

美年健康 (002044)

证券研究报告

2019年08月29日

Q2 季度逐步恢复，静待下半年业绩回升

上半年整体业绩承压，Q2 季度逐步恢复

公司发布 2019 年中报，2019 年上半年公司实现营收 36.41 亿元，同比增长 2.93%，实现归母净利润 0.17 亿元，同比下降 89.4%，扣非后归母净利润-1.36 亿元，同比下降 251.24%。单季度来看，2019 年 Q2 公司实现营收 23.62 亿元，同比增长 2.24%，环比增长 84.68%，实现归母净利润 1.35 亿元，同比下降 49.63%，环比上升 214.41%，扣非后归母净利润 1.34 亿元，同比下降 33%，环比增长 149.45%。2019 年上半年公司在经营上更加重视质控与人才的培养，同时采取预约限流的方式提升客户体检体验，2019 年 H1 公司体检中心数量不断增加，相关成本与费用投入也有所提升，上半年公司利润端整体承压。但从单季度情况看，2019 年 Q2 公司情况逐步开始改善，展望下半年，作为全国体检龙头，公司业绩有望逐步恢复。公司同时公布 2019 年三季度业绩预告，预计 2019 年前三季度实现归母净利润 2.85~4.2 亿元，同比变化幅度为-31.14%~1.48%。

体检中心数量逐步增加，美年好医生产品有推动公司个检业务发展

2019 年 H1 公司体检中心达到 684 家（含在建），体检人次为 1,038 万人，其中控股中心 749 万人、参股中心 289 万人；2019 年 H1，公司团检与个检收入占比分别为 72%、28%；平均客单价 499 元/人，其中团检 480 元/人、个检 609 元/人。从体检中心布局来看，公司在二线城市布局 306 家、三四线城市布局 287 家，一二线与三四线市场占比为 51.6%：48.4%。同时具有医保定点资质的体检中心达到 187 家。

报告期内，公司体检服务实现收入 34.78 亿元（+1.02%）；分区域来看，华北地区收入 12.25 亿（+52.71%），收入占比 33.65%；其次为华东地区，收入 9.53 亿，同比下降 5.06%，其他地区收入均出现不同程度的下降。2019 年公司继续稳步现有团检市场，大力开拓 C 端市场与渠道，“美年好医生”产品服务 10 余万人次，并为超过 5 万名消费者完成投保，随着体检旺季的到来，以及美年好医生 X 系列产品的推出，下半年公司业绩增长动力充足。

融资增加带来财务费用提升，盈利能力有望逐步恢复

2019 年 H1，公司销售毛利率与销售净利率分别为 35.62%、1.23%，同比分别下降 9.08 个 pp、5.11 个 pp。报告期内，公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 25%、8.47%、5.15%，其中销售费用率同比有所下降，管理费用率和财务费用率有所增加，财务费用增加主要系资金需求增加所致。上半年，公司应收账款与预收账款分别为 21.98 亿元、9.06 亿元，逐步恢复去年同期正常水平。

估值与评级

公司作为全国体检中心龙头，公司有望在体检行业高景气度的态势下，业绩逐步恢复。根据半年报，我们对公司盈利预测进行调整，2019-2020 年净利润由 11.5/16.3/22.8 亿元调整为 9.96/13.11/17.30 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧导致业绩恢复不及预期；政策风险；体检项目因为仪器设备等原因会出现漏检等情况、并购整合不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,233.05	8,458.45	10,150.14	13,195.18	17,153.74
增长率(%)	102.25	35.70	20.00	30.00	30.00
EBITDA(百万元)	1,223.75	1,892.66	1,904.96	2,347.61	2,963.59
净利润(百万元)	613.80	820.65	996.44	1,310.84	1,730.14
增长率(%)	81.11	33.70	21.42	31.55	31.99
EPS(元/股)	0.16	0.22	0.27	0.35	0.46
市盈率(P/E)	73.05	54.64	45.00	34.21	25.92
市净率(P/B)	6.90	6.83	5.54	4.90	4.25
市销率(P/S)	7.19	5.30	4.42	3.40	2.61
EV/EBITDA	45.38	24.88	23.37	17.61	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,742.78
流通 A 股股本(百万股)	3,391.31
A 股总市值(百万元)	44,838.52
流通 A 股市值(百万元)	40,627.86
每股净资产(元)	2.06
资产负债率(%)	57.24
一年内最高/最低(元)	19.50/9.52

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《美年健康-年报点评报告:收官 2018，体检龙头 2019 整装再前行》 2019-04-26
- 2 《美年健康-公司深度研究：“每年”健康方程：体检为矛，数据为盾，铸造平台价值》 2019-03-01
- 3 《美年健康-公司点评:2018 年业绩预告发布，体检龙头再起航》 2019-02-13



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,366.47	2,494.44	3,045.04	6,362.32	6,165.52	营业收入	6,233.05	8,458.45	10,150.14	13,195.18	17,153.74
应收票据及应收账款	1,407.60	1,969.49	2,158.12	2,258.58	3,483.13	营业成本	3,305.84	4,435.54	5,318.67	6,980.25	9,074.33
预付账款	117.84	201.91	188.90	282.26	362.22	营业税金及附加	7.78	12.24	14.21	15.83	20.58
存货	83.12	126.51	103.80	197.22	195.40	营业费用	1,488.12	2,026.75	2,431.97	3,162.89	4,116.90
其他	440.85	653.19	608.01	764.71	1,000.61	管理费用	463.54	577.96	710.51	910.47	1,183.61
流动资产合计	4,415.89	5,445.54	6,103.88	9,865.09	11,206.88	研发费用	3.98	37.80	45.68	59.38	77.19
长期股权投资	31.32	60.23	60.23	60.23	60.23	财务费用	111.20	245.76	300.01	248.24	206.77
固定资产	1,808.73	2,562.14	2,520.57	2,487.29	2,445.97	资产减值损失	17.75	25.52	25.00	22.76	24.43
在建工程	86.58	68.60	77.16	94.30	86.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	137.89	165.41	157.56	149.71	141.86	投资净收益	60.50	195.41	200.00	200.00	200.00
其他	5,825.30	7,691.79	6,977.32	6,825.92	6,614.12	其他	(129.51)	(395.40)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
非流动资产合计	7,889.81	10,548.17	9,792.85	9,617.44	9,348.76	营业利润	903.84	1,296.86	1,504.09	1,995.37	2,649.93
资产总计	12,479.47	16,354.57	16,097.16	19,727.56	20,824.41	营业外收入	4.05	4.72	4.27	4.35	4.45
短期借款	1,144.43	2,413.75	1,912.43	1,500.00	1,300.00	营业外支出	6.31	18.11	8.81	11.08	12.67
应付票据及应付账款	590.95	803.50	696.03	1,300.70	1,368.28	利润总额	901.58	1,283.47	1,499.55	1,988.64	2,641.71
其他	2,729.89	3,436.72	2,488.40	4,515.48	4,007.99	所得税	207.26	310.68	359.89	477.27	634.01
流动负债合计	4,465.27	6,653.97	5,096.86	7,316.18	6,676.27	净利润	694.33	972.79	1,139.66	1,511.37	2,007.70
长期借款	603.31	1,353.56	1,500.00	1,500.00	1,500.00	少数股东损益	80.53	152.14	143.22	200.53	277.56
应付债券	396.50	896.12	430.87	574.50	633.83	归属于母公司净利润	613.80	820.65	996.44	1,310.84	1,730.14
其他	111.53	155.25	109.86	125.54	130.22	每股收益(元)	0.16	0.22	0.27	0.35	0.46
非流动负债合计	1,111.33	2,404.93	2,040.73	2,200.04	2,264.05						
负债合计	5,576.60	9,058.90	7,137.59	9,516.22	8,940.32	主要财务比率					
少数股东权益	406.34	729.51	865.56	1,062.75	1,334.14		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,601.31	3,121.57	3,742.78	3,742.78	3,742.78	成长能力					
资本公积	2,357.46	1,331.87	1,331.87	1,331.87	1,331.87	营业收入	102.25%	35.70%	20.00%	30.00%	30.00%
留存收益	3,895.14	3,527.59	4,351.23	5,405.80	6,807.16	营业利润	81.88%	43.48%	15.98%	32.66%	32.80%
其他	(2,357.39)	(1,414.87)	(1,331.87)	(1,331.87)	(1,331.87)	归属于母公司净利润	81.11%	33.70%	21.42%	31.55%	31.99%
股东权益合计	6,902.87	7,295.67	8,959.57	10,211.33	11,884.09	获利能力					
负债和股东权益总	12,479.47	16,354.57	16,097.16	19,727.56	20,824.41	毛利率	46.96%	47.56%	47.60%	47.10%	47.10%
						净利率	9.85%	9.70%	9.82%	9.93%	10.09%
						ROE	9.45%	12.50%	12.31%	14.33%	16.40%
						ROIC	27.79%	22.77%	19.65%	21.91%	38.37%
						偿债能力					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						偿债能力					
						资产负债率	44.69%	55.39%	44.34%	48.24%	42.93%
						净负债率	2.70%	41.07%	14.09%	-21.75%	-17.77%
						流动比率	1.03	0.87	1.24	1.38	1.72
						速动比率	1.01	0.85	1.22	1.35	1.69
						营运能力					
						应收账款周转率	5.48	5.01	4.92	5.98	5.98
						存货周转率	97.16	80.70	88.14	87.67	87.38
						总资产周转率	0.67	0.59	0.63	0.74	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	0.16	0.22	0.27	0.35	0.46
						每股经营现金流	0.39	0.41	0.32	1.05	0.08
						每股净资产	1.74	1.75	2.16	2.44	2.82
						估值比率					
						市盈率	73.05	54.64	45.00	34.21	25.92
						市净率	6.90	6.83	5.54	4.90	4.25
						EV/EBITDA	45.38	24.88	23.37	17.61	14.14
						EV/EBIT	54.95	29.88	24.68	18.43	14.67

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	694.33	972.79	996.44	1,310.84	1,730.14
折旧摊销	407.08	564.60	100.86	104.00	106.89
财务费用	112.25	251.96	300.01	248.24	206.77
投资损失	(60.50)	(195.41)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	597.97	(979.38)	(131.18)	2,252.36	(1,814.76)
其它	(306.59)	924.04	143.22	200.53	277.56
经营活动现金流	1,444.53	1,538.61	1,209.34	3,915.97	306.60
资本支出	3,490.46	1,758.60	105.39	64.31	45.33
长期投资	(1,029.86)	28.91	0.00	0.00	0.00
其他	(4,474.54)	(4,568.43)	195.04	11.10	80.92
投资活动现金流	(2,013.95)	(2,780.93)	300.43	75.41	126.25
债权融资	2,553.00	5,491.11	4,307.69	4,141.45	4,053.50
股权融资	2,405.35	(833.32)	405.05	(247.39)	(205.92)
其他	(3,399.49)	(3,415.98)	(5,671.92)	(4,568.15)	(4,477.24)
筹资活动现金流	1,558.86	1,241.81	(959.17)	(674.10)	(629.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	989.44	(0.51)	550.60	3,317.28	(196.80)

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com