体检业务已经拥有美年、慈铭两大知名大众健康体检品牌, 同时在高端体检领域也通过慈铭奥亚、美兆体检提供优质服务, 已经形成涵盖高端、中端的健康服务品牌梯度; 在体检项目扩容方面, 继“3650 套餐”、胶囊胃镜检查之后, 又推出冠脉核磁、基因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务等, 新项目使体检内涵不断提升, 并将带来客单价的持续提升。

◇ 自建+外延并购, 门店 2018 年目标 600 家

公司终端门店上采取自建+外延并购并举策略。门店拓展遵循“重点城市与全国布局”的发展战略, 坚持“加强一线城市占有率, 巩固完善二、三线城市布局, 适时发展四线城市网点”的区域发展策略; 外延并购标的主要来源于上市公司参股的各地体检中心, 通过全资或者增加持股控股式收购, 另外对国内同业慈铭等竞争对手成功完成并购, 同时全球视野并购全球三大高端体检品牌之一的“美兆体检”。公司规划, 预计在未来两年内, 每年新增 100 家门店, 到 2018 年, 预计达成 600 家门店的战略目标。每家门店都实行统一管理及标准化服务。目前, 覆盖核心城市平均拥有门店仅有 2 家左右 (400/215=1.86 家门店), 全国地级市以上城市有近 300 座, 门店密度提升



和新城市门店拓展仍有较大空间。

◇ 健康体检为入口，坐拥庞大体检健康大数据，业务横向拓展有故事

依托健康体检业务，公司积极打造大健康产业平台价值，重点布局远程医疗、基因检测、大数据业务，不断延伸产业链。与大象医疗的战略合作，实现了远程阅片和远程医疗服务；参股美因健康 20% 股权，积极开展基因测序业务；参股投资好卓数据，开发优健康 APP，为客户提供了电子化体检报告、健康管理、健康咨询等增值服务。美年健康与西门子医疗成立合资公司，联合设立医学影像研究中心，与太平人寿的战略合作，共建“体检筛查+诊断治疗+保险保障”的健康服务闭环。公司左手健康体检业务，右手横向拓展业务，不断深挖客户价值。

◇ 盈利预测与投资评级

我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 90.3/129.5/183.7 亿元，归母净利润分别为 9.3/13.9/19.9 亿元，对应每股 EPS 为 0.36/0.53/0.77 元，今日收盘价对应市盈率分别为 75/50/35 倍。

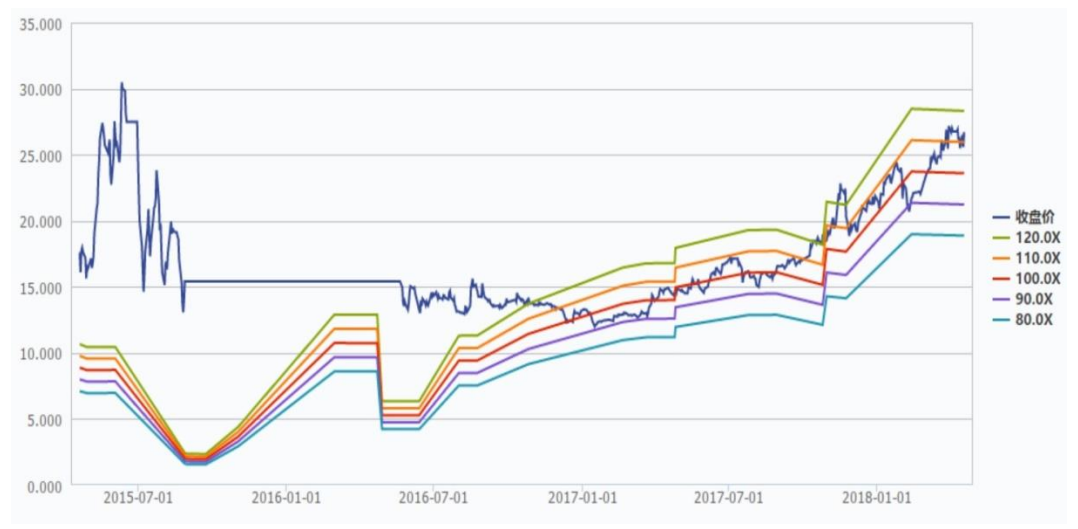
考虑公司为行业龙头和稀缺性，看好公司未来发展前景，给予“增持评级”。

◇ 风险提示

并购整合风险；健康体检医疗事故。



图表1： 3年 PE-Band 历史波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4589.7	6535.3	9423.8	13059.0	经营活动现金流净额	1444.5	2151.6	2734.9	3739.5
货币资金	2366.5	3336.5	5097.8	7203.8	净利润	694.3	1044.2	1547.5	2227.7
应收账款和票据	1406.4	2256.9	3237.5	4592.3	折旧与摊销	405.8	357.8	341.5	326.9
其他应收款	268.7	300.1	300.1	300.1	财务费用	111.2	135.4	194.2	275.5
预付账款	117.8	171.5	246.0	349.0	资产减值损失	17.8	10.0	10.0	10.0
存货	83.1	120.1	172.2	244.3	经营营运资本变动	261.2	647.1	684.5	942.3
其他流动资产	347.2	350.2	370.1	369.4	其他	-45.5	-42.9	-42.9	-42.9
非流动资产	7889.8	7699.1	7568.4	7386.1	投资活动现金流净额	-2013.9	-1633.9	-1373.5	-2033.6
长期股权投资	31.3	31.3	31.3	31.3	资本支出	-803.0	-800.0	-800.0	-800.0
固定资产	1808.7	1627.8	1465.0	1318.5	投资支付	-444.1	0.0	0.0	0.0
无形资产和商誉	4183.4	4176.5	4169.6	4162.7	其他	36.9	-833.9	-573.5	-1233.6
其他非流动资产	1866.4	1863.5	1902.4	1873.5	筹资活动现金流净额	1558.9	452.3	400.0	400.0
资产总计	12479.5	14234.4	16809.8	20445.0	短期借款	314.4	55.6	0.0	0.0
流动负债	4465.3	5166.1	6181.0	7587.0	长期借款	358.2	-3.3	0.0	0.0
短期借款	1144.4	1200.0	1200.0	1200.0	其他	886.3	400.0	400.0	400.0
应付账款和票据	591.0	831.3	1179.6	1664.2	现金流量净额	989.4	970.0	1761.4	2106.0
其他流动负债	2730.0	3134.7	3801.5	4722.8					
非流动负债	1111.3	1121.3	1134.2	1135.7	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	603.3	600.0	600.0	600.0	成长能力				
其他非流动负债	508.0	521.3	534.2	535.7	营业收入	102.25%	44.84%	43.45%	41.85%
负债合计	5576.6	6287.4	7315.2	8722.7	营业利润	81.76%	49.91%	48.27%	44.00%
归属母公司股东权益	6496.5	7425.9	8811.0	10804.8	归属母公司净利润	81.10%	51.41%	49.04%	43.95%
少数股东权益	406.3	521.2	683.7	917.6	获利能力				
股东权益合计	6902.9	7947.1	9494.6	11722.3	毛利率	46.96%	47.38%	47.95%	48.23%
					净利率	11.14%	11.57%	11.95%	12.13%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	9.45%	12.51%	15.72%	18.45%
营业收入	6233.0	9027.7	12949.8	18369.3	ROIC	13.25%	15.43%	18.47%	21.35%
营业成本	3305.8	4750.5	6740.4	9509.8	偿债能力				
营业税金及附加	7.8	9.0	12.9	18.4	资产负债率	44.69%	44.17%	43.52%	42.66%
营业费用	1488.1	2121.5	3043.2	4316.8	净负债比率	80.79%	79.12%	77.05%	74.41%
管理费用	463.5	677.1	971.2	1377.7	流动比率	1.03	1.27	1.52	1.72
财务费用	111.2	135.4	194.2	275.5	速动比率	1.01	1.24	1.50	1.69
资产减值损失	17.8	10.0	10.0	10.0	营运能力				
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.68	0.68	0.83	0.99
投资净收益	64.4	30.0	30.0	30.0	应收账款周转率	5.48	4.93	4.71	4.69
营业利润	903.3	1354.1	2007.8	2891.2	应付账款周转率	51.54	46.76	46.12	45.66
营业外收入	4.1	4.0	4.0	4.0	每股指标(元)				
营业外支出	6.3	2.0	2.0	2.0	每股收益	0.24	0.36	0.53	0.77
利润总额	901.6	1356.1	2009.8	2893.2	每股净资产	2.50	2.86	3.39	4.15
所得税	207.3	311.9	462.3	665.4	每股经营现金	0.56	0.83	1.05	1.44
净利润	694.3	1044.2	1547.5	2227.7	估值比率				
少数股东损益	80.5	114.9	162.5	233.9	P/E	113.2	74.8	50.2	34.8
归属母公司净利润	613.8	929.3	1385.0	1993.8	P/B	10.7	9.4	7.9	6.4
EBITDA	1357.1	1849.3	2545.5	3495.5	EV/EBITDA	52.48	38.54	28.00	20.39
EPS（元）	0.24	0.36	0.53	0.77					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李志新：2015 年 11 月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com