

美年健康 (002044.SZ)

三季度收入利润恢复快速增长, 盈利能力快速提升

核心观点:

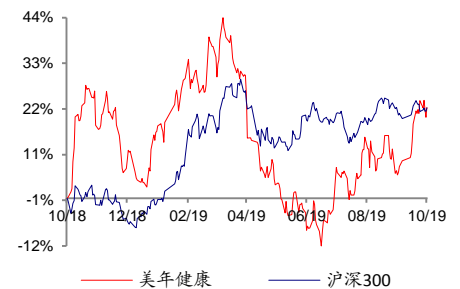
- 三季度单季度收入增长显著提速到 15.58%，扣非净利润增长 55.8%**
 公司发布 2019 年三季报，前三季度实现收入 62.78 亿，增长 7.89%，归母净利润 3.91 亿，下降 5.46%，扣非净利润 2.41 亿，下降 29.78%，EPS0.10 元，高于市场预期。三季度改善显著，单季度实现收入 26.36 亿，增长 15.58%，归母净利润 3.74 亿，增长 46.80%，扣非净利润 3.77 亿，增长 55.80%，利润增长显著快于收入增长，单季利润率显著提升 2.42 个百分点。
- 完成股份回购和战略股东入股，后续定增打开长期增长空间**
 三季度公司仍以提升自身的销售经营效率以及提升内生增长为主要方向，控制了门店扩张的节奏。近期公司完成了总金额 3 亿元股份回购，并且完成了前期战略股东国盛海通的 5% 股权的入股。非公开发行也获得了证监会核准，募集资金将用于生物样本库、数据中心、管理系统的升级等，也能够补充公司的流动资金，有助于加强公司对控股和参股门店的管理，进一步提升盈利能力。
- 整体利润率快速提升，单季度销售费用率下降 3.27 个百分点**
 前三季度公司毛利率 41.47%，下降 4.87 个百分点，单季度毛利率提升 0.6 个百分点。前三季度销售费用率 22.84%，下降 3.22 个百分点，前三季度研发+管理费用率 7.79%，提升 0.18 个百分点，前三季度财务费用率 5.17%，提升 2.07 个百分点，三季度公司在经营管理上做了大量改善工作，提升了内部管理效率和销售推广的效率。
- 19-21 年 EPS0.26 元/股、0.34 元/股、0.45 元/股**
 暂不考虑增发影响，预计公司 19-21 年 EPS0.26 元/股、0.34 元/股、0.45 元/股，按最新收盘价对应市盈率 53.28 倍、40.03 倍、29.92 倍，公司作为全国最大的连锁体检机构，整体品牌价值和经营管理能力突出，有望持续享受体检行业渗透率提升的红利，考虑到可比公司平均估值水平对应 2019 年 PE79 倍，我们保守估计公司合理价值 16.90 元/股，对应 2019 年估值 65 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示**
 三四线城市增长低于预期；规模扩大后经营管理能力受限；体检中心扩张过快带来盈利压力。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,282	8,458	10,304	13,094	16,821
增长率(%)	45.6%	34.6%	21.8%	27.1%	28.5%
EBITDA(百万元)	1,312	1,933	2,118	2,676	3,378
净利润(百万元)	584	821	956	1,273	1,703
增长率(%)	29.3%	40.5%	16.5%	33.1%	33.8%
EPS(元/股)	0.22	0.26	0.26	0.34	0.45
市盈率(P/E)	97.42	56.87	53.28	40.03	29.92
市净率(P/B)	8.68	7.11	6.77	5.79	4.85
EV/EBITDA	43.48	25.70	25.02	19.32	14.71

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.61 元
合理价值	16.90 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-25

相对市场表现



分析师: 罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师: 孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

请注意, 孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

美年健康(002044.SZ):非 2018-11-23

公开发行项目完善管理体

系, 综合竞争力有望持续提

升

美年健康(002044.SZ):前 2018-11-08

三季度维持高速增长, 股份

回购彰显管理层信心

表 1: 可比公司估值水平 (EPS 参考 Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价, 元/股	2019EPS, 元/股	2020EPS, 元/股	2019 PE 估值	2020 PE 估值
600763.SH	通策医疗	106.06	1.47	1.92	72.17	55.13
300015.SZ	爱尔眼科	38.18	0.44	0.58	86.34	65.41
平均					79.26	60.27

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	4,664	5,806	5,962	6,734	8,708	
货币资金	2,390	2,494	2,494	2,494	3,437	
应收及预付	1,544	2,171	2,312	2,938	3,775	
存货	87	127	130	166	213	
其他流动资产	643	1,014	1,025	1,135	1,283	
非流动资产	7,956	10,548	11,209	11,739	12,174	
长期股权投资	31	60	60	60	60	
固定资产	1,862	2,562	3,180	3,703	4,132	
在建工程	87	69	51	33	15	
无形资产	139	165	192	216	240	
其他长期资产	5,838	7,692	7,726	7,726	7,726	
资产总计	12,621	16,355	17,171	18,473	20,881	
流动负债	4,498	6,654	7,233	7,027	7,417	
短期借款	1,144	2,414	2,372	1,073	0	
应付及预收	1,702	2,220	2,579	3,278	4,212	
其他流动负债	1,651	2,020	2,283	2,677	3,205	
非流动负债	1,111	2,405	1,509	1,509	1,509	
长期借款	603	1,354	1,354	1,354	1,354	
应付债券	396	896	0	0	0	
其他非流动负债	112	155	155	155	155	
负债合计	5,609	9,059	8,742	8,536	8,926	
股本	2,601	3,122	3,122	3,122	3,122	
资本公积	2,445	1,332	1,332	1,332	1,332	
留存收益	1,505	2,196	3,152	4,424	6,127	
归属母公司股东权益	6,551	6,566	7,522	8,794	10,497	
少数股东权益	460	730	907	1,143	1,458	
负债和股东权益	12,621	16,355	17,171	18,473	20,881	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	6,282	8,458	10,304	13,094	16,821	
营业成本	3,338	4,436	5,412	6,877	8,846	
营业税金及附加	8	12	15	19	24	
销售费用	1,532	2,027	2,421	3,077	3,953	
管理费用	476	578	704	895	1,149	
研发费用	25	38	46	59	75	
财务费用	111	246	189	156	92	
资产减值损失	18	26	21	21	19	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	64	195	0	0	0	
营业利润	843	1,297	1,495	1,990	2,663	
营业外收支	-2	-13	0	0	0	
利润总额	841	1,283	1,495	1,990	2,663	
所得税	207	311	362	482	645	
净利润	634	973	1,133	1,508	2,018	
少数股东损益	50	152	177	236	316	
归属母公司净利润	584	821	956	1,273	1,703	
EBITDA	1,312	1,933	2,118	2,676	3,378	
EPS (元)	0.22	0.26	0.26	0.34	0.45	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1,400	1,539	2,226	2,518	3,176	
净利润	634	973	1,133	1,508	2,018	
折旧摊销	409	565	413	508	604	
营运资金变动	296	-116	445	299	413	
其它	61	117	235	202	140	
投资活动现金流	-1,947	-2,781	-1,073	-1,039	-1,039	
资本支出	-882	-830	-1,073	-1,039	-1,039	
投资变动	-738	-1,235	0	0	0	
其他	-326	-716	0	0	0	
筹资活动现金流	1,559	1,242	-1,153	-1,480	-1,194	
银行借款	1,711	1,984	-42	-1,299	-1,073	
股权融资	487	32	0	0	0	
其他	-638	-774	-1,111	-181	-122	
现金净增加额	1,012	-1	0	0	942	
期初现金余额	1,378	2,390	2,494	2,494	2,494	
期末现金余额	2,390	2,390	2,494	2,494	3,437	

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	45.6%	34.6%	21.8%	27.1%	28.5%
营业利润增长	34.5%	53.8%	15.3%	33.1%	33.8%
归母净利润增长	29.3%	40.5%	16.5%	33.1%	33.8%
获利能力					
毛利率	46.9%	47.6%	47.5%	47.5%	47.4%
净利率	10.1%	11.5%	11.0%	11.5%	12.0%
ROE	8.9%	12.5%	12.7%	14.5%	16.2%
ROIC	10.3%	11.3%	13.7%	17.1%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	55.4%	50.9%	46.2%	42.7%
净负债比率	20.2%	33.6%	26.5%	17.6%	10.4%
流动比率	1.04	0.87	0.82	0.96	1.17
速动比率	0.99	0.82	0.77	0.89	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.58	0.61	0.73	0.85
应收账款周转率	5.09	4.99	4.99	4.99	4.99
存货周转率	45.12	41.51	41.51	41.51	41.51
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.26	0.26	0.34	0.45
每股经营现金流	0.54	0.49	0.71	0.81	1.02
每股净资产	2.52	2.10	2.01	2.35	2.80
估值比率					
P/E	97.42	56.87	53.28	40.03	29.92
P/B	8.68	7.11	6.77	5.79	4.85
EV/EBITDA	43.48	25.70	25.02	19.32	14.71

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。