开源证券

美年健康（002044.SZ）

2020 年 10 月 31 日

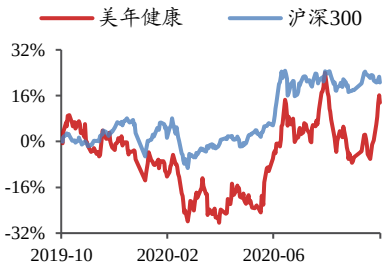
全年预告扭亏为盈，Q3 业绩加速好转

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/30
当前股价(元)	17.04
一年最高最低(元)	18.90/10.60
总市值(亿元)	666.99
流通市值(亿元)	622.51
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	36.53
近 3 个月换手率(%)	50.75

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩见底，Q2 逐月好转，中报呈现基本面积极变化》-2020.8.31

《公司首次覆盖报告-提质增效成效显现，体检龙头价值回归》-2020.8.22

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

● Q3 收入基本追平同期，净利率恢复至正常水平

公司公布 2020 年三季报：2020 年前三季度，公司实现收入 44.19 亿元（-29.61%），归母净利润-5.17 亿元（-232.15%），扣非净利润-5.29 亿元（-319.59%），经营活动现金流净额-7.01 亿元（-6.39%）；EPS-0.13 元/股。2020Q3 收入 26.04 亿元（-1.22%），归母净利润 2.65 亿元（-29.15%），扣非净利润 2.65 亿元（-29.75%）。公司拟出售美因基因不低于 20%的股权，预计 2020 年全年扭亏为盈，净利润 1000-3000 万元。因此上调 2020 年归母净利润，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2000 万元（前值为 100 万元）、9.51 亿元、11.77 亿元，EPS 分别为 0.01/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 3405/70/57 倍，维持“买入”评级。

● Q3 体检旺季公司业绩加速回暖，提价幅度快于同期

Q3 随着体检旺季的到来，公立医院体检中心产能受限，溢出效应明显，以及公司提质增效赢得客户认可，业绩加速回暖。在公立医院因为产能饱和，提价幅度加大，也间接带动了非公体检机构提价，我们认为进入旺季后，公司提价幅度快于同期。Q3 收入基本追平 2019 年同期，净利率达到 10%（2018 年 Q3 净利率 11%），在承担了一部分上半年费用（如缓缴公积金等）及部分应收账款计提的情况下，实际净利率应该要高于 10%，体现了规模效应，预计 Q3 门店业绩实际恢复情况好于报表端，旺季中的 Q4 收入、利润同比及环比有望进一步提速。

● 团个检业务逐步恢复正常， 2020 年起收入、利润有望回归正常增长轨道

公司巩固现有团检市场的优势，同时大力开拓个检市场和优质渠道，加大力度开发央企等大型优质客户的集团订单，进一步完善专业体检和健康管理服务。从应收账款和预收账款看，公司团个检业务逐步恢复正常。个检端，2020 年初预收款 14.47 亿元，2020Q3 有 11.40 亿元（体现在合并 BS 表“合同负债”项目），有望在 2021 年转化为收入。团检端，2020Q3 应收票据和应收账款较 2020 年初减少了 5.85 亿元，表明团检客户 Q3 有持续到检及回款，2020 前三季度的应收账款周转天数较上半年明显缩短。

● 风险提示：体检中心扩张过程中的管理风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	7,340	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	-13.9	36.3	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	20	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	102.3	4755.1	23.8
毛利率(%)	47.6	43.8	35.1	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.3	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.3	12.0	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.01	0.24	0.30
P/E(倍)	81.3	-77.0	3405.0	70.1	56.7
P/B(倍)	10.2	9.1	9.1	8.0	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、 Q3 收入基本追平同期，净利率恢复至正常水平

10 月 30 日，公司公布 2020 年三季报：2020 年前三季度，公司实现收入 44.19 亿元(-29.61%)，归母净利润-5.17 亿元(-232.15%)，扣非净利润-5.29 亿元(-319.59%)，经营活动现金流净额-7.01 亿元（-6.39%）；EPS-0.13 元/股。2020Q3 收入 26.04 亿元（-1.22%），归母净利润 2.65 亿元（-29.15%），扣非净利润 2.65 亿元（-29.75%）。**公司拟出售美因基因不低于 20%的股权，预计 2020 年全年扭亏为盈，净利润 1000-3000 万元。**

分季度看，Q1、Q2、Q3 分别实现收入 5.35 亿元(-58.15%)、12.79 亿元(-45.9%)、26.04 亿元 （-1.22%），归母净利润-5.99 亿元（-405.68%）、-1.83 亿元（-236%）、2.65 亿元（-29.15%）；扣非-5.99 亿元（-121.33%）、-1.95 亿元（-246%）、2.65 亿元（-29.75%）；经营活动现金流净额-9.85 亿元（-77.27%）、2.54 亿元（+629%）、0.29 亿元（+152.34% ）。

进入二季度之后，随着体检中心逐步恢复正常营业及客户到检，公司亏损收窄，单季度现金流为正。Q3 随着体检旺季的到来，公立医院体检中心产能受限，溢出效应明显，以及公司提质增效赢得客户认可，业绩加速回暖。在公立医院因为产能饱和，提价幅度加大，也间接带动了非公体检机构提价，我们认为进入旺季后，公司提价幅度快于同期。Q3 收入基本追平 2019 年同期，净利率达到 10%（2018 年 Q3 净利率 11%），在承担了一部分上半年费用（如缓缴公积金等）及部分应收账款计提的情况下，实际净利率应该要高于 10%，体现了规模效应，**预计 Q3 门店业绩实际恢复情况好于报表端，旺季中的 Q4 收入、利润同比及环比有望进一步提速。**

从公司复签率、到检人次看，公司继续稳健发展，巩固现有团检市场的优势，同时大力开拓个检市场和优质渠道，加大力度开发央企等大型优质客户的集团订单，进一步完善专业体检和健康管理服务，同时强化产品创新和研发工作，在核酸检测筛查领域取得显著突破，从而带动公司收入和利润的提升。2021 年起有望回归正常增长轨道。

从应收账款和预收账款(分别是反映公司团检到检及个检预售情况的指标)看：公司团个检业务逐步恢复正常。个检端，2020 年初预收款 14.47 亿元，2020Q3 有 11.40 亿元（体现在合并 BS 表“合同负债”项目），按个检平均客单价 500 元估算，预计待检个检客户约 228 万人，有望在 2021 年转化为收入。团检端，2020Q3 应收票据和应收账款较 2020 年初减少了 5.85 亿元，表明团检客户 Q3 有持续到检及回款，2020 前三季度的应收账款周转天数较上半年明显缩短。

从 Q3 经营现金流为正看，公司提质增效成效明显，第三季度通过建立集团资金池等措施，实现了资金的宽进严出，Q2、Q3 现金流大幅好转。

2、 阿里巴巴全方位助力公司战略、管理、业务、数字化转型与提升

1)从战略看，与阿里巴巴的合作既符合阿里巴巴“双 H”战略(healthy&happiness)，又符合美年健康“做大主业、建立生态、完成闭环”战略，公司大到商业模式、小到员工考核、客户体验都在不断优化和改进；2）从管理看，阿里巴巴将助力公司建设大数据驱动的业务中台，有利开展大数据和信息化建设，提升公司运营效率；3）

从业务看，美年健康已经全面对接阿里巴巴线上平台流量，考虑电商平台的导流、协同效应，未来在产品创新、数字化转型等领域将有更多的合作。

从下半年公司的主要经营计划就可以看出，公司经营效率将持续提升，已经步入良性发展轨道，加上 2020 下半年线下团检、个检回流，公司未来业绩确定性高：1）坚持“以客户为中心”，继续苦练内功，调整工作重心，优化 KPI 考核指标。2）加大力度开发包括央企、大型国企、集团化企业在内的优质团体客户。3）通过基于体检系统的医疗信息化和财务系统定制及升级，构建更强大的中台。4）不断优化服务方式，以满足客户个性化需求。5）在产品端研发创新，通过大数据和人工智能技术，推出癌症早筛、基因检测、人工智能辅助糖网筛查等前沿疾病筛查项目。6）从高发重疾和慢病入手，以临床医学金标准、行业指南和专家共识作为理论依据和质量准绳，继续升级美年好医生 X 系列产品。7）充分利用场地、牌照、医师、设备等资源，全面落实各地体检中心下午场体检。8）利用远程阅片、AI 辅助等先进技术，保障超声、影像、总检的医疗品质，提高医生效率和医学质量。9)充分发挥自身医疗资源优势和行业标杆作用，践行企业社会责任.

3、 盈利预测与投资建议

在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下，公司 2020 年下半年已经进入量、价、质三重提升的拐点期，根据全年净利润预告，上调 2020 年归母净利润，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2000 万元（前值为 100 万元）、9.51 亿元、11.77 亿元，EPS 分别为 0.01/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 3405/70/57 倍，维持“买入”评级。

表1：美年健康盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	7,340	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	-13.9	36.3	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	20	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	102.3	4755.1	23.8
毛利率(%)	47.6	43.8	35.1	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.3	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.3	12.0	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.01	0.24	0.30
P/E(倍)	81.3	-77.0	3405.0	70.1	56.7
P/B(倍)	10.2	9.1	9.1	8.0	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

4、 风险提示

体检中心扩张过程中的管理风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5806	8691	6629	8375	8844
现金	2494	4760	4925	3393	5595
应收票据及应收账款	1969	2295	816	3351	1836
其他应收款	397	385	226	571	426
预付账款	202	214	76	304	183
存货	127	130	86	163	149
其他流动资产	617	909	500	593	655
非流动资产	10548	10227	7992	9101	9321
长期投资	60	162	183	-44	-69
固定资产	2562	2608	2000	2516	2759
无形资产	165	164	179	203	228
其他非流动资产	7760	7293	5630	6427	6403
资产总计	16355	18919	14622	17477	18166
流动负债	6654	7983	4683	6726	6542
短期借款	2414	2309	1674	1885	2071
应付票据及应付账款	804	864	539	1108	947
其他流动负债	3437	4810	2469	3732	3525
非流动负债	2405	2782	1768	1461	948
长期借款	2250	2551	1628	1301	777
其他非流动负债	155	231	140	160	172
负债合计	9059	10765	6450	8187	7491
少数股东权益	730	838	842	1010	1217
股本	3122	3920	3914	3914	3914
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1278	2346	3658
归属母公司股东权益	6566	7316	7330	8281	9458
负债和股东权益	16355	18919	14622	17477	18166

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	2036	233	3494
净利润	973	-714	23	1119	1385
折旧摊销	565	709	555	637	756
财务费用	246	438	338	131	139
投资损失	-195	-136	-291	-156	-141
营运资金变动	-116	-188	1368	-1492	1356
其他经营现金流	66	1150	42	-7	-0
投资活动现金流	-2781	-1440	1945	-1581	-833
资本支出	831	429	-1410	1070	77
长期投资	-711	-354	-21	36	25
其他投资现金流	-2661	-1365	514	-475	-731
筹资活动现金流	1242	2486	-3815	-184	-460
短期借款	1269	-105	-635	211	185
长期借款	1250	301	-923	-326	-524
普通股增加	520	798	-6	0	0
资本公积增加	-1026	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-772	383	-2252	-69	-121
现金净增加额	0	2306	166	-1532	2202

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458	8525	7340	10006	12014
营业成本	4436	4790	4762	5463	6560
营业税金及附加	12	14	15	18	17
营业费用	2027	2031	1835	2201	2566
管理费用	578	603	587	800	961
研发费用	38	47	59	40	48
财务费用	246	438	338	131	139
资产减值损失	26	-1047	0	0	0
其他收益	6	12	6	7	8
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	291	156	141
资产处置收益	-2	-6	0	0	0
营业利润	1297	-449	41	1514	1872
营业外收入	5	10	6	7	8
营业外支出	18	47	24	30	34
利润总额	1283	-486	23	1492	1846
所得税	311	228	0	373	462
净利润	973	-714	23	1119	1385
少数股东损益	152	153	3	168	208
归母净利润	821	-866	20	951	1177
EBITDA	2068	389	622	2160	2622
EPS(元)	0.21	-0.22	0.01	0.24	0.30

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7	0.8	-13.9	36.3	20.1
营业利润(%)	43.5	-134.6	109.0	3630.7	23.6
归属于母公司净利润(%)	33.7	-205.6	102.3	4755.1	23.8
获利能力					
毛利率(%)	47.6	43.8	35.1	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.3	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.3	12.0	13.0
ROIC(%)	9.4	-3.2	0.6	9.4	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	56.9	44.1	46.8	41.2
净负债比率(%)	42.5	32.4	-12.2	5.2	-19.1
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.2	1.4
速动比率	0.7	0.9	1.3	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.7
应收账款周转率	5.0	4.0	4.7	4.8	4.6
应付账款周转率	6.4	5.7	6.8	6.6	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	-0.22	0.01	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.32	0.52	0.06	0.89
每股净资产(最新摊薄)	1.68	1.87	1.87	2.12	2.42
估值比率					
P/E	81.3	-77.0	3405.0	70.1	56.7
P/B	10.2	9.1	9.1	8.0	7.0
EV/EBITDA	34.1	180.4	107.0	31.6	25.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn