开源证券

美年健康（002044.SZ） 2022Q1 剔除疫情影响，延续业绩改善趋势

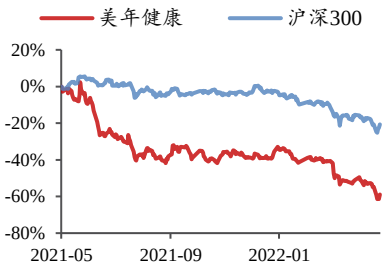
2022 年 05 月 04 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	5.00
一年最高最低(元)	12.58/4.49
总市值(亿元)	195.71
流通市值(亿元)	191.92
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.38
近 3 个月换手率(%)	51.0

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-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》-2022.4.17

《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

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）
guyihan@kysec.cn
证书编号：S0790121020007

● 2022Q1 剔除疫情影响，延续业绩改善趋势，维持“买入”评级

4 月 29 日，公司发布 2022 年一季报：2022Q1 公司实现收入 13.52 亿元(+1.12%)；实现归母净利润-4.31 亿元（-1.44%）；实现扣非净利润-4.46 亿元（-14.42%）；实现经营性现金流净额-4.12 亿元（+41.16%）；基本 EPS 为-0.11 元/股。2022Q1 业绩符合我们之前的预期。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，我们维持之前的盈利预测不变，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.00、4.87、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 48.9/40.2/32.3 倍，维持“买入”评级。

● 2022 年 1-2 月收入快速增长，3 月受疫情影响增长放缓

2022 年 3 月上海疫情快速发展，其他地区疫情多点散发，公司派遣医护人员支援一线抗疫工作，同时导致公司 3 月收入增长下滑，2022Q1 收入同比增长 1.12%，归母净利润为-4.3 亿元，基本与 2021Q1 持平，扣非净利率为-4.46 亿元，较 2021Q1 增亏 0.56 亿元，预计与核酸检测收入增加导致毛利率降低、信息化投入增加、股份支付影响有关。Q1 是健康体检行业的传统淡季，但公司在 2022 年 1-2 月收入增长 17%，其中客单实现 12%的较高增长，客流增长 5%，表明公司精细化管理能力已经取得一定成效，我们认为公司业绩好转趋势不变，仍对 2022 年 Q2-Q4 业绩增长保持信心。

● 持续推进创新业务及线上个检项目，收购保险公司实现服务闭环

公司持续推进创新项目的引进和开展，包括先进检测、早筛、AI 诊断、疫苗等等。全面启动脑健康、肺健康/肺结节服务包、HPV 等创新专项取得突破性进展，持续提升胶囊胃镜、基因检测、眼底 AI 等传统创新项目的业绩大幅增长，促进个检项目线上线下销售并积极拓展优质企业客户。此外，公司通过收购全国性保险经纪公司实施“专业体检+智能诊断+专科诊疗+保险支付”的服务闭环。

● 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	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)	35.3	305.2	48.9	40.2	32.3
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 2022 年 1-2 月收入快速增长，3 月受疫情影响增长放缓 3
2、 持续推进创新业务及线上个检项目，收购保险公司实现服务闭环 3
3、 盈利预测与投资建议 4
4、 风险提示 4
附：财务预测摘要 5

图表目录

表 1： 美年健康盈利预测 4

1、 2022 年 1-2 月收入快速增长，3 月受疫情影响增长放缓

4 月 29 日，公司发布 2022 年一季报：2022Q1 公司实现收入 13.52 亿元（+1.12%）；实现归母净利润-4.31 亿元（-1.44%）；实现扣非净利润-4.46 亿元（-14.42%）；实现经营性现金流净额-4.12 亿元（+41.16%）；基本 EPS 为-0.11 元/股。2022Q1 业绩符合我们之前的预期。

2022 年 1-2 月，公司收入同比增长 17%，3 月上海疫情快速发展，其他地区疫情多点散发，截至 4 月 20 日，上海美年大健康、慈铭体检、美兆体检派遣医护人员支援一线抗疫工作，同时导致公司 3 月收入增长下滑，整体 Q1 收入同比增长 1.12%，归母净利润为-4.3 亿元，基本与 2021Q1 持平，扣非净利率为-4.46 亿元，较 2021Q1 增亏 0.56 亿元，预计与核酸检测收入增加导致毛利率降低、信息化投入增加、股份支付影响有关。

Q1 是健康体检行业的传统淡季，但公司在 1-2 月收入增长 17%，其中客单实现 12%的较高增长，客流增长 5%，表明公司精细化管理能力已经取得一定成效，我们认为公司业绩好转趋势不变，仍对 Q2-Q4 业绩增长保持信心。

从毛利率来看，2022Q1 毛利率为 12.99%（-2.96pct），预计与公司 2022 Q1 核酸检测收入较大幅度提升有关（核酸检测业务毛利率相对较低），净利率-31.89%（-0.1pct）。从费用端来看，2022Q1 销售费用率略微下降 1.2pct 至 30.02%，管理费用率上升 3.13pct 至 13.54%，主要系本期计提员工持股计划大股东兜底确认的股份支付影响所致，财务费用率下降 2.41pct 至 5.40%，主要系借款利息支出减少所致，研发费用率上升 0.04pct 至 1.01%。

从现金流来看，2022Q1 公司经营现金流净额-4.12 亿元（+41.16%），主要系经营活动的往来款支出减少所致；投资现金流净额-1.26 亿元（-149.41%），主要因为 2020Q1 处置美因股权收回现金导致基数高；筹资现金流净额-4.03 亿元（+75.04%），主要因为偿还债务支付的现金减少。公司 2022Q1 末现金及现金等价物余额为 12.63 亿元，现金较为充足。

2、 持续推进创新业务及线上个检项目，收购保险公司实现服务闭环

截至 2022 年 3 月 31 日，公司旗下正在经营的体检中心为 613 家（较 2021 年底无变化），其中控股体检中心 274 家，较 2021 年同期增加 8 家；参股体检中心 339 家。

创新业务方面，公司持续推进创新项目的引进和开展，包括先进检测、早筛、AI 诊断、疫苗等等，通过数字化工具的应用，快速启动非现场业务的多渠道创收工作。全面启动脑健康、肺健康/肺结节服务包、HPV、血管健康、免疫细胞存储等创新专项取得突破性进展，持续提升胶囊胃镜、基因检测、眼底 AI 等传统创新项目的业绩大幅增长，全面培训和提升优质健管顾问，促进个检项目线上线下销售并积极拓展优质企业客户。

通过收购全国性保险经纪公司实施“专业体检+智能诊断+专科诊疗+保险支付”

的服务闭环，满足客户将体检、健管、特定专病与保险支付进一步结合的需求场景。

3、 盈利预测与投资建议

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，我们维持之前的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.00、 4.87、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 48.9/40.2/32.3 倍，维持“买入”评级。

表1：美年健康盈利预测

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)	35.3	305.2	48.9	40.2	32.3
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1

数据来源：聚源、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7720	5890	6426	7743	8379
现金	3545	2264	1901	2272	2588
应收票据及应收账款	2539	2566	2725	3791	3727
其他应收款	614	361	664	592	878
预付账款	189	132	309	213	361
存货	133	149	166	204	212
其他流动资产	700	417	661	672	612
非流动资产	10616	12968	11352	11650	12166
长期投资	1049	968	1208	1498	1835
固定资产	2384	2198	2320	2458	2531
无形资产	158	233	260	273	283
其他非流动资产	7025	9569	7563	7422	7517
资产总计	18336	18859	17778	19394	20545
流动负债	8022	7037	7690	8643	8966
短期借款	1938	1447	2986	3295	3064
应付票据及应付账款	1087	995	1199	1408	1580
其他流动负债	4997	4595	3505	3940	4322
非流动负债	1622	3062	829	918	1073
长期借款	1441	661	88	30	20
其他非流动负债	181	2401	741	888	1053
负债合计	9644	10099	8518	9561	10039
少数股东权益	720	721	821	907	974
股本	3914	3914	3914	3914	3914
资本公积	2538	2554	2554	2554	2554
留存收益	1810	1860	2360	2933	3607
归属母公司股东权益	7973	8039	8439	8926	9532
负债和股东权益	18336	18859	17778	19394	20545

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

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7848	9156	10483	12056	13623
营业成本	4919	5544	6164	7083	8001
营业税金及附加	9	4	6	7	8
营业费用	1885	2085	2335	2685	3034
管理费用	574	712	839	983	1124
研发费用	46	60	63	60	68
财务费用	311	348	399	467	488
资产减值损失	-339	-22	0	0	0
其他收益	37	25	20	24	27
公允价值变动收益	-1	7	0	0	0
投资净收益	1243	70	5	5	5
资产处置收益	-5	-6	0	0	0
营业利润	829	391	702	799	931
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	56	34	46	45	42
利润总额	784	366	667	764	899
所得税	139	206	167	191	225
净利润	645	161	500	573	674
少数股东损益	91	96	100	86	67
归母净利润	554	64	400	487	607
EBITDA	1587	1099	1224	1420	1437
EPS(元)	0.14	0.02	0.10	0.12	0.15

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.7	14.5	15.0	13.0
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	35.3	305.2	48.9	40.2	32.3
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	14.1	21.8	18.3	15.9	15.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

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