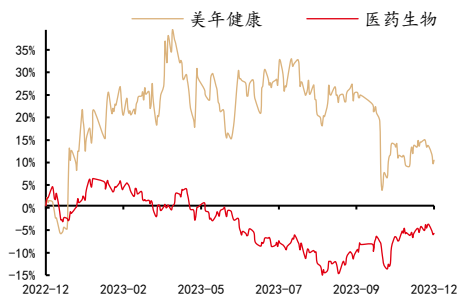


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元) 6.01
 总股本/流通股本(亿股) 39.14 / 38.72
 总市值/流通市值(亿元) 235 / 233
 52 周内最高/最低价 7.59 / 5.12
 资产负债率(%) 55.2%
 市盈率 -42.93
 实控人及一致行动人持股比例 17.42%

研究所

分析师: 蔡明子
 SAC 登记编号: S1340523110001
 Email: caimingzi@cnpsec.com
 分析师: 古意涵
 SAC 登记编号: S1340523110003
 Email: guyihan@cnpsec.com

美年健康(002044)

股权激励利润目标亮眼，民营体检龙头再次扬帆起航

● 投资要点

事件：2023 年 12 月 6 日公司发布股票期权激励计划（草案）：拟以 4.29 元/份授予 7838.5 万份股票期权（占总股本 2%），首次授予 85%，预留 15%，首次授予对象人数为 360 人，包括董事、高管共 5 人及 355 人中层管理人员及核心骨干人员，激励充分，助力员工积极性提升。此次激励的考核目标为 2024-2026 年营业收入分别不低于 111/128 (+15%) /140 (+9%) 亿元，或归母净利润分别不低于 8/12 (+50%) /15 (+25%) 亿元，剔除股权激励费用影响，2024-2026 年归母净利润分别不低于 8.62/12.44 (+44.31%) /15.23 (+22.49%) 亿元，实现快速增长，表明公司对后续盈利能力快速提升的信心。

公司客单价有望持续提升，盈利能力有望快速恢复。公司近年来提升医疗、服务质量，相较公立机构拥有明显价格优势，相较其他民营体检机构，在门店数量优势的基础上，新增脑健康等创新产品差异化优势，在行业整体需求稳健、优质需求紧缺的环境下，对终端客户的选择权扩大，公司加大政企大单开发，客户结构持续优化，有望实现客单价持续提升，此为中长期核心收入增长引擎。盈利能力提升主要来自：（1）收入覆盖固定成本费用后加速提增利润；（2）公司推进组织架构变革，将 300 个城市合并为 50 个城市群，整合中后台带来的管理成本下降，提质增效措施成效将逐步显现，利润增长空间大。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 105.6/119.4/137.3 亿元，归母净利润分别为 5.5/8.5/12.7 亿元，对应 PE 分别为 42.79/27.69/18.55 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

精细化管理能力提升不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8533	10562	11935	13726
增长率(%)	-7.41	23.78	13.00	15.00
EBITDA(百万元)	1299.34	1470.88	1965.95	2635.80
归属母公司净利润(百万元)	-533.14	549.73	849.72	1267.84
增长率(%)	-965.78	203.11	54.57	49.21
EPS(元/股)	-0.14	0.14	0.22	0.32
市盈率(P/E)	-44.12	42.79	27.69	18.55
市净率(P/B)	3.16	2.94	2.66	2.33
EV/EBITDA	20.95	17.65	12.54	8.68

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8533	10562	11935	13726	营业收入	-7.4%	23.8%	13.0%	15.0%
营业成本	5602	6185	6670	7312	营业利润	-197.3%	328.5%	53.3%	49.8%
税金及附加	5	11	12	14	归属于母公司净利润	-965.8%	203.1%	54.6%	49.2%
销售费用	2013	2348	2762	3220	获利能力				
管理费用	799	771	779	792	毛利率	34.3%	41.4%	44.1%	46.7%
研发费用	56	63	72	82	净利率	-6.2%	5.2%	7.1%	9.2%
财务费用	281	294	315	325	ROE	-7.2%	6.9%	9.6%	12.5%
资产减值损失	-36	0	0	0	ROIC	-0.6%	6.1%	7.9%	10.0%
营业利润	-379	866	1328	1989	偿债能力				
营业外收入	6	10	10	10	资产负债率	55.2%	55.3%	54.2%	52.3%
营业外支出	48	14	5	10	流动比率	0.72	0.87	1.06	1.24
利润总额	-422	862	1333	1989	营运能力				
所得税	51	216	333	497	应收账款周转率	3.32	3.75	3.71	3.83
净利润	-473	647	1000	1492	存货周转率	45.95	44.94	46.52	50.06
归母净利润	-533	550	850	1268	总资产周转率	0.46	0.56	0.58	0.61
每股收益(元)	-0.14	0.14	0.22	0.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.14	0.14	0.22	0.32
货币资金	1984	3037	4639	6726	每股净资产	1.90	2.04	2.26	2.58
交易性金融资产	5	5	5	5	估值比率				
应收票据及应收账款	2570	3062	3379	3794	PE	-44.12	42.79	27.69	18.55
预付款项	134	147	157	172	PB	3.16	2.94	2.66	2.33
存货	221	249	264	284	现金流量表				
流动资产合计	5499	7094	9093	11699	净利润	-473	647	1000	1492
固定资产	2110	1846	1578	1305	折旧和摊销	1372	314	318	322
在建工程	106	106	106	106	营运资本变动	196	-361	10	-2
无形资产	301	301	301	301	其他	446	263	344	367
非流动资产合计	12781	12640	12346	12049	经营活动现金流净额	1541	863	1672	2178
资产总计	18280	19734	21440	23748	资本开支	-395	-81	-50	-55
短期借款	1644	2094	2094	2394	其他	163	48	20	25
应付票据及应付账款	1233	1203	1260	1321	投资活动现金流净额	-232	-33	-30	-30
其他流动负债	4765	4888	5237	5693	股权融资	10	-17	0	0
流动负债合计	7641	8185	8591	9407	债务融资	-757	551	300	300
其他	2442	2723	3023	3023	其他	-842	-312	-339	-362
非流动负债合计	2442	2723	3023	3023	筹资活动现金流净额	-1589	222	-39	-62
负债合计	10083	10907	11613	12430	现金及现金等价物净增加额	-280	1053	1603	2086
股本	3914	3914	3914	3914					
资本公积金	2289	2272	2272	2272					
未分配利润	1215	1682	2404	3482					
少数股东权益	741	838	988	1212					
其他	37	120	247	438					
所有者权益合计	8197	8827	9826	11318					
负债和所有者权益总计	18280	19734	21440	23748					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048