

美年健康 (002044.SZ) 经营改善趋势不变, 仍保持对全年的业绩好转信心

2021年04月13日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

苑建 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

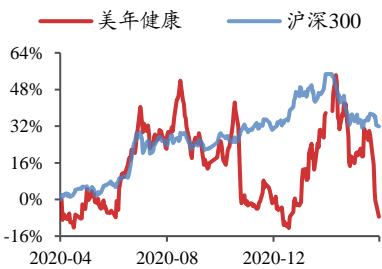
yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070009

日期	2021/4/12
当前股价(元)	11.33
一年最高最低(元)	20.15/10.57
总市值(亿元)	443.48
流通市值(亿元)	433.56
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.27
近3个月换手率(%)	86.1

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q4 正常经营利润超预期, 延续业绩好转趋势》-2021.1.30

《公司信息更新报告-合理价格收购马鞍山美年, 并购基金培育门店战略实施顺利》-2021.1.3

《公司信息更新报告-全年预告扭亏为盈, Q3 业绩加速好转》-2020.10.31

● 经营改善趋势不变, 全年业绩有望好转, 维持“买入”评级

4月12日, 公司发布2020年报: 全年取得营业收入78.15亿元(-8.33%); 归母净利润5.54亿元(+163.93%); 扣非净利润亏损6.00亿元(+30.91%); 经营现金流净额9.73亿元(-22.73%)。EPS0.14元/股(+0.37元/股)。公司同时发布了2021年Q1业绩预告: 2021年第一季度归母净利润预计亏损3.8-4.3亿元, 较2020年同期下降28.16%-36.51%, EPS亏损0.10-0.11元/股。在提升医质、品牌形象提升、数字化全方位助力等因素下, 公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期, 维持公司2021-2022年的盈利预测, 预计公司2021-2023年归母净利润分别为9.51、11.77、14.36亿元、EPS分别为0.24/0.30/0.37元, 当前股价对应P/E分别为46.7/37.7/30.9倍, 维持“买入”评级。

● Q4 收入加速提升, 2020 全年销售人均单产提升, 减员增效成效显现

2021Q1 归母净利润亏损 3.8-4.3 亿元, 主要由于受春节假期影响及客户消费习惯等原因, Q1 是健康体检行业的传统淡季, 且 2020 年体检客户在 2021Q1 体检周期不足 1 年, 2021Q1 相比 2019Q1 未减亏, 但业绩好转趋势不变, 仍对 Q2-Q4 业绩恢复保持信心。公司 2020 上半年受疫情影响, 2020Q3-Q4 随着营业逐步恢复正常, 体检需求快速反弹, 加上公立医院订单外溢, 下半年业绩快速回暖并实现盈利, 2020Q4 收入创历史新高。公司 2020 年业绩增速基本为内生增速, 收入下滑主要是人次下降所致, 客单价仍稳中有升; 2020 年销售单人产出 82.7 万, 较 2019 年增加 3.7 万, 公司销售体系减员增效取得初步成效。体检中心逐步进入成熟期, 预计盈利门店及成熟门店数量占比将持续提升, 带动整体净利率提升。

● 2021 年有望回归正常增长, 渠道价值凸显

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, 2021 年起有望回归正常增长轨道。

● **风险提示:** 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,525	7,815	10,006	12,014	14,417
YOY(%)	0.8	-8.3	28.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	-866	554	951	1,177	1,436
YOY(%)	-205.6	163.9	71.6	23.9	22.0
毛利率(%)	43.8	37.1	46.0	45.4	45.4
净利率(%)	-10.2	7.1	9.5	9.8	10.0
ROE(%)	-8.8	7.4	9.9	10.9	11.7
EPS(摊薄/元)	-0.22	0.14	0.24	0.30	0.37
P/E(倍)	-51.2	80.1	46.7	37.7	30.9
P/B(倍)	6.1	5.6	5.0	4.4	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 Q4 收入加速提升，2020 全年销售人均单产提升，减员增效成效显著.....	3
2、 2021 年有望回归正常增长，渠道价值凸显.....	4
3、 盈利预测与投资建议	4
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 美年健康盈利预测	5
---------------------	---

1、Q4 收入加速提升，2020 全年销售人均单产提升，减员增效 成效显著

4月12日，公司发布2020年报：全年取得营业收入78.15亿元（-8.33%）；归母净利润5.54亿元（+163.93%）；扣非净利润亏损6.00亿元（+30.91%）；经营现金流净额9.73亿元（-22.73%）。EPS0.14元/股（+0.37元/股）。2020Q4实现归母净利润增长185.15%，公司年报业绩符合我们之前的预期。公司同时发布了2021年Q1业绩预告：2021年第一季度归母净利润预计亏损3.8-4.3亿元，较2020年同期下降28.16%-36.51%，EPS亏损0.10-0.11元/股。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为5.35亿元（-58.15%）、12.79亿元（-45.84%）、26.04亿元（-1.22%）、33.96亿元（+51.10%）；归母净利润分别为-5.99亿元（-405.68%）、-1.84亿元（-236.00%）、2.65亿元（-29.15%）、10.71亿元（+185.15%）；扣非净利润分别为-5.99亿元（-121.33%）、-1.95亿元（-245.40%）、2.65亿元（-29.75%）、-0.71亿元（+93.56%）；经营现金流净额分别为-9.85亿元（-77.27%）、2.54亿元（+632.68%）、0.29亿元（+152.34%）、16.75亿元（-12.72%）。体检服务全年收入同比下降9.48%至74.63亿元。

2021Q1归母净利润亏损3.8-4.3亿元，主要由于受春节假期影响及客户消费习惯等原因，Q1是健康体检行业的传统淡季，且对于大部分2020年体检的客户来说，2021Q1体检周期不足1年，公司体检业务也受到一定的影响。从利润端来看，由于门店数量的增加带来相应费用增加，提升医质和数字化转型背景下总部费用预计也有增加等因素，相比2019Q1未减亏，但我们认为从年报数据看，公司业绩好转趋势不变，仍对Q2-Q4业绩恢复保持信心。

从年报中可以看到，2020年初受疫情影响，上半年体检中心经历较长时间的停业期，但要维系房租、人工支出等固定开支，因此收入同比2019年下降，2020H1归母净利润-7.82亿元，Q3-Q4随着营业逐步恢复正常，被压制的体检需求快速反弹，加上公立医院订单外溢，以及公司提质增效赢得客户认可，下半年业绩快速回暖并实现盈利，其中2020Q3接近追平2019Q3，2020Q4收入33.96亿元创历史新高，同比增长51.1%，产能利用率大幅提升，同店增速有明显提升。

从体检中心数量看，2020年控股店与2019年持平，为266家；参股店增加6家至339家，合计体检中心605家，因此业绩增速基本可以看成是内生增速。从量价拆分看，公司收入下滑主要是疫情影响下的人次下降所致，全年控股店体检人次下降10.9%至1663万，全口径客单价（不包含入职体检和职业病检查）客单价提升1.1%至506.87元，由此客单价仍然保持着稳中有升的趋势，并预计Q4实现了量价齐升。

从收入端拆分看：（1）集团旗下四大品牌协同发展，“美年大健康”品牌收入60.72亿元，占比78%；“慈铭”和“奥亚”收入16.31亿元，占比21%；“美兆”品牌收入1.11亿元，占比1%。多品牌、多层次、全方位、精准化、个性化的健康服务不断完善，体检内涵不断提升。（2）区域收入结构较为均衡健康，收入前5大区域分别为北京、上海、广东、湖北和川渝藏，收入占比分别为13.6%、11.6%、9.3%、6.6%、6.3%。山东、河南、浙江等传统优势区域仍然贡献较大。

从毛利率来看，2020年体检服务毛利率35.95%（-7.85pct），主要由于非人工和

房租的其他营业成本占收入比同比增加 7.89pct。从费用端来看，2020 年销售费用率与 2019 年基本持平(+0.29pct)，2020 年销售人员 9024 人，较 2019 年减少 1417 人，2020 年销售单人产出 82.7 万，较 2019 年增加 3.7 万，公司销售体系减员增效取得初步成效。2020 年管理费用率也与 2019 年基本持平(+0.26pct)，财务费用率下降 1.16pct 至 3.98%，费用率保持稳定。

从店龄结构看，体检中心逐步进入成熟期；2017-2020 年，5 年以上体检中心占比从 29%提升至 57%，2020 年 3 年及以上体检中心占比 90%。预计盈利门店及成熟门店数量占比将持续提升，带动整体净利率提升。

从阿里云上已上线的控股体检中心数据看，2020 年 3 月开始体检中心的到检人次和到检金额环比快速提升，至 11 月达到全年最高峰（单月人次突破 200 万，金额约 10 亿元）。客单价在疫情过后随着个检、团检逐步恢复到检而稳步提升，全口径客单价超过 2019 年同期水平。

从现金流来看，2020 年公司经营现金流净额 9.73 亿元（-22.73%），与净利润水平接近；投资现金流净额-3.23 亿元（+77.61%），主要因为公司处置美因部分股权以及支付的其他于投资活动有关的现金减少；筹资现金流净额-18.58 亿元（-174.76%），主要因为 2020 年融资减少。公司 2020 年底现金及现金等价物余额为 34.89 亿元，现金较为充足。

2、2021 年有望回归正常增长，渠道价值凸显

2020Q4 公司已经回归正常增长，展望 2021 年，公司将继续稳健发展，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，渠道价值显现。2021 年起有望回归正常增长轨道：

（1）坚持“以客户为中心”，减持品质驱动，深耕重点学科，夯实内功，强化标准，继续提升医疗品质。逐步提升影像、检验质量，提升品牌公信力。（2）在疾病诊断筛查、风险评估、人工智能辅助诊断、大数据等方面拥有科技创新和资源突破，通过数字化转型提升服务品质和医疗水准。（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，目前已引进两款结直肠癌辅助诊断产品，此外还和美因基因共同推出了胰腺癌辅助诊断产品。（6）上线体检报告解读，并基于用户历年体检报告运用大数据的技术逐步上线用户的健康档案与个人健康状况评估。（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。

3、盈利预测与投资建议

在提升医质、品牌形象提升、数字化全方位助力等因素下，公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期，维持公司 2021-2022 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 100.06、120.14、144.17 亿元，归母净利润分别为 9.51、11.77、14.36 亿元、EPS 分别为 0.24/0.30/0.37 元，当前股价对应 P/E 分别为 46.7/37.7/30.9 倍，维

持“买入”评级。

表1: 美年健康盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,525	7,815	10,006	12,014	14,417
YOY(%)	0.8	-8.3	28.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	-866	554	951	1,177	1,436
YOY(%)	-205.6	163.9	71.6	23.9	22.0
毛利率(%)	43.8	37.1	46.0	45.4	45.4
净利率(%)	-10.2	7.1	9.5	9.8	10.0
ROE(%)	-8.8	7.4	9.9	10.9	11.7
EPS(摊薄/元)	-0.22	0.14	0.24	0.30	0.37
P/E(倍)	-51.2	80.1	46.7	37.7	30.9
P/B(倍)	6.1	5.6	5.0	4.4	3.8

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8691	7720	7128	8019	9665
现金	4760	3545	3916	2131	4340
应收票据及应收账款	2295	2539	1978	3788	3498
其他应收款	385	614	255	863	544
预付账款	214	189	214	313	346
存货	130	133	123	207	195
其他流动资产	909	700	643	717	742
非流动资产	10227	10616	10759	11396	11908
长期投资	162	1049	1051	1310	1625
固定资产	2608	2384	2770	3031	3341
无形资产	164	158	178	199	203
其他非流动资产	7293	7025	6760	6856	6738
资产总计	18919	18336	17887	19415	21573
流动负债	7983	8022	6997	7563	8511
短期借款	2309	1938	1951	3237	2088
应付票据及应付账款	864	1087	656	1591	1168
其他流动负债	4810	4997	4389	2734	5255
非流动负债	2782	1622	1247	1032	805
长期借款	2551	1441	1078	848	614
其他非流动负债	231	181	170	184	191
负债合计	10765	9644	8244	8595	9316
少数股东权益	838	720	720	720	720
股本	3920	3914	3914	3914	3914
资本公积	2440	2538	2538	2538	2538
留存收益	1256	1810	2761	3938	5374
归属母公司股东权益	7316	7973	8923	10101	11537
负债和股东权益	18919	18336	17887	19415	21573

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1260	973	3553	-1394	4803
净利润	-714	645	951	1177	1436
折旧摊销	709	697	536	631	510
财务费用	438	311	348	218	233
投资损失	-136	-1243	-5	-5	-5
营运资金变动	-188	33	1656	-3410	2643
其他经营现金流	1150	530	68	-7	-15
投资活动现金流	-1440	-323	-729	-1257	-1010
资本支出	429	326	485	159	181
长期投资	-354	-418	-2	-362	-315
其他投资现金流	-1365	-415	-246	-1459	-1144
筹资活动现金流	2486	-1858	-2453	-218	-500
短期借款	-105	-371	13	202	-65
长期借款	301	-1109	-364	-230	-234
普通股增加	798	-6	-0	0	0
资本公积增加	1108	98	0	0	0
其他筹资现金流	383	-470	-2103	-190	-201
现金净增加额	2306	-1207	371	-2869	3293

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8525	7815	10006	12014	14417
营业成本	4790	4919	5403	6560	7872
营业税金及附加	14	9	14	16	29
营业费用	2031	1885	2201	2626	3064
管理费用	603	574	700	961	1225
研发费用	47	46	60	48	67
财务费用	438	311	348	218	233
资产减值损失	-1047	-339	0	0	0
其他收益	12	37	15	18	20
公允价值变动收益	-48	-1	0	0	0
投资净收益	136	1243	5	5	5
资产处置收益	-6	-5	0	0	0
营业利润	-449	829	1299	1607	1953
营业外收入	10	11	9	10	10
营业外支出	47	56	40	48	48
利润总额	-486	784	1267	1570	1915
所得税	228	139	317	392	479
净利润	-714	645	951	1177	1436
少数股东损益	153	91	0	0	0
归母净利润	-866	554	951	1177	1436
EBITDA	389	1587	1851	2299	2514
EPS(元)	-0.22	0.14	0.24	0.30	0.37

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.8	-8.3	28.0	20.1	20.0
营业利润(%)	-134.6	284.6	56.8	23.7	21.5
归属于母公司净利润(%)	-205.6	163.9	71.6	23.9	22.0
获利能力					
毛利率(%)	43.8	37.1	46.0	45.4	45.4
净利率(%)	-10.2	7.1	9.5	9.8	10.0
ROE(%)	-8.8	7.4	9.9	10.9	11.7
ROIC(%)	-3.2	5.4	8.0	8.5	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	52.6	46.1	44.3	43.2
净负债比率(%)	32.4	23.3	-4.7	22.4	-9.3
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.0	3.2	4.4	4.2	4.0
应付账款周转率	5.7	5.0	6.2	5.8	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.22	0.14	0.24	0.30	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.25	0.91	-0.36	1.23
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.04	2.28	2.58	2.95
估值比率					
P/E	-51.2	80.1	46.7	37.7	30.9
P/B	6.1	5.6	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	123.0	29.7	24.1	20.7	17.5

数据来源：贝格数据、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