

体检业务恢复中，聚焦创新累口碑

——美年健康 2020 中报点评

报告要点：

8月30日，公司公告2020年中报，报告期内实现营业收入18.14亿元，同比下降50.17%，归母净利润-7.82亿元，同比下降4746.61%。

● 受疫情影响显著，聚焦主业，业务恢复中

2020H1实现收入18.14亿元，同比下降50.17%，归母净利润-7.82亿元，同比下降4746.61%，其中Q1、Q2分别实现营收5.35亿元和12.79亿元，环比提升139.06%，同比分别下降58.15%和45.84%，实现净利润-5.98亿元、-1.83亿元，同比下降405.68%和236.00%，降幅有所收窄，体检业务仍在恢复中。受到疫情影响，公司旗下门店在2020年1月底至3月底停业，从月度销售情况来看，3月以来月到检人次和到检金额呈现恢复式增长。

● 公司公布业绩预告，预计三季度收入有望恢复至去年同期

公司公告2020年前三季度业绩预告，预计净利润为-4.3亿至-5.8亿之间，同比下降196%-229%，对应Q3业绩预计为2.02亿元至3.52亿元，同比下滑45.96%至5.89%，中位值2.7亿，下滑26%。公司在2-4月收入处于低位，5-6月份回升明显，预计三季度整体收入有望恢复至去年同期。我们考虑到：1) 四季度为体检行业旺季，以团单业务为核心的健康体检业务，在四季度有望迎来收入确认期；2) 2018年舆情事件以来，公司通过上线血液追踪、人脸识别、主动控制流量等手段，提升客户体验度及公信力，部分客单有所回流；3) 考虑疫情影响下，公立医院全年接待时间缩短、接待量饱和、疫情风险担忧及价格上调等原因，个体民营体检机构部分出现现金流短缺和管理不善，民营体检龙头美年健康更具其性价比，预计有所导流。因此，我们预计公司全年实现扭亏具有可能性。

● 投资建议与盈利预测

公司是中国民营体检行业当之无愧的龙头企业，质量至上、体验改善、口碑修复下有望稳固团检地位；获得阿里健康IT数字化和C端流量赋能，品牌形象进一步提升，开启体检3.0健康管理新征程。受到上半年疫情影响，下半年业务正在修复中，远期空间和业绩改善客观，我们预计2020-2022年营业收入为87.13/108.91/136.13亿元，归母净利润为0.41/8.36/10.45亿元，对应EPS为0.01/0.21/0.27元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

医疗健康体检存在一定漏检、错检，具有医疗纠纷风险；疫情可能反复导致门店业绩恢复不及预期；市场竞争加剧，体检价格大幅下降风险；商誉减值风险等

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8458.45	8525.03	8712.58	10890.72	13613.40
收入同比(%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	820.65	-866.47	40.70	835.93	1044.76
归母净利润同比(%)	40.5	-205.6	104.7	1954.1	25.0
ROE(%)	12.5	-11.8	0.5	10.1	11.4
每股收益(元)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
市盈率(P/E)	88.89	-84.19	1792.52	87.27	69.82

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价：18.61元

基本数据

52周最高/最低价(元)：18.61 / 10.75

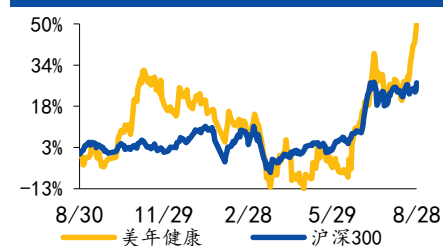
A股流通股(百万股)：3448.86

A股总股本(百万股)：3914.25

流通市值(百万元)：64183.28

总市值(百万元)：72844.27

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-美年健康(002044)跟踪报告：健检王者，赋能再出发》2020.07.26

《国元证券公司研究-美年健康(002044)事件点评：引入阿里系战略投资，协同发展预防医学》2019.10.28

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

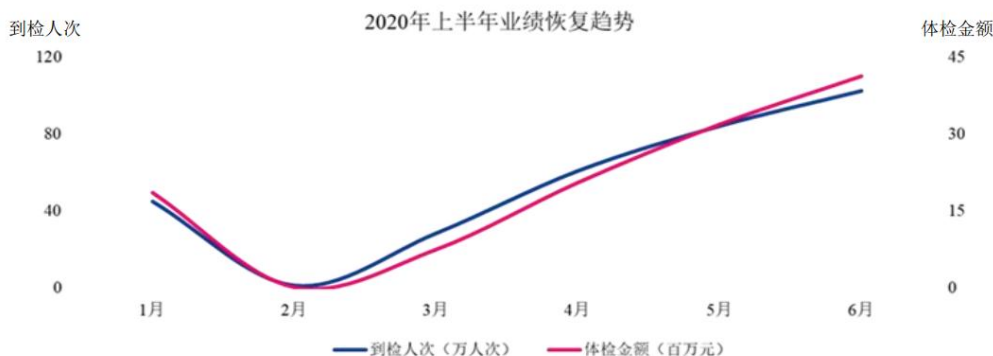
联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

受疫情影响显著，聚焦主业，业务恢复中。2020H1 实现收入 18.14 亿元，同比下降 50.17%，归母净利润-7.82 亿元，同比下降 4746.61%，其中 Q1、Q2 分别实现营收 5.35 亿元和 12.79 亿元，环比提升 139.06%，同比分别下降 58.15%和 45.84%，实现净利润-5.98 亿元、-1.83 亿元，同比下降 405.68%和 236.00%，降幅有所收窄，体检业务仍在恢复中。受到疫情影响，公司旗下门店在 2020 年 1 月底至 3 月底停业，从月度销售情况来看，3 月以来月到检人次和到检金额呈现恢复式增长。

图 1：美年健康 2020H1 到检人次及到检金额情况



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

公司公布业绩预告，预计三季度收入有望恢复至去年同期。公司公告 2020 年前三季度业绩预告，预计净利润为-4.3 亿至-5.8 亿之间，同比下降 196%-229%，对应 Q3 业绩预计为 2.02 亿元至 3.52 亿元，同比下滑 45.96%至 5.89%，中位值 2.7 亿，下滑 26%。公司在 2-4 月收入处于低位，5-6 月份回升明显，预计三季度整体收入有望恢复至去年同期。我们考虑到：1) 四季度为体检行业旺季，以团单业务为核心的健康体检业务，在四季度有望迎来收入确认期；2) 2018 年舆情事件以来，公司通过上线血液追踪、人脸识别、主动控制流量等手段，提升客户体验度及公信力，部分客单有所回流；3) 考虑疫情影响下，公立医院全年接待时间缩短、接待量饱和、疫情风险担忧及价格上调等原因，个体民营体检机构部分出现现金流短缺和管理不善，民营体检龙头美年健康更具其性价比，预计有所导流。因此，我们预计公司全年实现扭亏具有可能性。

引进新技术、新项目，布局肠癌、胰腺癌早筛及糖网筛查，提升预防医学重要性。公司基于对血液及粪便样本的甲基化肠癌筛查产品的充分调研，引入已获中国 NMPA 批准早筛产品：血液样本 Septin9、粪便样本 SDC2 产品，在成功推出“胶囊内镜”后，又一次依托新技术-液体活检/粪便甲基化方式推进肠癌早筛，成为体检者依从性较佳的筛查方式。针对“癌中之王”胰腺癌，公司联合控股子公司美国基因推出胰腺癌早筛产品，是国内首个采用 microRNA 的诊断试剂盒。公司联合合作伙伴共同研发创新，在眼底相机的基础上，辅助智能诊断软件，搭建糖网筛查远程诊断平台，并联合中山大学中山眼科中心建立眼科医联体，建立大规模、高效率、低成本的糖网筛查模式。

图 2：美年健康引入新筛查项目



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

阿里赋能，优化中台管理，改善前端体验。公司发起设立全资子公司上海美置信息技术有限公司，结合阿里旗下 UC 浏览器与搜索核心开发团队，为美年健康定制优化公司中台系统，包括各类医疗信息化及财务软件等，以期更好实现标准化、智能化、精细化和体系化管理。同时，重新设计在线可视化体检报告，连通既往美年体系体检结果，运用大数据技术推出健康档案及个人健康状况评估，提升个性化健康管理服务。

依托大数据，挖掘健康筛查价值，提升学术影响力。公司基于过往健康大数据平台，积极申报国家重点研发项目，牵头科技部健康体检大数据云平台项目，参与健康大数据运用、脑健康预警、脑动脉瘤筛查等具体工作规划和学术指导，连通各大学学术机构，更好地以国人健康数据为核心，挖掘预防医学数据价值，联合新华社等机构定期发布《新华指数·健康中国健康指数》和《中国城市人口健康报告》，以期推动新技术的开发、疾病预防、健康和保险产品定制。

我们认为在体检赛道，美年健康的龙头地位已经初步建成并将不断巩固，而前期的几大优势并没丧失，业绩有望逐步恢复：

(1) 差异化+性价比服务应对公立医院竞争：在一、二线城市，公立医院承接能力较为有限，且北京上海等地公立医院体检套餐定价较高，其主要服务对象为政府相关机构和大型国企等，而美年主要客户群体为民营机构，两者并不会构成直接竞争。同时，美年在自身的细分领域中套餐的性价比优势较强，可对其他中小规模的民营体检机构形成较大的竞争优势，市占率有望进一步提高。

(2) 下沉市场广域布局获取蓝海盈利市场：在 2016 年后，美年快速在低线城市布局。一方面，在低线城市，公司通过集团的供应链优势在设备配置上形成巨大的优势，运营成本较当地公立和民营具有显著设备优势、价格优势；另一方面，结合当地合伙人资源，吸引退休返聘医务人员、多点执业医师，并进行一定的病患导流的

合作，且部分合伙人具备一定销售渠道，保证前期团检客户资源引入，快速占领市场。在低线城市竞争方面，美年具有“降维打击”，同时叠加地方低租金、低人力成本优势，盈利能力优于一二线城市，成为利润贡献主力军。

(3) 阿里健康加入布局，提升 C 端体验和竞争力，改善一二线红海低净利：依托阿里健康 IT 建设平台，构建线上品牌和一二线城市 C 端导流，曲线避开一二线城市红海竞争，获取线上蓝海消费市场。

投资建议：公司是中国民营健检行业当之无愧的龙头企业，质量至上、体验改善、口碑修复下有望稳固团检地位；获得阿里健康 IT 数字化和 C 端流量赋能，品牌形象进一步提升，开启健检 3.0 健康管理新征程。受到上半年疫情影响，下半年业务正在修复中，远期空间和业绩改善客观，我们预计 2020-2022 年营业收入为 87.13/108.91/136.13 亿元，归母净利润为 0.41/8.36/10.45 亿元，对应 EPS 为 0.01/0.21/0.27 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：医疗健康体检存在一定漏检、错检，具有医疗纠纷风险；疫情可能反复导致门店业绩恢复不及预期；市场竞争加剧，体检价格大幅下降风险；商誉减值风险等

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5806	8691	9162	11253	13670
现金	2494	4760	5700	7090	8631
应收账款	1969	2293	2004	2505	3131
其他应收款	397	385	436	545	681
预付账款	202	214	235	294	368
存货	127	130	141	176	221
其他流动资产	617	911	646	643	640
非流动资产	10548	10227	9663	9673	9727
长期投资	60	162	60	60	60
固定资产	2562	2608	2314	2003	1682
无形资产	165	164	164	164	164
其他非流动资产	7760	7293	7125	7446	7821
资产总计	16355	18919	18826	20926	23397
流动负债	6654	7983	7337	7927	8652
短期借款	2418	2309	2800	2800	2800
应付账款	773	863	847	1059	1323
其他流动负债	3463	4811	3690	4068	4529
非流动负债	2405	2782	2987	3739	4489
长期借款	1354	1183	1933	2683	3433
其他非流动负债	1051	1599	1055	1056	1056
负债合计	9059	10765	10324	11666	13141
少数股东权益	730	838	844	964	1111
股本	3122	3920	3920	3920	3920
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1297	1937	2786
归属母公司股东权益	6566	7316	7657	8297	9145
负债和股东权益	16355	18919	18826	20926	23397

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	1711	1280	1436
净利润	973	-714	47	955	1192
折旧摊销	565	709	324	326	328
财务费用	246	438	230	258	263
投资损失	-195	-136	-15	-15	-15
营运资金变动	-116	-188	441	-111	-151
其他经营现金流	66	1150	685	-134	-180
投资活动现金流	-2781	-1440	-305	-186	-186
资本支出	831	429	0	0	0
长期投资	711	354	-102	0	0
其他投资现金流	-1238	-657	-407	-186	-186
筹资活动现金流	1242	2486	-466	296	291
短期借款	1274	-109	491	0	0
长期借款	750	-171	750	750	750
普通股增加	520	798	0	0	0
资本公积增加	-1113	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-189	859	-1706	-454	-459
现金净增加额	0	2306	940	1390	1541

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458	8525	8713	10891	13613
营业成本	4436	4790	4705	5881	7351
营业税金及附加	12	14	13	13	16
营业费用	2027	2031	2352	2559	3267
管理费用	578	603	1307	1035	1293
研发费用	38	47	20	20	20
财务费用	246	438	230	258	263
资产减值损失	-26	-1047	0	0	0
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	15	15	15
营业利润	1297	-449	104	1144	1421
营业外收入	5	10	5	100	100
营业外支出	18	47	50	50	50
利润总额	1283	-486	59	1194	1471
所得税	311	228	12	239	280
净利润	973	-714	47	955	1192
少数股东损益	152	153	6	119	147
归属母公司净利润	821	-866	41	836	1045
EBITDA	2107	698	658	1728	2012
EPS (元)	0.26	-0.22	0.01	0.21	0.27

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	34.6	0.8	2.2	25.0	25.0
营业利润 (%)	53.8	-134.6	123.2	1000.4	24.2
归属母公司净利润 (%)	40.5	-205.6	104.7	1954.1	25.0
获利能力					
毛利率 (%)	47.6	43.8	46.0	46.0	46.0
净利率 (%)	9.7	-10.2	0.5	7.7	7.7
ROE (%)	12.5	-11.8	0.5	10.1	11.4
ROIC (%)	12.4	-0.2	2.9	12.5	15.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.4	56.9	54.8	55.7	56.2
净负债比率 (%)	51.33	53.95	55.04	55.14	54.66
流动比率	0.87	1.09	1.25	1.42	1.58
速动比率	0.85	1.07	1.23	1.40	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.48	0.46	0.55	0.61
应收账款周转率	5	4	4	5	5
应付账款周转率	6.48	5.86	5.50	6.17	6.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-0.22	0.01	0.21	0.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.32	0.44	0.33	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	1.87	1.95	2.12	2.33
估值比率					
P/E	88.89	-84.19	1792.52	87.27	69.82
P/B	11.11	9.97	9.53	8.79	7.98
EV/EBITDA	36	108	115	44	38

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188