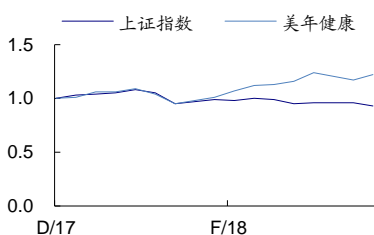


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**美年健康(002044)**
**买入**
**2018年一季报点评暨重大事件快评**

(维持评级)

2018年04月27日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,601/1,097
总市值/流通(百万元)	69,455/28,349
上证综指/深圳成指	3,118/10,547
12个月最高/最低(元)	27.50/14.22

**相关研究报告:**

《美年健康-002044-2017 年年报点评: 着力渠道下沉, 龙头高速增长》——2018-04-20  
 《美年健康-002044-重大事件快评: 稳步推进并购, 布局远程阅片》——2018-03-23  
 《美年健康-002044-重大事件快评: 开店计划稳步推进, 并购基金保驾护航》——2018-01-26  
 《美年健康-002044-重大事件快评: 员工持股计划提振市场信心, 保障三年千店计划完成》——2017-11-16  
 《美年健康-002044-看得见的蓝海》——2017-10-31

**证券分析师: 江维娜**

电话: 021-60933157  
 E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

**联系人: 朱寒青**

电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**淡季大幅减亏, 布局基因检测领域**
**● 2018 一季度收入高速增长, 大幅减亏**

2018Q1 实现营收 12.25 亿元 (+120.71%), 归母净利润-0.98 亿元, 比上年同期减亏 7.06%, 因上年慈铭并表, 追溯调整后, 减亏 30.54%, 主要原因是提高个检比例, 加大营销力度 (推出“新春卡”), 推出基因检测等新业务, 迅速提升收入。体检行业通常上半年是淡季, 一季度收入规模占全年比例最低, 仅 8%~15%, 利润为负。2016-2018 年一季度收入增幅分别为 63%、80%、121%; 亏损也逐年减少, 2018H1 预计实现净利润 1.2~1.8 亿, 增长 723~1135%。

**● 拟收购基因检测公司美因基因, 高度协同体检业务**

公司已持有美因基因 17.14% 股权, 此次拟以自有资金 3.88 亿收购同一控制人旗下天亿资产所持有的 33.42% 股权, 实现控股。估值 11.6 亿, 若以 2017 年营收计算 PS 仅 14.8。2018Q1 美因基因营收 2355 万元, 净利润-2358 万元, 大众健康样本量共计 32.74 万份 (+2824.51%), 随着本年美年推出基因检测新业务, 我们估计美因基因全年有望扭亏为盈。基因检测和体检业务本身协同性强, 一方面可实现体检数据和基因数据的叠加, 并为后续发掘大数据价值和健康管理服务奠定基础; 另一方面基因检测业务加入体检套餐, 促使量价齐升, 引领未来业绩增长。

**● 并购基金协助开设新店, 稳步推进三年千店计划**

拟与嘉兴信文富盈在廊坊、保定、南京等地区分别投资体检中心共计 33 家, 与南通基金在海宁、厦门等地区投资体检中心共计 10 家。公司计划 2018-2020 年每年开设 200 家体检中心, 并购基金参与新设, 可大幅减轻上市公司出资压力, 迅速推进开店计划, 储备未来并购标的。截止目前, 2018 年已经累计开设 108 家, 其中新设 69 家, 增资或转股方式开设 39 家, 按照品牌来看, 以美年健康为主, 有 69 家, 美兆 26 家, 慈铭 7 家, 奥亚 6 家。

**● 投资建议: 高增长体检龙头, 维持“买入”评级**

暂不考虑分红, 预测 2018-20 年净利润 9.08/13.47/19.52 亿元, 同比增速 48%/48%/45%, 当前股价对应的 PE 79/53/37。公司是中国专业体检领域绝对龙头, 处于高速增长阶段, 目前预测暂未考虑公司流量价值, 仅以体检主业为安全边际。公司属于医疗服务行业稀缺标的, 理应具有龙头溢价, 可参考爱尔眼科 PEG, 继续维持“买入”评级。

**风险提示**

体检中心新建、并购进展不达预期; 资金压力及商誉减值风险; 医疗纠纷风险。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,082	6,233	9,153	13,211	18,819
(+/-%)	46.7%	102.2%	46.8%	44.3%	42.4%
净利润(百万元)	339	614	908	1347	1952
(+/-%)	30.2%	81.1%	47.9%	48.4%	44.9%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.24	0.35	0.52	0.75
EBIT Margin	17.5%	16.2%	15.4%	15.4%	15.5%
净资产收益率(ROE)	10.2%	9.4%	12.6%	16.3%	19.8%
市盈率(PE)	213.1	116.2	78.6	52.9	36.5
EV/EBITDA	98.5	65.1	47.4	34.3	25.3
市净率(PB)	21.8	11.0	9.88	8.61	7.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 收入高速增长，淡季大幅减亏

报告期内，公司实现营业总收入 12.25 亿元，比上年同期增长 120.71%；实现营业利润-1.19 亿元，比上年同期减亏 12.39%；实现利润总额-1.17 亿元，比上年同期减亏 13.35%；实现归属于上市公司股东的净利润-9832.25 万元，比上年同期减亏 7.06%，因上年慈铭并表，追溯调整后，减亏 30.54%。2018H1 预计实现净利润 1.2~1.8 亿，增长 723~1135%。

我们此前在美年健康深度报告《看得见的蓝海》中分析过，体检行业受到节假日分布、企事业单位的财务核算周期影响，有一定季节性消费特征，上半年是淡季，下半年为旺季，一季度收入规模占全年比例最低，仅 8%~15%，通常 Q1 利润为负。近年来公司通过提升个检比例，加大营销等举措，改善上半年体检淡季的业绩，2016-2017 一季度收入增幅分别为 63%、80%；利润为-1.29、-1.06 亿（不含慈铭），亏损逐年减少，2017H1 也实现上半年扭亏为盈。

2018 年公司推出“新春卡”等创新产品的全国营销力度，并推出基因检测、冠脉核磁、肝超等优质新产品，积极拓展个检和增值服务市场空间。从而实现一季度收入快速增长，大幅减亏。

### 控股美因基因，协同主业，引领增长

美因健康科技（北京）有限公司主营业务是通过专业便捷的基因检测，为客户提供精准的疾病早筛、健康管理和医疗服务。此前，公司持有美因基因 17.14% 的股权。公司拟以自有资金人民币 3.88 亿元收购上海天亿资产管理有限公司持有的美因基因 33.42% 股权（注：天亿资产与美年健康控股股东均为俞熔）。本次收购完成后，公司将合计持有美因基因 50.56% 股权，成为其控股股东。

美因基因估值较低，样本量增加快，全年有望扭亏。美因基因上一轮 2016 年 10 月融资，估值 10 亿元，增资方有四川迈克生物科技股份有限公司、西藏山南世纪金源投资管理有限公司、上海易方达新希望股权投资基金（有限合伙）、珠海中卫易健股权投资基金（有限合伙）等 7 名投资者。本次估值 11.6 亿元，2017 年美因基因营收 7849 万元，净利润-6196 万元，2018Q1 营收 2355 万元，净利润-2358 万元，大众健康样本量共计 32.74 万份，去年同期 1.12 万份，同比增长 2824.51%，随着本年推出的基因检测加入体检套餐，我们估计全年有望扭亏为盈。如果按照 2017 年营收计算，收购 PS 为 14.8。如果按照体检业务一季度营收通常占比 8-10%，2018 年美因基因收入可能达到 2 亿。按照四季度平均，则在 0.94 亿，那么以 2018 年收入计算 PS 则在 5~12 左右，在基因检测公司融资中属于较低水平。

表 1：美因基因收购前后股权

序号	股东姓名	收购前		收购后	
		注册资本	比例	注册资本	比例
1	上海天亿资产管理有限公司	390	33.42%	0	0.00%
2	北京宏因科技中心（有限合伙）	200	17.14%	200	17.14%
3	美年大健康产业控股股份有限公司	200	17.14%	590	50.56%
4	北京因卫科技中心（有限合伙）	100	8.57%	100	8.57%
5	肖哲	100	8.57%	100	8.57%
6	珠海中卫易健股权投资基金（有限合伙）	50	4.28%	50	4.28%
7	四川迈克生物科技股份有限公司	30	2.57%	30	2.57%
8	西藏山南世纪金源投资管理有限公司	30	2.57%	30	2.57%
9	上海恒赛青熙创业投资中心（有限合伙）	20	1.71%	20	1.71%
10	张雅军	15	1.29%	15	1.29%
11	胡剑萍	12	1.03%	12	1.03%

12	上海易方达信息网股权投资基金(有限合伙)	10	0.86%	10	0.86%
13	熊星驰	10	0.86%	10	0.86%
	合计	1,167	100%	1,167	100%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**基因检测协同体检业务,引领高速增长。**美因基因作为美年生态圈的核心赛道,与公司主业具有高度的协同性,凭借美年健康海量人群的样本优势,有望逐步成为全民健康基因库和基因数据入口。2018年公司相继推出基因检测、冠脉核磁、肝超等高端体检新产品,通过基因数据与体检数据叠加,综合评估身体健康指标,实现精准体检,促使体检服务量价齐升。同时,公司开始筹建国家生物样本库(包括:体检大数据、血液样本、基因样本和影像大数据),为未来国家公共卫生、疾病防控、新药研发以及重大创新奠定基础。

### 并购基金模式协助开设新店,快速推进三年千店计划

此次公司公告拟与嘉兴信文淦富在廊坊、保定、南京等地区分别投资体检中心共计 33 家,与南通基金在海宁、厦门等地区投资体检中心共计 10 家。本次与嘉兴信文淦富及南通基金共同对外投资暨关联交易金额合计不超过人民币 2.3 亿元。

此次 43 家体检中心中,有 27 家新设,26 家是在此前基础上增资或同时提高并购基金股权比例。公司占比 10~19%,基金占比 34~90%不等,并购基金参与可减缓上市公司开设新店的资金压力,实现快速扩张。此次开设门店基本是 2017 年下半年至今新注册的体检中心,尚未发生实际经营,考虑到一般筹备时间约在半年左右,有望在下半年体检旺季之时产生收入。按照公司此前计划,2020 年达到千店,未来三年每年平均开设 200 家新店,每年参转控模式并购 30~50 家,按照通常 1~1.5 年实现盈利,则本批新店可能成为未来 2020 年的并购标的。

**表 2: 2018 年至今公告基金参与设立体检中心情况一览表**

	合计	按品牌				按投资方式	
		美年健康	美兆	慈铭	奥亚	新设	股转/增资
1月25日	51	45	4	0	2	37	14
3月21日	14	0	14	0	0	9	5
4月26日	43	24	8	7	4	23	20
累计	108	69	26	7	6	69	39

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 风险提示

体检中心新建、并购进展不达预期;资金压力及商誉减值风险;医疗纠纷风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2366	1414	2659	4726	营业收入	6233	9153	13211	18819
应收款项	1676	2558	3692	5259	营业成本	3306	4855	7007	9974
存货净额	83	125	181	259	营业税金及附加	8	11	16	23
其他流动资产	290	426	615	875	销售费用	1488	2197	3171	4517
<b>流动资产合计</b>	<b>4590</b>	<b>4696</b>	<b>7320</b>	<b>11294</b>	管理费用	464	683	983	1398
固定资产	1895	2493	3043	3544	财务费用	111	34	(5)	(46)
无形资产及其他	138	132	127	121	投资收益	61	0	0	0
投资性房地产	5825	5825	5825	5825	资产减值及公允价值变动	(18)	0	0	0
长期股权投资	31	81	131	181	其他收入	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12479</b>	<b>13228</b>	<b>16447</b>	<b>20965</b>	营业利润	904	1374	2039	2954
短期借款及交易性金融负债	1553	0	0	0	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	591	887	1288	1845	<b>利润总额</b>	<b>902</b>	<b>1374</b>	<b>2039</b>	<b>2954</b>
其他流动负债	2321	3460	5014	7167	所得税费用	207	344	510	739
<b>流动负债合计</b>	<b>4465</b>	<b>4347</b>	<b>6302</b>	<b>9012</b>	少数股东损益	81	123	182	264
长期借款及应付债券	1000	1000	1000	1000	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>614</b>	<b>908</b>	<b>1347</b>	<b>1952</b>
其他长期负债	112	160	208	256					
<b>长期负债合计</b>	<b>1111</b>	<b>1159</b>	<b>1207</b>	<b>1255</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>5577</b>	<b>5506</b>	<b>7509</b>	<b>10267</b>	净利润	614	908	1347	1952
少数股东权益	406	504	649	858	资产减值准备	12	6	4	5
股东权益	6497	7218	8289	9840	折旧摊销	213	214	263	312
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12479</b>	<b>13228</b>	<b>16447</b>	<b>20965</b>	公允价值变动损失	18	0	0	0
					财务费用	111	34	(5)	(46)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3266)	429	628	856
每股收益	0.24	0.35	0.52	0.75	其它	52	92	141	205
每股红利	0.05	0.07	0.11	0.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2357)</b>	<b>1649</b>	<b>2383</b>	<b>3329</b>
每股净资产	2.50	2.77	3.19	3.78	资本开支	(1111)	(812)	(812)	(812)
ROIC	12%	12%	19%	28%	其它投资现金流	(107)	0	0	0
ROE	9%	13%	16%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(188)</b>	<b>(862)</b>	<b>(862)</b>	<b>(862)</b>
毛利率	47%	47%	47%	47%	权益性融资	487	0	0	0
EBIT Margin	16%	15%	15%	15%	负债净变化	358	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	17%	17%	支付股利、利息	(126)	(186)	(276)	(400)
收入增长	102%	47%	44%	42%	其它融资现金流	2860	(1553)	0	0
净利润增长率	81%	48%	48%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3811</b>	<b>(1739)</b>	<b>(276)</b>	<b>(400)</b>
资产负债率	48%	45%	50%	53%	<b>现金净变动</b>	<b>1265</b>	<b>(953)</b>	<b>1245</b>	<b>2067</b>
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	1101	2366	1414	2659
P/E	116.2	78.6	52.9	36.5	货币资金的期末余额	2366	1414	2659	4726
P/B	11.0	9.9	8.6	7.2	企业自由现金流	(3419)	887	1605	2537
EV/EBITDA	65.1	47.4	34.3	25.3	权益自由现金流	(201)	(691)	1609	2571

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032