

## 美年健康 (002044.SZ)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 恢复性增长延续，门店拓展顺利

## 业绩简评

2023年10月30日，公司发布2023年三季度报告。2023年前三季度，公司实现收入72.17亿元(+25%)，归母净利润2.26亿元(+158%)，扣非归母净利润2.28亿元(+154%)。

分季度来看，2023年Q3公司实现收入28.12亿元(-1%)，归母净利润2.15亿元(-23%)，扣非归母净利润2.24亿元(-17%)。

## 经营分析

**费用端持续优化，盈利能力逐步兑现。**随着公司经营规模扩大，连锁经营协同性提高，降本增效逐步兑现。2023年前三季度，公司销售费用率为22.89%(-0.87pcts)，管理费用率为8.00%(-1.50pcts)；实现销售毛利率为39.84%(+8.06pcts)，销售净利率4.30%，同比扭亏为盈。

**门店布局持续拓展，旗下机构盈利改善。**截至9月末，公司旗下正在经营的体检中心为597家，其中控股体检中心293家，较上年同期增加7家；参股体检中心304家。10月26日，公司发布公告，收购云南慈铭等十三家公司股权，标的100%股权的整体价值约5.08亿元，转让价格合计3.73亿元。2022年度十三家公司实现营业收入3.87亿元，仅两家公司实现盈利，合计亏损5053万元。2023年1-8月十三家公司（由于统计口径不同，有五家公司采用2023年1-7月数据）实现营业收入2.79亿元，5家公司盈利，还有多家公司亏损收窄，合计亏损918万元。根据交易协议，十三家公司2023-2025年的扣非归母净利润业绩承诺分别为5080万元、6350万元、7620万元。交易完成后，公司在当地的管理效率将进一步提升，有望在区域市场形成有效竞争合力。

## 盈利预测、估值与评级

公司持续推进全国布局，盈利能力逐步兑现。我们预测2023-2025年公司实现营业收入104.64亿元、121.73亿元、140.76亿元，分别同比增长23%、16%、16%，归母净利润5.46亿元、7.57亿元、10.16亿元，同比扭亏为盈/+38.6%/+34.3%，对应EPS为0.14/0.19/0.26元，现价对应PE为44、32、24倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

医院扩张不及预期风险；医疗安全性事故纠纷风险；市场竞争加剧风险；股东减持风险。

## 医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

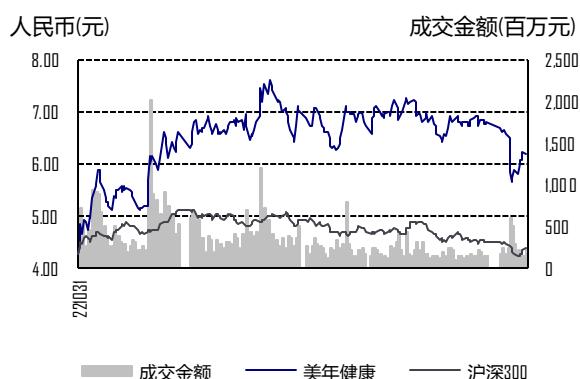
分析师：徐雨涵 (执业 S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价(人民币): 6.20元

## 相关报告:

- 《美年健康公司深度研究：专业体检行业龙头，内生外延打开增长新格...》，2023.10.14



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,156	8,533	10,464	12,173	14,076
营业收入增长率	17.16%	-6.80%	22.63%	16.33%	15.63%
归母净利润(百万元)	64	-533	546	757	1,016
归母净利润增长率	-88.42%	-931.26%	N/A	38.59%	34.28%
摊薄每股收益(元)	0.016	-0.136	0.139	0.193	0.260
每股经营性现金流净额	0.53	0.39	0.13	0.34	0.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.80%	-7.15%	6.76%	8.57%	10.32%
P/E	479.09	-45.01	44.45	32.07	23.88
P/B	3.82	3.22	3.00	2.75	2.46

来源：公司年报、国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率	7,815	9,156	8,533	10,464	12,173	14,076	应收账款	3,545	2,264	1,984	1,907	2,198	2,538
主营业务成本	-4,919	-5,544	-5,602	-6,557	-7,518	-8,623	存货	3,153	2,928	2,924	3,093	3,645	4,242
%销售收入	62.9%	60.6%	65.7%	62.7%	61.8%	61.3%	其他流动资产	133	149	221	190	222	241
毛利	2,896	3,611	2,930	3,907	4,655	5,453	流动资产	889	549	371	586	663	786
%销售收入	37.1%	39.4%	34.3%	37.3%	38.2%	38.7%	%总资产	7,720	5,890	5,499	5,777	6,728	7,807
营业税金及附加	-9	-4	-5	-5	-6	-7	长期投资	42.1%	31.2%	30.1%	32.4%	36.0%	39.6%
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	2,716	2,334	2,232	2,232	2,232	2,232
销售费用	-1,885	-2,085	-2,013	-2,369	-2,718	-3,111	%总资产	2,456	2,303	2,216	2,066	2,018	2,064
%销售收入	24.1%	22.8%	23.6%	22.6%	22.3%	22.1%	无形资产	13.4%	12.2%	12.1%	11.6%	10.8%	10.5%
管理费用	-574	-712	-799	-825	-975	-1,142	非流动资产	4,752	4,711	5,050	5,088	5,143	5,181
%销售收入	7.3%	7.8%	9.4%	7.9%	8.0%	8.1%	%总资产	10,616	12,968	12,781	12,078	11,950	11,907
研发费用	-46	-60	-56	-63	-62	-76	负债	57.9%	68.8%	69.9%	67.6%	64.0%	60.4%
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	资产总计	18,336	18,859	18,280	17,855	18,679	19,714
息税前利润 (EBIT)	382	750	57	646	893	1,118	短期借款	3,958	2,919	2,885	3,072	2,878	2,551
%销售收入	4.9%	8.2%	0.7%	6.2%	7.3%	7.9%	应付款项	1,512	1,559	1,854	1,841	2,050	2,388
财务费用	-311	-348	-281	-255	-255	-204	其他流动负债	2,553	2,560	2,902	2,315	2,695	2,896
%销售收入	4.0%	3.8%	3.3%	2.4%	2.1%	1.4%	流动负债	8,022	7,037	7,641	7,228	7,623	7,836
资产减值损失	-517	-107	-195	-4	-1	0	长期贷款	1,441	661	17	17	17	17
公允价值变动收益	-1	7	20	0	0	0	其他长期负债	181	2,401	2,425	1,681	1,221	887
投资收益	1,243	70	-1	381	399	417	负债	9,644	10,099	10,083	8,926	8,862	8,741
%税前利润	158.6%	19.2%	n. a.	47.8%	37.4%	30.3%	普通股股东权益	7,973	8,039	7,455	8,077	8,834	9,850
营业利润	829	391	-379	806	1,084	1,394	其中：股本	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
营业利润率	10.6%	4.3%	n. a.	7.7%	8.9%	9.9%	未分配利润	1,726	1,757	1,215	1,761	2,517	3,533
营业外收支	-45	-25	-43	-10	-18	-17	少数股东权益	720	721	741	851	983	1,123
税前利润	784	366	-422	796	1,066	1,377	负债股东权益合计	18,336	18,859	18,280	17,855	18,679	19,714
利润率	10.0%	4.0%	n. a.	7.6%	8.8%	9.8%							
所得税	-139	-206	-51	-140	-178	-220							
所得税率	17.8%	56.2%	n. a.	17.6%	16.7%	16.0%							
净利润	645	161	-473	656	888	1,157							
少数股东损益	91	96	60	110	131	140							
非现金支出	1,214	1,428	1,567	569	601	618							
非经营收益	-919	238	251	201	-81	-146							
营运资金变动	33	233	196	-919	-72	-200							
经营活动现金净流	973	2,060	1,541	507	1,336	1,429							
资本开支	-264	-420	-395	5	-493	-593							
投资	-492	227	-45	-200	0	0							
其他	434	432	207	381	399	417							
投资活动现金净流	-323	240	-232	186	-94	-176							
股权筹资	107	19	10	76	0	0							
债权筹资	-1,501	-2,443	-757	81	-194	-326							
其他	-465	-1,178	-842	-295	-297	-253							
筹资活动现金净流	-1,858	-3,602	-1,589	-137	-491	-579							
现金净流量	-1,207	-1,302	-280	555	751	673							

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期 一周内 一月内 二月内 三月内 六月内

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-14	买入	6.58	8.30~8.34

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

**上海**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦5楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街26号  
新闻大厦8层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
18楼1806

---