

## 精细化管理提升品质和效率，逐步走出经营困境

美年健康(002044.SZ)

**推荐**(首次评级)

合理估值区间：8.5-9.35 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei\_yj@chinastock.com.cn

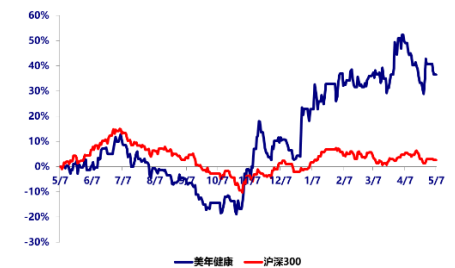
分析师登记编码：S0130522100001

市场数据

2023-05-07

A 股收盘价(元)	6.80
A 股一年内最高价(元)	7.68
A 股一年内最低价(元)	3.95
沪深 300	4016.88
市盈率 (TTM)	-98.86
总股本 (万股)	391425.39
实际流通 A 股(万股)	387244.87
限售的流通 A 股(万股)	4180.52
流通 A 股市值(亿元)	263.33

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

核心观点：

- **事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告**，2022 年全年实现收入 85.33 亿，同比下降 7.41%，归母净利润-5.33 亿，扣非净利润-5.68 亿。22Q4 单季实现营业收入 27.82 亿，同比下降 17.23%，归母净利润-1.45 亿，扣非净利润-1.44 亿。经营性现金流 15.41 亿，同比下降 25.18%；23Q1 实现营业收入 20.96 亿，同比增长 53.82%，归母净利润-1.67 亿，同比亏损减少 61.27%，扣非净利润-1.76 亿，经营性现金流-6039 万，流出大幅减少，去年同期为-4.15 亿。
- **23Q1 营收大超预期，疫后恢复良好，有望走出经营困境**。美年疫情期间经营压力较大，2019 年以来仅 2021 年小幅回正外，其余三年扣非净利润均大额亏损，主要是疫情使得体检门店运营难度加大、体检需求下降。23Q1 收入大幅增长，一方面是由于 22Q4 疫情影响使得体检需求延后至 23Q1 完成，另一方面也是由于疫情后自身健康意识提升、体检需求增加；2022 年公司常规体检客单价 583 元，同比提升 12.1%，23 年一季度客单价提升 8.3%。考虑到行业近 3 年来供给收缩，我们认为后续提价有望持续。
- **公司经营层面，持续积极推动数字化转型、提升管理效率**。基于 SaaS 的新一代体检软件扁鹊 2.0 的实施，实现体检业务的分时预约、智能导检、重要阳性自动上报等功能的同时，提升人效、坪效；推进医技类云平台-影像 PACS 云平台、超声 PACS 云平台、心电云平台、眼科云平台覆盖率，借助影像 AI、心电 AI、眼底 AI、超声 AI 提升医疗诊断质量和工作效率。面向 B 端销售的客户管理系统星辰 CRM 实现了分子公司全覆盖；面向 C 端营销平台美年臻选已经覆盖 200 余家分子公司，进一步提升 C 端客户购买渠道，增强客户粘性。
- **布局 AI 体检，推动 AIGC (人工智能生成内容) 作为公司的重要目标之一**。进一步利用 AI 人工智能和健康体检大数据赋能企业运营管理能力，如“脑睿佳”(含脑区 AI 分割重建技术)、“肺结宁”(含 AI 智能评估肺结节技术)、眼底分析(含 AI 眼底照相分析技术)、冠脉钙化积分(含 AI 自动判定钙化情况技术)。
- **投资建议**：美年经过 2019 年以来 4 年多的投入和积淀，在精细化管理上开始初见成效，品质提升、口碑回升；行业层面，过往 3 年疫情使得体检行业全行业亏损，且部分小型体检公司退出市场，使得行业竞争格局优化，疫情过后行业有望进入依靠品质提升来推动价格上涨的良性循环。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.54/9.12/12.95 亿元，同比增长 222.58%/39.56%/41.98%，EPS 为 0.17/0.23/0.33 元，当前股价对应 PE 为 41/29/21 倍，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示**：体检质量事件影响对公司品牌的风险、经济波动使得企业体检福利收缩的风险、并购门店经营不达预期致商誉减持的风险。

**主要财务指标**

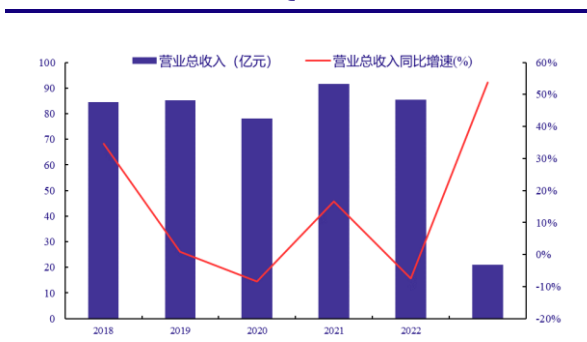
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,532.85	10,837.09	12,465.17	14,119.76
收入增长率%	-7.41	27.00	15.02	13.27
归母净利润(百万元)	-533.14	653.52	912.03	1294.89
利润增速%	-965.78	222.58	39.56	41.98
毛利率%	34.34	38.89	39.86	41.58
摊薄 EPS(元)	-0.14	0.17	0.23	0.33
PE	—	40.73	29.18	20.56
PB	3.57	3.28	2.95	2.58
PS	3.12	2.46	2.14	1.89

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 一、疫情过后营收大幅增长，体检市场需求依然良好

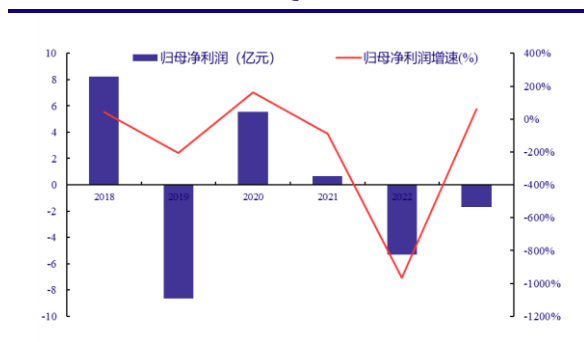
美年自 2018 年以后收入增速放缓，主要是 2020 年开始疫情影响，随着 2022 年底防疫政策调整，年末在全国人群一过性感染后，生活逐渐恢复正常，体检门店经营及到检也逐渐恢复正常。公司 2023Q1 开始高增长，实现营业收入 20.96 亿元、同比增长 53.82%，到检人数同比增长 45.2%，客单价同比增长 8.3%，一方面是 22 年 11-12 月受抑制的体检需求在 23 年一季度释放，一方面也是由于人们健康意识的提升，加总 22Q4+23Q1 收入在疫情冲击下依然增长约 5%，反映体检需求良好。利润端 2019-2022 四年压力均较大，2020 年因出售美因基因部分股权实现投资收益及增值有较好业绩，23Q1 单季尽管亏损 1.67 亿，但是公司历史上经营最好的一季度，后续随着体检旺季来临，经营业绩有望逐季回升。

图 1：美年健康 2018-2023Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：美年健康 2018-2023Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、自身经营逐步优化，有望进入良性发展期

从财务指标看，2022 年经营压力较大，但 2023 年一季度已开始大幅好转。2022 年公司毛利率 34.34%，下降 5.1 个百分点，主要是四季度疫情影响门店开业及到检人数大幅下降，收入下降而门店刚性支出较大。期间费用率 36.91%，提升 1.89 个百分点，其中销售费用率 23.59%，提升 0.82 个百分点，管理费用率 9.36%，提升 1.58 个百分点，研发费用率 0.66%，提升 0.00 个百分点，财务费用率 3.30%，下降 0.51 个百分点，主要是公司有息负债持续下降。经营性现金流 15.41 亿元，同比下降 25.18%。

2023 年一季度开始各项指标随着收入高增长开始优化，2023 年一季度毛利率 32.53%，提升 19.54 个百分点。期间费用率 38.97%，下降 10 个百分点，其中销售费用率 26.19%，下降 3.83 个百分点，管理费用率 8.92%，下降 4.62 个百分点，研发费用率 0.61%，下降 0.40 个百分点，财务费用率 3.25%，下降 2.15 个百分点，经营性现金流-6039 万元，同比减少流出 85.46%。我们预计随着经济生活恢复正常，公司各项经营也将回到正轨，进入“保质、增收、提效、降本”的良性发展期。

## 公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022A			
<b>流动资产</b>	5499.32	6902.25	8707.74	10815.01	营业收入	8532.85	10837.09	12465.17	14119.76	
现金	1983.99	2320.27	4399.12	5528.58	营业成本	5602.42	6622.55	7496.55	8249.47	
应收账款	2569.28	3451.32	3127.51	3932.36	营业税金及附加	4.97	6.50	7.48	8.47	
其它应收款	353.70	549.39	489.37	687.28	营业费用	2013.25	2438.35	2792.20	3148.71	
预付账款	134.40	158.94	179.92	197.99	管理费用	798.56	910.32	1022.14	1157.82	
存货	220.98	183.73	274.39	229.74	财务费用	281.44	35.98	30.94	-0.24	
其他	236.98	238.60	237.43	239.06	资产减值损失	-36.15	-9.92	-10.05	-13.41	
<b>非流动资产</b>	12780.57	12712.95	12645.13	12564.91	公允价值变动收益	19.81	0.00	0.00	0.00	
长期投资	1002.15	1002.15	1002.15	1002.15	投资净收益	-0.96	0.00	0.00	0.00	
固定资产	2110.13	1988.21	1843.34	1684.97	营业利润	-379.20	763.63	1048.46	1477.18	
无形资产	301.20	346.96	409.94	480.33	营业外收入	5.68	8.62	7.72	7.34	
其他	9367.10	9375.63	9389.71	9397.46	营业外支出	48.30	46.13	42.82	45.75	
<b>资产总计</b>	18279.89	19615.20	21352.87	23379.92	利润总额	-421.83	726.13	1013.36	1438.77	
<b>流动负债</b>	7640.84	8250.02	8974.32	9562.60	所得税	50.89	0.00	0.00	0.00	
短期借款	1643.58	1643.58	1643.58	1643.58	净利润	-472.72	726.13	1013.36	1438.77	
应付账款	1232.13	1343.30	1572.02	1636.10	少数股东损益	60.42	72.61	101.34	143.88	
其他	4765.12	5263.13	5758.72	6282.92	归属母公司净利润	-533.14	653.52	912.03	1294.89	
<b>非流动负债</b>	2442.28	2442.28	2442.28	2442.28	EBITDA	1299.34	1160.18	1467.31	1884.52	
长期借款	17.46	17.46	17.46	17.46	EPS (元)	-0.14	0.17	0.23	0.33	
其他	2424.83	2424.83	2424.83	2424.83						
<b>负债合计</b>	10083.12	10692.30	11416.61	12004.88	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
少数股东权益	741.42	814.04	915.37	1059.25	营业收入	-7.41%	27.00%	15.02%	13.27%	
归属母公司股东权益	7455.35	8108.87	9020.89	10315.79	营业利润	-197.25%	301.38%	37.30%	40.89%	
<b>负债和股东权益</b>	18279.89	19615.20	21352.87	23379.92	归属母公司净利润	-965.78%	222.58%	39.56%	41.98%	
					毛利率	34.34%	38.89%	39.86%	41.58%	
					净利率	-6.25%	6.03%	7.32%	9.17%	
					ROE	-7.15%	8.06%	10.11%	12.55%	
					ROIC	-0.60%	5.80%	7.27%	9.07%	
					资产负债率	55.16%	54.51%	53.47%	51.35%	
					净负债比率	123.01%	119.83%	114.90%	105.54%	
					流动比率	0.72	0.84	0.97	1.13	
					速动比率	0.64	0.77	0.89	1.06	
					总资产周转率	0.47	0.55	0.58	0.60	
					应收帐款周转率	3.32	3.14	3.99	3.59	
					应付帐款周转率	6.93	8.07	7.93	8.63	
					每股收益	-0.14	0.17	0.23	0.33	
					每股经营现金	0.39	0.19	0.64	0.40	
					每股净资产	1.90	2.07	2.30	2.64	
					P/E	—	40.73	29.18	20.56	
					P/B	3.57	3.28	2.95	2.58	
					EV/EBITDA	20.95	25.67	18.88	14.10	
					PS	3.12	2.46	2.14	1.89	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 分析师简介及承诺

**程培**，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系方式

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252612 [liyanyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyanyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫆玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)