

美年健康 (002044.SZ) 业绩逐季改善, 创新业务推动新增长

2022 年 02 月 06 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 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

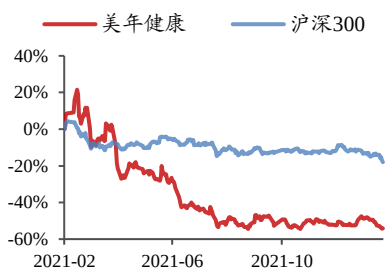
guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2022/1/28
当前股价(元)	7.14
一年最高最低(元)	20.15/7.00
总市值(亿元)	279.48
流通市值(亿元)	274.06
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.38
近 3 个月换手率(%)	69.96

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-局部疫情暂时影响到检, 季度业绩环比改善趋势向好》-2021.11.1

《公司信息更新报告-收入略超预期, 数字化建设进展快速》-2021.4.30

《公司信息更新报告-经营改善趋势不变, 仍保持对全年的业绩好转信心》-2021.4.13

● 业绩逐季改善, 实现 2021 年归母、扣非均为正, 维持“买入”评级

1 月 28 日, 公司发布 2021 年度业绩预告: 2021 实现收入 90-92 亿元(增长 14.73%-17.28%); 实现归母净利润 0.6-0.9 亿元(下降 83.50%-89.00%); 实现扣非净利润 0.61-0.91 亿元(增长 110.08%-115.12%); EPS 为 0.0154-0.0231 元/股。2021 年业绩符合我们之前的预期。2021 年整体来看, 收入较 2019 年实现同比增长, 且实现剔除新租赁准则实施影响, 以及员工持股计划相关股份支付费用影响, 以及商誉减值影响, 2021 年公司经营性净利润为 1.35 至 1.65 亿元, 业绩相较 2020 年明显改善(2020 年同口径为-2.7 亿)。考虑到疫情影响以及质控成本、门店标准化运营成本增加等因素, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.75(原为 3)、5.35(原为 6)、6.63(原为 9)亿元、EPS 分别为 0.02/0.14/0.17 元, 当前股价对应 P/E 分别为 373.7/52.3/42.2 倍, 在提升医质及服务、精细化管理能力加强、数字化全方位助力、创新引领等因素下, 公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期, 维持“买入”评级。

● 吉林昌邑美年实现参变控, 提升业务规模, 巩固行业地位并提升经济效益

公司同时发布公告称收购吉林昌邑美年 43.2% 股份实现参变控。本次收购使公司业务规模和市场空间得到了进一步提高, 符合公司持续发展的战略需求, 有助于增强公司的盈利能力, 进一步巩固公司行业地位并提升公司经济效益。

● 新任总裁助力提升公司运营能力, 电商+创新业务+合作镁信健康推动新增长

公司同时公告称董事长俞熔先生辞任公司总裁职务, 由联席总裁徐涛先生接替。徐涛先生在零售行业有丰富的公司运营管理和业绩提升实践经验。我们预计在管理层分工不断优化的背景下, 公司运营能力将持续提升。2022Q1 公司开启感恩季营销活动, 加大电商渠道并推出创新业务, 随着公司精细化管理能力加强、强化销售人员激励机制, 创新项目增长空间较大。2022 年 1 月 26 日, 公司与创新型医疗健康服务平台镁信健康合作, 探索创新保险+全国化特色医疗服务模式。

● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,525	7,815	9,065	10,443	12,010
YOY(%)	0.8	-8.3	16.0	15.2	15.0
归母净利润(百万元)	-866	554	75	535	663
YOY(%)	-205.6	163.9	-86.5	615.1	24.0
毛利率(%)	43.8	37.1	34.0	39.6	40.0
净利率(%)	-10.2	7.1	0.8	5.1	5.5
ROE(%)	-8.8	7.4	0.9	5.7	6.7
EPS(摊薄/元)	-0.22	0.14	0.02	0.14	0.17
P/E(倍)	-32.3	50.5	373.7	52.3	42.2
P/B(倍)	3.8	3.5	3.5	3.3	3.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 业绩逐季改善，实现 2021 年归母、扣非均为正，基本面稳步向好.....	3
2、 吉林昌邑美年实现参变控，提升公司业务规模，巩固公司行业地位并提升经济效益	3
3、 新任总裁助力提升公司运营能力，电商渠道+创新业务推动新增长	3
4、 合作镁信健康，探索创新保险+全国化特色医疗服务模式	4
5、 盈利预测与投资建议	4
6、 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	4
---------------------	---

1、业绩逐季改善，实现 2021 年归母、扣非均为正，基本面稳步向好

1 月 28 日，公司发布 2021 年度业绩预告：2021 实现收入 90-92 亿元（增长 14.73%-17.28%）；实现归母净利润 0.6-0.9 亿元（下降 83.50%-89.00%）；实现扣非净利润 0.61-0.91 亿元（增长 110.08%-115.12%）；EPS 为 0.0154-0.0231 元/股。2021 年业绩符合我们之前的预期。

分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 13.32 亿元(同比 2019Q1+4.17%)、20.45 亿元(同比 2019Q2-13.44%)、24.64 亿元(同比 2019Q3-6.53%，同比 2020Q3-5.38%)、31.59-33.59 亿元(同比 2019Q4 增长 40.54-49.44%，同比 2020Q4 下降 7.80-1.96%)，**2021Q1 至 Q4 收入逐季增长**；归母净利润分别为-4.24 亿元(较 2019Q1-3.05 亿元)、-0.04 亿元(较 2019Q2-1.39 亿元)、1.87 亿元(同比 2019Q3-50.11%，同比 2020Q3-29.58%)、3.01-3.31 亿元；扣非净利润分别为-3.89 亿元(同比 2019Q1-43.98%)、0.14 亿元(同比 2019Q2-89.86%)、1.63 亿元(同比 2019Q3-56.84%，同比 2020Q3-38.56%)、2.74-3.04 亿元(较 2020Q4 增加 3.5-3.75 亿元)。2021Q1 至 Q2 利润逐季减亏明显，**Q4 为体检旺季，环比实现较高增长，我们预计公司收入和盈利能力以及客单价持续提升，业绩基本面持续稳步向好**。2021 年整体来看，剔除新租赁准则实施影响(2021 年税前利润 0.6 亿元左右)，以及员工持股计划相关股份支付费用影响(2021 年净利润 0.3 亿元左右)，以及商誉减值影响(2020 年税前利润 3 亿元)，**2021 年公司经营性净利润为 1.35 至 1.65 亿元，业绩相较 2020 年明显改善（2020 年同口径为-2.7 亿）**。

2、吉林昌邑美年实现参变控，提升公司业务规模，巩固公司行业地位并提升经济效益

同时，公司发布公告称收购吉林昌邑美年 43.2%股份实现参变控。吉林昌邑美年系公司下属全资子公司吉林大健康持股 8.7098%的公司。吉林大健康拟以人民币 1,210.73 万元受让非关联股东南通美富持有吉林昌邑美年 43.2403%的股权，本次股权转让完成后，吉林大健康将持有吉林昌邑美年 51.9501%的股权，由此实现公司对吉林昌邑美年参变控。根据公告，吉林昌邑美年 2020、2021 前三季度收入分别为 1680、1372 万元，净利润分别为 93、-30 万元，鉴于 Q4 为旺季，我们预计吉林昌邑美年 2021 年有望持续实现盈利。本次收购使公司业务规模和市场空间得到了进一步提高，符合公司持续发展的战略需求，有助于增强公司的盈利能力，进一步巩固公司行业地位并提升公司经济效益。

3、新任总裁助力提升公司运营能力，电商渠道+创新业务推动新增长

新任总裁门店运营经验丰富，助力提升精细化能力：公司于 2021 年 6 月发布公告称聘任徐涛先生为公司联席总裁，此次公告称董事长俞熔先生辞任公司总裁职务，推举公司徐涛先生担任公司总裁职务。董事长俞熔先生辞去总裁职务后，仍将继续

担任公司董事长及战略委员会主任委员、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员等职务,后续将聚焦公司战略发展与布局。徐涛先生曾任万宁中国区执行董事 CEO、联合利华财务总监,在零售行业有丰富的公司运营管理和业绩提升实践经验。我们预计在管理层分工不断优化的背景下,公司运营能力将持续提升,促进门店标准化运营、提质增效、量价齐升。

信息化系统赋能下,电商渠道+创新业务推动新增长: 2022Q1 公司开启感恩季营销活动,在全国百余家线下门店及线上商城、天猫、京东等平台同时推出,产品不仅包括基础体检套餐,还包括创新特色项目(肾损伤早期筛查 3 项、HPV+TCT 检测等),我们认为,随着公司精细化管理能力加强、强化销售人员激励机制,创新项目增长空间较大。

4、合作镁信健康,探索创新保险+全国化特色医疗服务模式

2022 年 1 月 26 日,公司与领先的创新型医疗健康服务平台——镁信健康在上海签署战略合作协议。双方将探索将各类特色医疗服务,包括但不限于体检、检测等,以权益形式嫁接于相关健康险产品中,从而让用户更能便捷体验特色医疗服务。双方还将共同推动针对特定人群的创新健康险产品的开发,包括但不限于针对检后特定疾病人群的保险、老年/慢病人群保险,以及职场团险等。除此之外,依托美年健康全国近 700 家线下体检中心,双方将共同打造属地化医疗服务网络,同时结合镁信健康的患者资源,双方也将共同打造集“体检、药品、医疗、保险”为一体的属地化医疗生活服务网络,从而惠及更多用户。

5、盈利预测与投资建议

考虑到疫情影响以及质控成本、门店标准化运营成本增加等因素,我们下调 2021-2023 年盈利预测,预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.75(原为 3)、5.35(原为 6)、6.63(原为 9)亿元、EPS 分别为 0.02/0.14/0.17 元,当前股价对应 P/E 分别为 373.7/52.3/42.2 倍,在提升医质及服务、精细化管理能力加强、数字化全方位助力、创新引领等因素下,公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期,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	9,065	10,443	12,010
YOY(%)	0.8	-8.3	16.0	15.2	15.0
归母净利润(百万元)	-866	554	75	535	663
YOY(%)	-205.6	163.9	-86.5	615.1	24.0
毛利率(%)	43.8	37.1	34.0	39.6	40.0
净利率(%)	-10.2	7.1	0.8	5.1	5.5
ROE(%)	-8.8	7.4	0.9	5.7	6.7
EPS(摊薄/元)	-0.22	0.14	0.02	0.14	0.17

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E(倍)	-32.3	50.5	373.7	52.3	42.2
P/B(倍)	3.8	3.5	3.5	3.3	3.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8691	7720	7035	7275	8054
现金	4760	3545	4339	1852	3860
应收票据及应收账款	2295	2539	1553	3458	2611
其他应收款	385	614	174	799	373
预付账款	214	189	176	282	267
存货	130	133	150	166	201
其他流动资产	909	700	643	717	742
非流动资产	10227	10616	10465	10946	11261
长期投资	162	1049	1036	1295	1610
固定资产	2608	2384	2500	2610	2729
无形资产	164	158	178	199	203
其他非流动资产	7293	7025	6751	6842	6719
资产总计	18919	18336	17500	18221	19315
流动负债	7983	8022	7539	7967	8652
短期借款	2309	1938	1951	4435	2088
应付票据及应付账款	864	1087	842	1319	1207
其他流动负债	4810	4997	4745	2213	5357
非流动负债	2782	1622	1194	952	698
长期借款	2551	1441	1024	768	506
其他非流动负债	231	181	170	184	191
负债合计	10765	9644	8732	8920	9350
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	1885	2420	3083
归属母公司股东权益	7316	7973	8048	8582	9245
负债和股东权益	18919	18336	17500	18221	19315

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1260	973	3652	-3445	5592
净利润	-714	645	75	535	663
折旧摊销	709	697	520	589	443
财务费用	438	311	312	235	253
投资损失	-136	-1243	-45	-5	-5
营运资金变动	-188	33	2715	-4791	4253
其他经营现金流	1150	530	74	-7	-15
投资活动现金流	-1440	-323	-385	-1059	-745
资本支出	429	326	206	4	-16
长期投资	-354	-418	13	-362	-315
其他投资现金流	-1365	-415	-166	-1417	-1076
筹资活动现金流	2486	-1858	-2472	-266	-557
短期借款	-105	-371	13	202	-65
长期借款	301	-1109	-417	-256	-262
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	-2068	-212	-230
现金净增加额	2306	-1207	795	-4769	4290

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8525	7815	9065	10443	12010
营业成本	4790	4919	5979	6307	7207
营业税金及附加	14	9	13	14	24
营业费用	2031	1885	1994	2283	2552
管理费用	603	574	635	835	1021
研发费用	47	46	54	42	56
财务费用	438	311	312	235	253
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	-2	0	0
投资净收益	136	1243	45	5	5
资产处置收益	-6	-5	-4	0	0
营业利润	-449	829	131	751	922
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	100	713	884
所得税	228	139	25	178	221
净利润	-714	645	75	535	663
少数股东损益	153	91	0	0	0
归母净利润	-866	554	75	535	663
EBITDA	389	1587	660	1432	1460
EPS(元)	-0.22	0.14	0.02	0.14	0.17

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.8	-8.3	16.0	15.2	15.0
营业利润(%)	-134.6	284.6	-84.1	471.4	22.8
归属于母公司净利润(%)	-205.6	163.9	-86.5	615.1	24.0
获利能力					
毛利率(%)	43.8	37.1	34.0	39.6	40.0
净利率(%)	-10.2	7.1	0.8	5.1	5.5
ROE(%)	-8.8	7.4	0.9	5.7	6.7
ROIC(%)	-3.2	5.4	0.9	4.4	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	52.6	49.9	49.0	48.4
净负债比率(%)	32.4	23.3	-10.6	41.0	-7.8
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
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	0.02	0.14	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.25	0.93	-0.88	1.43
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.04	2.06	2.19	2.36
估值比率					
P/E	-32.3	50.5	373.7	52.3	42.2
P/B	3.8	3.5	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	80.8	19.3	42.0	22.7	19.1

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的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	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	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