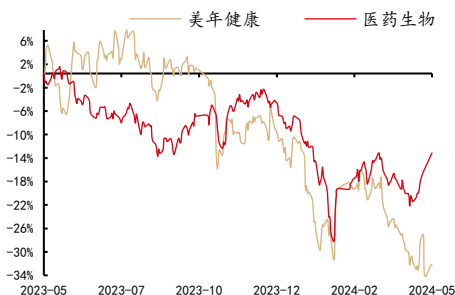


## 股票投资评级

买入 | 维持

## 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)	4.53
总股本/流通股本(亿股)	39.14 / 38.72
总市值/流通市值(亿元)	177 / 175
52周内最高/最低价	7.24 / 4.42
资产负债率(%)	56.8%
市盈率	34.85
第一大股东	杭州灏月企业管理有限公司

## 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)

### 2023年业绩符合预期, 2024Q1 面临高基数收入下滑, 盈利能力仍稳健

#### ● 2023年收入实现高增长, 盈利能力明显恢复

公司发布2023年年报:2023年营业收入108.94亿元(+26.44%), 归母净利润5.06亿元(+190.45%), 扣非净利润4.63亿元(+181.61%), 经营现金流净额20.24亿元(+30.34%)。

2023年体检服务收入105.61亿元(+28.81%), 折分量价来看, 控股门店接待人次1755万(+13.7%), 参股+控股接待人次2834万(+13.0%), 综合客单价(包含入职体检和职业病检查, 剔除核酸检测)620.8元(+11.2%); 从收入构成来看, 团检:个检占比80%:20%, 个检占比同比+2.8pct。

**盈利能力随着规模效应加强明显恢复:**2023年毛利率为42.79%(+8.35pct), 其中体检服务毛利率为42.06%(+9.51pct)。2023年销售费用率为23.53%(-0.38pct), 管理费用率为7.64%(-1.68pct), 研发费用率为0.58%(-0.08pct), 财务费用率为2.74%(-0.61pct)。

#### ● 2024Q1收入由于高基数等有所下滑, 费用端合理

2024Q1营业收入18.01亿元(-14.91%), 归母净利润-2.87亿元(-66.67%), 扣非净利润-3.02亿元(-71.58%), 经营现金流净额-5.43亿元(-807.2%)。

**公司收入同比下滑主要因为:**(1)体检行业存在明显季节性特征, Q1为业务淡季, 到检人次较少导致季度收入相对较低;(2)2023Q1由于承接2022年底因为疫情未到检需求导致基数较高;(3)2024Q1社会恢复常态运转, 企业年度会议增加, 个人出行增加, 皆导致签单客户延迟到检。

**利润方面,**同比2023Q1, 2024Q1收入减少3.16亿, 营业成本同比减少1.28亿(毛利率下降4.68pct至28.04%), 期间费用减少0.22亿(合计费率+5.65pct), 营业利润减少1.65亿, 没有其他较大额度的费用, 再加上所得税费用减少0.24亿, 少数股东损益减少0.27亿, 归母净利润减少1.15亿元, 由此利润同比下滑主要系收入规模下滑固定成本摊薄减少导致毛利率下滑, 费用率整体合理, 利润端仍在正常经营范畴内, 提质增效仍在显现。

#### ● 创新产品打开业绩增量空间, 个检业务提升迅猛

公司打造了一系列创新产品, “脑睿佳”在行业内率先实现阿尔茨海默症的早期风险评估, “肺结宁”优化“体检+绿通”业务模型, “美年心理健康服务”提供心理健康科普资讯和心理健康全方位解决方案; 此外, 公司还延伸检后服务, 重点布局胃肠中心、中医中心、睡眠中心等医疗专项中心, 打开业绩增量空间。

公司成立个检发展中心, 推动个检营销全年常态化, 增加用户粘性和复购率。2023年公司在个检业务方面提升迅猛, 抖音快手等短视频渠道已成为个检渠道业绩增长主力之一, 美年臻选实现注册量、日

活流量双增长，此外，公司还与华为等国内大模型技术公司论证开发医疗数智 AI 健管大模型，致力于推出业内首个健康管理 AI 机器人“健康小美”，为用户提供专业智能的“数智健管师”服务。

● **组织变革加大管理，培养人才助力后续发展**

2023 年公司陆续成立华南与华中两个大区，落位 22 个城市群。同时，公司启动管培生计划，选拔和培养一批拥有跨领域创新经营和精细化管理能力的青年干部。2024 年，公司计划在全国各地全面建立城市群，逐步立区，加速提升组织力，进而推动管理提效，且将强化干部管理，调整优化人才结构；启动中青班二期计划，持续推进管培生计划，储备优秀青年人才。

● **盈利预测与投资评级**

我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 123.10/141.56/162.80 亿元，归母净利润分别为 8.13/12.27/15.25 亿元，对应 PE 分别为 21.80/14.46/11.63 倍，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10894	12310	14156	16280
增长率(%)	26.44	13.00	15.00	15.00
EBITDA（百万元）	2598.03	2375.72	3124.67	3603.85
归属母公司净利润（百万元）	505.62	813.27	1226.50	1524.95
增长率(%)	190.45	60.84	50.81	24.33
EPS(元/股)	0.13	0.21	0.31	0.39
市盈率(P/E)	35.07	21.80	14.46	11.63
市净率(P/B)	2.30	2.08	1.82	1.57
EV/EBITDA	10.15	7.99	5.40	3.96

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10894	12310	14156	16280	营业收入	26.4%	13.0%	15.0%	15.0%
营业成本	6232	6835	7631	8760	营业利润	316.8%	51.6%	55.5%	23.8%
税金及附加	6	7	8	10	归属于母公司净利润	190.4%	60.8%	50.8%	24.3%
销售费用	2563	2860	3129	3582	<b>获利能力</b>				
管理费用	832	886	906	944	毛利率	42.8%	44.5%	46.1%	46.2%
研发费用	63	74	85	98	净利率	4.6%	6.6%	8.7%	9.4%
财务费用	299	328	335	329	ROE	6.6%	9.5%	12.6%	13.5%
资产减值损失	-89	0	0	0	ROIC	6.9%	8.2%	10.3%	11.2%
<b>营业利润</b>	<b>884</b>	<b>1340</b>	<b>2083</b>	<b>2579</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	6	5	5	5	资产负债率	56.8%	55.8%	53.8%	51.1%
营业外支出	41	41	44	42	流动比率	0.79	1.01	1.23	1.46
<b>利润总额</b>	<b>848</b>	<b>1303</b>	<b>2044</b>	<b>2542</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	179	287	511	635	应收账款周转率	4.07	4.19	4.28	4.28
<b>净利润</b>	<b>669</b>	<b>1017</b>	<b>1533</b>	<b>1906</b>	存货周转率	48.25	51.95	54.65	56.58
<b>归母净利润</b>	<b>506</b>	<b>813</b>	<b>1227</b>	<b>1525</b>	总资产周转率	0.58	0.60	0.63	0.65
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	<b>0.31</b>	<b>0.39</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.13	0.21	0.31	0.39
货币资金	2771	4748	7153	9760	每股净资产	1.97	2.18	2.49	2.88
交易性金融资产	5	5	5	5	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2797	3078	3540	4071	PE	35.07	21.80	14.46	11.63
预付款项	180	205	240	289	PB	2.30	2.08	1.82	1.57
存货	227	247	271	304	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6474</b>	<b>8798</b>	<b>11769</b>	<b>15036</b>	净利润	669	1017	1533	1906
固定资产	2049	1846	1626	1381	折旧和摊销	1369	744	745	734
在建工程	70	70	70	70	营运资本变动	-354	87	11	16
无形资产	330	324	305	275	其他	340	352	417	428
<b>非流动资产合计</b>	<b>12983</b>	<b>12562</b>	<b>12001</b>	<b>11318</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2024</b>	<b>2200</b>	<b>2707</b>	<b>3084</b>
<b>资产总计</b>	<b>19457</b>	<b>21360</b>	<b>23770</b>	<b>26354</b>	资本开支	-388	-435	-244	-102
短期借款	2100	2100	2400	2400	其他	-179	133	15	10
应付票据及应付账款	1214	1291	1378	1460	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-567</b>	<b>-302</b>	<b>-229</b>	<b>-92</b>
其他流动负债	4883	5334	5825	6420	股权融资	15	14	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>8197</b>	<b>8726</b>	<b>9603</b>	<b>10280</b>	债务融资	57	408	300	0
其他	2850	3194	3194	3194	其他	-767	-343	-373	-386
<b>非流动负债合计</b>	<b>2850</b>	<b>3194</b>	<b>3194</b>	<b>3194</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-695</b>	<b>78</b>	<b>-73</b>	<b>-386</b>
<b>负债合计</b>	<b>11047</b>	<b>11920</b>	<b>12797</b>	<b>13474</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>761</b>	<b>1977</b>	<b>2405</b>	<b>2606</b>
股本	3914	3914	3914	3914					
资本公积金	2245	2259	2259	2259					
未分配利润	1346	2037	3080	4376					
少数股东权益	712	916	1222	1603					
其他	192	314	498	727					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8410</b>	<b>9440</b>	<b>10973</b>	<b>12879</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>19457</b>	<b>21360</b>	<b>23770</b>	<b>26354</b>					

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
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。 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。	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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