

美年健康 (002044.SZ)

2022年04月17日

经营业绩明显改善，精细化运营初显成效，创新业务推动新增长

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2022/4/15
当前股价(元)	5.70
一年最高最低(元)	13.11/5.44
总市值(亿元)	223.11
流通市值(亿元)	218.79
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.38
近3个月换手率(%)	53.02

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

● 2021年经营业绩明显改善，基本面稳步向好，维持“买入”评级

4月15日，公司发布2021年年报：2021年实现收入91.56亿元（+16.66%，皆同比2020年）；实现归母净利润0.64亿元（-88.36%）；实现扣非净利润0.73亿元（+112.11%）；实现经营性现金流净额20.60亿元（+109.33%）。同时，公司就2021年9月发布的定增预案部分内容进行更新，发布修订稿，目前定增预案已经在董事会、股东大会层面审议通过，尚需经中国证监会核准。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2022-2023年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.00（原为5.35）、4.87（原为6.63）、6.07亿元，EPS分别为0.10/0.12/0.15元，当前股价对应P/E分别为55.8/45.8/36.8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。

● 2021年业绩逐季改善，到检不均衡改善，销售体系减员增效成效显著

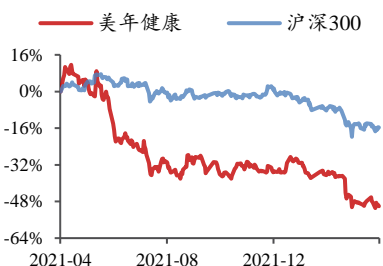
公司2021Q1至Q4收入逐季增长，2021Q1至Q2利润逐季减亏明显，Q4为体检旺季，实现较高增长。2021年公司经营性净利润预计为1.25亿元，业绩相较于2020年明显改善（2020年同口径为-2.7亿）。从量价拆分看，公司收入上升主要是人次增加，2021全年控股店体检人次上升11.8%，参股店体检人次上升23%，表明参股店快速发展，公司扩张储备标的较为优质。2020年疫情加大个检到检不均衡，2021年明显改善。2021年销售单人产出103.4万，较2020年增加20.65万（2020年较2019年增加3.7万），公司销售体系减员增效取得显著成效。

● 新任总裁助力提升公司运营能力，创新业务推动新增长

公司加大数字化转型，统筹全国600余家门店标准化。精细化管理方面，陆续升级包括销售、体检、健康管理领域。开发集团统一创新套餐，推动新产品落地。

● 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

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-业绩逐季改善，创新业务推动新增长》-2022.2.6

《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

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,848	9,156	10,483	12,056	13,623
YOY(%)	-8.1	16.7	14.5	15.0	13.0
归母净利润(百万元)	554	64	400	487	607
YOY(%)	163.9	-88.4	523.9	21.7	24.6
毛利率(%)	37.3	39.4	41.2	41.3	41.3
净利率(%)	7.1	0.7	3.8	4.0	4.5
ROE(%)	7.4	1.8	5.4	5.8	6.4
EPS(摊薄/元)	0.14	0.02	0.10	0.12	0.15
P/E(倍)	40.3	347.9	55.8	45.8	36.8
P/B(倍)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年业绩逐季改善，实现归母、扣非均为正，基本面稳步向好.....	3
2、 新任总裁助力提升公司运营能力，创新业务推动新增长.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 2020 年疫情加大个检到检不均衡，2021 年明显改善.....	4
表 1： 公司 2021 年业绩逐季改善.....	3
表 2： 美年健康盈利预测.....	5

1、2021 年业绩逐季改善，实现归母、扣非均为正，基本面稳步向好

4月15日，公司发布2021年年报：2021年实现收入91.56亿元（+16.66%，皆同比2020年）；实现归母净利润0.64亿元（-88.36%）；实现扣非净利润0.73亿元（+112.11%）；实现经营性现金流净额20.60亿元（+109.33%）；EPS为0.02元/股。2021年业绩符合我们之前的预期。同时，公司就2021年9月发布的定增预案部分内容进行更新，发布修订稿，目前定增预案已经在董事会、股东大会层面审议通过，尚需经中国证监会核准。

分季度看，公司2021Q1至Q4收入逐季增长，2021Q1至Q2利润逐季减亏明显，Q4为体检旺季，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（增加管理费用2152.63万元），2021年公司经营性净利润预计为1.25亿元，业绩相较2020年明显改善（2020年同口径为-2.7亿）。

表1：公司2021年业绩逐季改善

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
营业收入（亿元）	13.37	20.40	24.64	33.14
同比2020年同期	150%	59%	-5%	-2%
同比2019年同期	5%	-14%	-7%	47%
归母净利润（亿元）	-4.25	-0.03	1.87	3.05
同比2020年同期	29%	99%	-30%	-72%
同比2019年同期	-259%	-102%	-50%	124%
扣非净利润（亿元）	-3.89	0.14	1.63	2.86
同比2020年同期	35%	107%	-39%	500%
同比2019年同期	-44%	-90%	-57%	126%
经营现金流净额（亿元）	-7.00	4.11	7.63	15.86
同比2020年同期	29%	62%	2505%	-5%
同比2019年同期	-26%	961%	1463%	-17%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

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70.23亿（+16%），占比76.7%；“慈铭”和“奥亚”收入20.03亿（+23%），占比21.9%；“美兆”品牌收入1.3亿（+17%），占比1.4%。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）收入前5大区域分别为华东区、华北区、中南区、华南区、西南区，收入占比分别为33.44%、22.18%、12.96%、10.45%、9.16%。

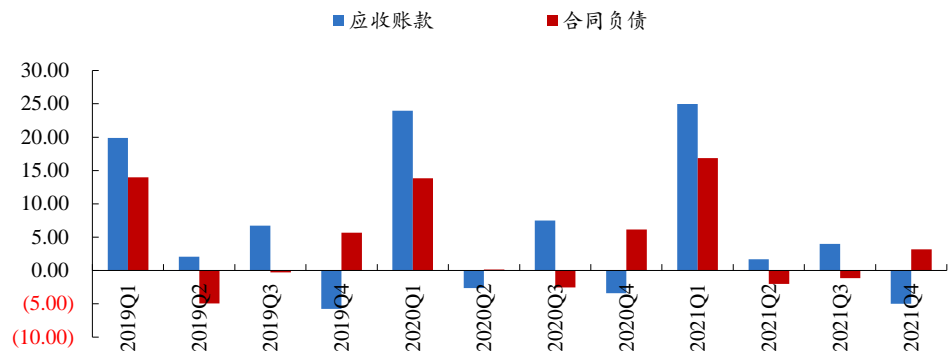
从体检中心数量看：2021年控股店为274家，较2020年增加8家；参股店与2020年持平，仍为339家，合计体检中心613家，因此业绩增速基本可以看成是内生增速。**从量价拆分看，**公司收入上升主要是人次增加，2021全年控股店体检人次上升11.8%至1860万，参股店体检人次上升23%，由于参股门店数量未变化，可看作单店客流增长，表明参股店快速发展，公司扩张储备标的较为优质。全口径客单价（不包含入职体检和职业病检查）客单价提升2.6%至520元，2021年1-2月，客

单价实现了 12% 增长，表明公司精细化管理成效初显。

从店龄结构看，体检中心逐步进入成熟期；2017-2021 年，5 年以上体检中心占比从 29% 提升至 55%，2021 年 3 年及以上体检中心占比 88%。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。

从团检和个检来看，2021 年公司团检:个检收入为 83:17，与 2020 年基本持平。公司应收账款主要来自团检，合同负债主要来自个检，Q1 为个检主要签单期，2019-2021 年 Q1 的合同负债额度增加，表明签单量同比提升，同时，2020Q2 合同负债为正，表明疫情下到检少，上下半年不均匀度加大，2021Q2 则明显改善。

图1：2020 年疫情加大个检到检不均衡，2021 年明显改善（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从毛利率来看，2021 年体检服务毛利率 38.37% (+2.33pct)，主要系房租物业成本下降。从费用端来看，2021 年销售费用率略微下降 1.24pct 至 22.77%，2021 年销售人员 8570 人，较 2020 年减少 454 人，2021 年销售单人产出 103.4 万，较 2020 年增加 20.65 万（2020 年较 2019 年增加 3.7 万），公司销售体系减员增效取得显著成效。2021 年管理费用率也与 2020 年基本持平，上升 0.47pct 至 7.78%，财务费用率下降 0.16pct 至 3.81%，研发费用率由于公司加大对研发活动的支持（主要是信息安全升级和管理系统升级），上升 0.07pct 至 0.66%，整体研发投入占收入比上升 0.92pct 至 1.51%。公司整体费用率保持稳定。

从现金流来看，2021 年公司经营现金流净额 20.6 亿元 (+109.33%)，与扣非净利润水平接近；投资现金流净额 2.40 亿元 (+176.82%)，主要因为收回投资收到的现金大幅增加；筹资现金流净额 -36.02 亿元 (-92.65%)，主要因为 2021 年融资规模减小。公司 2021 年底现金及现金等价物余额为 22.05 亿元，现金较为充足。

2、新任总裁助力提升公司运营能力，创新业务推动新增长

新任总裁门店运营经验丰富，助力数字化转型、精细化运营：新任总裁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，将有效促进门店标准化运营、提质增效、量价齐升。公司从集团层面统筹各地信息化建设，增强集团统筹连锁经营管理能力。在数字化转型方面，建设公司级的主数据和标准化平台，实现业务和运营数据的规范统一，统筹协调全国 600 余家体检中心的标准化。全面推动影像归档和通信系统 (PACS) 和实验室管理系统 (LIS) 向云端化升级，提升工作

效率和数据存储质量。在精细化管理方面，陆续升级包括销售、体检、健康管理领域，贯穿检前、检中、检后全业务场景，对现有业务场景及系统进行分析，拆解出满足不同业务场景和功能，上线 CRM 客户关系系统，在全国更多地区推广升级 SOA、小程序等产品。

创新业务推动新增长：2021 年公司设立集团创新发展中心，开发集团统一创新套餐，推动新产品、新项目的落地。公司运用大数据与人工智能技术相结合，布局肺部、脑部、消化道、心理、泌尿等专项领域，强化疾病早筛，打造闭环服务。具体来看，2021 年集团引进最先进的全容积乳腺超声检测系统，全面上线眼科 PACS 系统，同时在 MR 头部检查和 CT 肺部筛查的基础上，积极拓展血管、脊柱、关节、心脏钙化积分等其他检查项目；在胶囊胃镜等传统项目上持续深耕，在基因检测等关键项目上不断丰富创新，实现健康检查、健康管理、功能医学检测的全面覆盖。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。

3、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 2022-2023 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.00 (原为 5.35)、4.87(原为 6.63)、6.07 亿元，EPS 分别为 0.10/0.12/0.15 元，当前股价对应 P/E 分别为 55.8/45.8/36.8 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2：美年健康盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,848	9,156	10,483	12,056	13,623
YOY(%)	-8.1	16.7	14.5	15.0	13.0
归母净利润(百万元)	554	64	400	487	607
YOY(%)	163.9	-88.4	523.9	21.7	24.6
毛利率(%)	37.3	39.4	41.2	41.3	41.3
净利率(%)	7.1	0.7	3.8	4.0	4.5
ROE(%)	7.4	1.8	5.4	5.8	6.4
EPS(摊薄/元)	0.14	0.02	0.10	0.12	0.15
P/E(倍)	40.3	347.9	55.8	45.8	36.8
P/B(倍)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、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)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7720	5890	6426	7743	8379	营业收入	7848	9156	10483	12056	13623
现金	3545	2264	1901	2272	2588	营业成本	4919	5544	6164	7083	8001
应收票据及应收账款	2539	2566	2725	3791	3727	营业税金及附加	9	4	6	7	8
其他应收款	614	361	664	592	878	营业费用	1885	2085	2335	2685	3034
预付账款	189	132	309	213	361	管理费用	574	712	839	983	1124
存货	133	149	166	204	212	研发费用	46	60	63	60	68
其他流动资产	700	417	661	672	612	财务费用	311	348	399	467	488
非流动资产	10616	12968	11352	11650	12166	资产减值损失	-339	-22	0	0	0
长期投资	1049	968	1208	1498	1835	其他收益	37	25	20	24	27
固定资产	2384	2198	2320	2458	2531	公允价值变动收益	-1	7	0	0	0
无形资产	158	233	260	273	283	投资净收益	1243	70	5	5	5
其他非流动资产	7025	9569	7563	7422	7517	资产处置收益	-5	-6	0	0	0
资产总计	18336	18859	17778	19394	20545	营业利润	829	391	702	799	931
流动负债	8022	7037	7690	8643	8966	营业外收入	11	9	10	10	10
短期借款	1938	1447	2986	3295	3064	营业外支出	56	34	46	45	42
应付票据及应付账款	1087	995	1199	1408	1580	利润总额	784	366	667	764	899
其他流动负债	4997	4595	3505	3940	4322	所得税	139	206	167	191	225
非流动负债	1622	3062	829	918	1073	净利润	645	161	500	573	674
长期借款	1441	661	88	30	20	少数股东损益	91	96	100	86	67
其他非流动负债	181	2401	741	888	1053	归母净利润	554	64	400	487	607
负债合计	9644	10099	8518	9561	10039	EBITDA	1587	1099	1224	1420	1437
少数股东权益	720	721	821	907	974	EPS(元)	0.14	0.02	0.10	0.12	0.15
股本	3914	3914	3914	3914	3914						
资本公积	2538	2554	2554	2554	2554	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	1810	1860	2360	2933	3607	成长能力					
归属母公司股东权益	7973	8039	8439	8926	9532	营业收入(%)	-8.1	16.7	14.5	15.0	13.0
负债和股东权益	18336	18859	17778	19394	20545	营业利润(%)	284.6	-52.8	79.6	13.7	16.5
						归属于母公司净利润(%)	163.9	-88.4	523.9	21.7	24.6
						获利能力					
						毛利率(%)	37.3	39.4	41.2	41.3	41.3
						净利率(%)	7.1	0.7	3.8	4.0	4.5
						ROE(%)	7.4	1.8	5.4	5.8	6.4
						ROIC(%)	5.4	1.3	4.6	5.0	5.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.6	53.6	47.9	49.3	48.9
						净负债比率(%)	23.3	42.4	21.9	21.1	16.1
						流动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
						速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	3.2	3.6	4.0	3.7	3.6
						应付账款周转率	5.0	5.3	5.6	5.4	5.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.14	0.02	0.10	0.12	0.15
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.53	0.26	0.31	0.46
						每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.05	2.16	2.28	2.44
						估值比率					
						P/E	40.3	347.9	55.8	45.8	36.8
						P/B	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3
						EV/EBITDA	15.8	24.3	20.6	17.8	17.4

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	973	2060	1009	1228	1788
净利润	645	161	500	573	674
折旧摊销	697	670	472	527	418
财务费用	311	348	399	467	488
投资损失	-1243	-70	-5	-5	-5
营运资金变动	33	212	-447	-311	225
其他经营现金流	530	739	90	-23	-13
投资活动现金流	-323	240	1072	-806	-915
资本支出	326	453	153	-194	-17
长期投资	-418	59	-239	-193	-337
其他投资现金流	-415	753	986	-1192	-1269
筹资活动现金流	-1858	-3602	-3737	-483	-266
短期借款	-371	-491	245	-123	61
长期借款	-1109	-780	-573	-58	-10
普通股增加	-6	0	-0	0	0
资本公积增加	98	17	0	0	0
其他筹资现金流	-470	-2348	-3410	-302	-317
现金净增加额	-1207	-1302	-1656	-61	607

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