

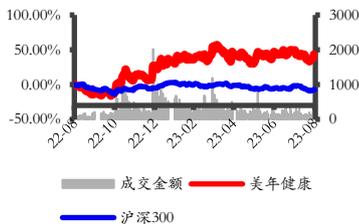
中报符合预期，民营体检龙头发展可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-31

收盘价(元)	6.80
近12个月最高/最低(元)	7.68/4.76
总股本(百万股)	3914
流通股本(百万股)	3872
流通股比例(%)	98.93
总市值(亿元)	266
流通市值(亿元)	263

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

相关报告

1. 【华安医药】美年健康 (002044) 首次覆盖报告: 体检大数据叠加 AI 技术, 赋能健康生态平台 2023-07-12

主要观点:

● 事件:

近日公司发布 2023 年半年度业绩报告, 报告期内公司实现营业收入 44.05 亿元, 同比+49.87%, 归母净利润 0.10 亿元, 同比+101.52%, 扣非归母净利润 339.13 万元, 同比+100.49%。

● 点评:

✓ 盈利能力持续增强, 经营实力持续提升

公司报告期实现扭亏为盈, 业绩亮眼, 其中医疗行业收入 43.97 亿元, 同比+49.95%; 其他行业收入 861.58 万元, 同比+18.16%。单 Q2 公司营收 23.10 亿元 (+46.46%), 实现归母净利润 1.77 亿元 (+175.36%), 扣非归母净利润 1.79 亿元 (+172.02%); 毛利率和净利润分别为 41.34%/9.4%, 提升明显。公司 23H1 业绩亮眼, 主要系销售规模持续扩大、精细化运营改善初见成效、费用率改善等原因。从管理体系看, 公司持续修炼内功, 依托扁鹊体检 SaaS 体检系统、云 LIS、云 PACS 等专业系统加强质控体系建设以及内部管理, 建立及落实院内三级质量管理体系。

✓ 四大品牌同步发展, 团个检量价齐升, 口碑塑造卓有成效

分品牌看, 公司旗下美兆健康、慈铭奥亚、慈铭体检、美年大健康四个品牌通过差异化定位, 满足不同层次需求, 共同推动公司发展, 报告期内美年大健康营收 34.40 亿元 (占比 78.10%)、慈铭奥亚共计营收 9.07 亿元 (占比 20.60%)、美兆营收 0.59 亿元 (占比 1.30%)。

✓ 团个检量价齐升, 客户结构持续优化

报告期内, 体检市场需求恢复明显, 到检人数和客单价都有较大增长, 23H1 公司总接待体检人次 1,244 万人 (含参), 同比+1.58%, 其中控股体检中心总接待人次 695 万人, 同比+36%。团检/个检客户占收入比分别为 77%/23% (上年同期 76%和 24%)。

从 B 端看, 公司努力实现政企大客引领的客户结构升级, 报告期内公司成立团检发展中心, 我们认为随着全国标准化营销体系、战略客户部的持续建立和完善, 公司团检业务有望实现量价齐升。

从 C 端看, 公司个检业务增长迅速, 通过线上渠道 (抖音、美团等) 加大公司曝光度, 实现高客单价转化; 通过美年臻选商城增加用户粘性和复购率。

✓ 投资建议: 维持“买入”评级

我们看好公司量价持续提升的能力, 考虑到体检三四季度为旺季、一二季度为淡季, 且体检行业个性化需求持续上升, 我们认为公司业绩

稳健增长具备可持续性。我们预计公司 2023~2025 年实现营业收入 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 44/37/31x，维持“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
净利润同比 (%)	-965.8%	212.7%	19.9%	20.5%
毛利率 (%)	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	—	44.32	36.97	30.68
P/B	3.22	3.30	3.03	2.76
EV/EBITDA	20.95	17.37	15.19	13.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

盈利预测与投资评级

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5499	5435	5733	6160
现金	1984	1442	1565	1476
应收账款	2569	3052	3064	3578
其他应收款	354	420	440	515
预付账款	134	149	167	184
存货	221	133	259	168
其他流动资产	237	239	237	239
非流动资产	12781	13931	15051	16047
长期投资	1002	1140	1207	1291
固定资产	2110	2009	1904	1804
无形资产	301	365	438	513
其他非流动资产	9367	10417	11502	12439
资产总计	18280	19366	20784	22206
流动负债	7641	8078	8718	9200
短期借款	1644	1578	1529	1516
应付账款	1232	1295	1515	1554
其他流动负债	4765	5205	5673	6130
非流动负债	2442	2412	2382	2352
长期借款	17	17	17	17
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

会计年度	2022A	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

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8533	10880	12098	13434
营业成本	5602	6499	7279	8007
营业税金及附加	5	7	7	8
销售费用	2013	2502	2722	3023
管理费用	799	925	968	1075
财务费用	281	26	34	30
资产减值损失	-36	-12	-13	-14
公允价值变动收益	20	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	-379	855	1013	1209
营业外收入	6	8	8	8
营业外支出	48	35	35	35
利润总额	-422	828	986	1182
所得税	51	149	178	213
净利润	-473	679	809	969
少数股东损益	60	78	89	102
归属母公司净利润	-533	601	720	868
EBITDA	1299	1744	1981	2188
EPS (元)	-0.14	0.15	0.18	0.22

会计年度	2022A	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	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	—	44.32	36.97	30.68
P/B	3.22	3.30	3.03	2.76
EV/EBITDA	20.95	17.37	15.19	13.77

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。