

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美年健康(002044)

唐爱金 医药首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师
执业编号: S1500524120003
邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

体检服务主业发展稳健，参转控加速推进，AI布局值得期待

2025 年 04 月 21 日

事件：2025 年 4 月 16 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 107.02 亿元，同比减少 1.76%；公司实现归母净利润 2.82 亿元，同比减少 44.18%；实现归母扣非净利润 2.52 亿元，同比减少 45.52%。

点评：

➤ 体检服务主业发展稳健，四大品牌协同发展。

公司是目前全国最大的健康体检连锁企业，旗下有“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆健康”四大品牌，四大品牌协同发展，提供多层次、全方位、精准化、个性化的健康体检服务。

1) 从收入端来看：2024 年公司体检服务实现营业收入 103.31 亿元，其中华东区、华北区、华南区、中南区的营业收入分别为 35.99 亿元、23.87 亿元、12.61 亿元、13.48 亿元。截至 2024 年底，公司旗下分院总数 576 家，其中控股体检分院 312 家，参股体检分院 264 家。2024 年度，公司共计接待 2,525 万人次，其中控股体检分院接待 1,538 万人次；团体客户和个人客户占收入比分别为 75.9%和 24.1%。2024 年公司体检客单价 672 元，客单价继续保持稳定提升。

2) 从利润端来看：2024 年公司主营业务体检服务毛利率为 42.39%，同比提升 0.33pct，从营业成本结构来看，人工费用占比 33.08%，外送成本占比 22.49%，体检直接耗材占比 13.86%，房租物业占比 12.40%，折旧及摊销占比 9.05%，其他占比 6.33%。2024 年公司各项期间费用保持相对稳定，资产减值损失 0.40 亿元，信用减值损失 1.48 亿元，对利润影响较大。

我们认为，公司主营业务体检服务发展稳健，客单价保持平稳提升，从成本结构来看，随着收入规模的不断增长，人工费用、房租物业、折旧摊销等固定成本有望被摊薄，公司盈利能力有望显著改善。

➤ 拟收购 19 家标的公司股权，参股转控股加速推进。

公司拟通过发行股份的方式购买衡阳美年、宁德美年、烟台美年、烟台美年福田、武汉奥亚、三明美年等 19 家公司的部分股权，标的公司均为上市公司参股或控股的体检中心，主营业务为提供健康体检服务，本次收购完成后以上标的公司将有望全部实现并表。经过我们测算，以上 19 家公司 2023 年营业收入合计为 5.37 亿元，2024 年营业收入合计为 5.05 亿元，2023 年净利润合计为 0.48 亿元，2024 年净利润合计为 0.52 亿元。我们认为，本次交易有助于扩大上市公司业务规模，增厚上市公司业绩，完善上市公司体检中心服务网络，提高上市公司的市场份额，解决同业竞争，减少关联交易。随着参股转控股的进度加速，少数股东

权益对上市公司的业绩稀释减弱。

➤ **实施“All in AI”战略，关注四大应用方向。**

公司全面实施“All in AI”战略，全面推进数字化转型，进一步释放医疗健康大数据价值，依托庞大的健康体检数据资源和领先的 AI 技术产品，持续推动健康管理服务的智能化、个性化和精准化，构建 AI 驱动的健康管理新生态。2024 年公司结合 AI 技术手段取得的收入为 2.16 亿元。从应用场景来看，重点关注四大方向：

1) AI 助力健康管理服务：公司与华为等国内大模型技术公司合作发布业内首个 AI 数智健康管理师“健康小美”，将进一步结合美年体检档案和健康大数据深度分析，持续建立全生命周期的健康档案，全方位的评估健康风险与定制个性化健康管理解决方案，全交互式三维数字孪生人，全天候的实时响应，为用户提供专业智能的“数智健管师”服务。

2) AI 驱动专精特新产品：公司在已有的脑卒中 AI 风险评估、脑认知 AI 风险评估、冠脉钙化积分 AI 诊断、肺结节 AI 诊断、心电图 AI 诊断、乳腺超声 AI 诊断、超声 AI 质控、眼底 AI 诊断、儿童骨龄 AI 评估的基础上，继续推出 AI 精准营养解决方案、中医智能体检、AI 智能血糖管理、AI 智能肝健康管理等专精特新体检项目和健管服务。

3) AI 赋能精细化运营：2024 年，公司通过 AI 人工智能和大数据技术持续创新，在医疗运营和医质管理等领域进一步优化业务流程，持续提质增效降本，进一步提升了服务效率和客户满意度。

4) AI 提升大数据资产价值：公司通过提供专业健康体检服务，在医疗健康领域的深厚积淀，独具累计过亿人次的影像数据及超 2 亿人次的结构化健康数据，已形成国内最大规模的个人健康体检数据中心。2024 年公司继续深化医疗健康大数据的价值挖掘，推动数据资产的商业化应用，数据资产入表工作已取得初步成效。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 117.54 亿元、129.10 亿元、141.80 亿元，归母净利润分别为 6.12 亿元、8.00 亿元、9.90 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.16 元、0.20 元、0.25 元，对应 PE 估值分别为 34.33 倍、26.26 倍、21.23 倍。

➤ **风险因素：**宏观消费环境变动风险；成本管控不及预期；参股转控股进度不及预期；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10,894	10,702	11,754	12,910	14,180
增长率 YoY %	26.4%	-1.8%	9.8%	9.8%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	506	282	612	800	990
增长率 YoY%	190.4%	-44.2%	117.0%	30.7%	23.7%
毛利率%	42.8%	42.8%	43.0%	43.2%	43.4%
净资产收益率ROE (%)	6.6%	3.6%	7.3%	8.8%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.07	0.16	0.20	0.25
市盈率 P/E(倍)	41.57	74.47	34.33	26.26	21.23
市净率 P/B(倍)	2.73	2.66	2.50	2.32	2.13

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,474	6,827	8,186	9,823	11,740
货币资金	2,771	3,070	4,188	5,549	7,151
应收票据	1	2	3	3	3
应收账款	2,796	2,854	3,054	3,282	3,541
预付账款	180	225	246	269	295
存货	227	211	191	173	157
其他	499	466	504	546	593
非流动资产	12,983	13,299	12,543	11,755	10,937
长期股权投资	896	951	951	951	951
固定资产	2,049	1,886	1,574	1,243	896
无形资产	330	393	346	299	251
其他	9,707	10,070	9,672	9,262	8,838
资产总计	19,457	20,127	20,729	21,578	22,676
流动负债	8,197	8,726	8,878	9,076	9,323
短期借款	2,100	2,562	2,262	1,962	1,662
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,214	1,235	1,351	1,479	1,619
其他	4,883	4,930	5,265	5,635	6,041
非流动负债	2,850	2,697	2,497	2,297	2,097
长期借款	122	57	57	57	57
其他	2,728	2,640	2,440	2,240	2,040
负债合计	11,047	11,424	11,375	11,373	11,420
少数股东权益	712	791	944	1,144	1,392
归属母公司股东权益	7,698	7,912	8,410	9,060	9,865
负债和股东权益	19,457	20,127	20,729	21,578	22,676

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,894	10,702	11,754	12,910	14,180
同比 (%)	26.4%	-1.8%	9.8%	9.8%	9.8%
归属母公司净利润	506	282	612	800	990
同比 (%)	190.4%	-44.2%	117.0%	30.7%	23.7%
毛利率 (%)	42.8%	42.8%	43.0%	43.2%	43.4%
ROE%	6.6%	3.6%	7.3%	8.8%	10.0%
EPS (摊薄)(元)	0.13	0.07	0.16	0.20	0.25
P/E	41.57	74.47	34.33	26.26	21.23
P/B	2.73	2.66	2.50	2.32	2.13
EV/EBITDA	10.15	9.17	9.22	7.49	6.04

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,894	10,702	11,754	12,910	14,180
营业成本	6,232	6,123	6,698	7,334	8,031
营业税金及附加	6	8	8	9	10
销售费用	2,563	2,546	2,680	2,840	3,049
管理费用	832	885	940	1,007	1,078
研发费用	63	55	60	66	73
财务费用	299	315	262	238	212
减值损失合计	-89	-40	-40	-40	-40
投资净收益	8	12	14	15	16
其他	67	-130	-45	-44	-42
营业利润	884	613	1,033	1,346	1,662
营业外收支	-36	-20	-12	-12	-12
利润总额	848	593	1,021	1,334	1,650
所得税	179	184	255	334	412
净利润	669	409	765	1,001	1,237
少数股东损益	163	127	153	200	247
归属母公司净利润	506	282	612	800	990
EBITDA	2,598	2,318	2,459	2,779	3,100
EPS (当年)(元)	0.13	0.07	0.16	0.20	0.25

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,024	1,662	2,411	2,668	2,926
净利润	669	409	765	1,001	1,237
折旧摊销	1,369	1,358	1,176	1,208	1,238
财务费用	304	319	270	251	232
投资损失	-44	-58	-8	-12	-14
营运资金变动	-354	-599	91	102	111
其它	44	188	121	122	123
投资活动现金流	-567	-588	-408	-407	-407
资本支出	-388	-400	-421	-422	-423
长期投资	-288	-248	0	0	0
其他	109	59	14	15	16
筹资活动现金流	-695	-821	-884	-901	-917
吸收投资	15	39	0	0	0
借款	561	397	-300	-300	-300
支付利息或股息	-216	-345	-384	-401	-417
现金流净增加额	761	252	1,119	1,361	1,602

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。