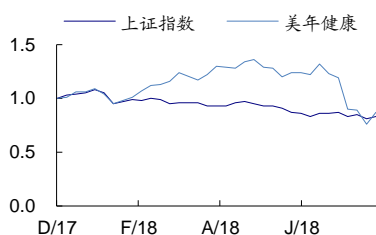


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**美年健康(002044)**
**买入**
**2018年半年报点评**

(维持评级)

2018年08月30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)	3,122/1,834
总市值/流通(百万元)	53,472/31,419
上证综指/深圳成指	2,778/8,734
12个月最高/最低(元)	25.30/13.31

**相关研究报告:**

《美年健康-002044-2018年一季报点评暨重大事件快评: 淡季大幅减亏, 布局基因检测领域》——2018-04-27

《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

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**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**
**淡季高速增长, 加强管控确保长期发展**
**● 淡季高速增长, 前三季度预告维持高增长**

2018H1 实现营收 34.84 亿元 (+57.42%, 考虑到慈铭并表追溯调整, 下同), 归母净利润 1.70 亿元 (+1015.48%), 扣非归母净利润 1.01 亿元 (+530.51%)。Q2 单季实现营收 22.60 亿元 (+53.60%), 归母净利润 2.68 亿元 (+70.92%), 扣非归母净利润 2.00 亿元 (+62.55%)。预告 2018Q1-Q3 净利润 3.8-4.8 亿, 增速 46.8%-85.5%。拆分来看, 慈铭收入 7.62 亿 (+29%), 利润 2100 万, 实现扭亏; 美年剔除慈铭后, 营收 27.23 亿 (+68%), 利润 1.48 亿 (+370%)。

**● 推出新产品, 提升个检比例, 体检业务继续量价齐升**

上半年实现体检 1000 万人次, 预计全年 3000 万人次 (+50%)。通过改进套餐设计, 增加基因检测等项目, 推出“新春卡”等爆款产品, 实现体检业务的量价齐升, 公司整体客单价提升 10-15%。此外, 公司加大个检推广力度, 提高个检占比, 截止 2018H1, 公司个检比例达到 34%, 较去年同期提高 9pp, 估计全年个检比例将在 30%左右。公司毛利率 44.70%, 同增 0.97pp, 销售净利率 6.34%, 同增 4.09pp。销售费用率 27.78%、管理费用率 7.69%均下降, 财务费用率 3.02%上升。

**● 加强管控, 提升质量, 降低风险**

一方面, 公司将重视质量管理, 加强督查和预防性整改, 提升完善内控体系, 提高服务品质和医疗质量等级, 加强人才队伍建设, 提高医护人员待遇和服务水平; 另一方面, 随着近期医师电子注册制的实施, 医生多点执业更为便利; 卫健委也发布了体检中心国家标准, 此外大型乙类影像设备配置许可制度也有放松倾向, 近期开始在上海浦东地区试点对于社会办医疗机构免该项许可。行业政策变化整体利于体检行业规范有序发展。

**● 完善生态圈建设, 协同体检业务, 发掘大数据价值**

公司上半年对美因基因和大象影像实现控股, 布局基因检测和远程诊疗领域, 完善生态圈建设, 协同主业发展。另外与多个医院研究机构、药企开展合作, 开展药物和疾病研究, 发掘数据价值。

**● 风险提示**

体检中心新建、并购进展不达预期; 商誉减值风险; 医疗纠纷风险; 限售股解禁风险。

**● 投资建议: 高增长体检龙头, 维持“买入”评级**

考虑到公司加大合规运营、医质规范方面投入, 扩张进度估计会有所放缓, 下调盈利预测, 2018-2020 年净利润 8.53/12.33/17.68 亿元(原 9.08/13.47/19.52 亿元), 同比增速 39%/45%/43%, 当前股价对应的 PE 63/44/31, 考虑到中国体检空间广阔, 政策变化也将使行业发展更加规范, 公司为专业体检领域龙头, 维持“买入”评级。

**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	9,015	12,918	18,374
(+/-%)	46.7%	102.2%	44.6%	43.3%	42.2%
净利润(百万元)	339	614	853	1233	1768
(+/-%)	30.2%	81.1%	38.9%	44.6%	43.3%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.24	0.27	0.40	0.57
EBIT Margin	17.5%	15.5%	15.3%	15.1%	14.9%
净资产收益率(ROE)	10.2%	9.4%	11.9%	15.1%	18.5%
市盈率(PE)	157.8	73.1	63.2	43.7	30.5
EV/EBITDA	73.8	42.7	38.3	28.4	21.6
市净率(PB)	16.1	6.9	7.51	6.60	5.63

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

### 淡季高速增长，继续量价齐升

2018H1 实现营收 34.84 亿元(+57.42%，已考虑慈铭并表追溯调整上年同期)，归母净利润 1.70 亿元(+1015.48%)，扣非归母净利润 1.01 亿元(+530.51%)。Q2 单季实现营收 22.60 亿元(+53.60%)，归母净利润 2.68 亿元(+70.92%)，扣非归母净利润 2.00 亿元(+62.55%)。2018Q1-Q3 预告实现净利润 3.8~4.8 亿，增长 46.85~85.5%。毛利率、净利率分别提升

淡季高速增长主要是由于公司不断改进套餐设计，增加基因检测等项目，推出“新春卡”等爆款产品，实现体检业务的量价齐升，客单价提升 10-15%。此外，公司加大个检推广力度，提高个检占比，截止 2018H1，公司个检比例达到 34% 较去年同期提高 9pp。

从公告的子公司 2018H1 收入利润情况来看，较上年同期，大部分子公司盈利能力明显提升，提部分去年亏损的公司今年上半年也均实现盈利。郑州、成都、长沙净利润率甚至达到 18.2%、15.9%、14.7% 的净利润率，高于公司平均水平。慈铭体检达到 7.62 亿营收，增速 29%，利润 2100 万，实现扭亏。扣除慈铭，美年的营收 27.22 亿，同比增长 68%。归母净利润 1.48 亿，同比增长 373%。

表 1：部分子公司收入利润情况（单位：百万）

公司名称	2018H1					2017H1			2017		
	营收	净利润	净利润率	营收增速	利润增速	营收	净利润	净利润率	营收	净利润	净利润率
沈阳美年健康	425	42	9.82%	49.4%	104.1%	285	20	7.19%	706	74	10.42%
成都美年大健康	258	41	15.90%	143.1%	224.6%	106	13	11.91%	378	72	19.02%
深圳美年大健康	248	24	9.63%	53.8%	扭亏	161	-3	-2.04%	486	41	8.52%
郑州大健康	147	27	18.21%	88.5%	107.5%	78	13	16.54%	246	55	22.27%
北京美年健康	116	6	4.97%	98.4%	扭亏	59	-0.2	-0.42%	188	10	5.54%
西安美年大健康	176	15	8.60%	55.5%	23.0%	113	12	10.87%	318	47	14.73%
上海分部	280	25	8.82%	66.9%	256.8%	168	7	4.13%	484	76	15.77%
武汉美年大健康	88	9	10.60%	48.6%	374.1%	59	2	3.32%	164	21	13.08%
长沙美年大健康	120	18	14.74%	121.2%	216.8%	54	6	10.29%	172	21	12.04%
云南美年大健康	67	8	12.48%	35.0%	544.4%	50	1	2.61%			
慈铭健康体检	762	21	2.82%	29.2%	扭亏	590	-10	-1.69%	1,609	165	10.26%
深圳市鸿康杰						21	3	14.85%			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：美年剔除慈铭增速（单位：百万）

	2018H1	2017H1	YOY
美年剔除慈铭收入	2,723	1,621	67.95%
美年剔除慈铭利润	148	31	373.48%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从公告来看，上半年非流动资产处置损益 9406 万元，主要是参股转控股的投资收益，考虑到 25% 企业所得税，大概 7000 万，调整后上半年扣非利润约 1 亿，如果同样调整去年同期，2017H1 扣非利润为 250 万左右，上半年内生增速仍很高。考虑到未来每年并表 30-50 家速度比较稳定，随着公司业务增长，投资收益部分占比会越来越小。

**体检人次迅速提升。**公司体检中心覆盖 32 个省市自治区、215 个核心城市，体检人次超过 1000 万，预计全年将达到 3000 万人次，较去年 2000 万人次增加 50%。

**体检中心规模稳步扩张。**上半年公司体检中心现已覆盖全国 32 个省市自治区，215 个核心城市，是国内规模领先、分布最广的专业体检及医疗机构。截止 2018H1 有 430 家体检中心。其中美年有 342 家体检中心，较 2017 年末新增 41 家。其中控股 168 家，参股 174 家。慈铭 68 家，奥亚 20 家。除此以外还有在筹建约百家门店，预计全年数量会达到近 600 家。

### 加强管理，提高医疗质量要求

作为体检行业的龙头企业，公司已经率先启用高于行业一般标准的《十八项核心制度汇编》，制定《专科制度、岗位职责、操作规程》以明确各个科室、各个岗位操作制度、职责，使用实时记录、定期追溯的《医务管理记录册》。启动《医疗质量管理考核标准 800 分》，在资质证照、人员资质、组织建设、急救管理、职业防护、卫生规范、医疗废物管理与污水处理等七个方面进行全方位无死角督查。完善升级“医、技、护”带教管理和考核激励制度，同时不断强化医疗质量四级质控体系，从集团、省级公司到分公司、分院进行抽查、巡查、督查和互查。交叉打分，多级防控，把行业质控水平提升到更高的标准。针对近期公司下属个别门诊部发生的管理不规范事件，进行全面针对性督查和预防性整改，严把医疗质量关和内控管理落实关。

重视人才队伍建设，进一步提升医、技、护人员的福利待遇，提升一线员工专业能力，确保医疗质量水平和客户体验的持续提高。

### 多重政策变化，利于体检行业发展。

- **医生多点执业：**2018 年 6 月 19 日国务院发布《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》，要求 2018 年 6 月底完成电子注册制；2018 年 8 月 28 日，国务院发布《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》积极稳妥推进医师多点执业，完善备案制，同步完善监管机制。引导和规范护士多点执业。这均将利于医生、护士多点执业，对于医师审批工作的风险也将降低。
- **大型影像设备配置：**2018 年 4 月国务院发布《大型医用设备配置许可管理目录》，CT、MRI 属于大型乙类设备，需省级卫生部门批准许可，而 8 月 14 日国务院发布规定在上海市浦东新区进行试点，区域内的社会办医疗机构配置乙类大型医用设备不实行许可管理，加强事中事后监管。整体来说许可政策的放松将对于美年健康等非公医疗机构设备的配置速度有所提升。
- **体检中心国家标准发布：**2018 年 6 月 13 日，国家卫健委发布《健康体检中心基本标准（试行）》。第一次从国家层面明确了中国健康体检中心的统一标准制定。对诊疗科目、科室设置、人员配置、基本设施、分区布局、基本设备、管理都有明确的规定，标准的发布实施有利于行业更加规范发展。

### 完善生态圈建设，布局智能化医疗

**收购美因基因、控股大象影像，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。上半年公司本次收购完成，将合计持有美因基因 50.56% 股权，成为其控股股东。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。控股大象影像，布局远程阅片赛道，未来可在影像大数据开发运用及人工智能等领域发力。

**构建协同创新模式，布局智能化医疗领域。**相继与医院、药企等展开合作，依托体检数据开展研究，发掘大数据价值，并在 AI(辅助诊断、远程诊疗等方面做出布局。

## 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	3099	4243	6475	营业收入	6233	9015	12918	18374
应收款项	1676	2519	3610	5135	营业成本	3306	4778	6847	9738
存货净额	83	123	177	253	营业税金及附加	8	11	16	22
其他流动资产	290	419	601	855	销售费用	1488	2173	3139	4502
<b>流动资产合计</b>	<b>4590</b>	<b>6334</b>	<b>8804</b>	<b>12891</b>	管理费用	464	674	964	1369
固定资产	1895	2493	3043	3544	财务费用	111	139	136	121
无形资产及其他	138	132	127	121	投资收益	61	50	49	53
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>14866</b>	<b>17931</b>	<b>22563</b>	营业利润	904	1291	1867	2676
短期借款及交易性金融负债	1553	1553	1364	1490	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	591	872	1257	1800	<b>利润总额</b>	<b>902</b>	<b>1291</b>	<b>1867</b>	<b>2676</b>
其他流动负债	2321	3410	4917	7038	所得税费用	207	323	467	669
<b>流动负债合计</b>	<b>4465</b>	<b>5835</b>	<b>7539</b>	<b>10328</b>	少数股东损益	81	115	167	239
长期借款及应付债券	1000	1200	1400	1600	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>614</b>	<b>853</b>	<b>1233</b>	<b>1768</b>
其他长期负债	112	160	208	256					
<b>长期负债合计</b>	<b>1111</b>	<b>1359</b>	<b>1607</b>	<b>1855</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>5577</b>	<b>7194</b>	<b>9146</b>	<b>12183</b>	净利润	614	853	1233	1768
少数股东权益	406	498	630	820	资产减值准备	12	6	4	5
股东权益	6497	7174	8154	9559	折旧摊销	213	214	263	312
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12479</b>	<b>14866</b>	<b>17931</b>	<b>22563</b>	公允价值变动损失	18	0	0	0
					财务费用	111	139	136	121
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3266)	411	618	861
每股收益	0.24	0.27	0.40	0.57	其它	52	86	128	185
每股红利	0.05	0.06	0.08	0.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2357)</b>	<b>1570</b>	<b>2247</b>	<b>3131</b>
每股净资产	2.50	2.30	2.61	3.06	资本开支	(1111)	(812)	(812)	(812)
ROIC	12%	12%	18%	26%	其它投资现金流	(107)	0	0	0
ROE	9%	12%	15%	18%	<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)	(175)	(253)	(363)
收入增长	102%	45%	43%	42%	其它融资现金流	2860	(0)	(189)	126
净利润增长率	81%	39%	45%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3811</b>	<b>25</b>	<b>(242)</b>	<b>(37)</b>
资产负债率	48%	52%	55%	58%	<b>现金净变动</b>	<b>1265</b>	<b>733</b>	<b>1144</b>	<b>2232</b>
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1101	2366	3099	4243
P/E	73.1	63.2	43.7	30.5	货币资金的期末余额	2366	3099	4243	6475
P/B	6.9	7.5	6.6	5.6	企业自由现金流	(3419)	848	1534	2419
EV/EBITDA	42.7	38.3	28.4	21.6	权益自由现金流	(201)	773	1281	2499

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