

美年健康(002044)/医疗服务

龙头地位稳固, 等待收入增长回暖

评级: 增持(下调)

市场价格: 15.38

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3122
流通股本(百万股)	1815
市价(元)	15.38
市值(亿元)	480
流通市值(亿元)	361

股价与行业-市场走势对比
相关报告

1 美年健康(002044)-公司点评: 业绩基本复合预期, 期待 Q1 经营表现-买入-(中泰证券_江琦、王超)20190212

2 美年健康(002044)-公司点评: 计划引入上海国资背景战投, 助力公司长期发展-买入-(中泰证券_江琦、王超)20190128

3 美年健康(002044)-公司点评: 定增提升公司软硬实力, 夯实长期成长基础-买入-(中泰证券_江琦、王超)20181123

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6282.36	8458.45	10725.31	14028.7	17886.6
增长率 yoy%	45.62%	34.64%	26.80%	30.80%	27.50%
净利润	583.95	820.65	1077.59	1452.18	1925.54
增长率 yoy%	27.82%	53.47%	33.56%	39.17%	37.08%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.35	0.47	0.62
每股现金流量	0.45	0.49	0.72	0.76	0.99
净资产收益率	8.91%	12.50%	19.17%	21.22%	22.64%
P/E	114.69	58.50	44.55	33.06	24.93
PEG	4.12	1.09	1.33	0.84	0.67
P/B	6.11	7.31	6.21	5.23	4.32

备注:

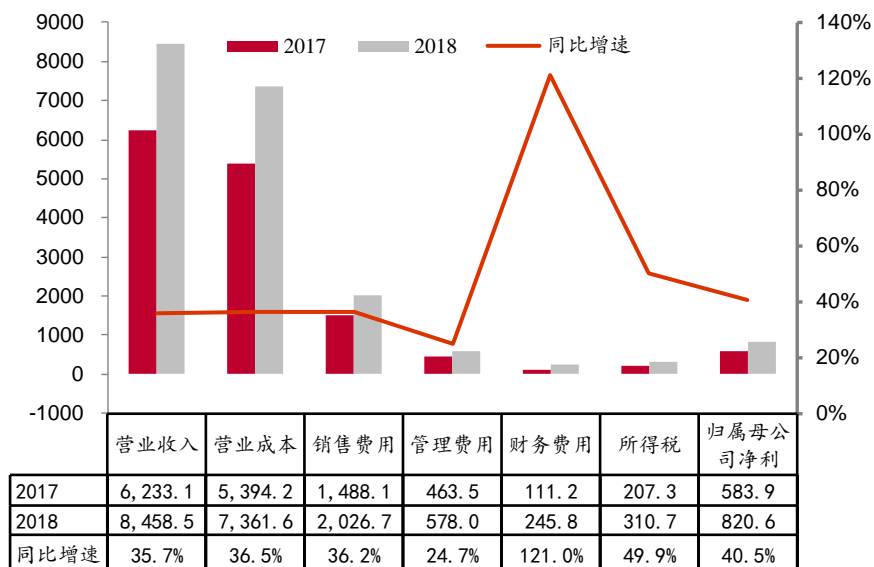
投资要点

- 事件:** 公司发布 2018 年年报, 报告期内公司实现营收 84.58 亿元, 同比增 34.64%; 实现归母净利润 8.21 亿元, 同比增 40.53%, 实现归母扣非净利润 7.11 亿元, 同比增长 33.55%; 公司发布 2019 年 1 季报, 报告期内实现营收 12.79 亿元, 同比增 4.21%; 实现归母净利润-1.18 亿, 同比降 6.48%; 实现扣非归母净利润-2.70 亿, 同比降 174.3%。
- 点评:** 2019Q1 业绩低于预期, 收入和利润端表现不佳; 我们认为主要由于受去年“广州富海”等事件影响, 短期部分团单客户流失, 个人客户体检意愿下降, 同时由于公司较去年同期并表医院数及工作人员数增加使得固定摊销及人员薪酬总数上升, 共同造成公司收入放缓, 成本上升。我们认为经过行业和公司自身较为充分的调整后, 公司有望于下半年重新恢复良好的收入增速。
- 财务数据方面:** 2018 年公司毛利率 47.56%, 同比增 60bp; 销售费用率 23.96%, 基本保持稳定; 财务费用率 2.91%, 同比增 113bp, 融资规模和融资利率的上升共同使得财务费用显著上升; 2019Q1 公司的非经常性损益达 1.5 亿元, 主要是一项非流动金融资产公允价值变动带来的 1.8 亿收益贡献, 该项收益为公司按最新的会计准则, 将今年已实现和计划参转控的体检中心按照公允价值进行了一次性相应重估所致。Q1 公司经营性现金流-5.6 亿元, Q1 为传统单季, 后续有望逐季转好。
- 经营网络遍布全国, 区域品牌协同发展:** 2018 年初步实现中国大陆市场(除港澳台地区)全覆盖, 在 31 个省市自治区、301 座核心城市布局 633 家专业体检中心(含在建), 健康体检龙头地位进一步巩固。其中: 公司控股 256 家、参股 292 家、在建 85 家, 全年合计为 2778 万人次(含参股体检中心)提供了专业健康体检服务; 三四线城市是蓝海市场, 公司加快三、四线城市布局, 目前一二线与三四线市场分布的比例为 51%: 49%。于此同时, 美兆和奥亚为代表的中高端体检中心的门店数得到大幅增长。
- 大力强化医质管理, 短期公司盈利表现受影响, 长期有望成为重要竞争力:** “广州富海事件”后, 公司主动大力加强了对医质的管控和投入, 现已形成了人脸识别、血液追踪、AI 影像筛查等独具特色的医疗质控标准, 还建立了三级质量管理、重大阳性报告、诊断报告控制等制度; 除此之外对部分饱和医院进行限流措施、加强关键岗位医师投入等, 虽然这对公司收入和成本均产生一定

影响，但我们认为这将逐渐成为公司的重要竞争力。

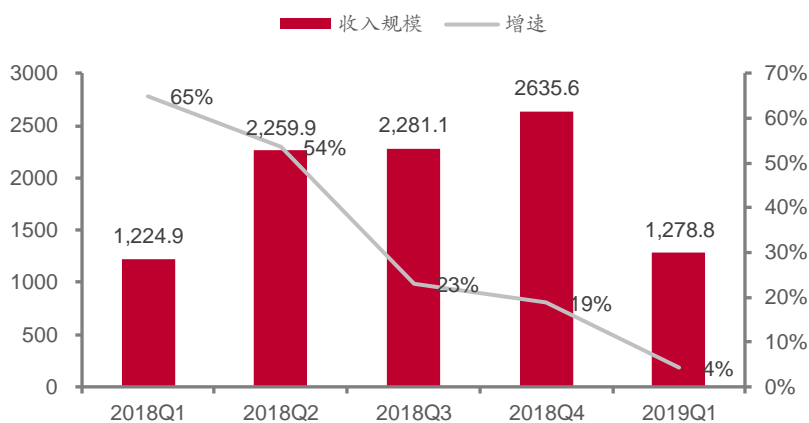
- **并购美因基因、推出美年好医生，体检流量入口的变现渠道丰富：**2018 年公司完成收购美因基因，全年实现收入 2.03 亿元，净利润 4299 万元，基因样本量累计超过 300 万。借助公司体检平台优势，美因基因检测业务得到迅速提升。公司联合优健康、大象医生、平安好医生、中国人保财险，共同推出一站式健管创新产品“美年好医生”。为消费者提供更好的客户体验和全生命周期的健康管理服务，美年引领行业进入体检 3.0 时代。
- **盈利预测和投资建议：**暂不考虑增发对公司的盈利贡献及股本摊薄效应，由于考虑公司收入增速可能放缓，我们调整对公司盈利预测，2019-2021 年公司归属母公司净利润分别为 10.8 亿、14.5 亿元和 19.3 亿元，同比增长 33.6%、39.2%、37.1%，对应 EPS 为 0.72、0.76、0.99 元。调整为“增持”评级。
- **风险提示事件：**风险提示事件：体检中心盈利情况不及预期风险，医疗服务质量控制风险，定增后股本摊薄使得预期每股收益下降的风险。

图表 1: 美年健康 2018 年主要财务数据表现情况



来源: 中泰证券研究所

图表 2: 美年健康分季度收入表现情况 (百万元)



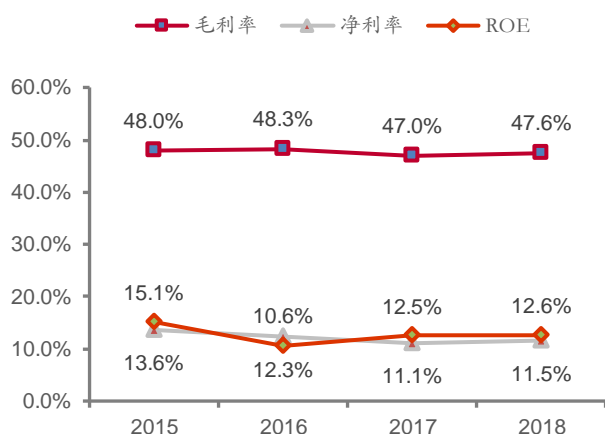
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 3: 美年健康分季度财务数据表现情况

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q
营业收入	555.0	1,066.4	1,367.9	3,243.8	1,224.9	2,259.9	2,281.1	2,639.8	1,278.8
营收同比增长	79.6%	45.4%	62.8%	170.5%	120.7%	111.9%	66.8%	-18.6%	4.4%
营收环比增长	-53.7%	92.1%	28.3%	137.1%	-62.2%	84.5%	0.9%	15.7%	-51.6%
营业成本	403.9	508.4	695.4	1,698.1	824.3	1,102.9	1,164.8	1,313.1	1,018.9
营业费用	185.6	267.9	333.7	700.9	368.3	599.7	527.5	510.7	384.6
管理费用	69.0	84.9	80.7	229.0	119.6	148.4	143.5	158.8	151.0
财务费用	17.2	25.4	31.1	37.4	37.8	67.3	75.0	65.3	83.6
营业利润	-135.4	199.2	279.3	560.5	-118.6	437.0	369.4	627.6	-157.1
利润总额	-135.4	198.7	280.1	558.1	-117.3	437.0	364.4	618.0	-160.9
所得税	-22.4	49.2	61.5	118.9	-17.8	116.5	69.3	144.3	-25.5
归母净利润	-105.8	134.3	187.5	397.7	-98.3	267.9	255.1	406.8	-118.4
少数股东损益	-7.2	15.2	31.0	41.5	-1.1	52.6	40.0	66.9	-17.0

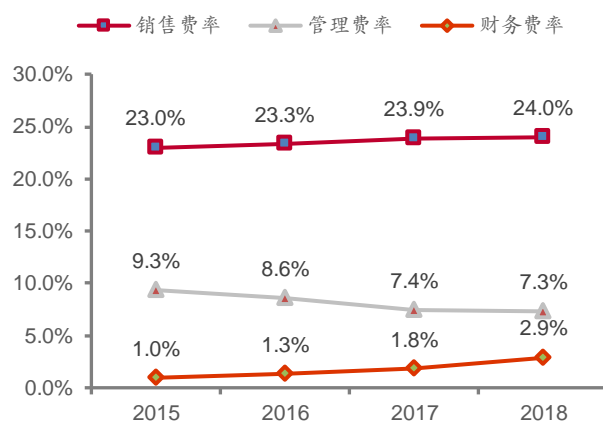
来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 4: 美年健康的盈利表现情况



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 5: 美年健康期间费用率情况



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 6: 美年健康财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5806	8541	11447	15139	营业收入	8458	10725	14029	17887
现金	2494	4765	6628	9110	营业成本	4436	5642	7363	9351
应收账款	1969	2472	3234	4123	营业税金及附加	12	14	20	27
其他应收款	397	493	645	822	营业费用	2027	2488	3170	3899
预付账款	202	257	335	426	管理费用	578	751	968	1216
存货	127	154	206	258	财务费用	246	262	291	315
其他流动资产	617	400	400	400	资产减值损失	26	22	24	23
非流动资产	10548	11067	11741	12586	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	195	220	250	280
固定资产	2562	2513	2430	2315	营业利润	1297	1721	2388	3268
无形资产	165	177	189	201	营业外收入	5	4	5	4
其他非流动资产	7760	8317	9062	10010	营业外支出	18	20	20	20
资产总计	16355	19608	23188	27725	利润总额	1283	1705	2373	3253
流动负债	6654	8224	9795	11653	所得税	311	406	565	774
短期借款	2414	3200	3800	4500	净利润	973	1299	1808	2478
应付账款	804	1015	1329	1685	少数股东损益	152	222	356	553
其他流动负债	3437	4009	4666	5468	归属母公司净利润	821	1078	1452	1926
非流动负债	2405	2706	2907	3107	EBITDA	2107	2499	3225	4158
长期借款	1354	1554	1754	1954	EPS (元)	0.26	0.35	0.47	0.62
其他非流动负债	1051	1152	1153	1154	主要财务比率				
负债合计	9059	10930	12702	14760	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	730	951	1307	1860	成长能力				
股本	3122	3122	3122	3122	营业收入	34.6%	26.8%	30.8%	27.5%
资本公积	1332	1332	1332	1332	营业利润	53.8%	32.7%	38.8%	36.8%
留存收益	2196	3273	4725	6651	归属于母公司净利润	40.5%	31.3%	34.8%	32.6%
归属母公司股东权益	6566	7727	9179	11105	获利能力				
负债和股东权益	16355	19608	23188	27725	毛利率(%)	47.6%	47.4%	47.5%	47.7%
					净利率(%)	9.7%	10.0%	10.4%	10.8%
					ROE(%)	12.5%	13.9%	15.8%	17.3%
					ROIC(%)	12.4%	15.4%	19.8%	24.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.4%	55.7%	54.8%	53.2%
					净负债比率(%)	50.72%	50.81%	50.02%	49.14%
					流动比率	0.87	1.04	1.17	1.30
					速动比率	0.85	1.02	1.15	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.60	0.66	0.70
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	6.34	6.21	6.28	6.21
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.35	0.47	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.72	0.76	0.99
					每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.48	2.94	3.56
					估值比率				
					P/E	58.50	44.55	33.06	24.93
					P/B	7.31	6.21	5.23	4.32
					EV/EBITDA	24	20	16	12

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。