

美年健康 (002044.SZ) 盈利能力恢复至疫情前水平，客单价提升超预期

2023年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
古意涵（分析师）

caimingzi@kysec.cn

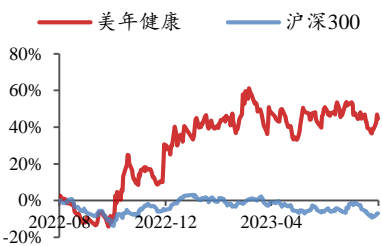
guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790523020001

日期	2023/8/31
当前股价(元)	6.80
一年最高最低(元)	7.68/3.95
总市值(亿元)	266.17
流通市值(亿元)	263.33
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.72
近3个月换手率(%)	48.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023H1 扣非净利润同比增加约 7 亿元，实现扭亏，业绩超预期——公司信息更新报告》-2023.7.15

《2023Q1 业绩超预期，看好全年利润高增长——公司信息更新报告》

-2023.4.28

《客单价持续提升，盈利能力有望随客流增加快速恢复——公司信息更新报告》-2023.4.25

● 盈利能力恢复至疫情前水平，客单价提升超预期，维持“买入”评级

8月29日，公司发布2023年半年报：2023H1实现营收44.05亿元（+49.87%），归母净利润0.10亿元（+101.52%），扣非净利润0.03亿元（+100.49%），经营现金流净额-1.11亿元（+69.30%），2023年上半年公司客单价提升16%至594元，收入保持高速增长，归母净利润自2020年疫情发生以来首次实现扭亏为盈。考虑到2023年进入正常经营，公司精细化管理成效显著，客单价持续提升，门店盈利能力在2023年上半年已经恢复疫情前水平，我们维持2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年收入分别为105.29/121.08/139.24亿元，归母净利润分别为6.80/9.75/12.53亿元，EPS分别为0.17/0.25/0.32元，当前股价对应P/E分别为39.2/27.3/21.3倍，维持“买入”评级。

● 全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础

管理层在2023年上半年管理工作会议中提出“All in 数字化”战略，我们认为，数字化是公司后续实现高质量发展的关键。价格方面，主要增长驱动力来自客户结构的持续改善和创新驱动，公司目前的策略是让有限的产能对应更优质的稳定需求，在公立医疗机构均价较高的体检供给下，公司的客单价有望持续提升。销量方面，由于目前公司门店数量稳定，主要增长驱动力来自运营效率提升和渠道的升级。利润方面，公司通过开展组织变革实现降本增效。提价、增量、拔利润的对应策略都基于数字化的赋能。公司提出全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础。

● **下半年展望：预计签单情况较好，看好2023全年收入较快增长，利润高增长** 合同负债方面，2023年6月底为16亿元，较2022年6月底增加1.58亿元，预计2023年下半年签单量仍保持较好状态，目前公司大力开拓优质客户上半年实现量价齐升，单店模型优化、综合竞争力提升，预计2023全年收入能够保持较快增长，净利率有望保持持续提升趋势。

● **风险提示：精细化管理能力提升不及预期；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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,216	8,533	10,529	12,108	13,924
YOY(%)	17.4	-7.4	23.4	15.0	15.0
归母净利润(百万元)	62	-533	680	975	1,253
YOY(%)	-88.8	-965.8	227.5	43.4	28.5
毛利率(%)	39.5	34.3	42.7	44.2	45.1
净利率(%)	0.7	-6.2	6.5	8.1	9.0
ROE(%)	1.8	-5.8	8.9	11.3	12.7
EPS(摊薄/元)	0.02	-0.14	0.17	0.25	0.32
P/E(倍)	432.9	-50.0	39.2	27.3	21.3
P/B(倍)	3.3	3.6	3.3	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 盈利能力恢复至疫情前水平，客单价提升超预期.....	3
2、 全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 公司全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础.....	5
表 1： 随着经营恢复正常，公司盈利能力快速恢复至疫情前水平.....	3

1、盈利能力恢复至疫情前水平，客单价提升超预期

8月29日，公司发布2023年半年报：2023H1实现营收44.05亿元(+49.87%)，归母净利润0.10亿元(+101.52%)，扣非净利润0.03亿元(+100.49%)，经营现金流净额-1.11亿元(+69.30%)，收入保持高速增长，归母净利润自2020年疫情发生以来首次实现扭亏为盈。

2023Q2实现营收23.10亿元(+46.46%)，保持2023Q1收入高增速，归母净利润1.77亿元，同比2022Q2增长175.36%，且同比疫情前的2019Q2增长31%，扣非净利润1.79亿元，同比2022Q2增长172.02%，同比2019Q2增长34%，2023Q2净利率为7.68%，较2019Q2提升1.95pct，盈利能力快速恢复至疫情前水平。

公司2023H1业绩表现优异验证了我们此前的分析：疫情影响到检人次下降，由于固定成本拉低了单店利润率，公司盈利能力在疫情期间承压，但随着经营恢复正常，门店净利率随人次增加有望快速恢复。

我们拆分了2019-2023年半年度的业绩情况（2020H1由于疫情影响严重不纳入分析范围），近4年来公司门店数量变化小。拆分量价来看，控股门店客流在疫情期间明显减少，2023H1客流量快速恢复，同比2022H1增长36%，同比2019H1下降7%，但公司客单价在2023H1快速提升，同比增长16%，主要系公司持续优化客户结构，2023年5月公司成立团检发展中心，统一协调全国B端业务精细化管理，加大开拓银行等领域优质客户，后续客单价有望持续提升。

从毛利率来看，2023H1毛利率为37.15%(+16.15pct)，且同比2019H1提升1.53pct，公司2019H1-2022H1营业成本维持在23-24亿元，相对稳定，2023H1增加至27.69亿元，预计主要系收入增长带来的成本正常提升，考虑到目前公司的星辰CRM系统、扁鹊体检系统等数字化投入大部分已经完成，预计后续随着收入规模稳健增长，毛利率能呈现提升趋势。

从费用来看，销售费用在疫情期间下降，2023年上半年随着经营活动恢复正常公司也加大了业务推广，2023H1销售费用增加2.45亿元，但销售费用率下降3.6pct至23.94%，管理费用稳定在3-4亿元，2023H1管理费用率下降3.72pct至8.49%。提质增效的举措已经持续在费用端显现成效。

表1：随着经营恢复正常，公司盈利能力快速恢复至疫情前水平

	2019H1	2021H1	2022H1	2023H1
门店数量(家)	593	607	615	608
控股	288	263	285	293
参股	305	344	330	315
收入(亿元)拆分	36.41	33.77	29.39	44.05
yoy	4.48%	-7.25%	-12.96%	49.87%
客流(万人)	1038	1317	1225	1244
yoy		27%	-7%	2%
控股	749	619	512	695
yoy		-17%	-17%	36%
参股	289	698	713	549
团检占比	72%	78%	76%	77%
个检占比	28%	22%	24%	23%

	2019H1	2021H1	2022H1	2023H1
客单 (元)	499	500	514	594
yoy		0%	3%	16%
营业成本 (亿元)	23.44	24.08	23.64	27.69
毛利 (亿元)	12.97	9.69	5.76	16.37
毛利率	35.62%	28.69%	19.58%	37.15%
销售费用 (亿元)	9.10	8.95	8.10	10.55
人力成本 (亿元)	6.69	6.86	6.36	7.91
管理费用 (亿元)	3.09	3.04	3.59	3.74
人力成本 (亿元)	1.72	1.79	1.90	2.00
财务费用 (亿元)	1.88	1.86	1.43	1.38
研发费用 (亿元)	0.23	0.25	0.23	0.27
小计 (亿元)	-1.33	-4.41	-7.59	0.43
公允价值变动净收益 (亿元)	1.84	0.00	0.03	-0.02
投资收益 (亿元)	0.41	0.15	-0.10	-0.06
营业利润 (亿元)	0.79	-4.28	-7.97	0.52

数据来源：公司公告、开源证券研究所

现金流方面，2023H1 经营现金流净额为-1.11 亿元 (+69.3%)；投资活动现金流净额为-2.31 亿元 (-66.2%)，主要系支付购建长期资产支付的现金、支付的投资或购买参股公司股权支付的现金有所减少所致；筹资活动现金流净额为-2.75 亿元 (+56.70%)，主要系来自取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金同比有较大增长所致；期末现金及现金等价物余额为 13.21 亿元 (+22%)。

合同负债方面，2023 年 6 月底为 16 亿元，较 2022 年 6 月底增加 1.58 亿元，预计 2023 年下半年签单量仍保持较好状态，目前公司大力开拓优质客户，上半年实现量价齐升，单店模型优化、综合竞争力提升，预计 2023 全年收入能够保持较快增长，净利率有望保持持续提升趋势。

2、全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础

管理层在 2023 年上半年工作会议中提出“**All in 数字化**”战略，我们认为，数字化是公司后续实现高质量发展的关键，我们从量、价、利润 3 方面梳理了公司的发展策略。

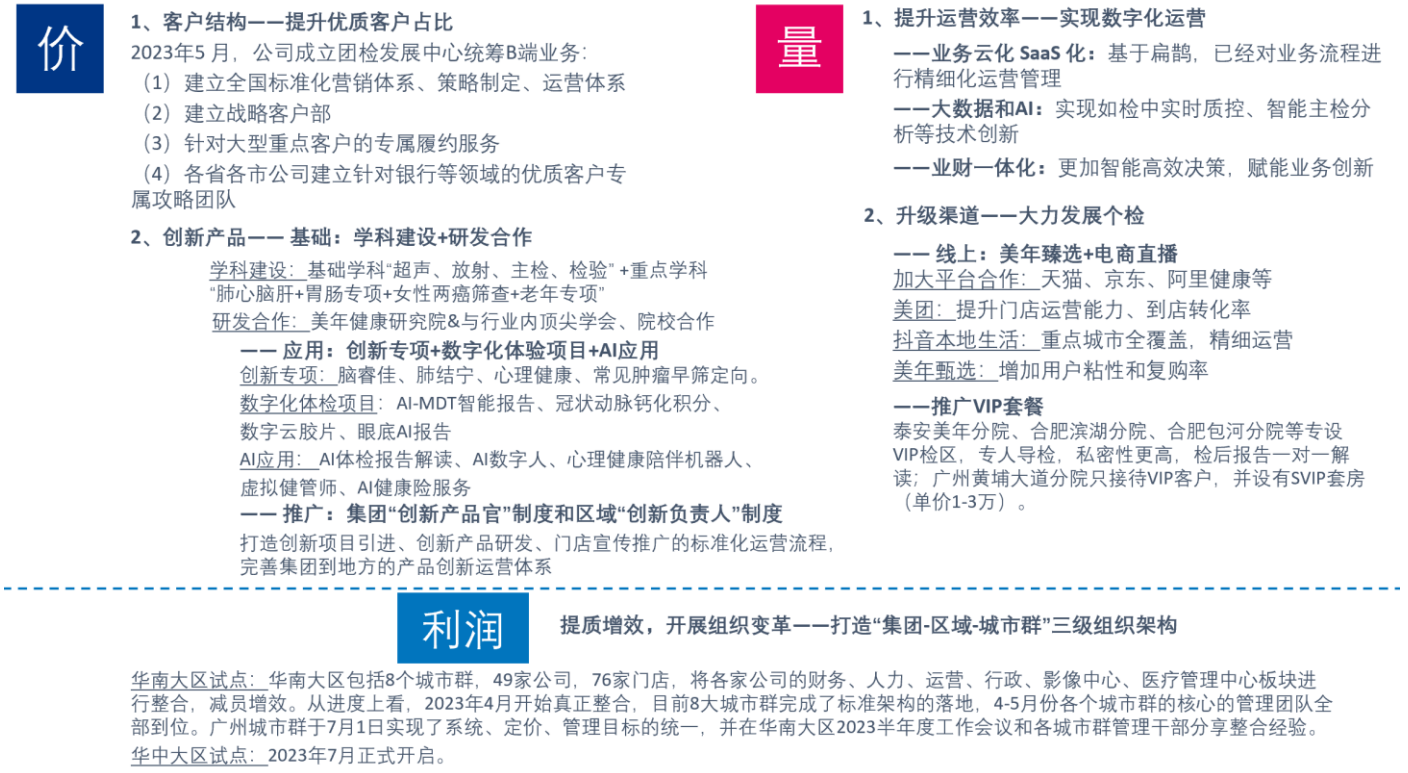
价格方面，主要增长驱动力来自客户结构的持续改善。对于客单价增长的持续性，我们认为，公司在疫情前通过低价策略积累了大量体检客户，现在通过提升品质和服务拉高客户定位，提价并不代表仅定位高端，而是逐步从低端到中端、高端，受目前消费下行的影响较少，对应的多数需求仍是来自企业的刚性年度体检需求，公司目前的策略是**让有限的产能对应更优质的稳定需求**，由此，在公立医疗机构均价较高的体检供给下，公司的客单价有望持续提升。其次，**价格增长还来自创新驱动**，公司加大学科建设，持续开发创新产品，打造差异化优势。**客户需求的精准把握、产品的创新，都基于数字化技术的赋能。**

销量方面，由于目前公司门店数量稳定，主要增长驱动力来自运营效率提升和渠道的升级。运营效率提升基于数字化运营。此前个检由于推广方式有限，获客成

本较高，现在随着线上营销方式多元化，获客成本明显下降，线上营销也基于数字化的投入。

利润方面，公司通过开展组织变革实现降本增效，财务、运营等方面需要统一管理，也需要数字化助力，目前公司开展华南大区试点，整合财务、人力、运营、行政等方面，已经实现较好效果。

图1：公司全面转型数字化，为实现高质量发展打下坚实基础



资料来源：公司公众号、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑到2023年进入正常经营，公司精细化管理成效显现，客单价持续提升，门店盈利能力在2023年上半年已经恢复疫情前水平，我们维持2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年收入分别为105.29/121.08/139.24亿元，归母净利润分别为6.80/9.75/12.53亿元，EPS分别为0.17/0.25/0.32元，当前股价对应P/E分别为39.2/27.3/21.3倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

精细化管理能力提升不及预期风险；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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5912	5499	6979	8468	9974
现金	2278	1984	2636	4269	4856
应收票据及应收账款	2573	2570	3282	3094	3872
其他应收款	364	354	506	454	617
预付账款	132	134	195	184	251
存货	150	221	124	232	141
其他流动资产	415	236	236	236	236
非流动资产	13016	12781	12656	12551	12463
长期投资	968	1002	1007	1012	1017
固定资产	2222	2110	2248	2215	2170
无形资产	234	327	336	345	357
其他非流动资产	9592	9342	9064	8979	8919
资产总计	18928	18280	19634	21020	22437
流动负债	7062	7641	7129	7774	8129
短期借款	1447	1644	1834	1716	1660
应付票据及应付账款	999	1233	1195	1576	1627
其他流动负债	4616	4765	4100	4482	4841
非流动负债	3088	2442	3508	3102	2691
长期借款	661	17	1214	910	607
其他非流动负债	2427	2425	2294	2192	2084
负债合计	10151	10083	10637	10876	10819
少数股东权益	740	741	861	1034	1255
股本	3914	3914	3914	3914	3914
资本公积	2562	2289	2289	2289	2289
留存收益	1850	1317	2117	3264	4739
归属母公司股东权益	8037	7455	8135	9110	10364
负债和股东权益	18928	18280	19634	21020	22437

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2078	1541	1179	2927	1933
净利润	159	-473	800	1147	1474
折旧摊销	681	661	637	485	526
财务费用	350	281	348	400	452
投资损失	-70	1	-14	-12	-10
营运资金变动	211	159	-542	906	-509
其他经营现金流	747	911	-50	0	0
投资活动现金流	236	-232	-498	-369	-428
资本支出	454	418	623	486	537
长期投资	59	60	-5	-5	-5
其他投资现金流	631	127	130	122	114
筹资活动现金流	-3611	-1589	-28	-925	-919
短期借款	-491	196	191	-119	-56
长期借款	-780	-644	1197	-303	-303
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	-273	0	0	0
其他筹资现金流	-2353	-869	-1416	-502	-560
现金净增加额	-1297	-280	652	1633	587

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9216	8533	10529	12108	13924
营业成本	5580	5602	6032	6752	7648
营业税金及附加	4	5	5	7	7
营业费用	2102	2013	2438	2743	3191
管理费用	717	799	630	600	570
研发费用	60	56	68	79	91
财务费用	350	281	348	400	452
资产减值损失	-22	-36	0	0	0
其他收益	25	29	25	20	20
公允价值变动收益	4	20	5	5	5
投资净收益	70	-1	14	12	10
资产处置收益	-6	-8	-5	-5	-5
营业利润	390	-379	1096	1560	1996
营业外收入	9	6	10	10	10
营业外支出	34	48	40	40	40
利润总额	365	-422	1066	1530	1966
所得税	206	51	267	382	491
净利润	159	-473	800	1147	1474
少数股东损益	98	60	120	172	221
归属母公司净利润	62	-533	680	975	1253
EBITDA	1109	281	1771	2065	2493
EPS(元)	0.02	-0.14	0.17	0.25	0.32

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.4	-7.4	23.4	15.0	15.0
营业利润(%)	-52.5	-197.3	389.2	42.3	28.0
归属于母公司净利润(%)	-88.8	-965.8	227.5	43.4	28.5
获利能力					
毛利率(%)	39.5	34.3	42.7	44.2	45.1
净利率(%)	0.7	-6.2	6.5	8.1	9.0
ROE(%)	1.8	-5.8	8.9	11.3	12.7
ROIC(%)	1.6	-4.1	7.3	9.8	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.6	55.2	54.2	51.7	48.2
净负债比率(%)	15.8	12.5	9.0	-12.2	-18.9
流动比率	0.8	0.7	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.6	3.3	3.6	3.8	4.0
应付账款周转率	6.0	5.0	5.0	4.9	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	-0.14	0.17	0.25	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.39	0.30	0.75	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.05	1.90	2.08	2.33	2.65
估值比率					
P/E	432.9	-50.0	39.2	27.3	21.3
P/B	3.3	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	26.0	101.2	16.0	12.8	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，属于商业秘密材料，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9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