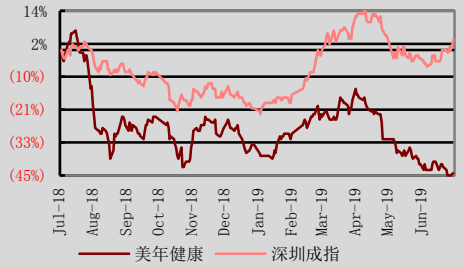
002044.SZ

增持

市场价格：人民币 12.68

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.2)	(5.1)	(34.4)	(43.9)
相对深证成指	(44.5)	(11.9)	(27.2)	(45.5)

发行股数(百万)	3.122
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	39,581
3 个月日均交易额(人民币 百万)	236
净负债比率(%)(2019E)	净现金
主要股东(%)	
上海天亿资产管理有限公司	9

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券

以 2019 年 7 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇
075582560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博
(0755)82560525
bo.chai@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

美年健康

行业龙头地位稳固，收入利润维持 30%~35%增速

预计 2019-2021 年净利润为 11.44 亿/15.68 亿/21.99 亿，对应估值 35X、25X、18X。公司作为第三方体检的行业龙头，业绩将逐渐恢复增长，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 截止 2018 年底，公司体内外合计有 633 家体检门店，在营 548 家，美年健康体系在营门店 431 家，慈铭 85 家门店，美兆+奥亚合计 32 家，正在筹建 85 家（美年 59 家、慈铭 8 家、美兆+奥亚 18 家）。2018 年体检人次 2778 万人次，同比增长 28.57%。预计到 2020 年体内外门店数量达到 1000 家，体检人次 5000-6000 万左右，每年门店的增速为 26%、体检人次增速 34%。一般单店的初始投资在 1500 万元以上，目前盈亏平衡期为 1 年，而且在三四线城市的获利能力更强，净利率可达到 20%-40%，远高于二线城市 15%左右的净利率，2018 年底 3-5 线城市的体检门店数占比达到 48.4%。
- 2018 年底团检占比 75%、个检占比 25%，团检的客单价为 409 元（提高了 5.4%）、个检客单价为 588 元（提高了 10%）。随着个检占比的提高及心脏冠脉核磁、基因检测、胶囊胃镜、AD 早期检测等新体检手段的丰富，客单价每年可以提高 10%左右，根据我们的测算在体检人次、费用率不变的前提下客单价每提高 10%，净利润也相应增长 22%左右。
- 2017 年 10 月 11 日慈铭完成过户纳入公司合并范围，2016、2017、2018 年慈铭收入为 12.80、16.09 亿、19.49 亿，净利为 1.3、1.63、2.09 亿（2016 年并表 3600 万、2017 年并表 8000 万、2018 年全年并表）；美年收入 30.82、46.24、61.58 亿，净利 3.03、4.52、5.90 亿。美因基因 2018 年并表 2200 万净利（上年亏损 0.31 亿），收入 2.03 亿（+158%）。

估值

- 预计 2019-2021 年归母净利润为：11.44 亿/15.68 亿/21.99 亿（同比+39%/37%/40%），EPS 0.37/0.50/0.70 元，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

- 医疗事件风险，行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	6,233	8,458	10,713	13,843	17,872
变动(%)	102	36	27	29	29
净利润(人民币 百万)	614	821	1,144	1,568	2,199
全面摊薄每股收益(人民币)	0.236	0.263	0.366	0.502	0.704
变动(%)	68.6	11.4	39.4	37.1	40.3
全面摊薄市盈率(倍)	53.7	48.2	34.6	25.3	18.0
价格/每股现金流量(倍)	22.8	25.7	12.2	16.5	9.7
每股现金流量(人民币)	0.56	0.49	1.04	0.77	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.1	19.7	14.9	10.7
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.073	0.100	0.141
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	**6,233**	**8,458**	**10,713**	**13,843**	**17,872**
销售成本	(3,314)	(4,448)	(5,627)	(7,261)	(9,364)
经营费用	(1,756)	(2,313)	(3,119)	(4,114)	(5,414)
息税折旧前利润	**1,163**	**1,697**	**1,968**	**2,467**	**3,093**
折旧及摊销	(213)	(317)	(371)	(432)	(493)
经营利润 (息税前利润)	**950**	**1,380**	**1,597**	**2,035**	**2,600**
净利息收入/(费用)	(111)	(246)	(337)	(377)	(351)
其他收益/(损失)	58	182	474	719	1,085
税前利润	**897**	**1,317**	**1,734**	**2,377**	**3,334**
所得税	(207)	(311)	(420)	(575)	(807)
少数股东权益	81	152	171	234	329
净利润	**614**	**821**	**1,144**	**1,568**	**2,199**
核心净利润	**770**	**851**	**1,140**	**1,564**	**2,195**
每股收益 (人民币)	0.197	0.263	0.366	0.502	0.704
核心每股收益 (人民币)	0.247	0.272	0.365	0.501	0.703
每股股息 (人民币)	0.042	0.000	0.073	0.100	0.141
收入增长(%)	102	36	27	29	29
息税前利润增长(%)	90	45	16	27	28
息税折旧前利润增长(%)	90	46	16	25	25
每股收益增长(%)	40	34	39	37	40
核心每股收益增长(%)	43	11	34	37	40

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	897	1,317	1,734	2,377	3,334
折旧与摊销	213	317	371	432	493
净利息费用	111	246	337	377	351
运营资本变动	295	(91)	1,584	355	1,531
税金	(122)	(192)	(420)	(575)	(807)
其他经营现金流	50	(58)	(348)	(560)	(828)
经营活动产生的现金流	**1,445**	**1,539**	**3,258**	**2,405**	**4,074**
购买固定资产净值	112	28	642	629	629
投资减少/增加	(2,246)	(527)	489	733	1,099
其他投资现金流	120	(2,281)	(1,284)	(1,257)	(1,258)
投资活动产生的现金流	**(2,014)**	**(2,781)**	**(153)**	**104**	**470**
净增权益	(130)	0	(229)	(314)	(440)
净增债务	925	2,438	1,784	(252)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	764	(1,224)	(780)	(348)	(529)
融资活动产生的现金流	**1,559**	**1,242**	**828**	**(810)**	**(747)**
现金变动	989	(1)	3,934	1,699	3,797
期初现金	1,101	2,366	2,494	6,428	8,127
公司自由现金流	(569)	(1,242)	3,105	2,509	4,544
权益自由现金流	466	1,442	5,226	2,634	4,895

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,712	3,114	7,048	8,747	12,544
应收帐款	1,676	2,364	1,935	2,509	2,081
库存	83	127	107	154	157
其他流动资产	118	202	160	334	286
流动资产总计	**4,590**	**5,806**	**9,250**	**11,745**	**15,068**
固定资产	1,895	2,631	2,843	3,005	3,098
无形资产	138	165	224	259	302
其他长期资产	578	1,109	608	372	4
长期资产总计	**2,611**	**3,905**	**3,675**	**3,636**	**3,404**
总资产	**12,479**	**16,355**	**19,948**	**22,420**	**25,605**
应付帐款	591	804	1,048	1,444	1,920
短期债务	1,144	2,414	3,867	2,800	2,800
其他流动负债	2,730	3,437	4,306	5,013	5,591
流动负债总计	**4,465**	**6,654**	**9,221**	**9,257**	**10,311**
长期借款	1,000	2,250	2,116	3,074	3,134
其他长期负债	112	155	155	155	155
股本	3,122	3,122	3,122	3,122	3,122
储备	3,895	3,528	4,443	5,697	7,456
股东权益	**7,017**	**2,905**	**7,565**	**8,819**	**10,578**
少数股东权益	406	730	892	1,114	1,426
总负债及权益	**12,479**	**16,355**	**19,948**	**22,420**	**25,605**
每股帐面价值 (人民币)	2.25	0.93	2.42	2.82	3.39
每股有形资产 (人民币)	2.20	0.88	2.35	2.74	3.29
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.20)	0.41	(0.28)	(0.91)	(2.12)

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	18.7	20.1	18.4	17.8	17.3
息税前利润率(%)	15.2	16.3	14.9	14.7	14.5
税前利润率(%)	14.4	15.6	16.2	17.2	18.7
净利率(%)	9.8	9.7	10.7	11.3	12.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	8.5	5.6	4.7	5.4	7.4
净权益负债率(%)	净现金	59.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.3	1.4
估值					
市盈率 (倍)	64.5	48.2	34.6	25.3	18.0
核心业务市盈率(倍)	51.4	46.5	34.7	25.3	18.0
市净率 (倍)	5.6	13.6	5.2	4.5	3.7
价格/现金流 (倍)	27.4	25.7	12.2	16.5	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.1	19.7	14.9	10.7
周转率					
存货周转天数	7.1	8.6	7.6	6.6	6.1
应收帐款周转天数	79.1	87.2	73.2	58.6	46.9
应付帐款周转天数	25.3	30.1	31.5	32.9	34.4
回报率					
股息支付率(%)	21.2	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率 (%)	11.9	16.5	21.8	19.1	22.7
资产收益率 (%)	7.9	7.3	6.7	7.3	8.2
已运用资本收益率(%)	2.2	2.3	2.5	2.6	3.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测