

2018 年实现体检中心 633 家，检验人次数超过 2778 万人次，行业龙头地位显著

买入 (维持)

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 焦德智
执业证号: S0600516120001
021-60199793
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证号: S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn
研究助理 许汪洋
021-60199793
xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,458	11,674	15,966	21,490
同比 (%)	35.7%	38.0%	36.8%	34.6%
归母净利润 (百万元)	821	1,163	1,641	2,250
同比 (%)	33.7%	41.7%	41.2%	37.1%
每股收益 (元/股)	0.26	0.37	0.53	0.72
P/E (倍)	63.90	45.11	31.96	23.31

投资要点

■ **事件:** 公司公告 2018 年实现营业总收入 84.58 亿元，追溯调整后比上年同期增长 34.64%；归属于上市公司股东的净利润 8.21 亿元，追溯调整后比上年同期增长 40.53%；扣非后归属母公司股东净利润 7.11 亿元，追溯调整后比上年同期增长 33.55%，符合预期。公司 2019 年 Q1 公司实现营业总收入 12.79 亿元，追溯调整后同比增长 4.21%；归属于上市公司股东的净利润-1.18 亿元，追溯调整后同比降低 6.45%；扣非后归属母公司股东净利润-2.71 亿元，追溯调整后同比降低 174.28%，略低于预期。

同期，公司公告拟以自有资金收购名流健康产业集团有限公司持有的安徽诺一健康管理有限公司 51% 股权，本次股权转让金额合计为人民币 12,750 万元。同期公司公告拟以自筹资金 5,000 万元投资设立全资子公司美年健康人工智能科技有限公司。

■ **2018 年实现体检中心 633 家，检验人次数超过 2778 万人次。** 1) 2018 年体检中心 633 家，检验人次数超过 2778 万，计划 2019 年力争实现体检中心数量达到 700 家、体检服务人次 3,600 万、个检占比 30%、平均客单价 500 元/人的年度目标。2) 创新驱动，公司推出“美年好医生”，引领行业从传统体检服务是基于最初的以初级筛查为主的常规体检——健康体检 1.0，升级到包括 CT、核磁、胶囊胃镜等大型检验设备进行精准检测的 2.0 时代，到“检”“存”“管”“医”“保”全程保障的 3.0 健康管理时代，美年健康一步步用技术和服务创新推动体检行业向前发展。

■ **收购安徽诺一 51% 的股权，进一步扩大在安徽省的 2/3/4 线城市的体检中心布局。** 安徽诺一在安徽省多个城市运营体检中心，其 2018 年实现收入和净利润分别为 1.25 亿元和 1637 万元。安徽诺一整体估值为 2.34 亿元，根据 2018 年业绩计算，对应估值 14.3X。从安徽诺一所拥有的 11 家体检中心成立时间和执业许可证情况来看，多数体检中心均为 2016 年至 2018 年获批，因此安徽诺一的体检中心均具备较好的上升期，其业绩增长有望进入快速增长阶段。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的销售收入分别为 116.74 亿元、159.66 亿元和 214.90 亿元，归属母公司净利润为 11.63 亿元、16.41 亿元和 22.50 亿元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张，以及作为大健康产业入口端的价值，未来有能力导入更多体检项目与挖掘体检数据的应用，全方位体现其大健康行业的龙头公司的价值。因此，持续推荐公司，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 医疗服务政策风险；并购整合企业融合风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.80
一年最低/最高价	12.69/25.30
市净率(倍)	8.14
流通 A 股市值(百万元)	39388.68

基础数据

每股净资产(元)	2.06
资产负债率(%)	57.24
总股本(百万股)	3121.57
流通 A 股(百万股)	2344.56

相关研究

1、《美年健康 (002044): 2018 年业绩符合预期，运营体检中心 600 家，为公司长期发展奠定坚实基础》2019-02-13

2、《美年健康 (002044): 引入战略投资者，为公司长期发展增加新动力》2019-01-29

1. 2018 年收入和业绩同比口径分别增长 34.64%和 40.53%，2019 年 Q1 收入和业绩同比口径分别增长 4.21%和-6.45%，符合预期。

公司公告 2018 年实现营业总收入 84.58 亿元，追溯调整后比上年同期增长 34.64%；归属于上市公司股东的净利润 8.21 亿元，追溯调整后比上年同期增长 40.53%；扣非后归属母公司股东净利润 7.11 亿元，追溯调整后比上年同期增长 33.55%，符合预期。

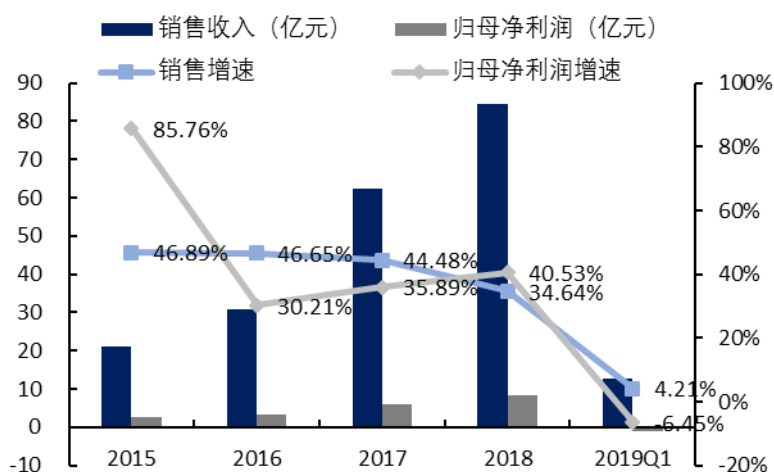
公司 2019 年 Q1 公司实现营业总收入 12.79 亿元，追溯调整后同比增长 4.21%；归属于上市公司股东的净利润-1.18 亿元，追溯调整后同比下降 6.45%；扣非后归属母公司股东净利润-2.71 亿元，追溯调整后同比下降 174.28%，略低于预期。

公司公告分红预案，拟以 3,114,959,956 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.53 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股。

同期，公司公告拟以自有资金收购名流健康产业集团有限公司持有的安徽诺一健康管理有限公司 51% 股权，本次股权转让金额合计为人民币 12,750 万元。

同期，公司公告拟以自筹资金 5,000 万元投资设立全资子公司美年健康人工智能科技有限公司，聚焦医学影像人工智能辅助诊断、超声人工智能系统、眼底扫描和人工智能分析、脑健康（老年痴呆）预警智能平台、中医智能体检、智能化套餐设计和报告解读、体检流程智能优化系统、重大疾病早期筛查技术等，为客户提供高品质的个性化、定制化、智能化健康管理服务。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2. 2018 年实现体检中心 633 家，检验人次数超过 2778 万人次。

1) 2018 年体检中心 633 家，检验人次数超过 2778 万，2019 年目标体检中心数量达到 700 家、体检服务人次 3,600 万

2018 年公司收入和利润持续保持高速增长，分别增长 34.64% 和 40.53%。在 2018 年经历了对公司和体检行业来说具备深远影响的“富海门诊事件”事件之后，公司通过不断提高自己的业务能力，依然保持了快速稳健的发展态势。截止 2018 年底，公司实现覆盖全国 31 个省市自治区、301 个核心城市，完成布局 633 家体检中心(含在建)，全年体检人次超过 2,778 万(含参股体检中心)，无论在区域扩张和体检人次扩张再上一个台阶，体检行业龙头地位显著。

公司在年报中提出了 2019 年的经营计划，其中明确继续深耕全国市场，加快三四线城市布局，力争实现体检中心数量达到 700 家、体检服务人次 3,600 万、个检占比 30%、平均客单价 500 元/人的年度目标。

2) 服务内容上技术引领，创新驱动

在服务内容拓展上，公司引进胶囊胃镜、佳能(东芝)心脏冠脉核磁、低剂量螺旋 CT、飞利浦 1.5T 超导核磁共振等专业设备，不断加强在人工智能、基因检测、肿瘤早筛、智能诊断、健康保险等核心赛道的控制力，强练内功，以专业化、智能化、标准化管理强化质控水平。在丰富了体检套餐的同时，提高检验的质量和服务水平，吸引更多的个检业务，保持个检占比和人均客单价保持较快增长。

报告期内，公司推出“美年好医生”，引领行业从传统体检服务是基于最初的以初级筛查为主的常规体检——健康体检 1.0，升级到包括 CT、核磁、胶囊胃镜等大型检验设备进行精准检测的 2.0 时代，到“检”“存”“管”“医”“保”全程保障的 3.0 健康管理时代，美年健康一步步用技术和服务创新推动体检行业向前发展。

3) 重质量，强化医质管理，提升医疗服务。

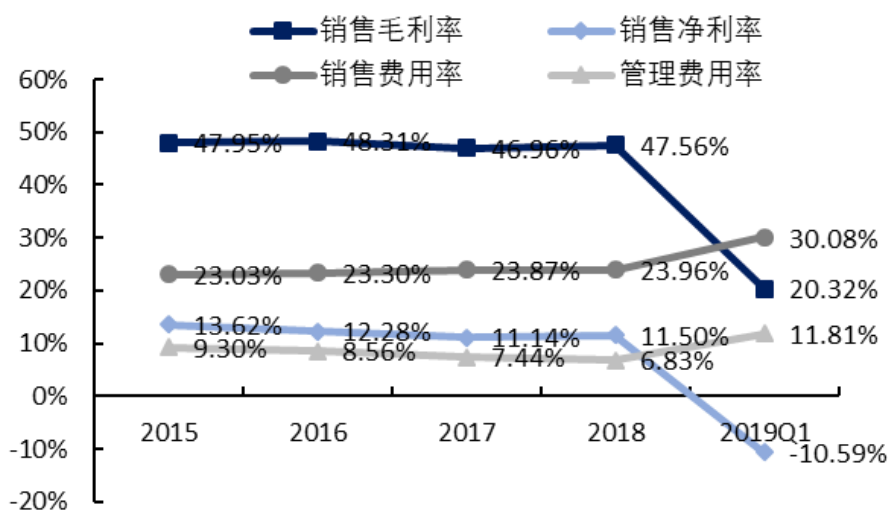
公司明确品牌的核心是质量，质量的核心是医疗。尤其在经历了 2018 年体检行业风波，美年健康从新建立管理体系来用以保障体检服务，从而在源头控制体检服务的质量风险。为此，公司建立了九大规范质控体系，涵盖了从体检设备、体检中心资质、医护人员资质、隐私(信息)保护、检测过程实时跟踪、医疗管理国际标准认知、统一管理和全程跟踪等质控规范体系。

3. 2019 年 Q1 收入增长稳定，成本上升导致业绩波动

在 2019 年初，公司建立规范质检体系，相继开展了人脸识别、血液样本跟踪查询等多个体检服务质量保障系统，在完善质控体系的同时也增加了成本投入。2019 年 Q1 公司的毛利率和净利润率水平明显下降，分别只有 20.32% 和 -10.59%，2018 年同期毛利率和净利润率水平分别为 32.70% 和 -8.12%。我们认为质控体系的建立有助于显著提高公司的服务质量，且多数设备的成本为一次性支出，因此公司毛利率和净利润率水平将逐

季提高。

图 2：公司的毛利率和净利润率以及费用率变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司 2019 年 Q1 的销售费用率和管理费用率也有显著提高，分别为 30.08% 和 11.81%，高于去年同期的 30.06% 和 9.76% 的水平。其中管理费用上升较快，2019 年 Q1 管理费用达到 1.51 亿元，同比增长 19.84%，显著高于收入增速，也直接拖累了公司净利润。

4. 收购安徽诺一 51% 的股权，进一步扩大在安徽省的 2/3/4 线城市的体检中心布局

公司公告全资子公司美年大健康产业（集团）有限公司拟以自有资金收购名流健康产业集团有限公司持有的安徽诺一健康管理有限公司 51% 股权，本次股权转让金额合计为 12,750 万元。

安徽诺一在安徽省多个城市运营体检中心，其 2018 年实现收入和净利润分别为 1.25 亿元和 1637 万元，在 2017 年同期收入和净利润 3879 万元和 -50.60 万元基础上有显著提高。安徽诺一整体估价为 2.34 亿元，根据 2018 年业绩计算，对应估值 14.3X。从安徽诺一所拥有的 11 家体检中心成立时间和执业许可证情况来看，多数体检中心均为 2016 年至 2018 年获批，因此安徽诺一的体检中心均具备较好的上升期，其业绩增长有望进入快速增长阶段。

公司持续通过先参后控和外延并购的发展模式快速扩张。此次收购安徽诺一符合公司的发展逻辑和发展方向，有助于公司在安徽地区快速提高竞争力和区域覆盖面，我们看好公司后期的管理和整合能力，为安徽诺一和美年健康带来快速的协同发现效应。

表 1: 安徽诺一拥有的 11 家体检中心的情况列表

序号	公司名称	成立日期	证书 (最新) 签发时间	注册资本 (万元)	持股比例	营业面积 (平方米)
1	合肥蜀山艾诺健康体检门诊部有限公司	2010/10/15	2018/5/23	1,000	100%	1,570.29
2	六安艾诺健康体检门诊部有限公司	2016/8/17	2018/10/30	600	100%	2429.16
3	巢湖艾诺健康体检综合门诊部有限公司	2016/9/21	2016/1/22	600	51%	1,670.00
4	芜湖艾诺门诊部有限公司	2016/9/23	2018/2/2	600	100%	3,068.00
5	合肥庐阳艾诺门诊部有限公司	2016/12/28	2017/12/13	1,000	100%	4,700.00
6	淮北艾诺万佳健康体检有限公司	2017/1/6	2019/2/1	1,000	100%	2,118.00
7	蚌埠经济开发区艾诺门诊部有限公司	2017/4/20	2017/10/25	420	100%	3,600.00
8	滁州艾诺健康体检门诊部有限公司	2017/7/11	2018/3/16	600	100%	3,300.00
9	安庆艾诺健康体检门诊部有限公司	2017/7/26	2018/2/28	600	100%	3,792.00
10	淮南市艾诺健康体检门诊有限公司	2017/10/25	2017/1/11	50	100%	3,167.00
11	阜阳市颍州区艾诺综合门诊部有限公司	2018/1/18	2018/5/15	600	100%	4,100.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 设立美年健康人工智能全资子公司，充分挖掘数据价值，更好服务体检业务

公司拟以自筹资金人民币 5,000 万元投资设立全资子公司美年健康人工智能科技有限公司。聚焦医学影像人工智能辅助诊断、超声人工智能系统、眼底扫描和人工智能分析、脑健康（老年痴呆）预警智能平台、中医智能体检、智能化套餐设计和报告解读、体检流程智能优化系统、重大疾病早期筛查技术等，为客户提供高品质的个性化、定制化、智能化健康管理服务。

美年健康一直是体检行业创新的领导者，此次设立人工智能全资子公司是美年健康进一步提升服务能力，同时充分挖掘体检和健康管理为入口的价值，为预防医学+人工智能技术应用的寻找突破口。

6. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年的销售收入分别为 116.74 亿元、159.66 亿元和 214.90 亿元，归属母公司净利润为 11.63 亿元、16.41 亿元和 22.50 亿元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张以及作为大健康产业入口端的价值，未来有能力导入更多体检项目与挖掘体检数据的应用，全方面体现其大健康行业的龙头公司的价值。因此，持续推荐公司，维持“买入”评级。

7. 风险提示

医疗服务政策风险；并购整合企业融合风险。

美年健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5806	6771	8757	11586	营业收入	8458	11674	15966	21490
现金	2494	2384	3623	4338	减:营业成本	4436	6327	8653	11658
应收账款	1969	2690	3683	4894	营业税金及附加	12	16	22	29
存货	127	173	236	315	营业费用	2027	2650	3624	4878
其他流动资产	1216	1525	1215	2039	管理费用	578	794	1080	1446
非流动资产	10548	11149	12021	13029	财务费用	246	167	137	95
长期股权投资	60	82	104	124	资产减值损失	26	0	0	0
固定资产	2562	3156	4043	5144	加:投资净收益	195	98	118	137
在建工程	69	145	217	269	其他收益	0	0	0	0
无形资产	165	183	205	236	营业利润	1297	1818	2567	3519
其他非流动资产	7692	7583	7452	7256	加:营业外净收支	-13	0	0	0
资产总计	16355	17920	20778	24614	利润总额	1283	1818	2567	3519
流动负债	6654	7224	8504	10036	减:所得税费用	311	440	621	852
短期借款	2414	2414	2414	2414	少数股东损益	152	216	304	417
应付账款	773	1172	1488	2096	归属母公司净利润	821	1163	1641	2250
其他流动负债	3468	3638	4602	5526	EBIT	1503	1959	2678	3589
非流动负债	2405	2023	1655	1292	EBITDA	2068	2552	3441	4558
长期借款	2250	1867	1500	1137					
其他非流动负债	155	155	155	155	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9059	9247	10159	11328	每股收益(元)	0.26	0.37	0.53	0.72
少数股东权益	730	945	1249	1666	每股净资产(元)	2.10	2.48	3.00	3.72
归属母公司股东权益	6566	7729	9370	11620	发行在外股份(百万股)	3122	3122	3122	3122
负债和股东权益	16355	17920	20778	24614	ROIC(%)	9.4%	11.8%	14.6%	17.2%
					ROE(%)	13.3%	15.9%	18.3%	20.1%
					毛利率(%)	47.6%	45.8%	45.8%	45.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.7%	10.0%	10.3%	10.5%
经营活动现金流	1539	1895	3235	2980	资产负债率(%)	55.4%	51.6%	48.9%	46.0%
投资活动现金流	-2781	-1096	-1516	-1840	收入增长率(%)	35.7%	38.0%	36.8%	34.6%
筹资活动现金流	1242	-910	-480	-426	净利润增长率(%)	33.7%	41.7%	41.2%	37.1%
现金净增加额	0	-111	1240	715	P/E	63.90	45.11	31.96	23.31
折旧和摊销	565	593	763	968	P/B	7.99	6.79	5.60	4.51
资本开支	831	579	850	987	EV/EBITDA	27.21	21.89	15.86	11.84
营运资本变动	-116	-145	508	-614					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

