开源证券

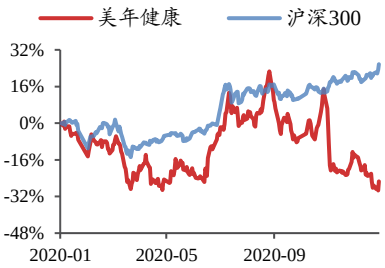
美年健康（002044.SZ）

2021 年 01 月 03 日

投资评级：买入（维持）

日期	2020/12/31
当前股价(元)	11.33
一年最高最低(元)	18.90/10.57
总市值(亿元)	443.48
流通市值(亿元)	433.98
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.30
近 3 个月换手率(%)	87.36

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-全年预告扭亏为盈，Q3 业绩加速好转》-2020.10.31

《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

合理价格收购马鞍山美年，并购基金培育门店战略实施顺利

——公司信息更新报告

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

● 并购基金培育门店战略实施顺利

公司公告称，公司下属子公司拟以自有资金 1120 万元收购马鞍山美年 56%股权，拟以自有资金不超过 7700 万元向广州美医、金牛美年、厦门慈铭、天津美佳、美兆喆源 5 家体检中心增加投资。考虑公司 2020 年出售美因基因 20.0607%的股权带来的投资收益，我们上调 2020 年公司归母净利润，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7 亿（前值为 0.2 亿）、9.51 亿元、11.77 亿元，EPS 分别为 0.18/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 63/47/38 倍，维持“买入”评级。

● 收购价格合理，收购、增资门店皆具备较好成长性

此次是美年健康首次收购并购基金培育门店（马鞍山美年）。**收购、增资的门店具有较好成长性：**收购门店马鞍山美年 2019 年净利率为 6.5%，2020 年 1-10 月净利率提升至 17.9%，盈利能力快速提升；增资门店天津美佳 2019 年收入 351.64 万元，2020 年 1-10 月收入达到 1239.53 万元，广州美医于 2020 年 1-10 月的收入为 4267.13 万元，超过了其 2019 年收入 3978.21 万元，美兆喆源于 2020 年 1-10 月的收入为 1338.73 万元，也超过其在 2019 年的全年收入 1262.27 万元，业绩快速提升。**公司收购/增资门店价格合理：**收购马鞍山美年按 2019 年业绩计算的 PS 为 1.12 倍，PE 为 17 倍，按 2020 年 1-10 月业绩计算的 PE 为 7 倍，考虑到体检机构大部分利润在 11、12 月份体现，因此实际收购 PE 远小于 7 倍；增资门店中，广州美医、金牛美年、厦门慈铭、天津美佳、美兆喆源增资价格对应的 PS 分别为 2.27/1.35/2.15/11.06/4.49 倍——此次门店收购及增资价格合理。

● 基本面逐季好转，2021 年起有望回归正常增长轨道

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，2021 年起有望回归正常增长轨道。

● 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	700	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	180.8	35.8	23.8
毛利率(%)	47.6	43.8	35.1	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	9.5	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	9.2	11.1	12.1
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.18	0.24	0.30
P/E(倍)	54.0	-51.2	63.4	46.6	37.7
P/B(倍)	6.8	6.1	5.5	4.9	4.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、 收购价格合理，收购、增资门店皆具备较好成长性

本次收购的马鞍山美年及 5 家增资门店皆为并购基金体外培育门店，因此此次是美年健康首次收购并购基金培育门店，之前收购的门店皆为合伙人模式培育门店。从投前、投后的股权结构来看，公司持有马鞍山美年的股权比例从 16%增至 72%，持有天津美佳的股权比例从 10%增至 87.14%，持有美兆喆源的股权比例从 8.33%增至 43.59%，持有广州美医的股权从 12.07%增至 28.71%，持有金牛美年的股权从 7.5%增至 26%，持有厦门慈铭的股权从 10%增至 22.86%。交易结束后，马鞍山美年、天津美佳将并表。

收购、增资的门店具有较好成长性：收购门店马鞍山美年 2019 年净利率为 6.5%，2020 年 1-10 月净利率提升至 17.9%，盈利能力快速提升；增资门店天津美佳 2019 年收入 351.64 万元，2020 年 1-10 月收入达到 1239.53 万元，广州美医于 2020 年 1-10 月的收入为 4267.13 万元，超过了其 2019 年收入 3978.21 万元，美兆喆源于 2020 年 1-10 月的收入为 1338.73 万元，也超过其在 2019 年的全年收入 1262.27 万元，业绩快速提升。

公司收购/增资门店价格合理：收购马鞍山美年按 2019 年业绩计算的 PS 为 1.12 倍，PE 为 17 倍，按 2020 年 1-10 月业绩计算的 PE 为 7 倍，考虑到体检机构大部分利润在 11、12 月份体现，因此实际收购 PE 远小于 7 倍；增资门店中，广州美医、金牛美年、厦门慈铭、天津美佳、美兆喆源增资价格对应的 PS 分别为 2.27/1.35/2.15/11.06/4.49 倍——此次门店收购及增资价格合理。

门店并表后，医质管控力和经营能力有望进一步提升：按照协议，收购完成后，马鞍山美年的高级管理人员中总经理、院长（医疗负责人）、财务负责人、销售负责人、行政法务负责人员的具体培训要求以美年健康提供的相关岗位考核制度要求为准；经营报表应按照要求定期提供。加上集团信息化、数字化赋能，门店经营能力有望持续提升。

2、 基本面逐季好转，2021 年起有望回归正常增长轨道

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，提价幅度大于往年，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。

3、 坚持数字化转型，成效逐步显现

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。

4、 盈利预测与投资建议

考虑公司2020年出售美因基因20.0607%的股权带来的投资收益，我们上调2020年公司归母净利润，预计公司2020-2022年归母净利润分别为7亿（前值为0.2亿）、9.51亿元、11.77亿元，EPS分别为0.18/0.24/0.30元，当前股价对应P/E分别为63/47/38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	700	951	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	180.8	35.8	23.8
毛利率(%)	47.6	43.8	35.1	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	9.5	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	9.2	11.1	12.1
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.18	0.24	0.30
P/E(倍)	54.0	-51.2	63.4	46.6	37.7
P/B(倍)	6.8	6.1	5.5	4.9	4.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

5、 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	6622	8365	8836
现金	2494	4760	4918	3383	5587
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	8802	9911	10131
长期投资	60	162	993	765	740
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	15424	18276	18967
流动负债	6654	7983	4684	6724	6544
短期借款	2414	2309	1674	1885	2071
应付票据及应付账款	804	864	539	1108	948
其他流动负债	3437	4810	2470	3731	3526
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	6452	8185	7492
少数股东权益	730	838	962	1130	1337
股本	3122	3920	3914	3914	3914
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	2024	3093	4405
归属母公司股东权益	6566	7316	8010	8961	10138
负债和股东权益	16355	18919	15424	18276	18967

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	2028	230	3497
净利润	973	-714	824	1119	1384
折旧摊销	565	709	555	637	756
财务费用	246	438	338	132	140
投资损失	-195	-136	-1100	-156	-141
营运资金变动	-116	-188	1370	-1495	1359
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	-831	25	25
其他投资现金流	-2661	-1365	-295	-486	-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	158	-1535	2204

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	4764	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	594	800	961
研发费用	38	47	59	40	48
财务费用	246	438	338	132	140
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	1100	156	141
资产处置收益	-2	-6	0	0	0
营业利润	1297	-449	842	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	824	1492	1846
所得税	311	228	1	373	461
净利润	973	-714	824	1119	1384
少数股东损益	152	153	124	168	208
归母净利润	821	-866	700	951	1177
EBITDA	2068	389	1423	2160	2622
EPS(元)	0.21	-0.22	0.18	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	287.6	79.9	23.6
归属于母公司净利润(%)	33.7	-205.6	180.8	35.8	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	9.5	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	9.2	11.1	12.1
ROIC(%)	9.4	-3.2	7.3	8.9	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	56.9	41.8	44.8	39.5
净负债比率(%)	42.5	32.4	-11.0	4.9	-17.7
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	0.6
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	0.18	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	2.05	2.29	2.59
估值比率					
P/E	54.0	-51.2	63.4	46.6	37.7
P/B	6.8	6.1	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA	23.3	123.0	31.1	21.3	16.7

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