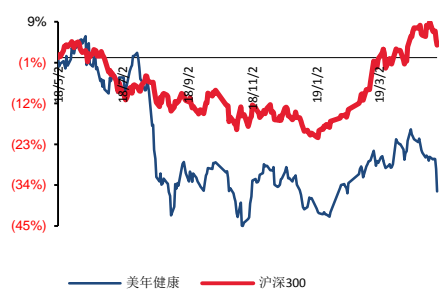


医疗保健 医疗保健设备与服务

## Q2 业绩有望企稳回升

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,122/2,310
总市值/流通(百万元)	48,010/35,525
12 个月最高/最低(元)	30.30/13.20

## ■ 相关研究报告:

美年健康(002044)《Q4 利润端改善明显, 19 年有望企稳》  
--2019/02/13

美年健康(002044)《引进战投落地, 上海国资助力公司中长期发展》  
--2019/01/26

美年健康(002044)《公司产业链延伸加快落地, 医质管理能力将有效提升》  
--2018/11/23

## ■ 证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

## ■ 证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

## ■ 事件:

4月26日, 公司发布2018年报及19年一季报: **18** 全年公司实现营收84.58亿(+34.64%); 归母净利润8.21亿(+40.53%); 扣非净利润7.11亿(+33.55%); 经营现金流净额15.39亿(+9.92%)。EPS0.26元/股。**19Q1** 实现营收12.79亿(+4.21%); 归母净利润-1.18亿(-6.45%); 扣非净利润-2.71亿(-174.28%); 经营性现金流净额-5.56亿(-181.05%)。EPS-0.04元/股。公司18年整体业绩增长符合我们之前的预期。

## ■ 点评:

## 1. 阶段性因素影响19Q1业绩, Q2有望企稳回升

18年分季度看, 公司收入利润保持高速增长, 四个季度分别实现收入12.25亿(+65.00%)、22.97亿(+53.60%)、22.81亿(+23.60%)、26.40亿(+19.20%); 归母净利润-1.11亿(+21.83%)、2.70亿(+70.92%)、2.55亿(+7.22%)、4.07亿(+20.40%); 扣非净利润-0.99亿(+7.61%)、2.00亿(+62.55%)、2.42亿(+49.10%)、3.68亿(+3.94%)。19年Q1实现收入12.79亿(+4.21%), 归母净利润-1.18亿(-6.45%), 扣非净利润-2.71亿(-174.28%)。

分析18Q4及19Q1业绩增速有所放缓的原因, 我们先从19Q1经营现金流净额(-5.56亿, -181%)看起:

首先, 19Q1预计受到12月行业舆论事件影响, 一季度主要是个检(例如18Q1个检占比44%), 个检一般无账期, 而团检一般有几个月不等的回款周期(形成应收款), 因此个检受影响会加大现金流增长的压力。19Q1末应收账款19.9亿, 较年初增加0.2亿, 而历史情况Q1应收款比年初少, 这与团检比例相对提升印证。

其次, 按照体检中心经营规律, Q4门店开业加快, 持续投入成本增加, 以及Q1为淡季, 但成本、摊销仍正常支出, 加上公司加大对医质管理、信息化系统升级的投入, 资本开支的增加也使现金流短期承压。

再次, 公司严格把控体检质量与坚持提升服务质量, 对体检中心接待人次和医护人员资质严格把控, 把握好“量”与“质”的平衡, 因此

执业资格证书编码：S1190518050001

阶段性业绩放缓也是预期之内，从长远看利于公司更加稳健发展。

以上行业舆论影响个检、淡季资本开支增加、提升医质管理的投入也是收入利润受影响的主要原因，但是我们认为前两项只是阶段性因素，最后一项是保证公司长远发展的必备支出，Q2起随着团检的逐步签单及体检淡季的结束，以及公司医质管理的强化和服务内涵的提升，业绩有望企稳回升，量价核心驱动因素没有改变。

19Q1扣非增速慢于归母增速，我们分析主要与新会计准则下投资收益确认方式调整有关，对全年扣非利润影响较小，是一次性因素。

从毛利率和净利率来看，18年体检服务毛利率46.54%，同比提升0.87%；销售净利率11.5%，同比提升0.36%，印证公司规模效应增强、管理效率提升、新设备和技术应用提升客单价、员工提质增效的逻辑。

## 2. 核心经营指标增长稳定

2018年，公司体检中心数量达633家(+147家)，其中控股256(+48)、参股292(+122)、在建85(-23)，括号内为较年初增加值，体检中心数量增长符合预期，参股体检中心扩张加速。与公司在基层地区以参股模式扩张为主相印证的是，目前一二线与三四线市场分布的比例为51%:49%，下沉加快。18全年体检人次达2778万(含参股)，较17年的2160万增加29%。19全年公司预期体检中心数量700家，体检人次3600万，个检比例30%，平均客单价500元/人。

我们认为在经营平稳的态势下，19年目标有望达成，主要来源于以下几方面的保障：1)自18年以来，美年大力加强了合规运营、医质规范方面的力度，参股艾迪康提升检验质量、推出美年好医生、上线人脸识别和血液追踪系统等，逐一落地严格执行，确保运营稳健发展。2)体检内涵丰富升级，在全国市场重磅加码“美年好医生”的营销推广工作，全方位健康管理提升客户黏性；3)推出美年“X+1”套餐，为消费者定制个性化、多样化的慢病及防癌体检套餐；4)利用AI技术为客户提供高品质的个性化、定制化、智能化健康管理服务，以及持续引进高端、专业设备，提升检验质量——可总结为技术和创新驱动量价提升。

**盈利预测：**结合公司处于业绩逐步改善阶段，且维持长期空间不变，预计19-21年归母净利润11.52、15.57、20.96亿，同比增长40%/35%/33%，对应PE42/31/23倍。公司中长期业绩和市值空间大，维持“买入”评级。

**风险提示：**健康体检有一定漏检误检概率；体检中心扩张速度及盈利能力不及预期；体检中心快速扩张过程中的管理风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8458	11004	14415	18884
(+/-%)	35.70%	30.09%	31.00%	31.00%
归母净利润(百万)	821	1152	1557	2096
(+/-%)	34%	40%	35%	35%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.37	0.50	0.67
市盈率(PE)	58	42	31	23

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2366	2494	3854	5096	7231	<b>营业收入</b>	<b>6233</b>	<b>8458</b>	<b>11004</b>	<b>14415</b>	<b>18884</b>
应收和预付款项	1524	2171	2197	2839	3667	营业成本	3306	4436	5942	7784	10197
存货	83	127	130	171	224	营业税金及附加	8	12	9	9	42
其他流动资产	616	1014	1012	1133	1292	销售费用	1488	2027	2652	3402	4362
<b>流动资产合计</b>	<b>4590</b>	<b>5806</b>	<b>7193</b>	<b>9239</b>	<b>12414</b>	管理费用	464	578	715	894	1133
长期股权投资	31	60	60	60	60	财务费用	111	246	68	47	29
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	18	26	0	0	0
固定资产	1809	2562	3010	3323	3502	投资收益	61	195	180	150	150
在建工程	87	69	119	169	219	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	138	165	271	400	542	<b>营业利润</b>	<b>904</b>	<b>1297</b>	<b>1798</b>	<b>2429</b>	<b>3271</b>
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-2	-14	2	3	4
其他非流动资产	7890	10548	11086	12078	12947	<b>利润总额</b>	<b>902</b>	<b>1283</b>	<b>1800</b>	<b>2432</b>	<b>3275</b>
<b>资产总计</b>	<b>12479</b>	<b>16355</b>	<b>18279</b>	<b>21317</b>	<b>25361</b>	所得税	207	311	450	608	819
短期借款	1144	2414	2414	2414	2414	<b>净利润</b>	<b>694</b>	<b>973</b>	<b>1350</b>	<b>1824</b>	<b>2456</b>
应付和预收款项	1684	2189	2652	3474	4551	少数股东损益	81	152	198	268	360
长期借款	603	1354	1354	1354	1354	<b>归母股东净利润</b>	<b>614</b>	<b>821</b>	<b>1152</b>	<b>1557</b>	<b>2096</b>
其他负债	2145	3102	3214	3605	4116						
<b>负债合计</b>	<b>5577</b>	<b>9059</b>	<b>9633</b>	<b>10846</b>	<b>12435</b>	<b>预测指标</b>					
股本	2601	3122	3122	3122	3122		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2357	1332	1332	1332	1332	毛利率	46.96%	47.56%	46.00%	46.00%	46.00%
留存收益	1538	2196	3348	4905	7001	销售净利率	9.85%	9.70%	10.47%	10.80%	11.10%
归母公司股东权益	6497	6566	7718	9275	11371	销售收入增长率	102.25%	35.70%	30.09%	31.00%	31.00%
少数股东权益	406	730	928	1195	1555	EBIT 增长率	87.80%	54.72%	19.19%	32.76%	33.24%
<b>股东权益合计</b>	<b>6903</b>	<b>7296</b>	<b>8646</b>	<b>10470</b>	<b>12927</b>	净利润增长率	81.11%	33.70%	40.39%	35.12%	34.65%
<b>负债和股东权益</b>	<b>12479</b>	<b>16355</b>	<b>18279</b>	<b>21317</b>	<b>25361</b>	ROE	9.45%	12.50%	14.93%	16.78%	18.43%
						ROA	4.92%	5.02%	6.30%	7.30%	8.27%
						ROIC	12.66%	14.17%	16.58%	20.59%	26.49%
						EPS(X)	0.24	0.26	0.37	0.50	0.67
						PE(X)	91.13	57.50	41.70	30.86	22.92
						PB(X)	8.76	7.11	6.22	5.18	4.22
						PS(X)	9.13	5.52	4.37	3.33	2.54
						EV/EBITDA(X)	40.20	23.30	21.29	15.69	11.42

资料来源: WIND, 太平洋证券.

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。