

体检大数据叠加 AI 技术，赋能健康生态平台

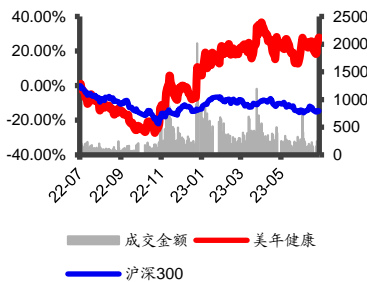
投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2023-07-11

收盘价（元）	6.99
近 12 个月最高/最低（元）	7.68/3.95
总股本（亿股）	39.14
流通股本（亿股）	38.72
流通股比例（%）	98.93
总市值（亿元）	274
流通市值（亿元）	271

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

● 客单价持续提升，业绩迎来恢复性增长

美年健康成立于 2004 年，持续深耕体检行业，四大品牌“美年健康”、“慈铭”、“奥亚”及“美兆”协同发展。2022 年受疫情管制影响全年实现收入 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，客单价 583 元。在 22Q4 体检需求延后、疫后健康意识增强等因素影响下，23Q1 收入较上年同期大幅增长 53.82%，到检人数同比增长 45.2%，客单价同比增长 8.3%。在疫情影响消散、供给格局边际改善的背景下，公司发展驶入快车道。

● 数字化转型叠加 AI 赋能，全面提升服务体验

公司重视信息化建设，持续的技术迭代为产品增强竞争力。公司进行检验科 LIS 医学系统智能升级，拓展全流程智能体检平台“三级影像智能质控体系”放射影像功能，并引进新一代乳腺 AI 筛查超声项目等先进设备。研究 AI 技术结合健康体检，推出脑睿佳（AI+脑）、眼底分析（AI+眼）、冠脉钙化积分（AI+心）等数字化升级产品，未来还将持续引领核心技术突破。持续开发 AI 云平台远程质控，使用 PACS 影像归档和通信系统持续强化影像阅片人工智能化水平，同时 AIGC 技术（人工智能生成内容）已成为公司的重要目标之一，公司借助技术更新持续发挥健康体检服务优势，高客单价产品（如肺结节、脑睿佳）更具针对性和特色，叠加 AI 技术，销量保持高增长。

● 实施精细化运营战略，部署卓越体检服务系统

产品营销维度：公司持续推进客户数据在线化进程，强化 B 端客户管理系统星辰 CRM，实现对一线销售客户管理透明可控。此外公司依托阿里打造 C 端营销平台美年臻选，打通与 C 端客户分销对接渠道，增强客户流量及粘性。**客户服务维度：**公司推进基于 SaaS 的新一代体检软件扁鹊 2.0，覆盖实施体检分时预约、智能导检、重大阳性自动上报等功能，结合医技云平台建设，实现体检全流程数字化与智能化管理，提升业务全流程运营效率。

● 体检市场前景广阔，非公体检优势凸显

2012~2021 年，我国体检市场规模从 468 亿元提升到 1890 亿元，复合增速 16.78%，2025 年有望达到 3900 亿元。人口老龄化叠加居民健康意识的持续提高，推动体检需求持续膨胀。体检行业覆盖率不断扩大（2020 年 31%），但相较于其他国家而言仍处在低位，存在较大提升空间。从竞争格局来看，公立医院仍占体检市场主体，但近年来非公体检优势不断凸显，个性化体检套餐的推出契合群众健康意识的持续提高，民营体检机构的认可度与受欢迎程度持续提高。美年健康+慈铭体检占民营体检市场份额约 26%，凭借极强的客户服务意识和 AI 技术的加持，公司有望持续提升市占率。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是民营体检稀缺标的，持续深耕 B 端、大力发展 C 端，业务灵活性

高，未来团检客单价有望稳定提高，个检占比将持续提升，参转控门店数量每年稳定提高。我们看好公司未来业绩持续发展的可能，2023~2025年预计实现营业收入 108.80/120.98/134.34 亿元，同比 +27.5%/11.2%/11.0%；实现归母净利润 6.01/7.20/8.68 亿元，同比 +212.7%/19.9%/20.5%，对应 PE 45.56/38.01/31.54x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 商誉减值风险；行业竞争加剧风险；医疗质量风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8533	10880	12098	13434
收入同比 (%)	-7.4%	27.5%	11.2%	11.0%
归属母公司净利润	-533	601	720	868
归母净利润同比 (%)	-965.8%	212.7%	19.9%	20.5%
净利率 (%)	34.3%	40.3%	39.8%	40.4%
ROE (%)	-7.2%	7.5%	8.2%	9.0%
每股收益 (元)	-0.14	0.15	0.18	0.22
P/E	—	45.56	38.01	31.54
P/B	3.22	3.40	3.12	2.84
EV/EBITDA	20.95	17.80	15.57	14.11

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕专业体检，非公体检龙头地位稳固	5
1.1 专注于健康体检，领跑全国	5
1.2 股权结构稳定，融资经历丰富，股权激励效果显著	6
2 体检行业存在巨大发展潜力，需求亟待满足	10
2.1 健康意识加强，体检需求扩张	10
2.2 政策因素驱动体检快速发展	12
2.3 跨区域竞争转变，与第三方更多融合	12
3 数字化转型引进AI布局，全面提升服务体验	14
3.1 深耕体检主业，不断更新产品，引进设备	14
3.2 全面引进AI应用，赋能医疗体检	16
3.3 精细化运营，打造生态健康大平台	17
4 盈利预测及投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	19
风险提示：	20

图表目录

图表 1 公司发展阶段清晰	5
图表 2 公司业务版图 (截至 2020)	6
图表 3 公司股权结构 (截至 2022 年报)	7
图表 4 公司 2022 员工持股计划	7
图表 5 公司融资历史	8
图表 6 公司总营收及营业利润情况 (RMB MN)	8
图表 7 公司历年客单价 (RMB 元)	8
图表 8 公司三费费率水平	9
图表 9 公司毛利率及净利率水平	9
图表 10 公司收入结构 (按业务, RMB MN)	10
图表 11 公司收入结构 (按地区, RMB MN)	10
图表 12 我国 65 岁人口数持续增加 (亿人)	10
图表 13 中国体检市场规模及增速 (RMB MN)	11
图表 14 我国体检人次及增速 (亿次)	11
图表 15 我国体检行业覆盖率	11
图表 16 2020 年各国体检覆盖率	11
图表 17 健康体检产业政策利好频出	12
图表 18 全国公立/民营医院数量 (家)	13
图表 19 体检行业与第三方行业融合	13
图表 20 爱康国宾“IT+健康管理服务”模式	14
图表 21 瑞慈体检“医学体检+科学管理”模式	14
图表 22 参股中心及控股中心数量 (家)	15
图表 23 公司体检产品分类	15
图表 24 高端检验仪器引进过程	16
图表 25 “脑睿佳”产品套餐 (元)	16
图表 26 公司癌症早筛产品研发进程	17
图表 27 构建美年生态健康平台	18
图表 28 精细化运营体检服务系统部署	18
图表 29 公司收入及增速预测 (人民币百万元)	19

1 深耕专业体检，非公体检龙头地位稳固

1.1 专注于健康体检，领跑全国

规模和影响力兼备的健康体检与医疗集团，快速扩张成为非公体检行业龙头。美年健康 (002044.SZ) 成立于 2004 年，2015 年通过借壳江苏三友上市，作为一家专业健康体检和医疗服务的集团，美年健康通过“自建+并购”方式建设了超过 600 家覆盖全国（除港、澳、台地区）的体检中心，并分别于 2016、2017 年分别收购知名健康体检品牌美兆体检、慈铭体检，2019 进一步引入阿里巴巴等重要股东和战略伙伴，展开深度合作，以健康体检服务作为公司的主营业务，同时依靠四个不同品牌开展服务：“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”，提供多方位、个性化的健康管理服务。

并购打开市场，打造全国连锁布局。公司的发展历史可以分为初创、扩张和稳健发展三个阶段，在资本加持下，公司通过收并购实现快速扩张，2011-2017 年先后并购多家非公体检机构，积累了较为丰富的收并购整合经验，其中 2016 年公司收购美兆体检、慈铭体检，逐渐改变非公体检行业竞争格局；2018 年之后公司持续注重发展质量，对内建立了完备的管理控制体系，并依托大股东阿里进行数字化转型。

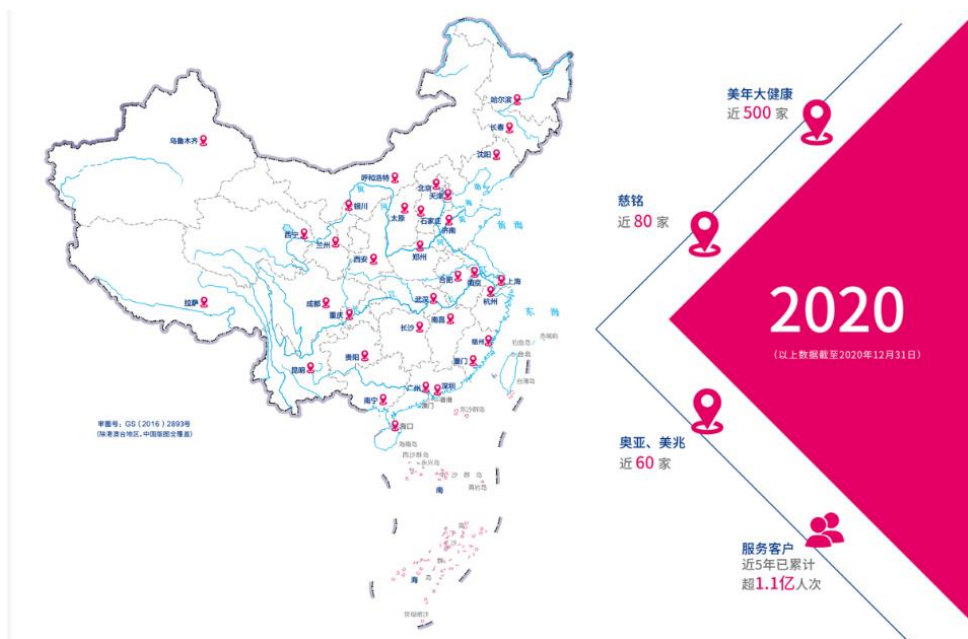
图表 1 公司发展阶段清晰

时间	重点事件
初创期	
2004	美年健康创立
2008	向一、二线城市发展连锁机构服务客户 15 万人次
2009	与 Swedish Medical Center 签署合作协议，多省市连锁运营已具规模
2011	美年健康和大健康合并，成为中国专业体检及医疗服务集团之一
扩张期	
2012	并购深圳瑞格尔体检连锁机构；凯雷投资集团入股
2013	中国平安战略入股；中法基金投资入股；布局 100 余家体验中心
2014	实现年度 500 万人次体检
2015	美年大健康控股慈铭体检，借壳江苏三友成功上市
快速发展期	
2016	收购美兆体检；收购慈铭体检 72.22% 股权； 布局 300 余家体检中心；年服务客服 1500 万人次
2017	全资收购慈铭体检；收购西昌美年等 7 家公司相应股权； 布局 400 多家体检中心；年服务客户 2000 万人次 参股艾迪康医学检验中心；
2018	收购德阳美年、武汉美年等 19 家公司相应股权； 布局 600 余家体检中心，年服务客户 3000 万人次
2019	收购安徽诺一 51% 股权； 阿里巴巴、蚂蚁金服、云锋基金战略入股
2020	构建健康产业生态圈

资料来源：公司招股书、公司官网，华安证券研究所

持续扩大覆盖版图，民营体检机构龙头遍地开花。公司旗下门店数量自 2019 年来稳定增加，截止 2022 年末正在经营的体检中心为 611 家，其中控股体检中心 290 家，较上年同期增加 22 家；参股体检中心 321 家，覆盖 314 个城市。从店龄结构看，公司 82% 的控股体检中心店龄超过 3 年，18% 的控股体检中心营业年限在 3 年以内，门店成熟度较高。2022 年度公司全年总接待人次为 2,960 万人（含参控股体检中心），较 2021 年同期下降 1.1%，其中控股体检中心总接待人次为 1,839 万人。即使在 22 年内外部环境十分不稳定的情况下公司依旧保持了较高的客流量。23 年以来客流量同比增长 5%（截至 2023 一季度），且随着内外部环境的持续改善，到检客户仍在持续稳定释放。

图表 2 公司业务版图（截至 2020）



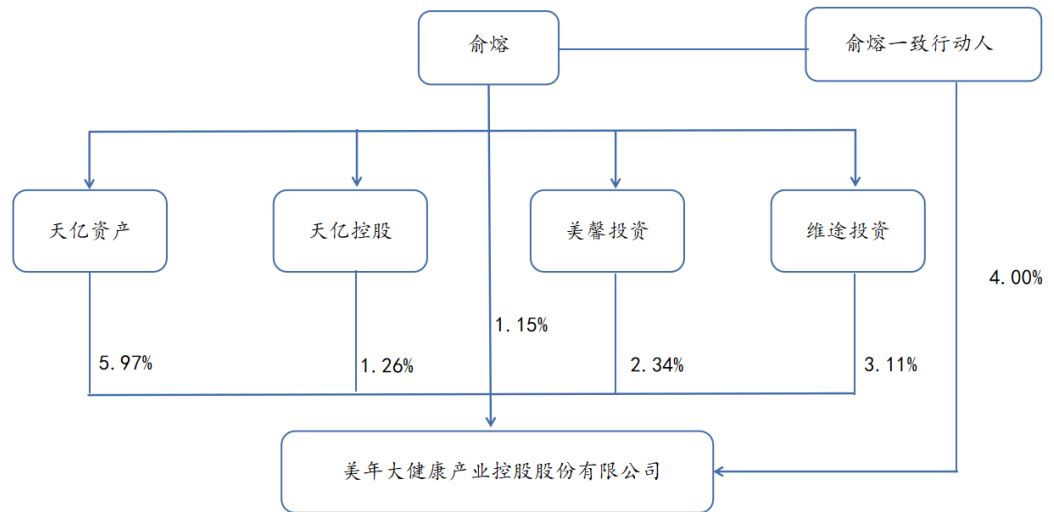
资料来源：公司年报、华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，融资经历丰富，股权激励效果显著

管理团队专业度高，兼具运营、管理和业务等多方面的丰富经验。俞熔先生是中国中医科学院博士，现任公司控股股东，同时也为上海天亿实业控股集团有限公司的创始人和董事长，在投资行业有逾 20 年的经验，自 1998 年创办天亿投资集团公司，聚焦医疗健康产业。截至 2022 年年报，公司创始人兼董事长俞熔为公司实际控制人。随着阿里巴巴等重要股东的进入，公司医疗品质管控持续升级，战略规划方向明晰，成为体检行业的龙头企业。

图表 3 公司股权结构 (截至 2022 年报)

公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图



资料来源：公司年报、华安证券研究所

公司股权激励计划出台,共享公司红利,长期发展信心可见一斑。2023年7月,公司基于加强高管及员工激励目的,将员工持股计划存续期由48个月递延为55个月,第三个解锁期延长到2025年。

图表 4 公司 2022 员工持股计划

指标	内容
规模	不超过 2,377.3305 万股, 占公司当时总股本的 0.6074%。
对象	总人数不超过 150 人, 其中董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员为 3 人
存续期&解锁期	存续期 55 个月。解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 12 个月、31 个月、43 个月, 每期解锁的标的股票比例分别为 30%、30%、40%。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

多轮融资为扩张奠定坚实基础,丰富的融资经验为公司稳健发展保驾护航。公司自 2012 年起进行过多轮融资,以助力公司持续升级体检中心相关设备;上市后公司通过设立并购基金等形式支持公司门店扩张,并于 2019 年先后引入海通、阿里等战投,互联网科技类战投将有利于帮助公司进行数字化、智能化的战略转型,实现产业升级。

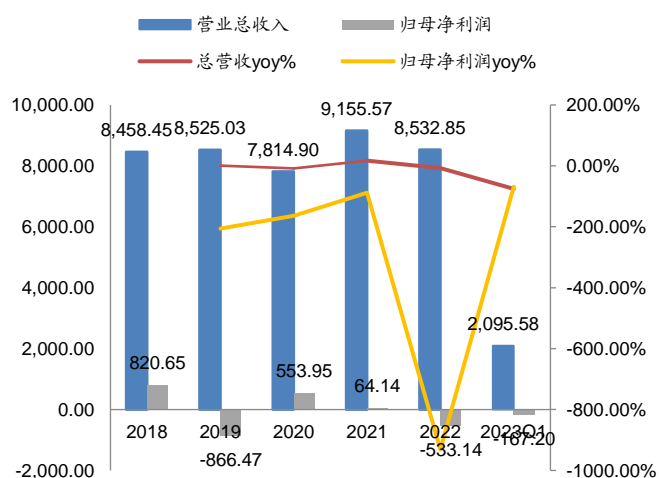
图表 5 公司融资历史

融资轮次	时间	投资方	投资金额
A 轮	2012.08.02	凯雷投资	未公开
B 轮	2013.09.01	平安创新、凯辉基金、凯雷投资	3 亿元
C 轮	2014.09.30	分享投资	未公开
并购	2015.07.23	江苏三友	55 亿元
战略投资	2019.01.28	海通证券; 海通开元、平安资本	未公开
战略投资	2019.10.27	阿里巴巴、蚂蚁金服、云锋基金	未公开

资料来源: 公司公告、投资界、华安证券研究所

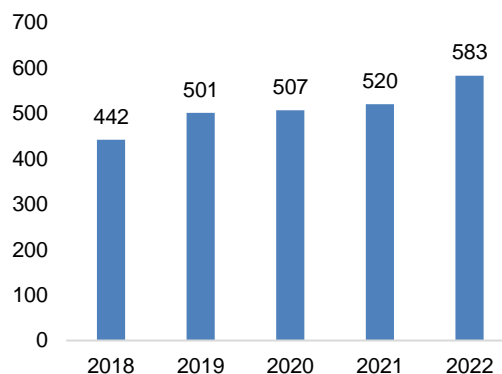
营业收入保持稳定, 经营曲折向前。公司营业收入稳中向好, 2018~2022 年分别实现 84.58/85.25/78.14/91.55/85.33 亿元。旗下四大品牌协同发展, 其中“美年大健康”品牌、“慈铭”和“奥亚”、“美兆”品牌 2022 年分别实现收入 66.42/17.5/1.4 亿元。利润端在 2018~2022 财年的表现分别为 8.21/-8.66/5.54/0.64/-5.33 亿元。2019 公司首次出现净利润为负系受到 2018 年 7 月“广州富海事件”影响, 公司计提商誉减值准备 10.35 亿元, 对归母净利润影响明显。2020~2021 年新冠疫情控制相对稳定, 利润增速稳步提升。2022 年疫情反复影响加重, 且受国内多地推出封城等控制人员流动措施, 公司各体检中心到检人数大幅减少, 但房租及人工费用等固定成本的支出持续发生, 导致公司主营业务受到冲击, 营业利润再度下滑, 增速承压明显。但随着疫情减弱, 公司目前已逐渐恢复正常体检服务业务, 且致力于深化精细化管理和医疗服务质量升级, 公司业绩随客流恢复逐步释放: 2023 年一季度公司实现营业收入 20.96 亿元, 同比增长 53.82%, 其中到检人数同比增长 45.2%, 客单价同比增长 8.3%, 迎来恢复性增长。

图表 6 公司总营收及营业利润情况 (RMB mn)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7 公司历年客单价 (rmb 元)

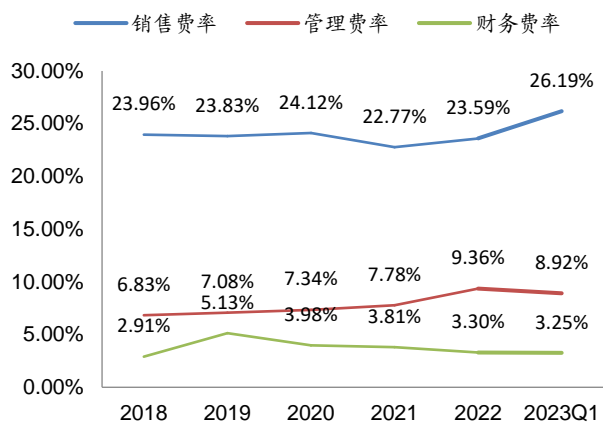


资料来源: wind、华安证券研究所

控费效果良好，盈利能力有望提高。公司销售费用率和财务费率在 2018 至 2023Q1 期间保持稳定，其中销售费用率为 23.96%/23.83%/24.12%/22.77%/

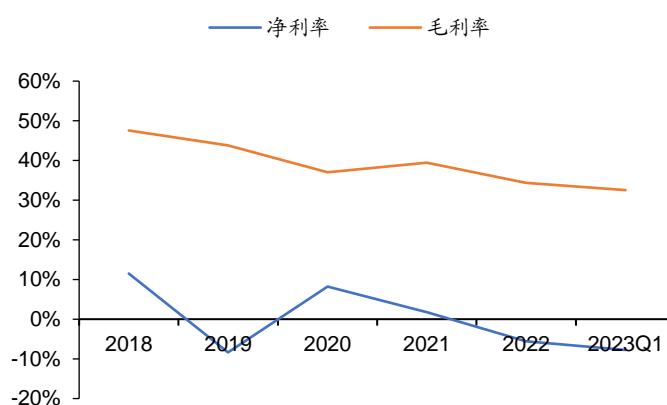
23.59%/26.19%，财务费用率为 2.91%/5.13%/3.98%/3.81%/3.30%/3.25%，而管理费用一直保持在 7%左右，去年有所上升，主要由于医质提升及运营合规费用增加、搭建省级架构造成管理费用增加，整体控费效果良好。从盈利能力看，公司毛利率波动呈下滑趋势，净利率略有起伏，净利率为负系净利润受到行业事件影响导致团检客户流失出现亏损，同时公司主动限制客流以提升质量和客户满意度，体检人次降低，规模效应减弱而使毛利率呈现下滑趋势，但随着 AI 医疗的引进，将持续赋能专业体检，提升体检体验，盈利能力有望持续恢复。

图表 8 公司三费率水平



资料来源：wind、华安证券研究所

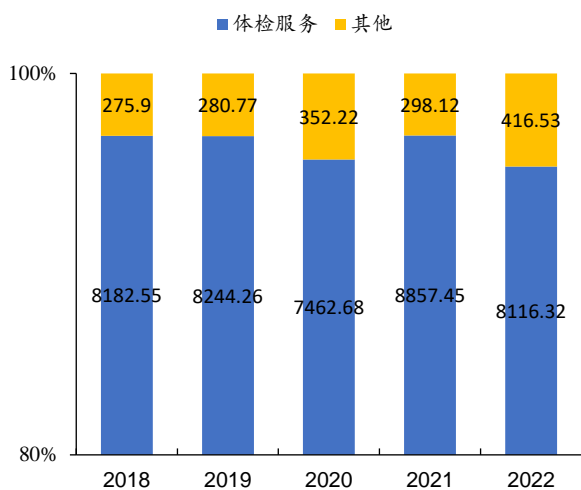
图表 9 公司毛利率及净利率水平



资料来源：wind、华安证券研究所

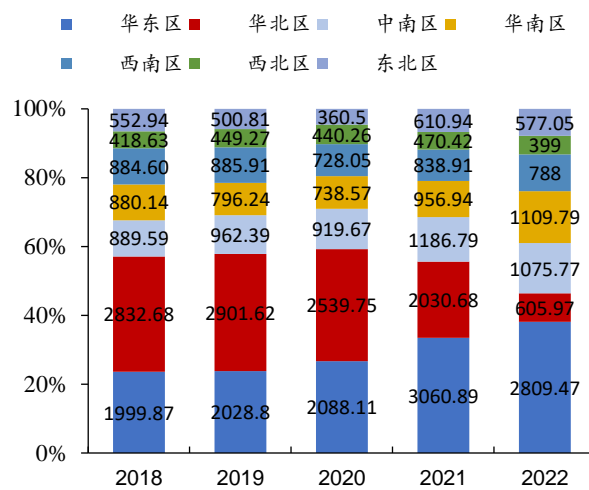
专注提供高质量体检服务，充分布局华东及华北地区。体检服务是公司的核心主营业务，贡献了公司大部分的营收，在 2018-2022 期间主营业务体检服务分别占总营收 96.74%/96.71%/95.49%/96.74%/95.12%。其中公司四大品牌“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”，前两大品牌着眼于大众健康体检市场，后两大品牌则专注于中高端团体健康体检、高端个人健康体检市场，致力于为消费者提供个性化的优质服务。按地域划分，公司已基本完成中国大陆市场全覆盖的战略布局，其中华东地区及华北地区是公司业务营收额的最主要来源，2022 年华东区占比 38.15%，华北区占比 8.23%，合计占比接近半成。随着公司继续提升全地区的布局，其余各地区也呈现营收占比增加的趋势。占比重点布局香港市场，逐步开拓大陆市场。

图表 10 公司收入结构 (按业务, rmb mn)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 11 公司收入结构 (按地区, rmb mn)



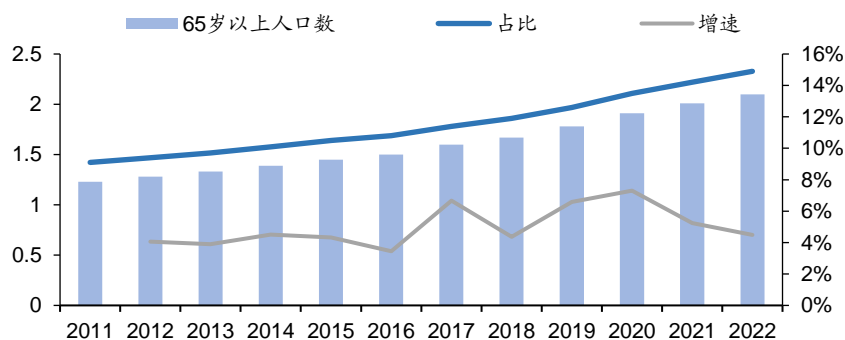
资料来源: wind、华安证券研究所

2 体检行业存在巨大发展潜力, 需求亟待满足

2.1 健康意识加强, 体检需求扩张

人口老龄化叠加居民健康意识的持续提高, 推动体检需求的持续膨胀。随着经济增长人均收入提升, 居民健康消费需求增加, 健康体检人数由 2016 年 4.5 亿人增至 2020 年 6.4 亿人, 年均复合增长率为 9.2%。居民医保收支基本保持逐年上升趋势, 2021 年我国医保收入增速为 15.6%, 支出增速 14.3%, 预计未来仍将稳步提升。据国家统计局公布, 截止 2022 年末, 我国 65 岁以上人口数达到 2.10 亿人, 占总人口数量 14.90%, 同比增加 4.48%, 人口老龄化进程加剧, 对慢性病的早期筛查日趋重视, 体检项目需求有所扩张。因此健康意识的增强为我国健康体检市场的发展创造良好的市场环境。

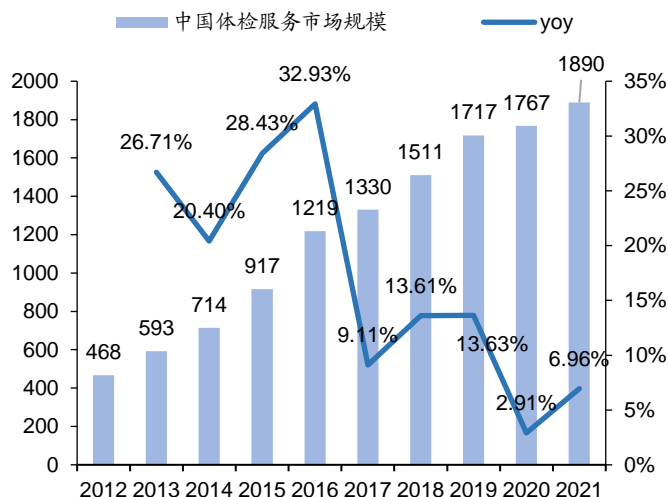
图表 12 我国 65 岁人口数持续增加 (亿人)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

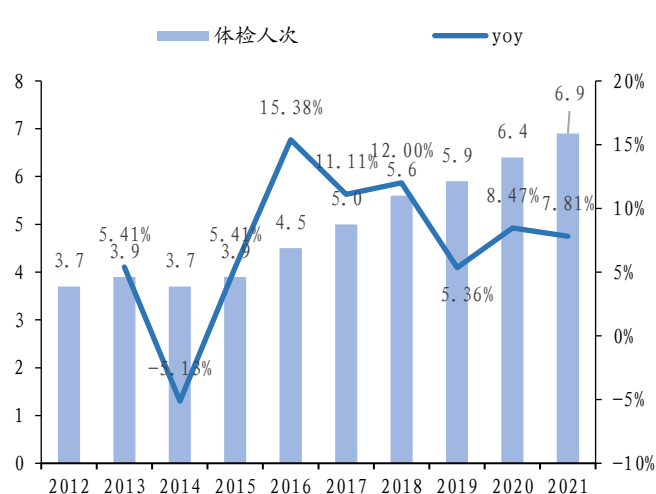
我国体检市场规模持续增长，2025 年有望达到 3900 亿元。2012~2021 年，我国体检市场规模从 468 亿元提升到 1890 亿元，复合增速 16.78%。体检诊疗人数在此期间也保持稳定增速，主要是由于非公体检机构蓬勃发展和居民健康意识不断增强的结果，体检市场规模有望持续提升。据华经产业研究院分析，预计 2025 年我国体检市场规模将达到 3900 亿元，其中非公体检机构市占率约 25%。

图表 13 中国体检市场规模及增速 (RMB mn)



资料来源：智研咨询、华安证券研究所

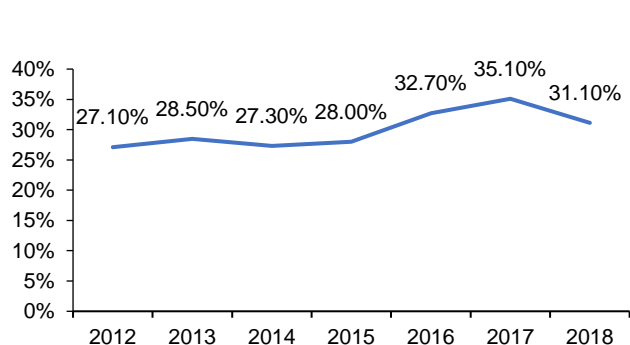
图表 14 我国体检人次及增速 (亿次)



资料来源：艾媒咨询、华安证券研究所

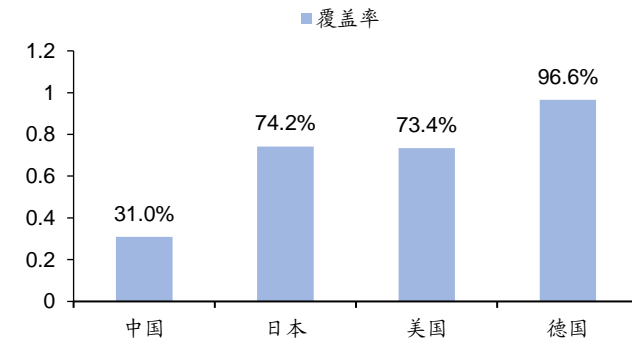
体检行业覆盖率不断扩大，但相较于发达国家仍存在扩张空间。截止 2020 年，我国体检行业覆盖率约为 31.0%，相较于 2012 年 (27.1%) 增速较为明显。而发达国家 2020 年体检覆盖率分别为日本 74.2%/美国 73.4%/德国 96.6%，大幅高于我国，我国体检行业仍存在巨大发展潜力和扩张空间。未来随着体检需求的持续扩容和对体检项目的数量质量要求的提高，我国体检长期发展动力足。

图表 15 我国体检行业覆盖率



资料来源：艾媒咨询、华安证券研究所

图表 16 2020 年各国体检覆盖率



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、华安证券研究所

2.2 政策倾斜，健康检查行业快速发展

国家政策驱动健康产业完善，体检行业发展前景广阔。“十四五”开局以来，国家相继出台多项政策大力支持健康产业发展，2016年颁布《“健康中国2030”规划纲要》更是明确将保障人民健康上升为优先发展战略，多次强调坚持预防为主方针。2017~2019年先后颁布《健康中国行动（2019-2030年）》、《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》等文件，提出要将围绕疾病预防和健康促进的健康产业两大核心，纳入政绩考核。持续完善国民健康促进政策，强调多方合力、协调联动，为人民提供全方位、全生命期、内涵丰富、结构合理的健康产业及服务。2022年《党的二十大报告》更是将“健康中国”作为我国2035年发展总体目标的一个重要方面。因此健康体检作为疾病预防的第一道关口，政策驱动之下，未来将迅速迎来蓬勃发展。

图表 17 健康体检产业政策利好频出

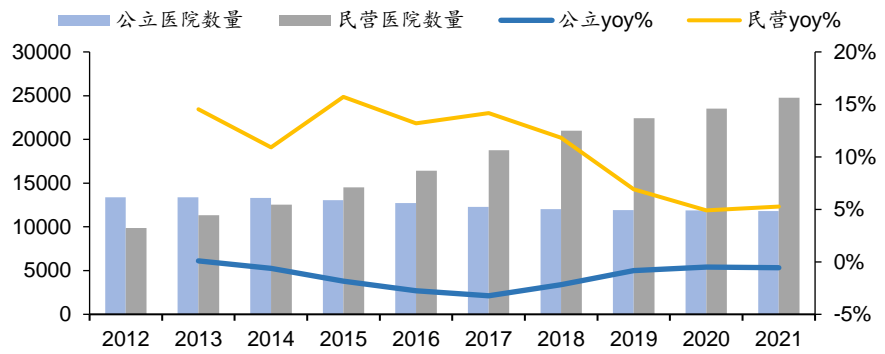
出台时间	颁布方	文件
2009.09.01	中华人民共和国卫生部	《健康体检管理暂行规定》
2013.09.01	中华人民共和国国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》
2015.10.29	中华人民共和国国务院	《中共十八届五中全会公报》
2016.10.01	中华人民共和国国务院	《“健康中国2030”规划纲要》
2017.01.22	国务院办公厅	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025年）》
2017.05.01	国务院办公厅	《支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》
2017.10.08	中华人民共和国国务院	《党的十九大报告》
2018.10.01	国家卫健委	《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》
2019.07.15	国家卫健委	《健康中国行动（2019-2030年）》
2019.09.30	国家发改委等	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》

资料来源：卫健委官网、华安证券研究所

2.3 跨区域竞争转变，与第三方更多融合

公立医院仍占体检市场主体，但近年来非公体检优势不断凸显。从竞争格局上看，国内健康体检行业一直以公立机构为主，民营专业体检机构为辅。公立医院在医生资质及检出报告质量上优势明显，但存在体检资源有限、组织结构单一、医检不分离等劣势，难以持续满足当前不断扩张的体检需求。近年来，由于民营体检机构在硬件设备和配置和服务上更具有灵活性，更能够有效满足用户的个性化、多样化需求，发展速度一直超过行业平均水平。

图表 18 全国公立/民营医院数量 (家)



资料来源: ifind、中国卫生健康统计年鉴、华安证券研究所

体检行业逐渐向跨区域竞争转变, 加强与第三方行业更多融合。据中研产业研究院《2023-2028 年体检服务行业并购重组机会及投融资战略研究咨询报告》分析, 随着行业集中度不断提高, 我国健康体检行业的竞争方式将从单点业态竞争向连锁业态竞争转变, 竞争格局将从区域性竞争为跨区域竞争转变, 与互联网、保险行业深度融合, 提供全面体检、健康银行、健康咨询、就医直通、精准医疗, 进而实现检前、检中、检后的健康管理全程保障, 已成为行业发展的底层逻辑。

图表 19 体检行业与第三方行业融合



资料来源: 火石创造, 华安证券研究所

民营体检机构经营模式不断创新,

有望持续扩大市场份额。据中国健康体检行业发展趋势研究与未来投资分析报告 (2023-2030 年), 2011-2014 年民营体检连锁市场起步, 慈铭体检、爱康国宾、美年大健康等多个竞争者积极抢占市场, 格局较为松散。随着美年大健康相继与上

海国宾体检、沈阳大健康合并，我国民营专业体检机构形成美年大健康、爱康国宾、慈铭体检“三足鼎立”的竞争格局。2017年7月，美年大健康收购慈铭体检，标志着民营专业体检机构竞争呈现“二元对立”寡头格局。截至2022年底，美年健康+慈铭体检市场份额约26%；爱康国宾位居第二，份额约15%；瑞慈体检以3.3%的市场份额排名第三。各大机构围绕市场定位、资源整合、盈利模式、平台战略和价值创造等领域加强商业模式创新。例如美年大健康通过参股收购模式整合资源、爱康国宾推出“IT+健康管理服务”模式、瑞慈提出“医学体检+科学管理”模式等。未来，具有规模优势、品牌突出、技术力量雄厚、服务质量有保证、服务理念先进的民营连锁体检机构将继续蓬勃发展，进一步扩大国内专业健康体检市场份额。

图表 20 爱康国宾 “IT+健康管理服务”模式



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 21 瑞慈体检 “医学体检+科学管理”模式



资料来源：公司官网、华安证券研究所

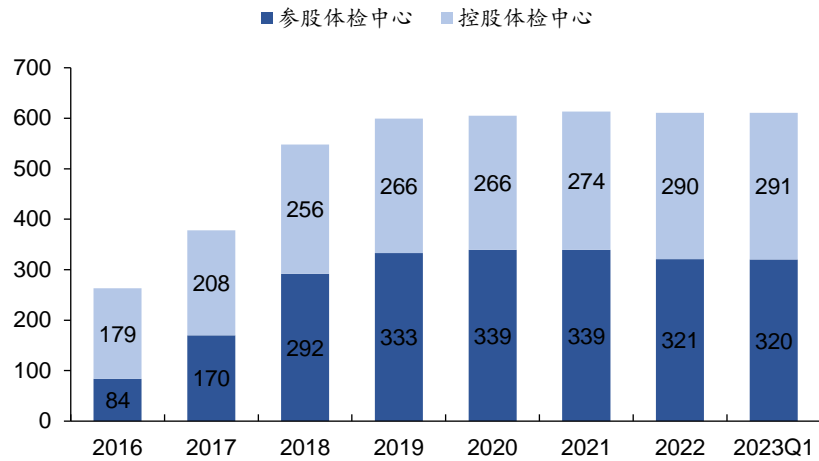
3 数字化转型引进 AI 布局，全面提升服务体验

3.1 深耕体检主业，不断更新产品，引进设备

深耕体检行业，体检中心布局助力长期发展。公司深耕体检行业，从门店数量来看，截至2023年3月31日，公司正在营业的体检中心共611家，自2019年起体检中心数量趋于稳定。公司旗下控股体检中心291家，较上年同期增加17家，“参转控”门店持续稳定增长，公司“先参后控”模式为公司长期发展积蓄充足力量。从品牌来看，开设包括“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”四大品牌，以满足市场的不同需求。**体检内容不断升级，增强个性化体检体验。**基础体检项目方面，先后推出“3650套餐”、胶囊胃镜检查、“美年好医生”、“1+X专项健康管理”等产品，根据用户需求提供个性化服务。区别于传统体检套餐，“美年好医生”聚焦单病种，依据疾病诊断“金标准”，针对心脑血管、糖尿病、肿瘤高发疾病和消费者

的不同健康需求，定制个性化、多样化的慢病及防癌体检套餐，让消费者体验全流程的、个性化的、有保障的健康体检和健康管理。体检套餐种类丰富，价格定位分布从 300 元到 3000 元不等，实现中低端到高端体检的全面覆盖，从而满足不同层次支付水平人群的消费需求。消费者能够提高体检针对性，更高效、更精准地筛查隐患。

图表 22 参股中心及控股中心数量 (家)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 23 公司体检产品分类



资料来源：公司官网，华安证券研究所

采购高端检验仪器，设备更新促进技术进步。美年健康持续采购西门子、飞利浦、东芝、联影、安翰等具有影响力的中外品牌高端检验设备，不断推出具有创新性的优质体检项目。软件设备方面，运用西门子、飞利浦分析系统软件及微医、大象医疗等医疗资源，实现精准体检。加强 AI 人工智能辅助技术，进行检验科 LIS 医学系统智能升级，拓展全流程智能体检平台“三级影像智能质控体系”放射影像功能。持续引进先进筛查设备，在现有低剂量螺旋 CT、胶囊胃镜、无创冠脉核磁、基因检测等先进技术和设备基础上，引进新一代乳腺 AI 筛查超声项目，截止到 22 年末，公司共有核磁共振设备 535 台，CT 设备 894 台，胶囊胃镜 549 台。

图表 24 高端检验仪器引进过程

时间	部位	设备引进
2014	脑部	核磁
2015	肺结节	CT
2016	胃部	胶囊胃镜
2017	小肠	胶囊小肠镜
2018	心脏	心脏核磁
2019-2020	乳腺	全自动乳腺超声

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.2 全面引进 AI 应用，赋能医疗体检

拓展 AI 技术辅助筛查应用领域，提高创新业务筛查精准度。公司不断加强重点学科建设，借助大数据和 AI 技术在健康风险智能评估、智能化健康管理、肺小结节鉴别诊断、消化道精准筛查、糖尿病视网膜筛查、脑健康预警筛查等关键赛道进行布局，持续提升专业体检的质量。研究 AI 技术结合健康体检，推出脑睿佳（含脑区 AI 分割重建技术）、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）等数字化升级产品，未来还将持续引领核心技术突破。据公司官网数据，肺结节均价 1299 元；脑睿佳产品平均价格 1930 元，平均销售量达 5500 单。推出包含钙化积分 AI 检查的全年龄臻爱深度 A~E5 款套餐，单价 1500~12000 元，为消费者提供更具针对性、个性化的多样化产品。

推出癌症早筛类新产品，优化健康管理体检，积极布局新赛道。坚持引进先进大型设备及早筛技术，在已有消化道早筛、脑健康预警早筛、肺部早筛检查项目基础上，拓展早筛新领域，开展女性乳腺超声健康筛查和免疫力基因检测，并将借助大数据和 AI 技术在乳腺癌、宫颈癌、胃癌、肠癌等 6 大肿瘤早筛方面持续赋能，积极布局早筛项目新赛道。同时，美年健康研究院不断推动系列研发及成果转化，AIGC 技术（人工智能生成内容）已成为公司的重要目标之一，未来将持续推进智能总检、智能健康顾问等 AI 技术产品化，实现从检前、检中到检后全流程数字化。

图表 25 “脑睿佳”产品套餐（元）

「脑睿佳」
脑卒中智能风险评估套餐

核心检测
脑卒中风险智能筛查
APOE 基因检测
颈动脉斑块评估
颈动脉斑块超声扫描

原价 2280 元
立即购买

已售 5473

「脑睿佳」
脑认知智能风险评估套餐

核心检测
认知障碍智能筛查
APOE 基因检测
APOE 基因检测
APOE 基因检测

原价 1580 元
立即购买

已售 5684

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 26 公司癌症早筛产品研发进程

乳腺癌早筛	乳腺超声筛查，率先引进飞利浦AI Breast乳腺超声智能导航系统
宫颈癌早筛	HPV、TCT、妇科超声技术
胃癌早筛	普及磁控胶囊胃镜，开展消化道肿瘤和其他病变检查
肠癌早筛	DNA甲基化血检、DNA突变粪检、便潜血FIT
肺癌早筛	基本实现低剂量螺旋CT替代传统DR检查
肝癌早筛	数字化肝超声设备、肝纤维量化检测

资料来源：公司官网、金融界、中国财经网、wind，华安证券研究所

全面推进数字化升级，提升业务全流程管理效率。公司围绕更周全、更准确的健康体检服务目标，致力于通过数字化升级持续提升服务和医疗品质，提供更完善的服务体验。公司利用 AI 技术和健康大数据，赋能健康管理，研究数字健康元宇宙领域，以数坤科技研发的全球原创 AI 技术及“健康数字医生”产品，对布局各地的健康体检与医疗机构进行智能化升级。推出 AI 云平台远程质控，使用 PACS 影像归档和通信系统实现 PACS 影像线上存储、归档和通信，持续强化影像阅片人工智能化水平。持续发挥健康数据优势，推动“智能健康管理”应用场景全面落地。

3.3 精细化运营，打造生态健康大平台

着力打造生态健康大平台，实现集团数据管理闭环。围绕体检上下游产业不断推进业务延伸，形成包括慢病管理、健康数据管理、基因检测、远程医疗、健康金融在内的良性闭环。逐步推进客户数据在线化，提升客户复购率。面向 B 端客户领域，强化客户管理系统星辰 CRM，实现对一线销售客户管理透明、可控，当前覆盖率达 90%，实时跟踪销售进度并过程赋能，精细化跟进分析营销全过程，提升签单转化率，未来将继续提高用户活跃度，目标为从 50%提升到 70%。

推动线上线下一体化运营，个检营销全年常态化。面向 C 端客户领域，打造营销平台美年臻选，打通与 C 端客户分销对接渠道，增强客户流量和粘性，已覆盖 200 余家分子公司。公司基于 600+分院和 300+城市覆盖优势，拓展抖音、美团本地生活业务，加强与阿里健康、京东、天猫平台业务合作，为个检客户提供个性化、定制

深耕体检服务、强化医质同时，低成本打造线上线下服务闭环，向多层次健康服务体系转型。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司的收入拆分为团检和个检进行预测。客单价方面，我们认为公司团检和个检的客单价将保持稳定增长，其中个检由于产品技术含量高、定价较贵等原因，增速预期比团检快。人次方面，公司控股体检人次预期将保持持续增长。

图表 29 公司收入及增速预测 (人民币百万元)

单位: rmb mn	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,532.85	10879.94	12097.64	13433.63
	-6.80%	27.51%	11.19%	11.04%
其中: 团检客单价	563.00	571.45	585.73	606.23
	10.83%	1.50%	2.50%	3.50%
其中: 个检客单价	691.00	621.90	653.00	685.64
	23.39%	-10.00%	5.00%	5.00%
其中: 控股体检人次 (万)	1839.00	1875.78	2025.84	2167.65
	-1.13%	2.00%	8.00%	7.00%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4.2 投资建议

公司层面: 美年健康是国内专业健康体检和医疗服务的龙头集团，通过“自建+并购”方式建设了覆盖全国（除港、澳、台地区）的体检中心，同时依靠四个不同品牌开展服务：“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆体检”，提供多方位、个性化的健康管理服务。截至目前正在经营的体检中心为 611 家，其中控股体检中心 290 家，参股体检中心 321 家，覆盖 314 个城市，规模和影响力兼备。公司股权结构稳定，股权激励效果显著，业绩恢复性增长。2018~2022 财年公司营业收入分别为 84.58/85.25/78.14/91.55/85.33 亿元，利润端表现分别为 8.21/-8.66/5.54/0.64/-5.33 亿元。随疫情减弱及公司精细化运营深化，2023 年一季度公司实现营业收入 20.96 亿元，同比增长 53.82%，其中到检人数同比增长 45.2%，客单价同比增长 8.3%，盈利能力逐步释放。公司核心主营业务为体检服务，占总收入超过九成。公司四大品牌全面覆盖大众健康体检市场及中高端团检、个检市场，致力于提供个性化优质服务。充分布局华东及华北地区，公司业务营收额 2022 年华东区占比 38.15%，华北区占比 8.23%，合计占比接近半成。

公司持续数字化转型引进 AI 布局，全面提升服务体验。创新产品方面，升级个

性化体检产品及套餐，持续采购高端检验设备，引进最新 AI 筛查项目。截至目前公司共有核磁共振设备 535 台，CT 设备 894 台，胶囊胃镜 549 台。公司致力于 AI 技术赋能健康管理，研究 AI 结合脑、眼、心等创新业务，并布局 6 大肿瘤早筛新赛道和 AIGC 研发成果转化，全流程数字化战略具有较强竞争优势。**企业运营方面**，依托阿里集团“互联网+医疗”合作优势，着力打造生态健康大平台，部署基于 SaaS 体检服务系统扁鹊 2.0，结合医技云平台建设，实施精细化运营与智能化发展战略，体现较大潜力。

行业层面：2012~2021 年，我国体检市场规模从 468 亿元提升到 1890 亿元，复合增速 16.78%，2025 年有望达到 3900 亿元。**从消费需求来看**，人口老龄化进程加剧，截止 2022 年末，我国 65 岁以上人口数达到 2.10 亿人，占总人口数量 14.90%，同比增加 4.48%且仍显上升趋势，叠加居民健康意识的持续提高，推动体检需求的持续膨胀。另外，体检行业覆盖率提升明显，但较发达国家仍有扩张空间。美年健康覆盖 300+城市的 600+门店聚焦下沉市场，匹配潜在需求。**从政策支持来看**，国家政策驱动健康产业完善，“十四五”开局以来相继出台多项政策大力支持健康产业发展，二十大报告更是将“健康中国”作为我国 2035 年发展总体目标之一。健康体检作为疾病预防的第一道关口，政策驱动为其带来较强正外部性。体检行业发展前景广阔。**从竞争格局来看**，公立医院仍占体检市场主体，但近年来非公体检优势不断凸显，硬件设备和配置和服务上更具灵活性，有效满足用户的个性化、多样化需求，发展速度超过行业平均水平。截至 2022 年底，美年健康+慈铭体检市场份额约 26%，未来有望凭借规模优势、技术力量、服务质量，进一步扩大国内专业健康体检市场份额。

我们认为公司是民营体检稀缺标的，持续深耕 B 端、大力发展 C 端，业务灵活性高，未来团检客单价有望稳定提高，个检占比将持续提升，参转控门店数量每年稳定提高。我们看好公司未来业绩持续发展的可能，2023~2025 年预计实现营业收入 108.80/120.98/134.34 亿元，同比+27.5%/11.2%/11.0%；实现归母净利润 6.01/7.20/8.68 亿元，同比+212.7%/19.9%/20.5%，对应 PE 45.56/38.01/31.54x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

商誉减值风险：账面商誉金额较大，假如日常经营未达到收购时的收益预期，存在商誉减值的风险。

行业竞争加剧风险：体检市场规模持续扩大，民营体检机构份额及数量不断提升，存在行业竞争加剧的风险。

医疗质量风险：体检属于医疗服务行业，存在因不确定性因素导致发生漏检、误检及医疗纠纷的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5499	5435	5733	6160	营业收入	8533	10880	12098	13434
现金	1984	1442	1565	1476	营业成本	5602	6499	7279	8007
应收账款	2569	3052	3064	3578	营业税金及附加	5	7	7	8
其他应收款	354	420	440	515	销售费用	2013	2502	2722	3023
预付账款	134	149	167	184	管理费用	799	925	968	1075
存货	221	133	259	168	财务费用	281	26	34	30
其他流动资产	237	239	237	239	资产减值损失	-36	-12	-13	-14
非流动资产	12781	13931	15051	16047	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	1002	1140	1207	1291	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	2110	2009	1904	1804	营业利润	-379	855	1013	1209
无形资产	301	365	438	513	营业外收入	6	8	8	8
其他非流动资产	9367	10417	11502	12439	营业外支出	48	35	35	35
资产总计	18280	19366	20784	22206	利润总额	-422	828	986	1182
流动负债	7641	8078	8718	9200	所得税	51	149	178	213
短期借款	1644	1578	1529	1516	净利润	-473	679	809	969
应付账款	1232	1295	1515	1554	少数股东损益	60	78	89	102
其他流动负债	4765	5205	5673	6130	归属母公司净利润	-533	601	720	868
非流动负债	2442	2412	2382	2352	EBITDA	1299	1744	1981	2188
长期借款	17	17	17	17	EPS (元)	-0.14	0.15	0.18	0.22
其他非流动负债	2425	2395	2365	2335					
负债合计	10083	10490	11100	11552					
少数股东权益	741	819	908	1010					
股本	3914	3914	3914	3914					
资本公积	2289	2289	2289	2289					
留存收益	1252	1852	2572	3440					
归属母公司股东权	7455	8056	8776	9643					
负债和股东权益	18280	19366	20784	22206					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1541	1660	2345	1987
净利润	-473	679	809	969
折旧摊销	1372	846	915	928
财务费用	282	65	63	62
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	196	25	513	-20
其他经营现金流	-505	698	342	1036
投资活动现金流	-232	-2041	-2081	-1971
资本支出	-395	-1958	-2069	-1941
长期投资	-45	-133	-62	-80
其他投资现金流	207	50	50	50
筹资活动现金流	-1589	-161	-142	-105
短期借款	196	-65	-49	-13
长期借款	-644	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-273	0	0	0
其他筹资现金流	-869	-95	-93	-92
现金净增加额	-280	-542	123	-89

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-7.4%	27.5%	11.2%	11.0%
营业利润	-197.3%	325.4%	18.6%	19.3%
归属于母公司净利	-965.8%	212.7%	19.9%	20.5%
获利能力				
毛利率 (%)	34.3%	40.3%	39.8%	40.4%
净利率 (%)	-6.2%	5.5%	6.0%	6.5%
ROE (%)	-7.2%	7.5%	8.2%	9.0%
ROIC (%)	-0.6%	5.3%	5.9%	6.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.2%	54.2%	53.4%	52.0%
净负债比率 (%)	123.0%	118.2%	114.6%	108.4%
流动比率	0.72	0.67	0.66	0.67
速动比率	0.64	0.61	0.58	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.58	0.60	0.62
应收账款周转率	3.32	3.87	3.96	4.04
应付账款周转率	5.02	5.14	5.18	5.22
每股指标 (元)				
每股收益	-0.14	0.15	0.18	0.22
每股经营现金流薄)	0.39	0.42	0.60	0.51
每股净资产	1.90	2.06	2.24	2.46
估值比率				
P/E	—	45.56	38.01	31.54
P/B	3.22	3.40	3.12	2.84
EV/EBITDA	20.95	17.80	15.57	14.11

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人: 陈珈蔚, 研究助理, 主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。