

牺牲短期利益，只为坚定转型

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019H1 实现收入 36.4 亿元 (+2.9%); 归母净利润 2000 万元 (-89.4%), 扣非后归母净利润-1.4 亿元 (-251.2%), 经营性现金流-6.0 亿元 (-100.5%), 基本符合预期。
- **收入有所回暖, 静待 Q3 业绩拐点。** 公司 2019Q2 实现收入 23.6 亿元 (+4.5%), 归母净利润 1.4 亿元 (-49.6%), 收入端有所回暖, 基本符合预期。公司上半年新增 50 家体检中心, 其中, 公司控股 288 家、参股 305 家、在建 91 家。分子公司来看, 慈铭上半年营收 7.9 亿元 (+7.3%), 回暖迹象较为明显。分地区来看, 华东地区收入占比接近 35%, 呈 52.7% 的逆势高增长态势。利润端下滑主要系公司为持续加大体检质量管理力度、强化内部控制, 而主动限制客流量, 并采用人脸识别、血液追踪等医疗质控标准, 导致报告期内营业成本提升 9pp。此外, 公司成功发行 2 亿美元债, 引入国企战略投资者进一步拓展优质资源, 财务费用率因此同比提升 2.2pp。我们认为公司厚积薄发, 随着质控提升以及 C 端业务的拓展, 业绩将在 Q3 迎来拐点。
- **客单价持续提升, 个检推广初显成效。** 2019 上半年, 公司平均客单价为 499 元 (+3.4%); 其中团检 480 元 (+3.5%); 个检 609 元 (+6.6%), 增幅较为明显。公司上半年个检推广力度加大, 目前初显成效。美年好医生上半年售出约 10 万套, 平均客单约 1300 元, 超出公司此前预计的 1000 元。人次占比约 1%, 但收入占比 3%, 对盈利结构有积极影响, 作为真正意义上的个检产品, 美年好医生很大程度上提高了公司的品牌价值。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年公司收入复合增速约 21.1%, 归母净利润复合增速为 22.8%。三年 EPS 分别为 0.26 元、0.33 元、0.41 元, 对应 PE 为 47 倍、37 倍、31 倍。当前可比公司 2019-2020 年平均估值为 70 倍、53 倍。公司为全国体检中心龙头, 目前正处于升级转型阶段, 业绩增长放缓为短期现象。随着公司逐步提升质量、服务和检后管理水平, 同时借助国家大力支持全民预防和早筛的各项政策, 中长期发展可期, 给予公司 2019 年目标 PE 60 倍, 对应目标价 15.60 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 门店扩张速度及盈利能力不及预期的风险、并购企业业绩不及预期的风险、销售及管理费用增加以及内控风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8458.45	9898.98	12341.67	15026.03
增长率	35.70%	17.03%	24.68%	21.75%
归属母公司净利润(百万元)	820.65	984.84	1240.88	1520.67
增长率	33.70%	20.01%	26.00%	22.55%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.26	0.33	0.41
净资产收益率 ROE	13.33%	13.49%	14.35%	14.78%
PE	57	47	37	31
PB	6.36	5.36	4.53	3.81

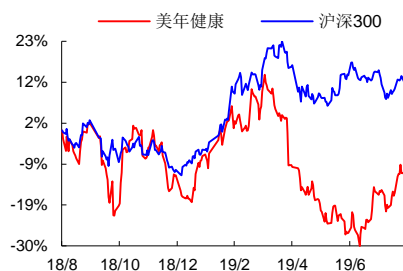
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: cti@swsc.com.cn

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	37.43
流通 A 股(亿股)	33.91
52 周内股价区间(元)	9.85-19.32
总市值(亿元)	464.10
总资产(亿元)	174.02
每股净资产(元)	1.98

相关研究

1. 美年健康(002044): 优质赛道逻辑不变, 坚定看好长期价值 (2019-07-11)
2. 美年健康(002044): 全年业绩符合预期, 短期质控费用上升 (2019-05-05)
3. 美年健康(002044): 业绩延续高增长, 股份回购坚定看好长期发展 (2018-10-29)

表 1：可比公司估值分析

代码	公司	市值（亿元）	2019PE	2020PE
600763.SH	通策医疗	317	67	51
300015.SZ	爱尔眼科	1,046	77	59
300347.SZ	泰格医药	457	67	49
可比公司平均值			70	53

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8458.45	9898.98	12341.67	15026.03	净利润	972.79	1167.41	1470.93	1802.58
营业成本	4435.54	5250.15	6545.69	7956.28	折旧与摊销	564.60	457.60	549.75	658.44
营业税金及附加	12.24	14.33	17.86	21.75	财务费用	245.76	21.05	26.25	31.96
销售费用	2026.75	2454.95	2962.00	3606.25	资产减值损失	25.52	18.00	20.00	22.00
管理费用	577.96	791.92	987.33	1202.08	经营营运资本变动	-572.25	-91.31	39.82	-47.14
财务费用	245.76	21.05	26.25	31.96	其他	302.19	-223.40	-191.84	-228.21
资产减值损失	25.52	18.00	20.00	22.00	经营活动现金流净额	1538.61	1349.36	1914.91	2239.63
投资收益	195.41	205.40	171.84	206.21	资本支出	-1546.03	-1639.20	-1628.30	-1973.84
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1234.90	597.25	165.84	289.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2780.93	-1041.95	-1462.46	-1684.83
营业利润	1296.86	1553.98	1954.37	2391.92	短期借款	1269.32	-939.86	148.89	142.75
其他非经营损益	-13.39	-13.72	-13.67	-13.64	长期借款	750.25	250.00	0.00	0.00
利润总额	1283.47	1540.26	1940.71	2378.28	股权融资	-505.33	0.00	0.00	0.00
所得税	310.68	372.84	469.78	575.70	支付股利	-130.07	-173.90	-208.69	-262.95
净利润	972.79	1167.41	1470.93	1802.58	其他	-142.37	-453.25	-26.25	-31.96
少数股东损益	152.14	182.58	230.04	281.91	筹资活动现金流净额	1241.81	-1317.01	-86.04	-152.15
归属母公司股东净利润	820.65	984.84	1240.88	1520.67	现金流量净额	0.11	-1009.60	366.40	402.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2494.44	1484.85	1851.25	2253.90	成长能力				
应收和预付款项	2565.52	3039.21	3735.18	4571.29	销售收入增长率	35.70%	17.03%	24.68%	21.75%
存货	126.51	149.74	186.69	226.93	营业利润增长率	43.48%	19.83%	25.77%	22.39%
其他流动资产	619.92	303.19	378.01	460.22	净利润增长率	40.11%	20.01%	26.00%	22.55%
长期股权投资	60.23	60.23	60.23	60.23	EBITDA 增长率	40.41%	-4.42%	29.08%	21.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2630.74	3197.39	3729.98	4386.34	毛利率	47.56%	46.96%	46.96%	47.05%
无形资产和开发支出	4904.59	5617.87	6276.55	7065.59	三费率	33.70%	33.01%	32.21%	32.21%
其他非流动资产	2952.61	3343.28	3716.56	4079.76	净利率	11.50%	11.79%	11.92%	12.00%
资产总计	16354.57	17195.76	19934.46	23104.26	ROE	13.33%	13.49%	14.35%	14.78%
短期借款	2413.75	1473.89	1622.79	1765.54	ROA	5.95%	6.79%	7.38%	7.80%
应付和预收款项	2822.15	3319.45	4138.57	5035.03	ROIC	14.88%	12.17%	13.21%	14.06%
长期借款	1353.56	1603.56	1603.56	1603.56	EBITDA/销售收入	22.60%	18.46%	19.11%	19.14%
其他负债	2469.45	2146.20	2318.64	2506.40	营运能力				
负债合计	9058.90	8543.10	9683.55	10910.53	总资产周转率	0.59	0.59	0.66	0.70
股本	3121.57	3742.78	3742.78	3742.78	固定资产周转率	3.87	3.57	3.86	4.08
资本公积	1331.87	710.66	710.66	710.66	应收账款周转率	5.01	4.57	4.70	4.67
留存收益	2195.72	3006.66	4038.85	5296.57	存货周转率	42.32	38.01	38.91	38.47
归属母公司股东权益	6566.16	7376.58	8408.78	9666.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.20%	—	—	—
少数股东权益	729.51	1276.08	1842.13	2527.24	资本结构				
股东权益合计	7295.67	8652.66	10250.90	12193.74	资产负债率	55.39%	49.68%	48.58%	47.22%
负债和股东权益合计	16354.57	17195.76	19934.46	23104.26	带息债务/总负债	51.48%	51.15%	46.66%	42.72%
					流动比率	0.87	0.91	0.93	0.96
					速动比率	0.85	0.88	0.90	0.93
					股利支付率	15.85%	17.66%	16.82%	17.29%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2107.22	2032.63	2530.38	3082.32	每股收益	0.22	0.26	0.33	0.41
PE	56.55	47.13	37.40	30.52	每股净资产	1.95	2.31	2.74	3.26
PB	6.36	5.36	4.53	3.81	每股经营现金	0.41	0.36	0.51	0.60
PS	5.49	4.69	3.76	3.09	每股股利	0.03	0.05	0.06	0.07
EV/EBITDA	19.13	23.67	19.02	15.65					
股息率	0.28%	0.37%	0.45%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn