

美年健康 (002044.SZ) Q2 医院业绩稳定增长, 病床使用提升空间大

2020 年 08 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
杜佐远 (分析师)
蔡明子 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

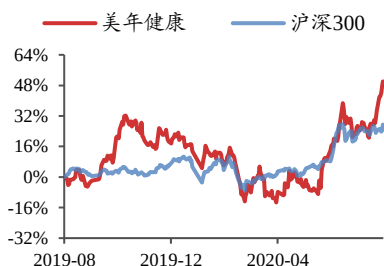
caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070001

日期	2020/8/28
当前股价(元)	18.61
一年最高最低(元)	18.90/10.60
总市值(亿元)	728.44
流通市值(亿元)	641.83
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	34.49
近 3 个月换手率(%)	77.1

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-提质增效成效显现, 体检龙头价值回归》-2020.8.22

● Q2 亏损收窄、经营现金流转正, 预计上半年业绩见底

公司发布 2020 年半年报: 公司实现收入 18.14 亿 (-50.17%), 归母净利润-7.82 亿 (-4746.61%); 扣非净利润-7.94 亿 (-482.42%); 经营活动现金流净额-7.31 亿 (-21.10%); EPS-0.22 元/股。在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下, 公司逐步走出业绩低谷, 2020 年下半年有望进入量、价、质三重提升的拐点期, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 100 万、9.50 亿、11.77 亿, EPS 分别为 0.00/0.24/0.30 元, 当前股价对应 PE 分别为 71018/77/62 倍, 维持盈利预测不变, 维持“买入”评级。

● Q2 起到检金额、体检人次逐步恢复到 2019 年同期水平

上半年虽然整体收入是下滑的, 但从 2 月起呈现逐月好转趋势, 5 月、6 月公司各体检中心到检人次、客单价、收入等都已逐步恢复到 2019 年同期水平, 部分甚至已超过历年水平。根据上阿里云体检中心数据, 预计 4-6 月到检人次分别为 50 万、70 万、100 万, 环比增速 40%以上; 4-6 月体检金额预计分别为 2.5 亿、3.3 亿、4.3 亿, 环比增速 30%左右, 小部分门店未上云则不在统计范围内。客单价平均 400-500 元, 增速略有下降, 主要考虑体检机构部分项目延后开展, 对客单价有影响, 及 Q2 入职体检全年占比较高有关。

● 公司经营效率将持续提升, 已经步入良性发展轨道

1) 坚持“以客户为中心”, 继续苦练内功, 调整工作重心, 优化 KPI 考核指标。2) 加大力度开发包括央企、大型国企、集团化企业在内的优质团体客户。3) 构建更强大的中台。4) 不断优化服务方式, 以满足客户个性化需求。5) 在产品端研发创新, 推出癌症早筛、基因检测、人工智能辅助糖网筛查等前沿疾病筛查项目。6) 从高发重疾和慢病入手, 以临床医学金标准、行业指南和专家共识作为理论依据和质量准绳, 继续升级美年好医生 X 系列产品。7) 全面落实各地体检中心下午场体检。8) 保障超声、影像、总检的医疗品质, 提高医生效率和医学质量。

● **风险提示:** 受疫情影响, 团检客户可能延迟到检, 体检中心客流量恢复可预测性降低; 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	8,567	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	1	950	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	100.1	92559.7	23.9
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
P/E(倍)	88.8	-84.1	71017.8	76.6	61.9
P/B(倍)	11.1	10.0	10.0	8.8	7.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

1、Q2 亏损收窄、经营现金流转正，预计上半年业绩见底

分季度看，Q1、Q2 分别实现收入 5.35 亿（-58.15%）、12.79 亿（-45.9%），归母净利润-5.99 亿（-405.68%）、-1.83 亿（-236%）；扣非-5.99 亿（-121.33%）、-1.95 亿（-246%）；经营活动现金流净额-9.85 亿（-77.27%）、2.54 亿（+629%）。

上半年收入下滑、利润亏损，主要是 Q1 停工限流天数占比 56%，Q2 停工限流占比 30%，但折旧、房租、人员工资等支出相对固定，此期间产生成本费用合计 10.27 亿元，因此一季度利润、经营现金流均为负。进入二季度之后，随着体检中心逐步恢复正常营业及客户到检，公司亏损收窄，单季度现金流为正。我们认为 Q2 门店业绩实际恢复情况好于报表端，主要考虑到：1）二季度部分地区疫情反复，门店严格限流；2）呼气等部分体检项目恢复有个过程；3）二季度公司在组织架构、信息系统、线上产品等方面进行了调整及优化，继续“练内功”，门店实行了严格限流。

从到检数据看，上半年虽然整体收入是下滑的，但从 2 月起呈现逐月好转趋势，5 月、6 月公司各体检中心到检人次、客单价、收入等都已逐步恢复到往年同期水平，部分甚至已超过历年水平。根据上阿里云体检中心数据，预计 4-6 月到检人次分别为 50 万、70 万、100 万，环比增速 40%以上；4-6 月体检金额预计分别为 2.5 亿、3.3 亿、4.3 亿，环比增速 30%左右，小部分门店未上云则不在统计范围内。客单价平均 400-500 元，增速略有下降，主要考虑体检机构部分项目延后开展，对客单价有影响，及 Q2 入职体检全年占比比较高有关。

从目前公司复签率、到检人次看，预计 7-8 月集团收入已经实现持平至正向增长，预计第三季度整体收入可恢复至去年同期。公司继续稳健发展，巩固现有团检市场的优势，同时大力开拓个检市场和优质渠道，加大力度开发央企等大型优质客户的集团订单，进一步完善专业体检和健康管理服务，同时强化产品创新和研发工作，在核酸检测筛查领域取得显著突破，从而带动公司收入和利润的提升。公司预计 2020 年 1-9 月净利润-5.8 亿至-4.3 亿，对应 Q3 净利润 2.69 亿至 4.19 亿，2019 年 Q3 净利润 4.5 亿，同比增速-34%至 3%。参考爱尔眼科、通策医疗在 Q2 就诊人次迅速提升的同时，净利率也大幅提升，规模效应显现，我们认为美年健康下半年净利率有望显著提升。

从应收账款和预收账款（分别是反映公司团检到检及个检预售情况的指标）看：Q1 末公司应收账款 23.94 亿，较 2019 年底的 22.93 亿增加约 1 亿，但 Q2 末应收账款减少至 21.3 亿，表明在有新增的团检客户到检的同时，Q2 团检企业部分已经回款，上半年应收账款周转天数 219 天，较一季度 394 天明显缩短；预收账款 Q1 末 13.8 亿，Q2 末 13.9 亿，较 2019 年底的 14.5 亿略有减少，我们分析主要是新春卡为主的个检卡在预售后期，因疫情影响未能及时到检。随着 Q2 疫情防控趋于常态化后，团检客户、尤其是大型国企及事业单位消费者对健康重视度提升，对高质量体检产品需求提升，下半年有望加速转化为收入。

从 Q2 经营现金流为正看，公司提质增效成效明显，上半年通过建立集团资金池等措施，实现了资金的宽进严出，加上上半年免交员工社保、缓交公积金等因素，Q2 现金流大幅好转。

从门店数量看，上半年公司开业体检中心 595 家，其中控股 260 家，参股 335 家，较年初的 632 家、289 家、335 家略有减少，主要原因是疫情期间部分门店未开业及部分门店战略性调整有关。

2、量价齐升长期趋势不改

从公司核心成长逻辑“量价质齐升”角度看，价格和质量提升逻辑始终未变，例如 2019 年公司全年客单价仍在提升，验证公司品质+科技驱动下体检内涵升级逻辑。2019 年美年健康+慈铭体检平均客单价 502 元（+4.84%），美年健康体系平均客单价 491 元（不含富士康，含体检车），增长 5.32%。公司持续引进高端项目打造技术护城河，提升检验质量，在客单价提升的同时，重大阳性检出率也持续提升（反映体检质量提升）。2020 年从上云公司体检客户报告内抓取获得的各月度重大阳性检出率来看，1 月约 3.2%，4-6 月分别为 3%、3.3%、3.5%，重大阳性检出数也从 3 月的不到 1 万例提升至 6 月的约 3 万例。

而体检人次端预计从 Q3 开始将加速提升，主要考虑到：1）下半年团检客户从公立医院回流有望超预期，客户结构优化；2）个检占比提升是长期趋势，通过体检内涵提升、个性化定制、下午场及阿里巴巴线上导流，个检比例有望提升至 50%以上；3）公司强化医质管理、聚焦数字，持续进行全流程智能体检平台、三级影像智能质控体系、检验科 LIS 智能医学系统的升级等提升体检质量，获得客户认可，同时由体检主业产生的数据和流量也将持续反哺人工智能在公司内部的应用及发展。

公司正努力从短暂受阻的时艰中走出，由“数据+科技”驱动，携手阿里逐步实现定制化、智慧化的健康体检及健康管理服务，同时继续提升医质水平和客服质量，在“防大疫、管慢病、促康养、推产业”潮流的带动下，协同旗下四大品牌“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”，将美年健康从仅仅只提供单一体检服务的公司，逐步转型升级成以体检为流量入口，为社会公众各阶层提供健康管理服务的创新科技应用平台型公司。

3、阿里巴巴全方位助力公司战略、管理、业务、数字化转型与提升

1）从战略看，与阿里巴巴的合作既符合阿里巴巴“双 H”战略（healthy&happiness），又符合美年健康“做大主业、建立生态、完成闭环”战略，公司大到商业模式、小到员工考核、客户体验都在不断优化和改进；2）从管理看，阿里巴巴将助力公司建设大数据驱动的业务中台，有利开展大数据和信息化建设，提升公司运营效率；3）从业务看，美年健康已经全面对接阿里巴巴线上平台流量，考虑电商平台的导流、协同效应，未来在产品创新、数字化转型等领域将有更多的合作。

从下半年公司的主要经营计划就可以看出，公司经营效率将持续提升，已经步入良性发展轨道，加上 2020 年下半年线下团检、个检回流，公司未来业绩确定性高：1）坚持“以客户为中心”，继续苦练内功，调整工作重心，优化 KPI 考核指标。2）加大力度开发包括央企、大型国企、集团化企业在内的优质团体客户。3）通过基于体检系统的医疗信息化和财务系统定制及升级，构建更强大的中台。4）不断优化服务方式，以满足客户个性化需求。5）在产品端研发创新，通过大数据和人工智能技术，推出癌症早筛、基因检测、人工智能辅助糖网筛查等前沿疾病筛查项目。6）从高发重疾和慢病入手，以临床医学金标准、行业指南和专家共识作为理论依据和质量准绳，继续升级美年好医生 X 系列产品。7）充分利用场地、牌照、医师、设备等

资源，全面落实各地体检中心下午场体检。8）利用远程阅片、AI 辅助等先进技术，保障超声、影像、总检的医疗品质，提高医生效率和医学质量。9) 充分发挥自身医疗资源优势 and 行业标杆作用，践行企业社会责任。

4、盈利预测

在提升医质、品牌形象提升、阿里巴巴全方位助力等因素下，公司逐步走出业绩低谷，2020 年下半年有望进入量、价、质三重提升的拐点期，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 100 万、9.50 亿、11.77 亿，EPS 分别为 0.00/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 71017/77/62 倍，维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

表1：美年健康盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,458	8,525	8,567	10,006	12,014
YOY(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
归母净利润(百万元)	821	-866	1	950	1,177
YOY(%)	33.7	-205.6	100.1	92559.7	23.9
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
P/E(倍)	88.8	-84.1	71017.8	76.6	61.9
P/B(倍)	11.1	10.0	10.0	8.8	7.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

5、风险提示

受疫情影响，团检客户可能延迟到检，体检中心客流量恢复可预测性降低；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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5806	8691	6884	7734	9381
现金	2494	4760	4482	3450	5432
应收票据及应收账款	1969	2295	1336	2831	2356
其他应收款	397	385	328	469	528
预付账款	202	214	124	256	232
存货	127	130	114	135	177
其他流动资产	617	909	500	593	655
非流动资产	10548	10227	8378	9120	9375
长期投资	60	162	183	-44	-69
固定资产	2562	2608	2370	2533	2812
无形资产	165	164	179	203	228
其他非流动资产	7760	7293	5646	6429	6405
资产总计	16355	18919	15262	16854	18756
流动负债	6654	7983	5278	6116	7125
短期借款	2414	2309	1674	1885	2071
应付票据及应付账款	804	864	721	926	1129
其他流动负债	3437	4810	2883	3304	3926
非流动负债	2405	2782	1834	1470	978
长期借款	2250	2551	1694	1311	807
其他非流动负债	155	231	140	160	172
负债合计	9059	10765	7113	7586	8103
少数股东权益	730	838	839	1006	1214
股本	3122	3920	3914	3914	3914
资本公积	1332	2440	2440	2440	2440
留存收益	2196	1256	1257	2325	3638
归属母公司股东权益	6566	7316	7311	8261	9439
负债和股东权益	16355	18919	15262	16854	18756

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1539	1260	2129	429	3257
净利润	973	-714	1	1118	1385
折旧摊销	565	709	557	622	722
财务费用	246	438	395	139	142
投资损失	-195	-136	-131	-156	-141
营运资金变动	-116	-188	1265	-1287	1150
其他经营现金流	66	1150	42	-7	-0
投资活动现金流	-2781	-1440	1398	-1199	-834
资本支出	831	429	-1024	703	112
长期投资	-711	-354	-21	36	25
其他投资现金流	-2661	-1365	353	-459	-696
筹资活动现金流	1242	2486	-3805	-262	-440
短期借款	1269	-105	-635	211	185
长期借款	1250	301	-856	-384	-504
普通股增加	520	798	-6	0	0
资本公积增加	-1026	1108	0	0	0
其他筹资现金流	-772	383	-2308	-90	-121
现金净增加额	0	2306	-278	-1032	1983

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8458	8525	8567	10006	12014
营业成本	4436	4790	5380	5463	6560
营业税金及附加	12	14	17	13	16
营业费用	2027	2031	2142	2201	2566
管理费用	578	603	685	800	961
研发费用	38	47	69	40	48
财务费用	246	438	395	139	142
资产减值损失	26	-1047	0	0	0
其他收益	6	12	8	8	9
公允价值变动收益	0	-48	0	0	0
投资净收益	195	136	131	156	141
资产处置收益	-2	-6	0	0	0
营业利润	1297	-449	19	1513	1872
营业外收入	5	10	6	7	8
营业外支出	18	47	24	30	34
利润总额	1283	-486	1	1491	1847
所得税	311	228	0	373	462
净利润	973	-714	1	1118	1385
少数股东损益	152	153	0	168	208
归母净利润	821	-866	1	950	1177.3
EBITDA	2068	389	610	2151	2590
EPS(元)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7	0.8	0.5	16.8	20.1
营业利润(%)	43.5	-134.6	104.2	7978.3	23.7
归属于母公司净利润(%)	33.7	-205.6	100.1	92559.7	23.9
获利能力					
毛利率(%)	47.6	43.8	37.2	45.4	45.4
净利率(%)	9.7	-10.2	0.0	9.5	9.8
ROE(%)	13.3	-8.8	0.0	12.1	13.0
ROIC(%)	9.4	-3.2	0.5	9.4	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	56.9	46.6	45.0	43.2
净负债比率(%)	42.5	32.4	-5.9	4.6	-17.4
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.0	4.0	4.7	4.8	4.6
应付账款周转率	6.4	5.7	6.8	6.6	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	-0.22	0.00	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.32	0.54	0.11	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.68	1.87	1.87	2.11	2.41
估值比率					
P/E	88.8	-84.1	71017.8	76.6	61.9
P/B	11.1	10.0	10.0	8.8	7.7
EV/EBITDA	37.1	196.2	120.0	34.5	27.9

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，属于机密材料，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16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