开源证券

美年健康（002044.SZ） 疫情影响到检，管理改善趋势不变

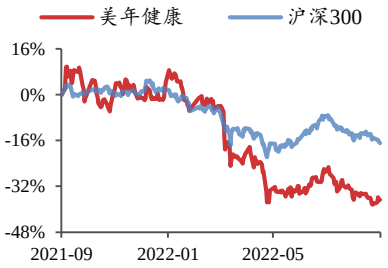
2022 年 09 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/9/2
当前股价(元)	4.76
一年最高最低(元)	8.49/4.49
总市值(亿元)	186.32
流通市值(亿元)	184.27
总股本(亿股)	39.14
流通股本(亿股)	38.71
近 3 个月换手率(%)	56.92

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情导致增长暂缓，积累订单有望将旺季提前至 Q3—公司信息更新报告》-2022.7.17

《2022Q1 剔除疫情影响，延续业绩改善趋势—公司信息更新报告》-2022.5.4

《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—公司信息更新报告》-2022.4.17

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

● 疫情影响到检，管理改善趋势不变，维持“买入”评级

8 月 30 日，公司发布 2022 年半年报：2022H1 实现营收 29.22 亿元（-13.67%），归母净利润亏损 6.66 亿元（2021H1 为亏损 4.3 亿元）。收入端，疫情影响下北京等部分重点城市上半年阶段性执行限流政策，体检产能无法释放，导致 Q2 收入同比下降。利润端，由于固定成本相对固定或者小幅下降，同时确认 4200 多万元员工持股计划费用，导致 Q2 利润亏损加大。考虑到上半年疫情影响，我们调整 2022-2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.00(原为 4.00)/4.23(原为 4.87)/5.68(原为 6.07)亿元，EPS 分别为 0.03/0.11/0.15 元，当前股价对应 P/E 分别为 187.1/44.1/32.8 倍，上半年公司体检订单较稳定，下半年公司通过开发大单、线上预约等全面举措降低疫情影响，迎接下半年体检旺季、加快消化上半年存量的到检订单，主营业务有望恢复，维持“买入”评级。

● 下半年通过全面举措降低疫情影响

（1）加大降本增效力度，推进房租减免，申请相关社保缓交等政策，最大限度降低固定成本，优化运营成本；（2）全力支持政府抗疫防疫，巩固政府关系和开发优质团单；（3）加大对政企大单的开发，锁定优质客户和高客单价的排期，积极促到检；（4）提升创新收入和非现场收入对于主营业务的补充；持续提升优势项目推广；（5）运用逐步上线的分时预约小程序进一步释放产能。

● 精细化管理成效持续显现，数字化转型、创新项目快速推进

公司自 2022 年开年以来，积极推动精细化管理，致力于提升医质，带动客单价提升，1-2 月开局良好，收入同比增长 17%，其中到检人数同比增长 5%，客单价同比增长 12%，3 月起，华东、东北、华北等多个大中城市持续封控限流，导致 2022H1 控股门店到检人数同比下降约 17%，但整体客单价提升 3%，表明公司“医疗导向，品质驱动”的战略方针仍较有成效。从团检、个检占比来看，个检占比从 2021H1 的 22%提升至 24%，预计与电商平台增加有关。

● 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)	7,815	9,156	9,705	11,161	12,612
YOY(%)	-8.3	17.2	6.0	15.0	13.0
归母净利润(百万元)	554	64	100	423	568
YOY(%)	163.9	-88.4	55.2	324.4	34.5
毛利率(%)	37.1	39.4	36.5	41.0	41.5
净利率(%)	7.1	0.7	1.0	3.8	4.5
ROE(%)	7.4	1.8	1.4	5.3	6.3
EPS(摊薄/元)	0.14	0.02	0.03	0.11	0.15
P/E(倍)	33.6	290.5	187.1	44.1	32.8
P/B(倍)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 Q2 华东华北地区受疫情影响到检，下半年通过全面举措降低疫情影响 3
2、 精细化管理成效持续显现，数字化转型、创新项目快速推进 4
3、 盈利预测与投资建议 5
4、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 净利率下滑幅度略高于毛利率下滑幅度 4
图 2： 公司在疫情影响下加大控费力度 4

表 1： 2022Q2 收入受疫情影响 3
表 2： 美年健康盈利预测 5

1、 Q2 华东华北地区受疫情影响到检，下半年通过全面举措降低疫情影响

8 月 30 日，公司发布 2022 年半年报：2022H1 实现营收 29.22 亿元（-13.67%），归母净利润亏损 6.66 亿元（2021H1 为亏损 4.3 亿元），扣非净利润亏损 6.95 亿元（2021H1 为亏损 3.76 亿元）；基本 EPS 亏损 0.17 元/股（2021H1 为亏损 0.11 元/股）。

拆分季度来看，2022Q1 收入 13.52 亿元（+1.12%），归母净利润-4.31 亿元（-1.44%），扣非净利润-4.46 亿元（-14.42%）；2022Q2 收入 15.70 亿元（下降 23%），归母净利润亏损 2.35 亿元（2021Q2 为亏损 0.01 亿元），扣非净利润亏损 2.49 亿元（2021Q2 为盈利 0.14 亿元）。

收入端，疫情影响下，3 月起全国有 150 余家体检中心平均停业时间超过 40 天，仅上海地区 22 家门店停业平均每家超过 80 天，开业门店中，北京等部分重点城市上半年阶段性执行限流政策，体检产能无法释放，导致 Q2 收入同比下降。**分区域来看**，由于疫情影响，2022H1 上海所在的华东地区收入下降 24%，北京所在的华北地区收入下降 27.6%。**华南地区受影响较小，2022H1 实现了 20%的收入增长**，中南地区基本持平，收入增长 2%。

利润端，虽然整体收入下滑，但公司的房租、折旧、摊销、人员工资等固定成本相对固定或者仅小幅下降，同时确认了 4200 多万元员工持股计划费用，导致 Q2 利润亏损加大。

为了应对疫情反复对日常经营影响的风险，公司实行以下举措：

（1）加大降本增效力度，各个省市安排专人负责**推进房租减免**，申请相关社保缓交、税收优惠等政策，**最大限度降低固定成本，优化运营成本**；

（2）全力支持政府抗疫防疫，大幅度提升了公司品牌公信力和医疗公信力，**对巩固政府关系和开发优质团单起到积极作用**；

（3）加大对政企大单的开发，**锁定优质客户和高客单价的排期**，积极促到检，持续提升客单价；

（4）**提升创新收入和非现场收入对于主营业务的补充**；持续提升胶囊胃镜、基因检测、眼底 AI 等优势项目的推广；

（5）运用逐步上线的**分时预约小程序进一步释放产能**。包括合理安排门诊接待资源、科学排期、提前锁定优质客单、加大下午场业务开拓等。

展望下半年，由于上半年体检订单比较稳定，因为疫情干扰延迟到检，预计业务旺季将提前到三季度，在以上疫情应对措施下，公司在迎接下半年体检旺季的同时，有望加快消化上半年存量的到检订单，降低疫情冲击带来的经营影响，主营业务有望恢复。

表1：2022Q2 收入受疫情影响

亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入	13.37	20.48	24.64	33.14	13.52	15.70
同比 YOY	150%	60%	-5%	-2%	1%	-23%

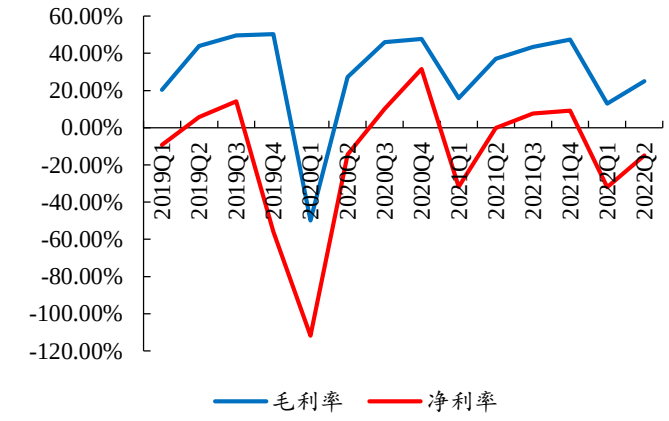
亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
归母净利润	-4.25	-0.01	1.87	3.05	-4.31	-2.35
同比 YOY	29%	99%	-30%	-72%	-1%	-16307%
扣非净利润	-3.89	0.14	-2.13	0.73	-4.46	-2.49
同比 YOY	35%	107%	60%	202%	-14%	-1930%
经营现金流净额	-7.00	4.08	7.63	15.86	-4.12	0.47
同比 YOY	29%	61%	2505%	-5%	41%	-89%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

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)，2022Q2 毛利率为 25.04%（-11.87pct），预计主要系公司收入规模下滑但营业成本较为固定。

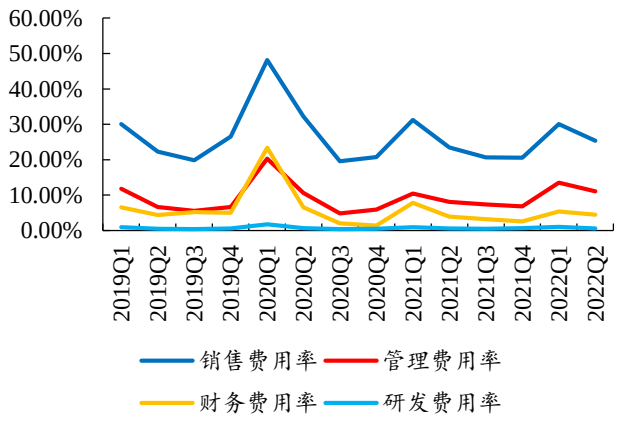
从净利率来看，2022Q1 净利率-31.89%(-0.1pct)，基本持平；2022Q2 净利率-14.99%（-14.92pct），其下滑幅度略高于毛利率下滑幅度，主要系收入规模下降导致销售费用率、管理费用率分别提升 2pct、3pct；但从费用绝对值来看，2022Q2 销售费用同比下降 17%、财务费用下降 14.6%、研发费用下降 25.7%，4 大费用整体下降 12%，表明公司在疫情影响下加大控费力度。

图1：净利率下滑幅度略高于毛利率下滑幅度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司在疫情影响下加大控费力度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从现金流来看，2022H1 公司经营现金流净额-3.65 亿元（-25.14%），预计由于收入下降同时应收账款增加所致；投资现金流净额-1.37 亿元（-134.84%），主要因为 2021H1 处置美国股权款导致基数高；筹资现金流净额-6.32 亿元（+73.47%），主要因为偿还债务支付的现金减少。公司 2022H1 末现金及现金等价物余额为 10.76 亿元，现金较为充足。

2、 精细化管理成效持续显现，数字化转型、创新项目快速推进

截至 2022 年 6 月 30 日，公司正开业的体检中心共 615 家，门店覆盖全国 30 多

个省（自治区、 直辖市），其中控股体检中心 285 家，参股门店 330 家。

公司自 2022 年开年以来，积极推动精细化管理，致力于提升医质，带动客单价提升，1-2 月开局良好，收入同比增长 17%，其中到检人数同比增长 5%，客单价同比增长 12%，3 月起，华东、东北、华北等多个大中城市持续封控限流，导致 **2022H1 控股门店到检人数同比下降约 17%（参股+控股门店合计到检人次同比下降 7%），但整体客单价提升 3%**（客单价不包含入职体检、职业病检查和核酸检测），表明公司“医疗导向，品质驱动”的战略方针仍较有成效。

从团检、个检占比来看，个检占比从 2021H1 的 22%提升至 24%，预计与电商平台增加有关。

数字化转型方面，2022H1 客户管理系统星辰覆盖率已经达到 90%，检验质控 LIS 系统覆盖 500 余家体检中心，超声 PACS 和心电平台覆盖 200 余家体检中心，线上分销商城小程序已进入测试和上线阶段，确保客户数据逐步在线化，进一步提升 B 端和 C 端客户的复购率。新的体检系统扁鹊已经上线试运营，随着分时预约和智能导诊等功能上线，数字化运营将进一步持续提升美年健康整体运营效率。

创新项目方面，公司陆续推出脑睿佳、肺结宁、心理健康等重点创新专项套餐，针对脑认知、脑卒中潜 在风险人群进行早期筛查，为肺结节检出客户提供深度检查和服务，形成全生命周期管理的预防医学综合解决方案；尤其是脑认知产品，通过将核磁扫描和 AI、基因检测进行创新性组合，在行业内率先实现了阿尔兹海默症的早期风险评估。

传统优势项目方面，为强化具有较强医疗价值的胶囊胃镜和基因检测等，公司于五月份开展“美年肠胃节”活动，推出了数款肠胃专项套餐。

开拓支付端，实现服务闭环：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，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

考虑到上半年疫情影响，我们调整 2022-2024 年的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.00(原为 4.00)/4.23(原为 4.87)/5.68(原为 6.07)亿元，EPS 分别为 0.03/0.11/0.15 元，当前股价对应 P/E 分别为 187.1/44.1/32.8 倍，上半年公司体检订单比较稳定，下半年公司通过开发大单、线上预约、降本增效等全面举措降低疫情影响，迎接下半年体检旺季、加快消化上半年存量的到检订单，主营业务有望恢复，维持“买入”评级。

表2：美年健康盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,815	9,156	9,705	11,161	12,612
YOY(%)	-8.3	17.2	6.0	15.0	13.0
归母净利润(百万元)	554	64	100	423	568
YOY(%)	163.9	-88.4	55.2	324.4	34.5
毛利率(%)	37.1	39.4	36.5	41.0	41.5

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利率(%)	7.1	0.7	1.0	3.8	4.5
ROE(%)	7.4	1.8	1.4	5.3	6.3
EPS(摊薄/元)	0.14	0.02	0.03	0.11	0.15
P/E(倍)	33.6	290.5	187.1	44.1	32.8
P/B(倍)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0

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	5795	7445	7600
现金	3545	2264	1763	2108	2400
应收票据及应收账款	2539	2566	2339	3704	3268
其他应收款	614	361	589	575	788
预付账款	189	132	277	207	325
存货	133	149	166	178	205
其他流动资产	700	417	661	672	612
非流动资产	10616	12968	11132	11426	11941
长期投资	1049	968	1208	1498	1835
固定资产	2384	2198	2108	2240	2312
无形资产	158	233	260	273	283
其他非流动资产	7025	9569	7557	7415	7511
资产总计	18336	18859	16928	18870	19541
流动负债	8022	7037	7255	8571	8456
短期借款	1938	1447	2552	3803	2706
应付票据及应付账款	1087	995	1199	1225	1530
其他流动负债	4997	4595	3504	3542	4220
非流动负债	1622	3062	789	918	1073
长期借款	1441	661	48	30	20
其他非流动负债	181	2401	741	888	1053
负债合计	9644	10099	8044	9489	9528
少数股东权益	720	721	746	820	883
股本	3914	3914	3914	3914	3914
资本公积	2538	2554	2554	2554	2554
留存收益	1810	1860	1984	2481	3113
归属母公司股东权益	7973	8039	8138	8561	9129
负债和股东权益	18336	18859	16928	18870	19541

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	973	2060	1077	167	2581
净利润	645	161	124	497	632
折旧摊销	697	670	459	498	385
财务费用	311	348	364	448	471
投资损失	-1243	-70	-5	-5	-5
营运资金变动	33	212	45	-1248	1112
其他经营现金流	530	739	90	-23	-13
投资活动现金流	-323	240	1305	-771	-882
资本支出	326	453	-66	-199	-18
长期投资	-418	59	-239	-193	-337
其他投资现金流	-415	753	1000	-1163	-1236
筹资活动现金流	-1858	-3602	-3742	-424	-248
短期借款	-371	-491	245	-123	61
长期借款	-1109	-780	-613	-18	-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	-3375	-283	-299
现金净增加额	-1207	-1302	-1361	-1028	1451

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7815	9156	9705	11161	12612
营业成本	4919	5544	6163	6585	7378
营业税金及附加	9	4	6	7	8
营业费用	1885	2085	2162	2486	2809
管理费用	574	712	776	910	1040
研发费用	46	60	58	56	63
财务费用	311	348	364	448	471
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	202	698	874
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	166	663	842
所得税	139	206	41	166	211
净利润	645	161	124	497	632
少数股东损益	91	96	25	75	63
归属母公司净利润	554	64	100	423	568
EBITDA	1587	1099	697	1296	1357
EPS(元)	0.14	0.02	0.03	0.11	0.15

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.3	17.2	6.0	15.0	13.0
营业利润(%)	284.6	-52.8	-48.5	246.4	25.2
归属于母公司净利润(%)	163.9	-88.4	55.2	324.4	34.5
获利能力					
毛利率(%)	37.1	39.4	36.5	41.0	41.5
净利率(%)	7.1	0.7	1.0	3.8	4.5
ROE(%)	7.4	1.8	1.4	5.3	6.3
ROIC(%)	5.4	1.3	1.5	4.5	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	53.6	47.5	50.3	48.8
净负债比率(%)	23.3	42.4	19.1	29.3	15.1
流动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	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	0.03	0.11	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.53	0.28	0.04	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.05	2.08	2.19	2.33
估值比率					
P/E	33.6	290.5	187.1	44.1	32.8
P/B	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.5	21.0	30.2	17.1	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