

美年健康 (002044)

证券研究报告

2018年08月22日

广州富海门诊部事件平息，长期投资价值不变

广州富海门诊部事件平息，市场情绪逐渐回归理性

公司自7月29日被自媒体报道质疑广州富海门诊部医生资质问题后，舆论持续发酵，加之主管部门的介入以及市场与医药板块的系统性回调，公司股价出现大幅下跌。随着事件发展脉络逐渐清晰，相关卫生主管部门对公司广州富海门诊部以及其他地区的核查结果逐渐公布，事件的具体情况已经明朗。公司对相关部门整改意见书的发布，以及对主管部门相关关注函的积极回复，也显示了公司在本次事件中积极面对并解决问题的态度，目前舆论逐渐平息，市场情绪逐渐回归理性。

认真面对发展中存在的问题，加强自查展示长期发展决心

从公司层面来看，在本次事件中，美年健康积极应对相关部门的核查，并针对核查结果积极自查、解决发展中存在的问题。公司8月17日晚公布了对深交所问询函的最新回复，根据事件发生以来公司的多次回复与澄清反观事件过程：(1) 经过卫计行政部门对体检报告涉及的检查人员和审核人员进行了调查取证，涉事医生均具备执业资质，不存在“假医生”的问题；(2) 公司将进一步严格规范医师执业规范，杜绝不规范行为，同时在体检报告的审核制度、报告签名制度等管理上也将更加规范与严格，而放射诊疗工作人员将重点加强管理，做到更加规范的经营以及严格的核查；(3) 以点看面，广州富海门诊部在管理与质控中的不足与疏漏，引起公司高度重视，公司不仅督促广州美年富海门诊部积极完成整改，同时在全国范围所有分公司、体检分院开展深度自查，全流程无死角排查所有关键环节和指标，从源头杜绝质量隐患。预计本次广州美年富海门诊部事件对公司经营产生的影响有限。

长期投资价值本色不变，股价回调后迎来配置价值

公司作为我国非公体检龙头，2017年布局体检中心400余家，全年体检人次超过2160万，“量价”提升的长期逻辑不变；而针对快速扩张过程中出现的管理问题，公司能做到积极应对与自查，已展示出企业长期发展所需要的龙头风范与决心，相信公司在后期的扩张与管理中将进一步的规范并加强质控。随着居民健康意识的崛起，我国体检市场空间依然巨大，公司作为非公体检龙头长期投资价值的本色不变。我们预计随着舆论的逐渐平息，市场情绪逐渐回归理性，公司股价大幅回调后，价值洼地显现，迎来配置价值。

估值与评级

近期医药板块出现较大幅度的回调，公司股价亦出现较大幅度回调。本次事件后，我们预计公司对外扩张的步伐可能会有所减缓，而更加重视规范合规的经营，略下调公司盈利预测：2018-2020年净利润为由9.62/14.43/20.81亿元，调整为8.92/12.92/18.86亿元，对应EPS为0.29/0.41/0.60元/股，维持“买入”评级。

风险提示：扩张带来的管理问题、医疗风险、市场竞争加剧风险、市场系统性风险等。

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	8,913.26	12,924.23	18,740.13
增长率(%)	46.65	102.25	43.00	45.00	45.00
EBITDA(百万元)	648.27	1,223.75	1,599.54	2,292.59	3,275.97
净利润(百万元)	338.91	613.80	891.87	1,291.62	1,885.53
增长率(%)	30.21	81.11	45.30	44.82	45.98
EPS(元/股)	0.11	0.20	0.29	0.41	0.60
市盈率(P/E)	145.90	80.56	55.44	38.28	26.22
市净率(P/B)	14.93	7.61	6.41	5.66	4.84
市销率(P/S)	16.04	7.93	5.55	3.83	2.64
EV/EBITDA	48.46	45.38	29.25	19.67	13.20

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	15.84元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,121.57
流通A股股本(百万股)	1,316.80
A股总市值(百万元)	49,445.62
流通A股市值(百万元)	20,858.10
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	46.63
一年内最高/最低(元)	30.42/13.59

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《美年健康-公司点评:预防医学需求旺盛，体检龙头增长势头强劲》 2018-07-27
- 《美年健康-季报点评:淡季“不淡”，体检龙头品牌价值渐显》 2018-04-27
- 《美年健康-年报点评报告:慈铭并表增厚公司业绩，体检龙头高增长》 2018-04-18



1. 市场情绪回归理性，体检龙头风范依旧

自 7 月 29 日被自媒体报道质疑广州富海门诊部医生资质问题后，舆论持续发酵、加之主管部门的介入以及市场与医药板块的系统性回调，公司股价出现大幅下跌。随着事件发展脉络逐渐清晰，相关卫生主管部门对公司广州富海门诊部以及其他地区的核查结果逐渐公布，事件的具体情况已经明朗。公司对相关部门整改意见书的发布，以及对主管部门相关关注函的积极回复，也显示了公司在本次事件中积极面对并解决问题的态度，目前舆论逐渐平息，市场情绪逐渐回归理性。

反观公司本次广州事件，我们看到公司广州天河区卫计委在整改通知书中提到：1、规范医生执业行为管理，医生应亲自审核并发出体检报告。我国民营医疗服务的机构多受制于医疗资源的不足，作为公立医院医疗资源的补充，在鼓励社会办医以及鼓励医生多点执业的背景下，民营医疗服务机构在医疗资源以及口碑等方面逐渐发展，但公立医院仍集中了大部分社会医疗资源。虽然国家目前鼓励社会办医以及鼓励医生多点执业，但在实际发展过程中，医疗资源仍集中在公立医院，而医生资源的不足也造成了多点执业的“困难”。

2015 年国家卫计委等部分联合发布《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》，鼓励与规范医师多点执业，尤其是针对基层、边远地区以及医疗资源稀缺等地区医疗机构多点执业。但优质的医疗资源依旧较为紧张，医生多点执业的时间维度被拉长，民营医疗服务机构在医疗资源的获取上仍需要较长的路需要走。

根据公司的回复函数据显示，公司作为非公体检龙头，目前控股的体检中心 230 家，在册执业医师 5460 人，技师及检验师 1542 人，执业护士 5959 人。在册的多点执业医师 1103 人。而本次广州事件中提及的“部分检查报告未经诊疗医生亲自审核或手写签名”有部分原因是在对部分医生多点执业的相关手续办理、系统及时间等原因造成尚未及时完成执业注册或多点备案的情况。

公司自 2015 年借壳上市后，扩张速度快，市场开拓顺利，品牌效应迅速放大，体检人次逐渐提升；同时个检比例的提升也进一步带动了公司客单价与毛利率的提升，公司的发展空间较大。而针对本次出现的广州富海门诊部的问题，我们认为公司在快速扩张中，尤其是网络不断下沉至三、四线城市的阶段，在门店管理制度的规范与自查以及医生资源的积累等问题上提前反应出现，并积极应对，对公司未来的长期发展存在“警示”作用，督促其更加规范以及稳健的发展。预计本次广州美年富海门诊部事件对公司经营不会产生重大不利影响。

2. 长期投资价值本色不变，股价回调后迎来配置价值

公司作为我国非公体检龙头，2017 年布局体检中心 400 余家，全年体检人次超过 2160 万，而随着个检比例的不不断提升，毛利率提升亦较为明显，2017 年毛利率水平为 47%，较 2016 年提升 1.42%，公司“量价”提升的长期逻辑不变；

2017 年公司体检中心涵盖全国 32 个省市/自治区，215 个核心城市，三、四线城市下沉的过程中，全国网络布局的版图也进一步完整。在长期的发展过程中，公司将具备更强的平台效应与规模效应。

而针对快速扩张过程中出现的管理问题，公司能做到积极应对与自查，已展示出企业长期发展所需要的龙头风范与决心，相信公司在后期的扩张与管理中将进一步的规范并加强质控。随着居民健康意识的崛起，我国体检市场空间依然巨大，公司作为非公体检龙头长期投资价值的本色不变。我们预计随着舆论的逐渐平息，市场情绪逐渐回归理性，公司股价大幅回调后，价值洼地显现，迎来配置价值。

3. 估值与评级

随着广州事件的平息，我们预计公司在对外扩张的进程也存在适当调整的可能，同时会投

入更多的资源在体检中心的管理以及自查等方面。对公司业务是否产生影响，需要后续观察。近期医药板块出现较大幅的回调，公司股价亦出现较大幅度下跌。我们下调公司盈利预测：2018-2020 年净利润为由 9.62/14.43/20.81 亿元，调整为 8.92/12.92/18.86 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.41/0.60 元/股，维持“买入”评级。

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	4,699.80	7,117.36	10,534.23
应收账款	1,025.18	1,675.16	1,568.49	2,194.14	2,170.51
预付账款	70.36	117.84	220.67	213.11	457.23
存货	45.18	83.12	107.03	131.93	187.90
其他	128.45	347.07	346.67	347.94	347.93
流动资产合计	2,370.60	4,589.66	6,942.65	10,004.47	13,697.80
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	15,096.36	18,336.65	22,085.57
短期借款	830.00	1,144.43	2,228.32	2,326.36	2,998.42
应付账款	421.39	854.78	1,023.34	1,881.30	2,512.18
其他	846.37	2,466.06	2,829.12	3,649.79	3,967.09
流动负债合计	2,097.76	4,465.27	6,080.78	7,857.44	9,477.69
长期借款	245.14	603.31	534.80	775.45	1,124.41
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	778.49	1,063.20	1,470.90
负债合计	2,405.69	5,576.60	6,859.26	8,920.65	10,948.59
少数股东权益	271.30	406.34	517.50	678.48	913.48
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	4,598.03	5,615.95	7,101.94
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	8,237.09	9,416.00	11,136.98
负债和股东权益总	5,989.62	12,479.47	15,096.36	18,336.65	22,085.57

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	378.52	694.33	891.87	1,291.62	1,885.53
折旧摊销	218.03	407.08	152.70	219.46	285.68
财务费用	42.94	112.25	100.37	124.05	146.38
投资损失	(37.12)	(60.50)	(45.14)	(56.39)	(70.49)
营运资金变动	(0.34)	630.59	677.35	1,226.43	910.46
其它	105.05	(339.22)	117.01	169.45	247.37
经营活动现金流	707.08	1,444.53	1,894.16	2,974.63	3,404.93
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	3,304.05	3,686.81	4,766.56
股权融资	(122.09)	2,410.34	425.66	(118.20)	(140.53)
其他	(658.94)	(3,404.49)	(2,753.69)	(3,592.06)	(4,104.57)
筹资活动现金流	450.82	1,558.86	976.02	(23.46)	521.46
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	2,333.32	2,417.56	3,416.88

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,081.86	6,233.05	8,913.26	12,924.23	18,740.13
营业成本	1,593.10	3,305.84	4,563.59	6,617.21	9,594.95
营业税金及附加	0.82	7.78	11.12	16.13	23.39
营业费用	718.02	1,488.12	2,143.64	3,108.73	4,497.63
管理费用	263.73	463.54	775.45	1,147.67	1,686.61
财务费用	40.33	111.20	100.37	124.05	146.38
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	1,346.47	1,949.08	2,843.91
营业外收入	4.04	4.05	4.29	4.29	4.75
营业外支出	2.02	6.31	6.31	6.31	6.31
利润总额	498.97	901.58	1,344.45	1,947.06	2,842.35
所得税	120.46	207.26	335.58	485.99	709.45
净利润	378.52	694.33	1,008.88	1,461.08	2,132.90
少数股东损益	39.61	80.53	117.01	169.45	247.37
归属于母公司净利润	338.91	613.80	891.87	1,291.62	1,885.53
每股收益(元)	0.11	0.20	0.29	0.41	0.60

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	46.65%	102.25%	43.00%	45.00%	45.00%
营业利润	38.94%	81.88%	48.97%	44.75%	45.91%
归属于母公司净利润	30.21%	81.11%	45.30%	44.82%	45.98%
获利能力					
毛利率	48.31%	46.96%	48.80%	48.80%	48.80%
净利率	11.00%	9.85%	10.01%	9.99%	10.06%
ROE	10.23%	9.45%	11.55%	14.78%	18.44%
ROIC	30.36%	27.79%	21.14%	30.79%	51.12%
偿债能力					
资产负债率	40.16%	44.69%	45.44%	48.65%	49.57%
净负债率	-13.84%	1.05%	7.98%	-12.16%	-16.91%
流动比率	1.13	1.03	1.14	1.27	1.45
速动比率	1.11	1.01	1.12	1.26	1.43
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	117.19
总资产周转率	0.59	0.67	0.65	0.77	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.20	0.29	0.41	0.60
每股经营现金流	0.23	0.46	0.61	0.95	1.09
每股净资产	1.06	2.08	2.47	2.80	3.28
估值比率					
市盈率	145.90	80.56	55.44	38.28	26.22
市净率	14.93	7.61	6.41	5.66	4.84
EV/EBITDA	48.46	45.38	29.25	19.67	13.20
EV/EBIT	58.47	54.95	32.33	21.75	14.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com