

业绩如期回暖，期待新的征程

事件

美年健康发布 2019 年前三季度报告

2019 年前三季度实现收入 62.78 亿，同比增长 7.89%，归母净利润 3.91 亿，同比下降 5.46%，扣非净利润 2.41 亿，同比下降 29.78%，EPS0.10 元，经营性现金流净额为-6.59 亿元，同比大幅下滑 865.47%。三季度单季实现营业收入 26.36 亿，同比增长 15.58%，归母净利润 3.74 亿，同比增长 46.80%，扣非净利润 3.77 亿，同比增长 55.80%。

简评

重回增长轨道，健康管理依然优质赛道

营收端，2019Q3 单季增速环比 Q1 单季 4.2%、Q2 单季 2.2% 出现显著回升，我们预计去年事件影响已开始逐渐消退，公司团检及个检业务均有所回升。今年以来公司强化健康体检质量管理，上线标本管控系统提升体检报告质量及合规运营，并在检后报告咨询和客户维护上进一步提升客户感受，这些改进措施在三季度取得明显成效。

利润端 Q3 增速亦大幅回正，并重回高增长轨道，一方面是由于 Q3 进入旺季营收大幅增长而固定成本开支摊销比率减少，同时控制成本费用，另一方面去年公司三季度业绩增速开始下滑、业绩基数较低。此次财报位于业绩预告 Q3 单季归母净利润增速 5.5-58.4% 的上半区，我们判断经营最困难时期已逐渐过去，公司将重新步入新的增长轨道。

从长远来看，健康管理行业依然是市场前景广阔的朝阳产业，公司作为民营体检行业绝对龙头，在夯实业务根基后，如能顺利完成定向增发补充资本，有望开启新一轮的扩张和高增长。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	8,458.5	9,830.9	12,334.1	15,156.2
营业收入增长率	35.7%	16.2%	25.5%	22.9%
净利润(百万)	820.6	983.6	1,267.9	1,576.2
净利润增长率	33.7%	19.9%	28.9%	24.3%
ROE	12.5%	13.7%	15.3%	16.4%
EPS(元)	0.26	0.30	0.38	0.47
P/E	60.8	50.8	39.4	31.7
P/B	7.6	6.1	5.4	4.7

请参阅最后一页的重要声明

美年健康 (002044)

维持

增持

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号: S1440517050001

程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

执业证书编号: S1440518110002

发布日期: 2019 年 10 月 25 日

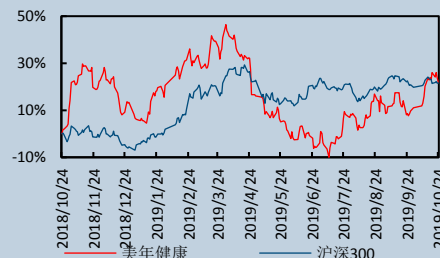
当前股价: 13.34 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	12.86/13.37	19.75/17.62	21.58/-0.01
12 月最高/最低价(元)			19.5/9.52
总股本(万股)			374,278.16
流通 A 股(万股)			339,130.71
总市值(亿元)			499.29
流通市值(亿元)			452.4
近 3 月日均成交量(万)			2,519.19
主要股东			
上海天亿资产管理有限公司			9.5%

股价表现



相关研究报告

19.08.28	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 营收单季企稳, 业绩有望回暖
19.07.12	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 营收企稳, 静待回升
19.04.29	【中信建投医疗服务 II】美年健康 (002044): 风物长宜放眼量

财务指标整体环比改善，现金流支出压力较大

2019 年前三季度公司毛利率 41.47%，下降 4.87 个百分点，预计主要是上半年为提升检验质量及合规管理使得成本上升，但 Q3 单季毛利率回升明显，同比提高 0.6 个百分点，预计主要是成本控制得当。期间费用率 35.80%，下降 0.97 个百分点：其中销售费用率 22.84%，下降 3.22 个百分点，预计是销售费用压缩成效明显；研发+管理费用率 7.79%，提升 0.18 个百分点，保持稳定；财务费用率 5.17%，提升 2.07 个百分点，预计主要是公司借款增加致融资成本增加。经营性现金流净额为-6.59 亿元，同比大幅下滑 865.47%；Q3 单季经营性现金流净额为-5595 万元，依然继续大幅流出。应收账款 28.70 亿元，环比增加 6.72 亿元，增长 30.6%，反映团检业务继续稳定增长；预收款项为 8.79 亿元，环比同比均继续下降，反映个检业务影响较大，预付卡销售下滑。

健康体检领域龙头，维持增持评级

美年健康以健康体检为核心，从专业预防、健康保障到智能健康管理、健康大数据应用的发展战略清晰，公司已快速成长为国内健康管理行业绝对龙头。考虑到三季度经营改善预期，我们维持 2019-2021 年公司盈利预测分别为 9.84 亿、12.68 亿和 15.76 亿，同比分别增长 19.9%、28.9%和 24.3%，每股 EPS 分别为 0.30、0.38 和 0.47 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 51、39 和 32 倍，维持增持评级。

风险提示

并购整合效果不及预期导致商誉减值风险

门店扩张速度不及预期

健康管理行业性事件对公司估值影响

指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业绩表现					
收入增长率	102.2%	35.7%	16.2%	25.5%	22.9%
净利增长率	81.1%	33.7%	19.9%	28.9%	24.3%
EBITDA 增长率	88.8%	54.7%	8.7%	13.7%	16.3%
EBIT 增长率	88.1%	55.9%	13.8%	15.7%	18.4%
营业利润率	81.9%	43.5%	19.8%	28.7%	24.2%
EBITDA Margin (%)	19.6%	22.4%	20.9%	19.0%	18.0%
ROE	9.4%	12.5%	12.1%	13.7%	14.8%
ROIC	27.8%	22.8%	19.5%	23.7%	30.5%
ROIC - WACC	2.7	2.2	1.9	2.3	3.0
价值评估					
P / E	81.3	60.8	50.8	39.4	31.7
EV / 收入	5.3	5.0	4.9	3.8	3.0
EV / EBITDA	27.2	22.2	23.6	20.0	16.6
EV / EBIT	33.0	26.7	27.0	22.5	18.4
EV / NOPLAT	42.7	36.0	35.6	29.7	24.2
EV / IC	6.5	6.0	7.3	7.7	7.8
P / B	7.7	7.6	6.1	5.4	4.7
Dividend Yield (%)	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
每股指标					
报表 EPS	0.16	0.22	0.26	0.34	0.42
经常性 EPS	1.74	1.75	2.18	2.48	2.84
每股红利	81.3	60.8	50.8	39.4	31.7
每股经营现金流	7.7	7.6	6.1	5.4	4.7
每股净资产	8.0	5.9	5.1	4.1	3.3
流动性					
净负债 / 权益	80.8%	124.2%	81.5%	67.3%	61.7%
总负债 / 总资产	44.7%	55.4%	44.9%	40.2%	38.2%
流动比率	1.03	0.87	0.91	1.19	1.48
速动比率	1.01	0.85	0.89	1.16	1.46

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	8,458.5	9,830.9	16.2%	12,334.1	25.5%	15,156.2	22.9%
营业成本	4,435.5	5,139.6	15.9%	6,369.3	23.9%	7,726.6	21.3%
营业税金及附加	12.2	13.8	12.4%	17.3	25.5%	21.2	22.9%
营业费用	2,026.7	2,337.2	15.3%	3,110.0	33.1%	3,938.5	26.6%
管理费用	578.0	707.8	22.5%	912.7	28.9%	1,151.9	26.2%
财务费用	245.8	240.3	-2.2%	76.4	-68.2%	-25.1	-132.9%
资产减值损失	25.5	30.6	20.0%	36.8	20.0%	44.1	20.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	195.4	191.5	-2.0%	187.7	-2.0%	183.9	-2.0%
营业利润	1,296.9	1,553.0	19.8%	1,999.2	28.7%	2,482.9	24.2%
营业外收入	4.7	5.2	10.0%	5.7	10.0%	6.3	10.0%
营业外支出	18.1	19.9	10.0%	21.9	10.0%	24.1	10.0%
利润总额	1,283.5	1,538.3	19.9%	1,983.0	28.9%	2,465.1	24.3%
所得税	310.7	372.4	19.9%	480.0	28.9%	596.7	24.3%
净利润	972.8	1,165.9	19.9%	1,503.0	28.9%	1,868.4	24.3%
少数股东损益	152.1	182.3	19.9%	235.1	28.9%	292.2	24.3%
归属母公司净利润	820.6	983.6	19.9%	1,267.9	28.9%	1,576.2	24.3%
EBITDA	1,892.7	2,057.5	8.7%	2,339.8	13.7%	2,721.9	16.3%
EPS（摊薄）	0.22	0.26	19.8%	0.34	28.9%	0.42	24.3%
资产负债表（百万元）							
流动资产	5,806.4	6,131.3	5.6%	7,410.2	20.9%	9,789.1	32.1%
现金	2,494.4	2,457.7	-1.5%	2,713.5	10.4%	4,625.5	70.5%
应收账款	1,969.5	2,183.5	10.9%	2,924.8	34.0%	3,229.2	10.4%
其它应收款	-	1.5	-	0.6	-62.9%	1.8	212.6%
预付账款	201.9	175.7	-13.0%	254.2	44.6%	294.6	15.9%
存货	126.5	96.0	-24.1%	178.6	86.0%	165.7	-7.2%
其他	1,014.0	1,216.9	20.0%	1,338.5	10.0%	1,472.4	10.0%
非流动资产	10,548.2	10,325.1	-2.1%	10,028.9	-2.9%	9,759.0	-2.7%
长期投资	60.2	60.2	0.0%	60.2	0.0%	60.2	0.0%
固定资产	2,562.1	2,305.9	-10.0%	2,049.6	-11.1%	1,793.4	-12.5%
无形资产	165.4	157.6	-4.7%	149.7	-5.0%	141.9	-5.2%
其他	7,760.4	7,801.4	0.5%	7,769.3	-0.4%	7,763.5	-0.1%
资产总计	16,354.6	16,456.4	0.6%	17,439.1	6.0%	19,548.1	12.1%
流动负债	6,654.0	6,771.1	1.8%	6,238.7	-7.9%	6,603.1	5.8%
短期借款	2,413.7	2,034.8	-15.7%	161.9	-92.0%	-	-100.0%
应付账款	772.7	662.6	-14.2%	1,138.9	71.9%	1,100.7	-3.4%
其他	3,467.5	4,073.6	17.5%	4,937.8	21.2%	5,502.5	11.4%
非流动负债	2,404.9	617.2	-74.3%	779.4	26.3%	859.3	10.2%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
长期借款	1,353.6	-	-100.0%	-		-	
其他	1,051.4	617.2	-41.3%	779.4	26.3%	859.3	10.2%
负债合计	9,058.9	7,388.2	-18.4%	7,018.1	-5.0%	7,462.4	6.3%
少数股东权益	729.5	911.9	25.0%	1,146.9	25.8%	1,439.1	25.5%
归属母公司股东权益	7,295.7	9,068.2	24.3%	10,421.0	14.9%	12,085.7	16.0%
负债和股东权益	16,354.6	16,456.4	0.6%	17,439.1	6.0%	19,548.1	12.1%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	1,538.6	1,620.9	5.4%	2,085.1	28.6%	2,077.8	-0.4%
净利润	972.8	983.6	1.1%	1,267.9	28.9%	1,576.2	24.3%
折旧摊销	564.6	264.1	-53.2%	264.1	0.0%	264.1	0.0%
财务费用	252.0	240.3	-4.6%	76.4	-68.2%	-25.1	-132.9%
投资损失	-195.4	-191.5	-2.0%	-187.7	-2.0%	-183.9	-2.0%
营运资金变动	-828.5	142.0	-117.1%	429.2	202.2%	154.3	-64.0%
其它	773.2	182.3	-76.4%	235.1	28.9%	292.2	24.3%
投资活动现金流	-2,780.9	11.6	-100.4%	25.9	122.7%	6.0	-77.0%
资本支出	-500.4	-107.7	-78.5%	-118.5	10.0%	-130.3	10.0%
长期投资	-722.5	-	-100.0%	-		-	
其他	-1,558.0	119.3	-107.7%	144.4	21.0%	136.3	-5.6%
筹资活动现金流	1,241.8	-1,669.3	-234.4%	-1,855.2	11.1%	-171.7	-90.7%
短期借款	1,269.3	-379.0	-129.9%	-1,872.9	394.2%	-161.9	-91.4%
长期借款	750.3	-1,353.6	-280.4%	-	-100.0%	-	
其他	-777.8	63.2	-108.1%	17.7	-72.0%	-9.8	-155.3%
现金净增加额	-0.5	-36.7	7096.3%	255.8	-796.5%	1,912.0	647.5%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

程培：毕业于上海交通大学，生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业工作经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859