

迎来体检到检旺季，全年有望扭亏为盈

——美年健康 2020 三季度报点评

报告要点：

10月30日，公司公告三季报，报告期内实现营业收入44.19亿元，同比下降29.61%，归母净利润-5.17亿元，同比下降232.15%。

● 疫情影响逐步消散，内部调整业绩稳健改善

单三季度实现收入26.04亿元，同比下降1.22%，归母净利润2.65亿元，同比下降29.15%，处于业绩预告中位水平，较Q1和Q2单季表现，降幅显著收窄，体检业务持续恢复中。Q3毛利率和净利率水平分别达到45.92%和11.88%，环比改善显著，为去年Q3以来最高水平，随着四季度旺季来临，盈利能力有望环比进一步提升。单季度经营活动现金流净额同比提升152.34%，预计下游到检回款转化，上游应付票据提升，龙头话语权显著。同时，公司拟出售美国基因不低于20%股权，截止9月30日，美国基因总资产4.28亿元，实现营收1.58亿元，净利润7361.62万元。公司预计2020年全年实现净利润为1000-3000万，同比增长101.15%-103.45%，实现扭亏为盈。

● 承接广泛体检需求，持续提升客单价及客户体验度，业绩潜力可期

截止9月30日，公司应收账款28.79亿元、应收票据86.91万元，分别较年初增长25.51%、下降55.66%，整体较年初增加5.85亿元，随着四季度来临，有望逐步兑现；预收款项11.40亿元，同时叠加天猫双十一等线上C端促销活动，有望成为四季度乃至明年的收入转化。我们预计公司业务有望迎来扭亏为盈，且客单价持续优化的行情：1) 四季度为体检行业旺季，以团单业务为核心的健康体检业务，在四季度有望迎来收入确认期；2) 2018年舆情事件以来，公司通过上线血液追踪、人脸识别、主动控制流量等手段，提升客户体验度及公信力，部分客单有所回流；3) 考虑疫情影响下，公立医院全年接待时间缩短、接待量饱和、疫情风险担忧及价格上调等原因，个体民营体检机构部分出现现金流短缺和管理不善，民营体检龙头美年健康更具其性价比，预计有所导流，也伴随X+1系列新套餐的推出，引导客单价提升。

● 投资建议与盈利预测

公司是国民健康体检行业当之无愧的龙头企业，质量至上、体验改善、口碑修复下有望稳固团检地位；获得阿里健康IT数字化和C端流量赋能，品牌形象进一步提升，开启体检3.0健康管理新征程。受到上半年疫情影响，下半年业务正在修复中，远期空间和业绩改善客观，我们预计2020-2022年营业收入为87.13/108.91/136.13亿元，归母净利润为0.22/8.35/10.44亿元，对应EPS为0.01/0.21/0.27元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

医疗健康体检存在一定漏检、错检，具有医疗纠纷风险；疫情可能反复导致门店业绩恢复不及预期；市场竞争加剧，体检价格大幅下降风险；商誉减值风险等

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8458.45	8525.03	8712.58	10890.72	13613.40
收入同比(%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	820.65	-866.47	22.45	835.49	1044.30
归母净利润同比(%)	40.5	-205.6	102.6	3622.3	25.0
ROE(%)	12.5	-11.8	0.3	10.1	11.4
每股收益(元)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
市盈率(P/E)	88.89	-84.19	3250.11	87.31	69.86

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价：17.04元

基本数据

52周最高/最低价(元)：18.61 / 10.75

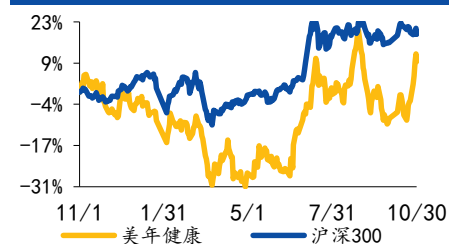
A股流通股(百万股)：3653.22

A股总股本(百万股)：3914.25

流通市值(百万元)：62250.94

总市值(百万元)：66698.89

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) 2020H1 点评：体检业务恢复中，聚焦创新累口碑》2020.08.31

《国元证券公司研究-美年健康(002044) 跟踪报告：体检王者，赋能再出发》2020.07.26

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5806	8691	9141	11232	13648
现金	2494	4760	5679	7069	8609
应收账款	1969	2293	2004	2505	3131
其他应收款	397	385	436	545	681
预付账款	202	214	235	294	368
存货	127	130	141	176	221
其他流动资产	617	911	646	643	640
非流动资产	10548	10227	9663	9673	9727
长期投资	60	162	60	60	60
固定资产	2562	2608	2314	2003	1682
无形资产	165	164	164	164	164
其他非流动资产	7760	7293	7125	7446	7821
资产总计	16355	18919	18805	20905	23375
流动负债	6654	7983	7337	7927	8652
短期借款	2418	2309	2800	2800	2800
应付账款	773	863	847	1059	1323
其他流动负债	3463	4811	3690	4068	4529
非流动负债	2405	2782	2987	3739	4489
长期借款	1354	1183	1933	2683	3433
其他非流动负债	1051	1599	1055	1056	1056
负债合计	9059	10765	10324	11666	13141
少数股东权益	730	838	842	961	1108
股本	3122	3920	3920	3920	3920
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1279	1918	2766
归属母公司股东权益	6566	7316	7639	8278	9126
负债和股东权益	16355	18919	18805	20905	23375

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	1691	1280	1436
净利润	973	-714	26	955	1191
折旧摊销	565	709	324	326	328
财务费用	246	438	231	258	263
投资损失	-195	-136	-15	-15	-15
营运资金变动	-116	-188	441	-111	-151
其他经营现金流	66	1150	685	-134	-180
投资活动现金流	-2781	-1440	-305	-186	-186
资本支出	831	429	0	0	0
长期投资	711	354	-102	0	0
其他投资现金流	-1238	-657	-407	-186	-186
筹资活动现金流	1242	2486	-466	296	290
短期借款	1274	-109	491	0	0
长期借款	750	-171	750	750	750
普通股增加	520	798	0	0	0
资本公积增加	-1113	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-189	859	-1707	-454	-460
现金净增加额	0	2306	920	1390	1540

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458	8525	8713	10891	13613
营业成本	4436	4790	4705	5881	7351
营业税金及附加	12	14	13	13	16
营业费用	2027	2031	2379	2559	3267
管理费用	578	603	1307	1035	1293
研发费用	38	47	20	20	20
财务费用	246	438	231	258	263
资产减值损失	-26	-1047	0	0	0
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	15	15	15
营业利润	1297	-449	78	1144	1421
营业外收入	5	10	5	100	100
营业外支出	18	47	50	50	50
利润总额	1283	-486	33	1194	1471
所得税	311	228	7	239	279
净利润	973	-714	26	955	1191
少数股东损益	152	153	3	119	147
归属母公司净利润	821	-866	22	835	1044
EBITDA	2107	698	632	1728	2012
EPS (元)	0.26	-0.22	0.01	0.21	0.27

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
营业利润 (%)	53.8	-134.6	117.3	1375.0	24.2
归属母公司净利润 (%)	40.5	-205.6	102.6	3622.3	25.0
获利能力					
毛利率 (%)	47.6	43.8	46.0	46.0	46.0
净利率 (%)	9.7	-10.2	0.3	7.7	7.7
ROE (%)	12.5	-11.8	0.3	10.1	11.4
ROIC (%)	12.4	-0.2	2.7	12.5	15.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.4	56.9	54.9	55.8	56.2
净负债比率 (%)	51.33	53.95	55.04	55.14	54.66
流动比率	0.87	1.09	1.25	1.42	1.58
速动比率	0.85	1.07	1.23	1.39	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.48	0.46	0.55	0.61
应收账款周转率	5	4	4	5	5
应付账款周转率	6.48	5.86	5.50	6.17	6.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.32	0.43	0.33	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	1.87	1.95	2.11	2.33
估值比率					
P/E	88.89	-84.19	3250.11	87.31	69.86
P/B	11.11	9.97	9.55	8.81	7.99
EV/EBITDA	36	108	120	44	38

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售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