



美年健康(002044.SZ)

【联讯医药公司重大事件点评】美年健康：收购艾迪康控股部分股权，协同效应明显

2018年09月28日

事项：

买入(调高)

当前价： 17.16 元

医药行业研究组

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

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）_【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》

2018-04-19

美年健康董事会审议通过了《关于下属全资子公司签署境外股份购买协议的议案》，同意公司下属全资子公司上海美爱投资管理有限公司或经批准其在境外设立的全资子公司（以下统称“美爱投资”）拟出资 2,200 万美元认购艾迪康控股有限公司（Adicon Holdings Limited）（以下简称“艾迪康”或“标的公司”）5%的股份，并签署《股份购买协议》。

评论：

◇ 收购艾迪康控股部分股权，介入国内第三方独立医学检验领域

本次美年健康先以自有资金 2200 万美元接手艾迪康控股原两大股东转让的合计 5% 股份，艾迪康控股总估值约 4.4 亿美元（折合约 30 亿 RMB，按人民币对美元汇率 6.85 计算），估值前提是零现金零负债，后期会根据审计报告有所调整，减少或有负债等风险。艾迪康控股间接持有杭州艾迪肯 100% 的股权，杭州艾迪肯通过可变利益实体架构（VIE）控制总部位于杭州的杭州艾迪康医学检验中心有限公司（以下简称“杭州艾迪康”），杭州艾迪康是全国跨地区连锁经营的第三方独立医学检验机构，其主要业务模式为在中国境内提供医学检验服务。截至 2017 年 12 月 31 日，杭州艾迪康已在全国 19 个省、自治区、直辖市设立了医学实验室，提供 2,000 余项检测项目。目前，我国第三方独立医学诊断市场规模 100 多亿（2016 年），尚不足美欧日发达国家 1/10，渗透率不足 5%，远低于美欧日的 40% 以上的渗透率，无论从市场规模绝对值还是渗透率上都有较大提升空间，同类业务公司金域医学、迪安诊断和达安基因等都已经实现上市挂牌，市场竞争结构稳定。公司通过并购迅速介入国内第三方独立医学检验领域，**我们不排除公司进一步收购艾迪康股权的可能。**

◇ 检验业务协同效应明显

从业务协同性来看，艾迪康主要业务模式为承接医院医学检验外包服务，能提供 2000 多项检测项目服务，连锁门店也已经拓展到全国 19 个省市直辖市，与美年健康未来因扩展连锁门店，健康体检人次持续增加带来巨大的检验需求相契合。健康体检主营业务成本中医疗耗材（包括检测试剂耗材）占营业成本比例大概在 20% 左右，有望通过艾迪康布局在全国省市直辖市的医学实验室，进一步降低检测成本费用；另外，针对健康人群的疾病筛查是公司未来重要利润来源，体检流量的导入后，体检菜单的丰富多样和适应消费者需求，需要有较强检测能力的技术支持，艾迪康 2000 多项检测项目能力，赋能美年健康在未来疾病筛查方面的竞争力。

◇ 健康体检是入口，关注业务纵横发展带来客户价值提升

公司 2017 年全年体检人次超过 2160 万，预期今年 3000 万人次左右，公司规划 2021 年将服务超过 1 亿人次。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。增资大象医疗（持股 51%），实现远程阅片和远程医疗服务；收购美因健康 33.42% 股权（收购完成后持股 50.6%），



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。公司以健康体检业务为流量入口，横向纵向拓展业务，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 0.30/0.44/0.64 元，当前价对应 PE 估值分别为 58/39/27 倍，对比同为民营连锁医院模式的爱尔眼科（75X PE）和通策医疗（65X PE）估值，公司未来三年 40%以上的高速增长，我们上调为“买入”评级。

◇ 风险提示

商誉减值；公司治理风险；医疗事故风险；并购整合效果不及预期。



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	0.20	0.30	0.44	0.64
利润总额	901.6	1356.1	2009.8	2893.2	每股净资产	2.08	2.38	2.82	3.46
所得税	207.3	311.9	462.3	665.4	每股经营现金	0.46	0.69	0.88	1.20
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	87.3	57.6	38.7	26.9
归属母公司净利润	613.8	929.3	1385.0	1993.8	P/B	8.2	7.2	6.1	5.0
EBITDA	1357.1	1849.3	2545.5	3495.5	EV/EBITDA	40.75	29.93	21.75	15.84
EPS (元)	0.20	0.30	0.44	0.64					

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，中国科学院生物化学与分子生物学博士。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