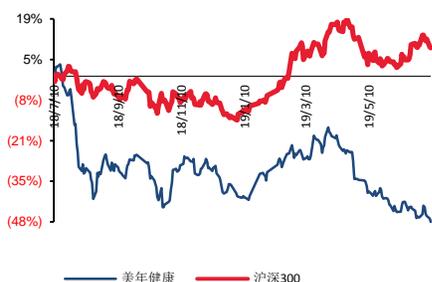


医疗保健 医疗保健设备与服务

Q2 业绩企稳，全年前低后高趋势明显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,122/2,829
总市值/流通(百万元)	37,771/34,227
12个月最高/最低(元)	24.16/12.10

相关研究报告:

美年健康(002044)《Q2 业绩有望企稳回升》--2019/04/29

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

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

执业资格证书编码: S1190518050001

事件:

7月11日,公司发布2019中报业绩预告:19H1公司预计实现营收36.41亿(+4.5%);归母净利润预计1588万-6352万(下降60-90%,18同期1.59亿,已统一口径)。中报预告符合市场预期。

点评:

1. Q2 业绩企稳，全年前低后高趋势明显

19H1分季度看,公司收入端增长稳定,Q1、Q2收入端分别为12.79亿(+4.21%)、23.62亿(+4.5%);归母净利润分别为-1.18亿(-6.45%)、1.34-1.82亿(18同期2.7亿,下降33%-50%)。总体看,Q2业绩见底,之后将逐步回升。Q2在销售规模扩充(前期费用增加明显,且产出滞后),以及美年好医生、X+1等新套餐推行(需要适应期)的情况下,收入端继续保持4%以上增长,净利润能做到1.14-1.62亿,经营企稳,利润端略高于市场预期。

2. 上半年利润增长暂时承压，运营调整及医质提升投入较大

分析公司19H1利润端同比下降,我们认为利润端承压是暂时性因素,主要原因:

1) 去年上半年公司淡季营销效果显著,业绩爆发式增长,同期基数较高:18H1美年收入27.2亿(+68%),归母1.47亿(+368%);慈铭收入7.6亿(+28%),归母0.22亿(+230%)。因此19H1表观收入利润增速不高。

2) 今年春节在二月初,对1-2月体检中心运营都产生影响,去年春节为2月中旬,只对2月经营产生影响。同时体检中心开展预约限流,对医护人员资质严格把控,把握好“量”与“质”的平衡,因此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。

3) 上半年继续提升医质管理,投入同比增加:包括上线鉴权合规及医技护人脸识别管理系统、血液检测实时追踪系统、持续升级医学影像和实验室质控体系、与中山大学中山眼科中心共建“眼科专科体检医联体”、引进日本高端体检服务体系等,确保服务品质与运营质量稳步提升。

4) 加大医疗专业人才引进和培训力度,增强技术壁垒,管理费用上升。19Q1管理费用率12.7%,比去年同期9.8%提升3个点。

5) 上半年公司提出单店收入5年增长翻倍目标,在提升个检占比方面

投入较大销售费用。

6)上半年公司成功发行2亿美元债，财务费用将有所增加。

综上，去年同期基数较高、淡季资本开支增加、提升医质管理的投入是收入利润增长不及往期的主要原因，但是我们认为前两项只是短期阶段性因素，最后一项是保证公司长远发展的必备支出，Q2末随着体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。

3. 全年业绩回暖趋势明显

我们认为在经营平稳趋好的态势下，19Q3-Q4 业绩增速可以看到明显回升，主要来源于以下几方面的因素：

- 1) Q2 运营端调整，在 C 端重点发力，新增的销售人员预计三季度开始贡献业绩。
- 2) 短期销售费用增加对净利润有影响，但长期看体检客户基于全方位健康管理以及对服务品质的认可，将逐步减轻对销售的黏性，销售费用率有望下降。
- 3) 去年 Q3-Q4 同期基数较低：18 年 Q3-Q4 收入分别为 22.81 亿(+23.60%)、26.40 亿(+19.20%)；归母净利润分比为 2.55 亿(+7.22%)、4.07 亿(+20.40%)。
- 4) 6 月定增顺利拿到批文，预计将于三季度发行，补充 3.5 亿流动资金，助力扩张目标顺利实现。
- 5) 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；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。

从业绩增长看美年虽然增速有所放缓，但由于管理层聚焦内功建设、医疗底蕴和人才培养，整体的内控和质量体系明显提升，加上美年原有在设备、管理、产品和检后管理等方面的优势，考虑到整体体检市场规模持续增长且渗透率较低，19Q3 起业绩持续增长的确性高。

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 10.0、13.0、16.9 亿，同比增长 22%/30%/30%，对应 PE37/28/22 倍。公司中长期业绩和市值空间大，维持“买入”评级。

风险提示：增加销售人员可能导致销售费用明显增加；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:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8458	10000	12400	15376
(+/-%)	35.70%	18.22%	24.00%	24.00%
归母净利润(百万)	821	1000	1300	1690
(+/-%)	71%	21.8%	30.0%	30.0%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.35	0.45
市盈率(PE)	90	37	28	22

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	3545	4370	5848	营业收入	6233	8458	10000	12400	15376
应收和预付款项	1524	2171	1993	2437	2980	营业成本	3306	4436	5300	6572	8149
存货	83	127	116	144	179	营业税金及附加	8	12	8	6	34
其他流动资产	616	1014	976	1062	1168	销售费用	1488	2027	2400	2964	3598
流动资产合计	4590	5806	6630	8013	10174	管理费用	464	578	703	867	1058
长期股权投资	31	60	60	60	60	财务费用	111	246	128	113	100
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	100	150	200
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	营业利润	904	1335	1561	2029	2637
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-2	-13	2	3	4
其他非流动资产	7890	10548	11086	12078	12947	利润总额	902	1321	1563	2032	2641
资产总计	#####	16355	17716	20090	23122	所得税	207	311	391	508	660
短期借款	1144	2414	2414	2414	2414	净利润	694	1011	1172	1524	1981
应付和预收款项	1684	2189	2397	2972	3686	少数股东损益	81	152	172	223	290
长期借款	603	1354	1354	1354	1354	归母股东净利润	614	821	1000	1300	1690
其他负债	2145	3102	3084	3359	3697						
负债合计	5577	9059	9249	10099	11150	预测指标					
股本	2601	3122	3743	3743	3743		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2357	1332	1332	1332	1332	毛利率	46.96%	47.56%	47.00%	47.00%	47.00%
留存收益	1538	2196	3196	4496	6186	销售净利率	9.85%	10.15%	10.00%	10.49%	10.99%
归母公司股东权益	6497	6566	8187	9488	11178	销售净收入增长率	102.25%	35.70%	18.22%	24.00%	24.00%
少数股东权益	406	730	901	1125	1415	EBIT 增长率	87.80%	54.72%	7.91%	26.81%	27.82%
股东权益合计	6903	7296	9089	10613	12593	净利润增长率	81.11%	39.86%	16.49%	30.03%	29.97%
负债和股东权益	#####	16355	18337	20712	23743	ROE	9.45%	13.07%	12.21%	13.71%	15.12%
						ROA	4.92%	5.25%	5.45%	6.28%	7.12%
						ROIC	12.66%	14.17%	13.78%	16.24%	19.76%
						EPS(X)	0.24	0.26	0.27	0.35	0.45
						PE(X)	91.13	56.84	36.87	28.35	21.81
						PB(X)	8.76	7.11	4.50	3.89	3.30
						PS(X)	9.13	5.52	3.69	2.97	2.40
						EV/EBITDA(X)	40.20	23.30	17.99	13.80	10.46

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	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	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	查方龙	18520786811	zhaf1@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。