

2018年10月30日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001

hubx@ghzq.com.cn

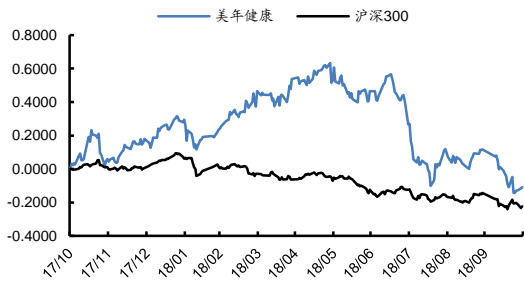
联系人：冯雪云

fengxy@ghzq.com.cn

调整节奏，稳健前行

——美年健康（002044）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
美年健康	-20.3	-36.7	-10.1
沪深300	-9.6	-11.5	-22.4

市场数据

	2018-10-30
当前价格（元）	13.73
52周价格区间（元）	12.69 - 25.30
总市值（百万）	42859.11
流通市值（百万）	31913.90
总股本（万股）	312156.70
流通股（万股）	232439.20
日均成交额（百万）	244.13
近一月换手（%）	14.83

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

美年健康发布 2018 年三季报：2018 年前三季度公司实现总收入 58.19 亿元，同比增长 43.04%，实现归母净利润 4.14 亿元，同比增长 68.18%，实现扣非后归母净利润 3.43 亿元，同比增长 92.30%。

投资要点：

- **Q3 增速有所放缓，业绩基本符合预期。**公司 2018 年前三季度实现归母净利润 4.14 亿元，同比增长 68.18%，处于业绩预告期间内（46.85-85.50%），基本符合我们的预期。从单季度看，公司 Q3 实现收入 22.81 亿元，同比增长 23.60%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 7.22%，扣非归母净利润 2.42 亿元，同比增长 49.10%；Q3 业绩增速有所放缓，主要是由于公司放缓分院扩张节奏的同时，加强对合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，投入相应的人力物力，对短期内公司收入和净利润的高速增长产生了一定的影响。
- **各项财务指标表现稳健。**公司前三季度毛利率 46.34%，同比增长 2.59pp，主要由公司个检比例提升、产品结构优化等原因导致。前三季度净利率 8.58%，同比增长 1.81pp。从期间费用角度看，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 26.06%、7.95%、3.10%，同比分别+1.27pp、-0.74pp、+1.25pp。我们认为，未来随着体检内涵的深化，个检占比和人均客单价的提升，服务品质和医疗质量等级的持续提高，公司盈利能力也将逐步增强。
- **股份回购计划彰显信心。**10月23日，公司控股股东提议回购公司股份 3-5 亿元，回购价格不超过 17 元/股，用于员工持股计划或股权激励计划。我们认为，公司分院扩张速度会有所放缓，经营杠杆压力能够得到妥善解决，经营活动也趋于稳健，这次回购充分表明了控股股东对公司未来长期发展的信心。
- **盈利预测和投资评级：**公司是民营体检行业龙头企业，长期受益于医疗服务消费升级和体检渗透率提升，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.29、0.40 和 0.56 元，对应 PE 分别为 48、34 和 24X。公司作为民营体检行业龙头企业，门店布局不断下沉，个检占比持续提升，产品结构持续优化，未来在继续先参后控稳健扩张的同时，也将加强合规运营等方面的建设，不断提高服务

品质，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**分院盈利能力不及预期、快速扩张带来的管理风险、股份回购的不确定性风险、医疗事故风险、行业政策变化风险

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	6233	8885	12481	17188
增长率(%)	102%	43%	40%	38%
归母净利润（百万元）	614	892	1252	1752
增长率(%)	81%	45%	40%	40%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.29	0.40	0.56
ROE(%)	8.89%	11.54%	14.08%	16.59%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：美年健康盈利预测表

证券代码:	002044.SZ				股价:	13.73	投资评级:	买入	日期:	2018-10-30
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	12%	14%	17%	EPS	0.24	0.29	0.40	0.56	
毛利率	47%	48%	48%	48%	BVPS	2.50	2.31	2.63	3.07	
期间费率	33%	35%	35%	35%	估值					
销售净利率	10%	10%	10%	10%	P/E	57.76	47.71	33.98	24.28	
成长能力					P/B	5.46	5.90	5.19	4.44	
收入增长率	102%	43%	40%	38%	P/S	5.69	4.79	3.41	2.48	
利润增长率	81%	45%	40%	40%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.50	0.58	0.64	0.70	营业收入	6233	8885	12481	17188	
应收账款周转率	3.72	3.72	3.72	3.72	营业成本	3306	4612	6462	8868	
存货周转率	39.77	39.77	39.77	39.77	营业税金及附加	8	107	150	206	
偿债能力					销售费用	1488	2159	2995	4125	
资产负债率	45%	50%	54%	57%	管理费用	464	657	924	1306	
流动比	1.03	1.14	1.20	1.25	财务费用	111	154	277	383	
速动比	1.01	1.12	1.18	1.22	其他费用/(-收入)	43	110	171	327	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	904	1306	1844	2627	
现金及现金等价物	2366	3865	5562	7117	营业外净收支	(2)	4	4	4	
应收款项	1676	2389	3357	4623	利润总额	902	1310	1848	2631	
存货净额	83	119	166	228	所得税费用	207	301	425	605	
其他流动资产	464	693	984	1350	净利润	694	1009	1423	2026	
流动资产合计	4590	6822	9766	12974	少数股东损益	81	117	171	273	
固定资产	1809	2318	3406	5015	归属于母公司净利润	614	892	1252	1752	
在建工程	87	139	161	153	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	138	178	244	346	经营活动现金流	1445	1134	1565	2269	
长期股权投资	31	41	56	76	净利润	694	1009	1423	2026	
资产总计	12479	15323	19458	24390	少数股东权益	81	117	171	273	
短期借款	1144	1944	3144	4144	折旧摊销	213	198	249	358	
应付款项	591	844	1182	1622	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	1093	1558	2188	3014	营运资金变动	456	(1625)	(2215)	(2919)	
其他流动负债	1637	1637	1637	1637	投资活动现金流	(2014)	(641)	(1185)	(1661)	
流动负债合计	4465	5983	8152	10417	资本支出	(908)	(561)	(1110)	(1601)	
长期借款及应付债券	1000	1500	2300	3300	长期投资	1030	(10)	(15)	(20)	
其他长期负债	112	112	112	112	其他	(2136)	(70)	(60)	(40)	
长期负债合计	1111	1611	2411	3411	筹资活动现金流	2068	1117	1743	1640	
负债合计	5577	7594	10563	13829	债务融资	1069	1300	2000	2000	
股本	2601	3122	3122	3122	权益融资	487	0	0	0	
股东权益	6903	7729	8895	10561	其它	512	(183)	(257)	(360)	
负债和股东权益总计	12479	15323	19458	24390	现金净增加额	1498	1609	2123	2248	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。