

业务转型调整中，静待业绩拐点

买入|维持

——美年健康 2019H1 点评

事件：

- 2019年8月28日，公司公告2019半年报，报告期内实现营业收入36.4亿元，较追溯调整后增长2.93%；归母净利润1684万元，同比下降89.40%；扣非归母净利润-1.36亿元，同比下降251.24%。
- 1-9月业绩预期为扣非净利润为2.85-4.20亿元，同比变动-31.14%至1.48%

● 收入端增速放缓，公司处于转型恢复期，期待拐点

报告期内，美年健康共在311个城市布局684家体检分院，其中控股288家、参股305家、在建91家，较2018年底新增51家。2019H1体检人次1038万人（含控股中心749万人，参股中心289万人），同比上涨2.04%。增速放缓主要系一方面受去年事件影响，部分回流到公立医院，另一方面公司在2019年专注于改进医疗质量、服务体验，有意控制人流量。团检、个检收入占比达到72%:28%，较去年同期76%:34%，个检略有下滑，主要系个检低价套餐取消、中高价套餐尚未提升显著。不计体检车，平均客单价达到499元/人，较去年同期提升4.08%，目前团检客单价480元/人，个检客单价609元/人。根据1-9月业绩预测，Q3有望实现2.68-4.03亿元，同比变动5.13%-58.06%，业绩提振可期。

● 短期盈利能力扰动，逐步加强质量和服务建设

2019H1公司毛利率为35.62%（-9.04pct），主要系新控股门店并表致使固定费用增加显著，管理费用率和销售费用率分别为8.47%和25.00%，控制良好。财务费用率达到2.98%，同比上升146.09%，主要系公司在建立护城河时期对资金的需求较高，后续有望逐步平衡杠杆率。2019H1净利率分别为1.23%（-4.53pct），预计随着转型步入正轨将逐步改善。

● 投资建议与盈利预测

公司为全国体检中心龙头，赛道优质，处于业务转型时期，逐步提升质量、服务和检后管理水平，中长期符合国家和大众对于预防和早筛的需求，中长期发展可期。根据中报业绩，我们下调盈利预测，预计19-21年实现营收分别为97.27/12.16/15.20亿元，归母净利润为9.71/12.14/15.31亿元，EPS为0.26/0.32/0.41元/股，对应PE为49/39/31倍，给予2020年50倍PE，下调目标价至16元，维持“买入”评级。我们将密切关注公司三季报动态并更新判断。

● 风险提示

体检中心新建、并购进展不达预期；医疗纠纷风险；商誉减值风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6282	8458	9727	12159	15199
收入同比(%)	46	35	15	25	25
归母净利润(百万元)	584	821	971	1214	1532
归母净利润同比(%)	29	41	18	25	26
ROE(%)	8.9	12.5	13.0	14.3	15.6
每股收益(元)	0.16	0.22	0.26	0.32	0.41
市盈率(P/E)	81.47	57.97	49.00	39.18	31.06

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：12.70元/16元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：19.32/9.85

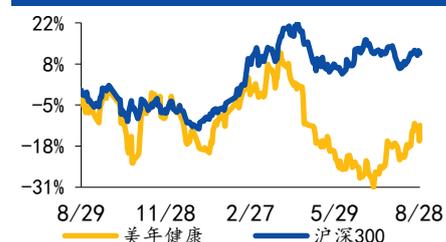
A股流通股(百万股)：3391.31

A股总股本(百万股)：3742.78

流通市值(百万元)：43069.60

总市值(百万元)：47533.33

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-美年健康(002044)2018年报&19Q1季报点评：提升管理与合规，稳健内生+外延成长》2019.04.27

《引入上海国资战略投资，助力企业稳健发展》2019.01.27

报告作者

分析师 黄卓

执业证书编号 S0020519080001

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4664	5806	9732	12463	15779
现金	2390	2494	5934	7889	10225
应收账款	1421	1969	2237	2797	3496
其他应收款	273	397	486	608	760
预付账款	122	202	263	322	403
存货	87	127	158	193	242
其他流动资产	372	617	654	654	654
非流动资产	7956	10548	9338	9239	9139
长期投资	31	60	60	60	60
固定资产	1862	2562	2301	2020	1728
无形资产	139	165	165	165	165
其他非流动资产	5924	7760	6812	6994	7186
资产总计	12621	16355	19069	21702	24918
流动负债	4498	6654	7589	8206	9011
短期借款	1144	2414	2800	2800	2800
应付账款	596	804	945	1160	1450
其他流动负债	2757	3437	3844	4246	4761
非流动负债	1111	2405	3156	3906	4657
长期借款	603	1354	2104	2854	3604
其他非流动负债	508	1051	1052	1053	1053
负债合计	5609	9059	10745	12112	13667
少数股东权益	460	730	870	1109	1425
股本	2601	3122	3746	3746	3746
资本公积	2445	1332	708	708	708
留存收益	1505	2196	3001	4027	5372
归属母公司股东权益	6551	6566	7454	8481	9826
负债和股东权益	12621	16355	19069	21702	24918

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1400	1539	1211	1499	1865
净利润	634	973	1112	1453	1848
折旧摊销	409	565	296	298	300
财务费用	111	246	177	155	140
投资损失	-64	-195	-200	-200	-200
营运资金变动	298	-116	10	-160	-175
其他经营现金流	12	66	-183	-48	-48
投资活动现金流	-1947	-2781	1224	49	49
资本支出	891	831	0	0	0
长期投资	301	711	-1077	0	0
其他投资现金流	-755	-1238	147	49	49
筹资活动现金流	1559	1242	1004	407	422
短期借款	314	1269	386	0	0
长期借款	358	750	750	750	750
普通股增加	180	520	624	0	0
资本公积增加	-34	-1113	-624	0	0
其他筹资现金流	741	-185	-132	-343	-328
现金净增加额	1012	0	3439	1955	2336

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6282	8458	9727	12159	15199
营业成本	3338	4436	5253	6444	8055
营业税金及附加	8	12	12	15	18
营业费用	1532	2027	2383	2918	3648
管理费用	476	578	730	948	1140
研发费用	25	38	20	20	20
财务费用	111	246	177	155	140
资产减值损失	18	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	50	50	50
投资净收益	64	195	200	200	200
营业利润	843	1297	1407	1912	2431
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	6	18	5	5	5
利润总额	841	1283	1407	1912	2431
所得税	207	311	295	459	583
净利润	634	973	1112	1453	1848
少数股东损益	50	152	141	239	316
归属母公司净利润	584	821	971	1214	1532
EBITDA	1364	2107	1880	2366	2872
EPS (元)	0.22	0.26	0.26	0.32	0.41

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	45.6	34.6	15.0	25.0	25.0
营业利润 (%)	34.5	53.8	8.5	35.9	27.1
归属母公司净利润 (%)	29.3	40.5	18.3	25.1	26.1
获利能力					
毛利率 (%)	46.9	47.6	46.0	47.0	47.0
净利率 (%)	9.3	9.7	10.0	10.0	10.1
ROE (%)	8.9	12.5	13.0	14.3	15.6
ROIC (%)	10.4	12.4	13.5	16.8	20.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.4	55.4	56.3	55.8	54.8
净负债比率 (%)	38.45	50.72	54.48	54.52	53.80
流动比率	1.04	0.87	1.28	1.52	1.75
速动比率	1.02	0.85	1.26	1.50	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.58	0.55	0.60	0.65
应收账款周转率	5	5	5	5	5
应付账款周转率	7.09	6.34	6.01	6.12	6.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.22	0.26	0.32	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.41	0.32	0.40	0.50
每股净资产 (最新摊薄)	1.75	1.75	1.99	2.26	2.62
估值比率					
P/E	81.47	57.97	49.00	39.18	31.06
P/B	7.26	7.25	6.38	5.61	4.84
EV/EBITDA	37	24	27	21	17

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188