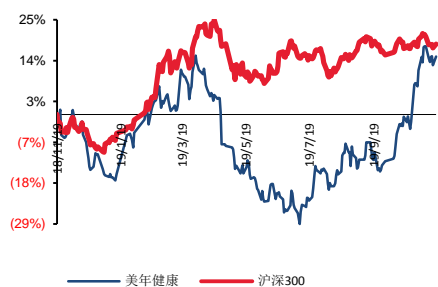


医疗保健 医疗保健设备与服务

## 定增完成，与阿里战略共赢，助力行业稳健发展

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 3,920/3,391   |
| 总市值/流通(百万元)  | 62,758/54,295 |
| 12个月最高/最低(元) | 19.32/9.85    |

## ■ 相关研究报告:

美年健康(002044)《引进阿里战略股东，助力行业及公司稳健发展》  
--2019/10/27

美年健康(002044)《医质优先成效初显，量价增长趋势向好》  
--2019/08/28

美年健康(002044)《Q2业绩企稳，全年前低后高趋势明显》  
--2019/07/11

## ■ 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

**事件概述:** 11月14日，公司发布定增上市公告书，本次募集资金总额20.46亿，发行价11.55元/股，发行对象为阿里网络(18.36亿)和博时基金(2.10亿)，11月18日上市，锁定期1年。

## ■ 分析:

## 1. 阿里成为战略股东，与公司战略协同、互相赋能，助力行业稳健发展

本次发行后，阿里网络(9.39%)+杭州信投(一致性动人，5%)持有14.39%股份，其中阿里网络超过天亿资管(9.07%)成为公司第一大股东，董事长俞熔先生(直接1.02%+间接12.81%)+一致性动人7.34%=21.17%仍为公司实控人，创始人团队与阿里将形成战略协同及线上线下的强势互补，助力公司做大做强。

阿里战略入股美年，符合阿里“双H”战略(healthy&happiness)与美年“做大主业、建立生态、完成闭环”战略，是医疗健康领域优质资源整合、互相赋能的结果；同时，阿里的线上电商平台、C端流量、人工智能技术，与美年线下庞大的客户群体、海量精准大数据形成020闭环，相互赋能、强势互补。将进一步提升公司在中国预防医学领域的龙头地位，夯实根基，全面提升核心竞争力。

同时，阿里此前已是爱康国宾的重要股东，阿里在健康体检行业的深度布局有利于体检行业良性竞争、和谐发展，有助于非公体检行业话语权和公信力提升，为公司稳健运营提供良好的外部环境。

## 2. 募投项目核心意义：公司产业链延伸加快落地，医质管理能力将有效提升

定增募投项目为：生物样本库9亿，数据中心5.3亿，终端信息安全升级1.79亿，管理系统升级6540万，补流3.7亿。可以看到，生物样本库、数据中心建设都是依托公司在健康体检领域的基础优势上，做的产业链延伸，为公司大数据战略的实施提供坚实的基础支持，便于导入其他专业检查、先进诊断、精准评估、健康管理、智能诊断、专科诊疗、远程医疗等健康增值服务，能够为公司的长期发展奠定基础。3.7亿补流资金将有利于提升行业竞争力以及经营效率，优化资产负债率，做大做强主业。技术创新、大数据应用、产业链延伸正在逐步成为美年的核心竞争力，也是公司区别于其他体检机构的差异化之体现，将是公司中长期最大的看点。

执业资格证书编码: S1190518050001

### 3. 公司逐步进入全年体检旺季, 业绩改善确定性明显

从 19 年季度业绩来看, 上半年收入与同期基本持平, 但 Q3 业绩大幅改善, 归母净利润超过业绩预告中值, 业绩拐点确立。公司前三季度业绩逐季改善, 盈利能力回升, Q4 是全年体检旺季, 业绩有望明显提升。

基于公司单三季度收入加速、以及部分一线及省会城市体检中心三季度的客流量变化(草根调研), 我们认为公司受此前行业事件影响逐步消除, 业绩底部确认在 Q2, 处于逐步提升阶段, 长期投资价值凸显。在路演中也感受到, 三季报后市场对美年评价偏积极, 对公司业绩改善有信心。

**盈利预测:** 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 PE63/48/37 倍。市场对公司 19 年业绩预期已下调到 9 亿左右, 预期已降低, 底部型公司, 公司中长期业绩和市值空间大, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 体检中心数量增加、提升医质、加大合规可能导致运营费用明显增加; 新并表体检中心盈利能力不及预期; 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:

|           | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 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   | 0.26   | 0.33   | 0.43   |
| 市盈率(PE)   | 90     | 63     | 48     | 37     |

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         | <b>营业收入</b>    | <b>6233</b> | <b>8458</b> | <b>10000</b> | <b>12400</b> | <b>15376</b> |
| 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         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>4590</b>  | <b>5806</b>  | <b>6630</b>  | <b>8013</b>  | <b>10174</b> | 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          | <b>营业利润</b>    | <b>904</b>  | <b>1335</b> | <b>1561</b>  | <b>2029</b>  | <b>2637</b>  |
| 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        | <b>利润总额</b>    | <b>902</b>  | <b>1321</b> | <b>1563</b>  | <b>2032</b>  | <b>2641</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>#####</b> | <b>16355</b> | <b>17716</b> | <b>20090</b> | <b>23122</b> | 所得税            | 207         | 311         | 391          | 508          | 660          |
| 短期借款           | 1144         | 2414         | 2414         | 2414         | 2414         | <b>净利润</b>     | <b>694</b>  | <b>1011</b> | <b>1172</b>  | <b>1524</b>  | <b>1981</b>  |
| 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         | <b>归母股东净利润</b> | <b>614</b>  | <b>821</b>  | <b>1000</b>  | <b>1300</b>  | <b>1690</b>  |
| 其他负债           | 2145         | 3102         | 3084         | 3359         | 3697         |                |             |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>5577</b>  | <b>9059</b>  | <b>9249</b>  | <b>10099</b> | <b>11150</b> | <b>预测指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本             | 2601         | 3122         | 3920         | 3920         | 3920         |                | 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         | 8365         | 9665         | 11355        | 销售收入增长率        | 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%       |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>6903</b>  | <b>7296</b>  | <b>9266</b>  | <b>10790</b> | <b>12770</b> | 净利润增长率         | 81.11%      | 39.86%      | 16.49%       | 30.03%       | 29.97%       |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>#####</b> | <b>16355</b> | <b>18515</b> | <b>20889</b> | <b>23920</b> | ROE            | 9.45%       | 13.07%      | 11.96%       | 13.45%       | 14.88%       |
|                |              |              |              |              |              | ROA            | 4.92%       | 5.25%       | 5.40%        | 6.22%        | 7.07%        |
|                |              |              |              |              |              | ROIC           | 12.66%      | 14.17%      | 13.52%       | 15.96%       | 19.43%       |
|                |              |              |              |              |              | EPS(X)         | 0.24        | 0.26        | 0.26         | 0.33         | 0.43         |
|                |              |              |              |              |              | PE(X)          | 91.13       | 56.84       | 62.99        | 48.45        | 37.27        |
|                |              |              |              |              |              | PB(X)          | 8.76        | 7.11        | 7.53         | 6.52         | 5.55         |
|                |              |              |              |              |              | PS(X)          | 9.13        | 5.52        | 6.30         | 5.08         | 4.10         |
|                |              |              |              |              |              | EV/EBITDA(X)   | 40.20       | 23.30       | 30.10        | 23.29        | 17.94        |

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       |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@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    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@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 张卓粤 13554982912 zhangzy@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。