

2025年06月15日

证券研究报告·公司研究报告

美年健康(002044) 医药生物

当前价: 5.16元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深耕 AI 健康管理强化预防医学壁垒，体检行业龙头优势显著

投资要点

- 龙头优势凸显，AI+健康管理打开公司业务新增长极。**1) 公司为国内规模领先的体检连锁龙头，公司品牌壁垒突出，个检占比持续提升，2024 年公司团体/个人收入占比为 75.9%/24.1%，2023 年团体/个人收入占比为 80%/20%，客单价持续提升，2023/2024 年客单价分别为 620 元、672 元，公司经营质量有望边际企稳；2) 深耕 AI 健康管理，推出“健康小美”、血糖健康、肝健康、胃肠道健康等专精特新 AI 健康管理产品，以及肺结宁、HPV E6/E7 蛋白检测、脑睿佳、胶囊胃镜等深度专检；3) 布局 AI 辅助诊断，合作达摩院推动多癌筛查 AI 技术在体检领域加速落地。
- 体检行业需求稳健，公司客单价持续提升、经营质量有望边际企稳。**从体检行业人次来看，2024 年我国体检人次约为 5.43 亿人，同比+3.4%。公司成立于 2004 年，经过几波并购扩张、2015 年上市后逐步奠定龙头地位。截止 2024 年年报，公司分院总数 576 家，其中控股 312 家+参股 264 家。公司目前旗下有“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆健康”四大品牌，全方位覆盖大众体检及中高端市场。2024 年，公司团体客户和个人客户占收入比分别为 75.9%和 24.1%，整体体检客单价 672 元，较 2023 年提升 52 元。
- 从体检龙头向健康管理领域切入，AI 产品业务增长可期。**健康管理覆盖面更广，需求更加旺盛，从市场规模来看，中国健康管理市场规模数万亿，2024 年预计规模为 2 万亿，同比+12%，其中健康体检仅占 17%。公司响应国家号召，从体检向健康管理迈进，结合 AI 应用推出血糖健康、肝健康、胃肠道健康、肺结宁、HPV E6/E7 蛋白检测、脑睿佳、胶囊胃镜等明星产品。根据 2024 年年报，公司结合 AI 技术取得的收入为 2.2 亿元。
- 强化 AI 辅助诊断技术，提升公司实力。**AI 辅助诊断高度契合体检行业，可提高疾病早筛发现率，行业内多家公司均在积极布局。5 月 22 日公司与达摩院战略合作，推动多癌筛查 AI 技术在体检领域加速落地。达摩院开发的“一扫多查”AI 技术目前已用于胰腺癌、食管癌、胃癌、脂肪肝等癌症及慢性病筛查。我们认为伴随后期多癌筛查技术在公司体检业务中加大布局，公司 AI 收入有望打开新增长极。
- 盈利预测：**预计公司 2025-2027 年实现收入 109.5/116.3/129.4 亿元，同比+2.3%/6.3%/11.3%，实现归母净利润 4.3/5.1/6.0 亿元，同比+52.4%/+18.1%/+18.8%。
- 风险提示：**市场竞争风险，AI 技术进展不及预期风险，AI 政策风险，商誉减值风险，消费复苏不及预期风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10701.99	10948.73	11634.32	12943.92
增长率	-1.76%	2.31%	6.26%	11.26%
归属母公司净利润(百万元)	282.24	430.14	507.85	603.52
增长率	-44.18%	52.41%	18.07%	18.84%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.11	0.13	0.15
净资产收益率 ROE	4.70%	6.08%	6.52%	7.02%
PE	72	47	40	33
PB	2.32	2.19	2.06	1.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	39.14
流通 A 股(亿股)	38.72
52 周内股价区间(元)	3.27-7.51
总市值(亿元)	201.98
总资产(亿元)	192.18
每股净资产(元)	1.95

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：民营体检龙头发展夯实，All in AI 企业转型	1
2 体检&健康管理需求持续向好，AI 赋能提高筛查率	5
2.1 体检行业：短期看客单价提高，长期看渗透率提升	5
2.2 健康管理市场：较体检行业覆盖面更广，市场容量更大	6
2.3 AI 辅助诊断高度契合体检行业，可提高疾病早筛发现率	8
3 依托体检龙头优势，深耕 AI 健康管理	11
3.1 合作三甲医院强化公司专业能力，接待人次提升空间较大	11
3.2 合作达摩院，深耕 AI 筛查	12
3.3 向健康管理领域迈进，打造 AI+健康管理	14
4 盈利预测	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司成立于 2004 年, 2018 年逐渐完成中国版图覆盖, 2020 年开始加速数字化转型.....	1
图 2: 公司前十大股东 (截止 2025Q1)	2
图 3: 公司近年来营收及增速	3
图 4: 公司近年来归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司近年来主营收入构成	4
图 6: 公司近年来毛利率情况	4
图 7: 公司近年来四费率情况	4
图 8: 公司近年来商誉及占总资产比重	4
图 9: 中国健康体检行业市场空间	5
图 10: 我国医疗机构健康检查人数	5
图 11: 2024 年中国健康体检人群选择进行体检检查的机构	6
图 12: 2024 年中国健康体检人群愿意为年度体检支付的费用	6
图 13: 2017-2024 年 65 岁以上老年人口占比	7
图 14: 中国慢性病死亡率位于高位	7
图 15: 2017-2024 年中国人均医疗保健消费支出	7
图 16: 全国普通高中、初中及小学在校生人数	7
图 17: 健康管理产业链上中下游	8
图 18: 2018-2028 年中国健康管理市场规模	8
图 19: 2023 年健康管理市场拆分	8
图 20: 公司旗下四大品牌矩阵	11
图 21: 公司近年来分院总数情况	11
图 22: 公司近年来接待人次情况	11
图 23: 公司近年来客单价变化	12
图 24: 公司近年来个人/团体客户占比	12
图 25: 美年健康与达摩院签署战略合作	13
图 26: 美年健康减重中心揭牌仪式	14
图 27: 小美、健康管理、深度专检产品位于公司小程序首页	15
图 28: 公司“肺结宁”产品	15
图 29: 美年健康肝健康管理产品	16
图 30: 美年健康脑睿佳产品-根据磁共振检查结果提示脑组织异常情况	16

表 目 录

表 1: 国内体检行业机构情况.....	5
表 2: 体检 vs 健康管理市场区别: 体检为健康管理中的核心环节.....	6
表 3: 体检环节及器械成本占比、技术依赖度.....	9
表 4: 全球重点医疗模型-除谷歌、微软、达摩院外, 更多处在早期阶段.....	10
表 5: 民营连锁机构 AI 领域合作.....	10
表 6: DAMO PANDA 被认定为突破性医疗器械.....	13
表 7: 分业务收入及毛利率.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 公司概况：民营体检龙头发展夯实，All in AI 企业转型

公司是中国以健康体检和医疗服务为主业的股份制公司，其历史沿革和发展历程如下：

创立与初步发展阶段（2004年-2010年）：美年健康始创于2004年，总部位于上海。2005年在北方开设专业体检机构。2006年境外资本注入，连锁运营模式初步形成，上海小木桥旗舰店开业。2007年研发健康管理软件系统，实现健康管理信息化。2008年完成北方五省战略布局，并向一、二级城市发展连锁机构，服务客户逾15万人次。2009年开始向二、三线城市纵深发展，与美国Swedish Medical Center签署合作协议，多省市连锁运营已具规模。

合并与区域扩张阶段（2011年-2015年）：2011年，美年健康与沈阳大健康合并，更名为“美年大健康”，成为中国专业体检及医疗服务集团之一。2012年并购深圳瑞格尔体检连锁机构。2013年，凯雷投资集团、中国平安战略入股。2014年，中法基金投资入股，当年服务人次达500万。2015年8月28日，美年大健康完成A股上市，上市当天市值超过180亿，成为市值最大的国内民营体检机构，同年成功控股慈铭体检。

全国布局与快速发展阶段（2016年-2018年）：2016年，美年大健康收购个人健康管理机构美兆体检，全面启动“全民控糖登月计划”。2017年，完成对慈铭体检的全资收购，实现多层次多品牌战略，入选“沪深300”成分股，市值突破600亿大关。2018年，正式完成中国版图的全覆盖（除港、澳、台地区），实现布局全国600家专业体检中心，参股艾迪康医学检验中心，年服务客户3000万人次。同年5月15日，纳入MSCI指数，10月19日，获得穆迪BA2、惠誉BB+评分。

战略调整与转型升级阶段（2019年-至今）：2019年，阿里巴巴、蚂蚁金服、云峰基金战略入股美年健康，公司加速搭建美年生态圈，发展重心由量向质转换。2020年，公司加速数字化转型，布局AI影像辅助诊断、癌症早筛辅助诊断产品。2021年，与中国胸外科肺癌联盟签订战略合作协议，共同打造肺癌防治早筛、早诊、早治健联体。2022年，全面转型升级，构建健康产业生态圈。2024年，公司达成All in AI战略。2025年，公司与达摩院战略合作，共同探索癌症、慢性病等多种重要疾病筛查，并在智能体检服务等领域开展合作。

图 1：公司成立于2004年，2018年逐渐完成中国版图覆盖，2020年开始加速数字化转型



数据来源：公司官网，西南证券整理

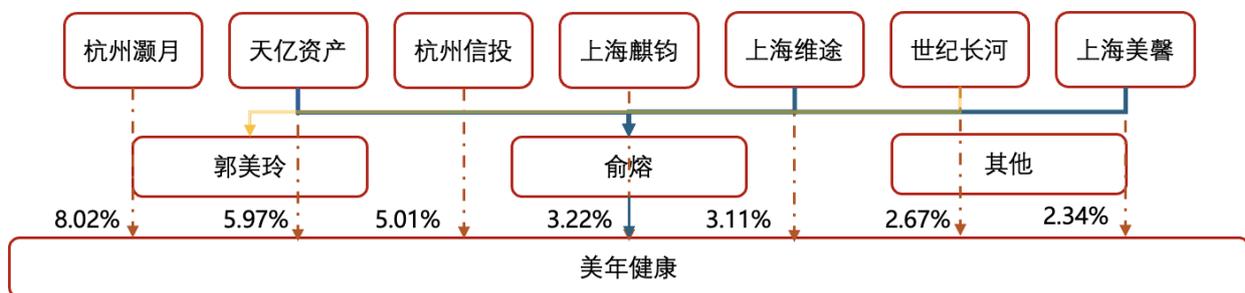
公司主营业务为从事专业健康体检业务，以健康体检为核心，集健康咨询、评估、干预于一体，为企业和个人客户提供健康管理服务，具体如下：

1) 体检产品：针对不同客户群体设计了大众化、中高端、入职体检、职业病检查等系列体检产品；不断推出创新性优质体检项目，如强化六大癌症早筛，布局胃健康智能筛查、肺健康筛查、脑健康筛查等关键产品。

2) 延伸与增值服务：持续升级体检的延伸服务与增值服务，强化在人工智能、基因检测、肿瘤早筛、健康保险等核心领域的合作。借助健康体检大数据和人工智能技术，持续推出专精特新的智能化与个性化套餐，发力肺小结节鉴别诊断、血管健康、女性健康、脑健康预警筛查、血糖管理等领域，并延伸检后健康管理服务，布局胃肠中心、中医中心、睡眠中心、减重中心等。

公司前十大股东主要为公司高管及阿里系。根据 2025 年一季报，公司前十大股东包括杭州灏月（8.02%）、天亿资产（5.97%）、杭州信投（5.01%）、上海麒钧（3.22%）、上海维途（3.11%）、世纪长河（2.67%）、上海美馨（2.34%）等，公司董事长俞熔及其一致行动人副董事长郭美玲通过天亿资产、上海维途、上海美馨、世纪长河间接持有公司股份，杭州灏月、杭州信投为阿里系公司。

图 2：公司前十大股东（截止 2025Q1）



数据来源：Wind, 西南证券整理

股权激励彰显公司长期发展信心。公司 2023 年发布股权激励，本激励计划拟授予的股票期权数量为 7828.5 万份，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.0%。其中首次授予 6654.2 万份，占公司股本的 1.70%，占本次授予权益总额的 85.0%；预留 1174.3 万份，占公司股本的 0.30%，占本次授予权益总额的 15.00%。其中考核年度为 2024-2026 年，考核目标分别为：

- 1) 2024 年：营业收入不低于 111 亿元或归母净利润不低于 8 亿元；
- 2) 2025 年：营业收入不低于 115 亿元或归母净利润不低于 6 亿元；
- 3) 2026 年：营业收入不低于 123 亿元或归母净利润不低于 9 亿元。

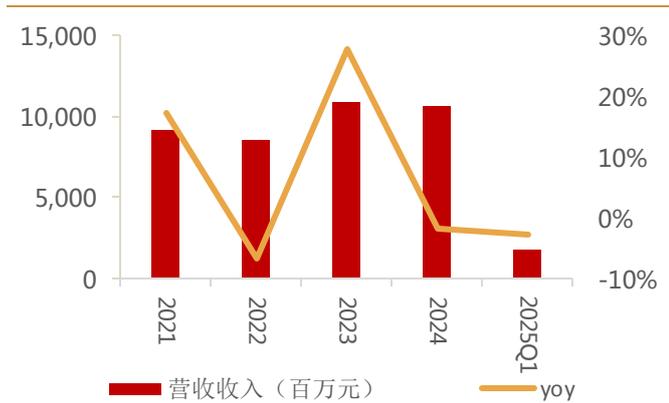
2025年4月30日，由于公司2023年股票期权激励计划首次授予的股票期权第一个行权期行权条件未成就，以及公司19名首次授予股票期权的激励对象已离职，不再具备激励对象资格，根据《公司2023年股票期权激励计划（草案修订稿）》相关规定，同意公司对2023年股票期权激励计划合计2204.0万份股票期权进行注销。

发行股份购买资产进展顺利。公司2025年4月15日发布《美年大健康产业控股股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案》，公司拟通过发行股份的方式购买交易对方持有的衡阳美年健康体检中心有限公司84%股权、宁德美年大健康管理有限公司81%股权、烟台美年大健康体检管理有限公司75%股权等合计19家机构股权，截止5月20日，公司各方正积极推进此次交易的各项工作。

从财务情况来看：

公司近年来营收、归母净利润波动较大。2025Q1公司实现营收17.5亿元，同比-2.6%，实现归母净亏损2.8亿元。2021-2024年收入CAGR为8.2%，其中2024年实现收入为107.1亿元，同比-1.8%，2021-2024年归母净利润CAGR为-15.5%，其中2024年实现归母净利润为2.8亿元，同比-44.2%，收入、归母净利润波动较大主要是因为公司业务受外部环境波动较大、商誉减值影响。

图 3：公司近年来营收及增速



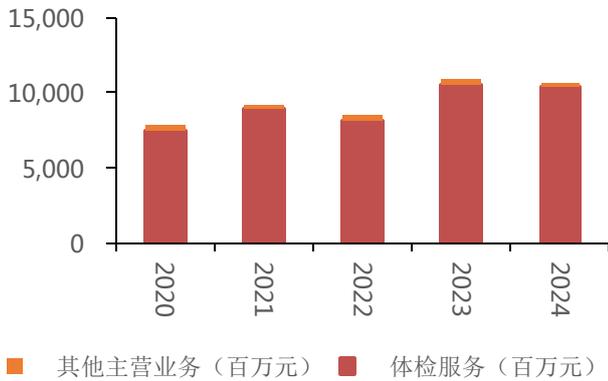
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近年来归母净利润及增速

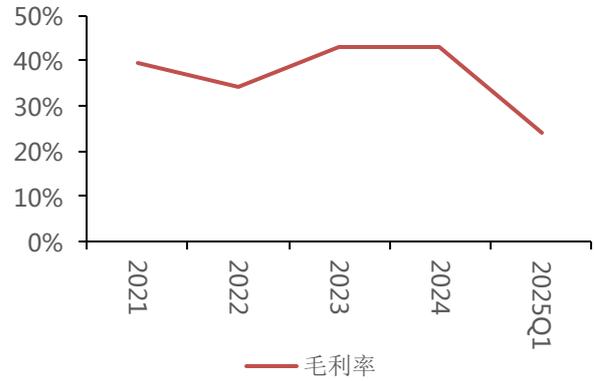


数据来源：Wind，西南证券整理

体检服务贡献公司主业，年度毛利率维持高位、一季度由于淡季影响毛利率偏低。从主营业务构成来看，公司九成以上收入来自于体检服务，其中2024年体检服务实现收入103.3亿元，占总营收比重为96.5%。从毛利率角度来看，公司2025Q1毛利率为24.04%，较2024Q1下滑4pp，整体一季度为公司淡季，毛利率水平偏低，从年度角度来看，公司2024年全年毛利率为42.8%，较2023年下滑0.01pp，2023/2024年为近五年来受外部影响冲击较小的年份，一定程度上可以反映公司正常经营毛利率水平。

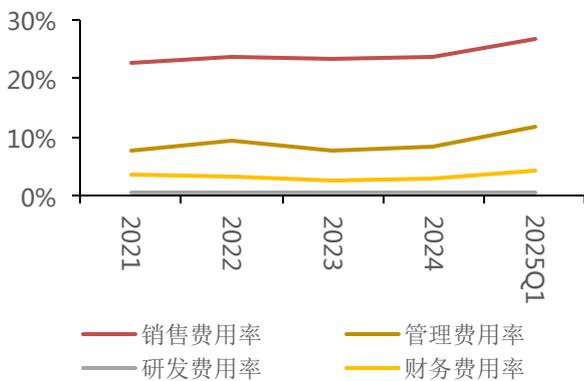
图 5：公司近年来主营收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

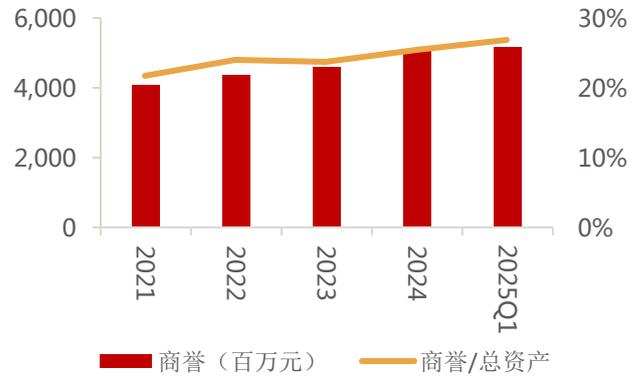
图 6：公司近年来毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

销售费用率较高，商誉/总资产比重位于高位。公司 2025Q1 四费率为 43.6%，较 2024 年提升 8.1pp，2024 年全年四费率为 35.5%，较 2023 年提升 1pp，具体来看，2024 年销售费用率为 23.8%，较 2023 年提升 0.3pp，管理费用率为 8.3%，较 2023 年提升 0.7pp，研发费用率为 0.5%，较 2023 年下降 0.1pp，财务费用率为 2.9%，较 2023 年提升 0.2pp。截止 2025Q1，公司商誉为 51.4 亿元，占总资产比重为 27%，较 2024 年整体提升 1.6%，公司商誉较高主要是因为近年来并购动作较多。

图 7：公司近年来四费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司近年来商誉及占总资产比重


数据来源：Wind，西南证券整理

2 体检&健康管理需求持续向好，AI赋能提高筛查率

2.1 体检行业：短期看客单价提高，长期看渗透率提升

健康体检市场需求稳健增长。根据观研天下，体检行业 2020-2023 年 cagr 为 9.1%，线性外推的话，2025 年健康体检市场接近 3000 亿规模；从健康检查人次来看，2023 年我国健康检查人次约为 5.25 亿人，同比+4%。我们认为行业增速更高的原因主要是由于客单价提升。

图 9：中国健康体检行业市场空间

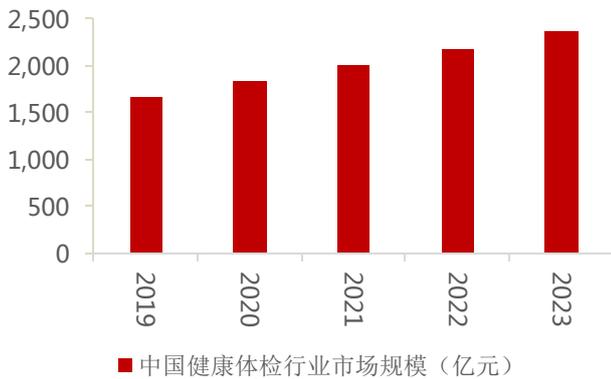


图 10：我国医疗机构健康检查人数



数据来源：观研天下，西南证券整理

数据来源：观研天下，西南证券整理

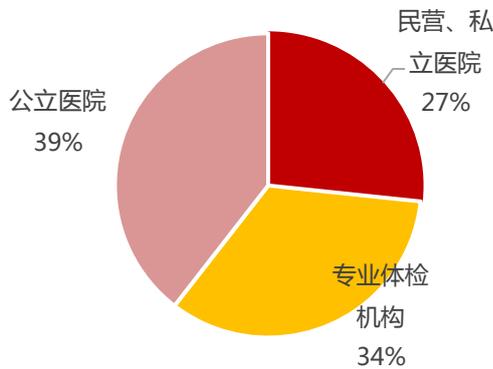
行业格局：从 2023 年情况来看，公立份额 69%，民营连锁 23%，社区中心 6%，高端专科 2%。民营连锁目前主要包括美年健康、爱康国宾、瑞慈医疗等。

表 1：国内体检行业机构情况

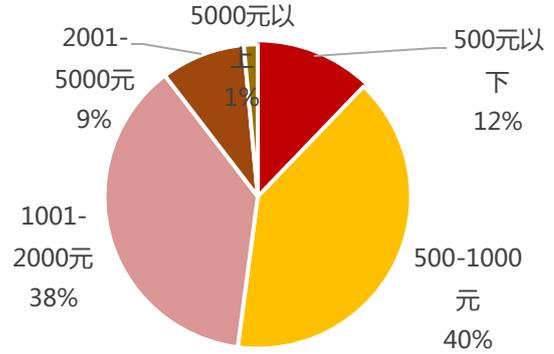
机构类型	市场份额	年增长率	客单价 (元)	核心优势	代表企业
公立医院	69%	5%	800-1500	品牌公信力、医疗资源、临床案例丰富	协和医院、华西医院
民营连锁	23%	15%	500-3000	服务标准化、连锁化运营、技术创新	美年健康、爱康国宾、瑞慈医疗
社区中心	6%	8%	200-500	便捷性、基础筛查、医保覆盖	社区卫生服务中心
高端专科	2%	25%	3000+	深度体检、私密性、国际标准	泰济生、和睦家

数据来源：中研网，西南证券整理

专业机构认可度位列第二，体检人群付费能力整体较强。根据 iimedia，公立医院依然是目前认可度最高的体检机构，其他专业体检机构 (34%)、民营私立医院 (27%)，体检人群最看重的是体检机构的专业度、医务人员服务态度。可以看到，47.9%的健康体检人群愿意为年度体检支付的花费金额在 1001 元以上，整体付费能力较强。

图 11：2024 年中国健康体检人群选择进行体检检查的机构


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 12：2024 年中国健康体检人群愿意为年度体检支付的费用


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

综上，我们认为从体检行业情况来看，短期看客单价提高，长期看体检量（渗透率）提升。

2.2 健康管理市场：较体检行业覆盖面更广，市场容量更大

健康管理行业与体检行业相比，二者在服务定位上存在一定差别。体检是通过医学检查发现健康问题，属于疾病筛查手段，而健康管理则是结合体检数据进行个性化干预的持续性过程，旨在预防疾病和改善健康水平。

健康管理以健康连续体为中心，包含全程管理。其是指对健康人群、患者健康进行监测、分析和评估，对健康危险因素进行干预，控制疾病发生、发展，保持健康状态的行为，通常可以分为泛健康、保健级和医疗级，泛健康关注的是个人及组织的日常健康状态；保健级健康管理侧重于个体的疾病预防措施，以降低患病风险；医疗级健康管理关注的是管理个体已经存在的疾病。以提供医疗管理和改善健康状况。

表 2：体检 vs 健康管理市场区别：体检为健康管理中的核心环节

维度	体检	健康管理
核心功能	疾病筛查	健康干预与跟踪
实施主体	医生主导的医疗团队	多学科团队（含健康管理师）
服务对象	普通人群/高风险人群	慢性病患者/需长期干预者
结果应用	诊断或建议进一步检查	制定个性化改善计划

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

健康管理行业覆盖面更广，需求旺盛：老龄化加剧、慢性病率高企、人均医疗保健消费支出提升、中小學生体检量加速扩容奠定健康管理市场稳健发展。

1) 覆盖面更广：包含健康、亚健康等全部人群，按照全民预防理念，覆盖全国全部人群。

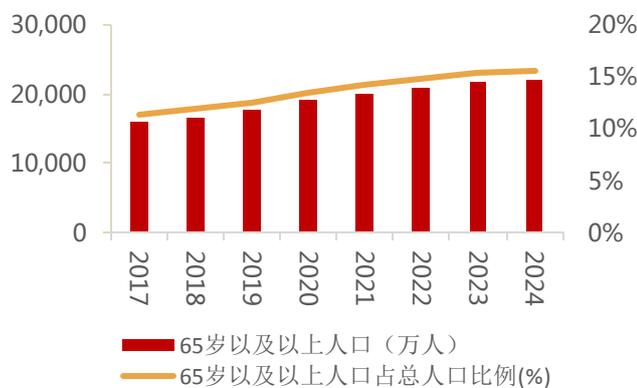
2) 老龄化比重较高：根据国家统计局，我国 65 岁及以上人口为 2.2 亿人，占总人口比例为 15.6%，较 2023 年提升 0.2pp。

3) 慢性病死亡率位于高位: 我国心脑血管疾病、癌症等慢性病发病率总体呈上升趋势, 2024 年我国因慢性病死亡人数占居民总死亡的比例达到 88.5%。此外, 根据《全国第六次卫生服务统计调查专题报告》显示, 我国 55 岁至 64 岁人群慢性病患病率达 48.4%, 65 岁及以上老年人发病率达 62.3%。

4) 人均医疗保健消费支出不断提升: 根据国家统计局, 2022/2023/2024 年我国人均医疗保健支出分别为 2120/2460/2547 元, 同比 0.2%/16.0%/3.5%, 占人均消费的比重为 8.6%/9.2%/9.0%。

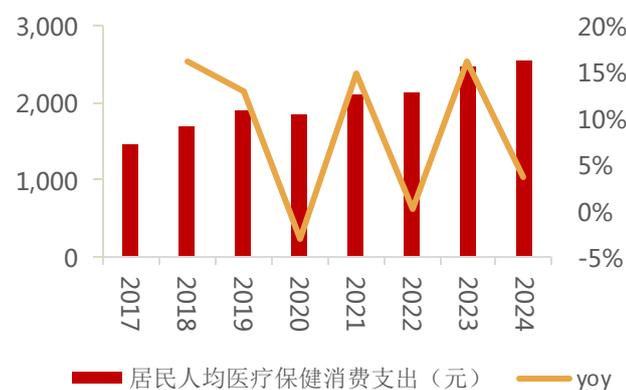
5) 十八岁以下学生人数: 2024 年, 全国普通高中、初中及小学在校生约 1.89 亿人, 庞大的中小學生体检量加速扩容我国体检市场。

图 13: 2017-2024 年 65 岁以上老年人口占比



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

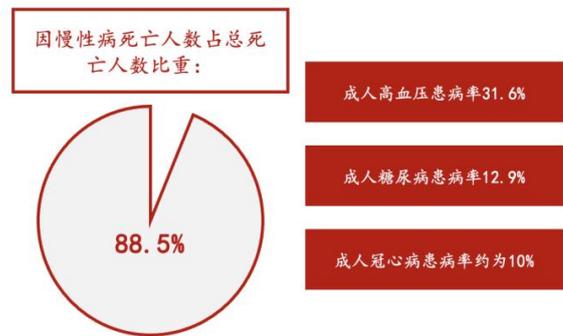
图 15: 2017-2024 年中国人均医疗保健消费支出



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

从健康管理产业链来看, 上游主要包括药品、保健品、设备和耗材, 中游主要包括以体检机构、互联网医疗平台、保险机构/健康险科技服务商、检测机构、养老机构为主的院外市场, 以及各医院组成的院内市场, 下游为个人、团队消费人群。

图 14: 中国慢性病死亡率位于高位



数据来源: 国家卫健委, 小荷健康, 西南证券整理

图 16: 全国普通高中、初中及小学在校生人数



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 17: 健康管理产业链上中下游



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

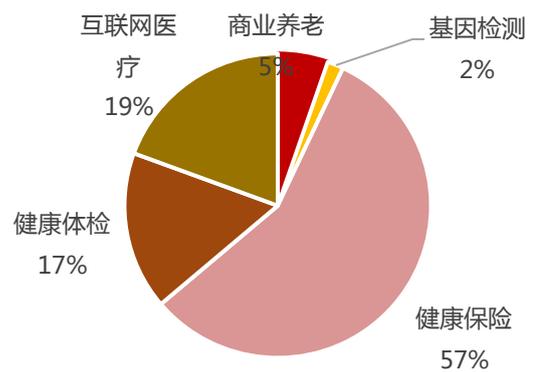
健康管理万亿市场持续扩容。从市场规模来看, 中国健康管理市场规模数万亿, 2024年预计规模为2万亿, 同比+12%, 2025-2027年预计维持双位数增长。根据2023年健康管理市场具体拆分来看, 健康保险(57%)、互联网医疗(19%)、健康体检(17%)占比前三。

图 18: 2018-2028 年中国健康管理市场规模



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

图 19: 2023 年健康管理市场拆分



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

2.3 AI 辅助诊断高度契合体检行业, 可提高疾病早筛发现率

从体检行业成本占比来看,“重器械重人”,医疗器械占比较高,根据艾媒咨询数据显示,2023年中国民营体检机构设备采购中,影像设备占比达45%(CT、MRI需求增长最快),实验室设备占比32%,基础检查设备占比23%。

根据体检项目的功能,医疗器械可分为**基础检查类、影像诊断类、实验室检测类、特殊专科类**四大类,其占比因套餐类型差异显著。

1) 基础体检套餐 (如入职体检)

- **基础检查类 (占比较高):** 血压计、身高体重仪、心电图机、眼底镜等,成本低且操作简单,是基础套餐的核心设备。
- **实验室检测类 (占比较低):** 血常规检测仪、全自动生化分析仪 (检测肝功能、肾功能等),需配套试剂耗材。
- **影像诊断类 (占比较少):** 仅含胸部DR (X线检查),高端设备 (如CT) 一般不纳入基础套餐。

2) 中端体检套餐 (如常规健康体检,以美年健康为例,通常1000元以内)

- **影像诊断类:** 新增腹部超声 (肝、胆、胰、脾)、甲状腺超声等,超声仪成本占比提升。部分套餐包含低剂量CT (肺癌筛查)。
- **实验室检测类:** 增加肿瘤标志物检测 (如CEA、AFP),需化学发光免疫分析仪等设备,试剂成本占比提升。
- **基础检查类:** 保留基础设备,但占比因新增项目下降。

3) 高端体检套餐 (如深度筛查,以美年健康为例,1000元以上)

- **影像诊断类:** 引入1.5T MRI (头部、腰椎检查)、胶囊胃镜、乳腺钼靶等高端设备,设备折旧成本占比可达25%-30%。
- **特殊专科类:** 如骨密度仪 (骨质疏松筛查)、肺功能检测仪、心脑血管功能检测仪等,针对特定疾病风险人群。
- **实验室检测类:** 基因检测 (如癌症易感基因) 需高通量测序仪,设备及试剂成本高昂 (单次检测成本超千元)。

若我们把体检流程分为检前登记、现场检查、样本检测、报告解读四大环节,医疗器械主要集中在现场检查和样本检测环节,其中现场检查、样本检测对技术依赖度、医生专业度要求偏高。

表 3: 体检环节及器械成本占比、技术依赖度

环节	主要器械类型	成本占比	技术依赖度
检前登记	智能导检系统 (软件)、自助挂号机	≤5%	低 (信息化工具)
现场检查	超声仪、DR、CT、MRI、心电图机等	50%-60%	高 (操作专业性)
样本检测	生化分析仪、化学发光仪、基因测序仪	30%-40%	高 (结果准确性)
报告解读	影像诊断软件 (如AI辅助诊断系统)	≤5%	中 (依赖软件算法)

数据来源: 贝登医疗, 西南证券整理

AI 辅助诊断在医学影像的应用主要包括在**医疗影像设备、影像诊断以及智能服务等领域**。根据《医学影像与人工智能》，可用于 1) 医疗影像设备：可使低剂量 CT、PET 图像通过重建得到高剂量图像，减少辐射风险；2) 临床诊断方面：能辅助 X 线胸片或胸部 CT 片诊断，辅助完成肺结节、肺结核等多种疾病医学影像筛查，对严重眼科疾病的诊断等；3) 用于骨伤鉴定；4) 用于辅助乳腺诊断，客观评估乳腺癌风险；5) 超声影像诊断中对甲状腺结节及乳腺病灶的辅助诊断；6) 在病理切片分析可发现人眼不易察觉的细节；7) 智能服务方面：医学影像 AI 提供涵盖从辅助检测、辅助诊断、精准诊断、量化随访到精准治疗全流程的智能服务。

AI 辅助诊断发展迅速：根据《2025-2030 中国 3D 医学影像设备行业市场现状供需分析及投资评估规划分析研究报告》，2025 年 AI 辅助诊断模块渗透率从 2022 年的 12% 有望飙升至 69%，推进行业标准从“影像清晰度”向“诊断准确率”迁移。目前全球领先的可用于 AI 辅助诊断的重点模型主要包括谷歌的 DeepMind MediGemini、微软 InnerEye、达摩院的 DAMO PANDA 等。

表 4：全球重点医疗模型-除谷歌、微软、达摩院外，更多处在早期阶段

模型名称	应用领域
谷歌 DeepMind MediGemini	能通过血液样本，在约 3 秒内精准识别 13 种早期癌症，总体准确率达 97.8%，超越全球三甲医院专家组约 92.5% 的平均水平，在胰腺癌、卵巢癌、胆管癌等传统难以早期确诊的癌症类型上优势明显。
微软 InnerEye	主要用于肿瘤检测与分割、解剖结构识别等，可用于 AI 辅助放疗定位，扫描和绘制速度提升 2.5 倍，准确率达 90%
医联 MedGPT	2025 年其诊断准确率超过 97.5%，能覆盖 80% 以上的成年人疾病和 90% 以上的儿科疾病
百度灵医大模型	实现病历语义深度解析，结构化输出准确率超 98%，中文医疗实体识别达行业领先水平

数据来源：澎湃新闻，livesino，医联健康，百度，西南证券整理

行业玩家纷纷布局 AI。爱康国宾合作长木谷探索骨科领域体检筛查、诊断、治疗一体化，瑞慈医疗与海外医疗器械机构合作，聚集下一代医疗影像设备开发、以及超声、MRI 设备的 AI 应用。

表 5：民营连锁机构 AI 领域合作

公司名称	合作内容
美年健康	2025 年 5 月 22 日，与阿里巴巴达摩院在上海举行战略合作签约仪式。双方将依托达摩院研发的“一扫多查”医疗 AI 技术，共同探索癌症、慢性病等多种重要疾病筛查，
爱康国宾	2023/2024 年，引入长木谷骨科人工智能技术产品，将骨关节疾病筛查纳入到常规体检中，同时携手长木谷通过 AI 技术搭建健康的体检筛查、诊断、治疗一体化全周期高质量管理
瑞慈医疗	2024 年，与 GE 医疗（中国）签署协议，聚焦下一代健康监测医疗影像设备开发，重点推进定制化低剂量 CT+AI 方案的研发，与西门子医疗、飞利浦等企业探索 AI 在超声、MRI 设备中的应用

数据来源：同花顺，西南证券整理

3 依托体检龙头优势，深耕 AI 健康管理

3.1 合作三甲医院强化公司专业能力，接待人次提升空间较大

公司旗下四大品牌实现大众、中高端客户全覆盖。公司目前旗下涵盖“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆健康”四大品牌，大众健康体检方面以“美年大健康”和“慈铭体检”两大品牌为市场核心覆盖，中高端团体健康体检、综合医疗服务市场及高端个人健康体检则分别通过“慈铭奥亚”、“美兆健康”提供高水准的优质服务。公司通过开展多层次、全方位、精准化、个性化的健康服务，使体检内涵不断提升，满足市场上不同层次、不同人群的个性化需求。

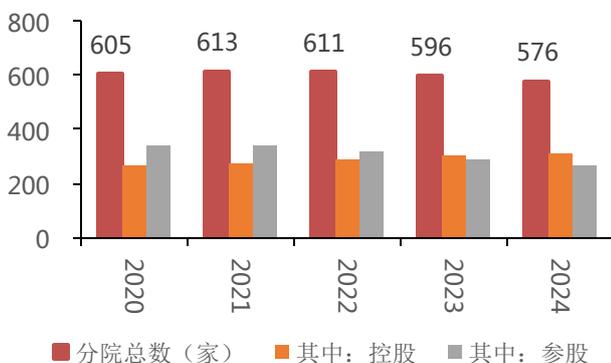
图 20：公司旗下四大品牌矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

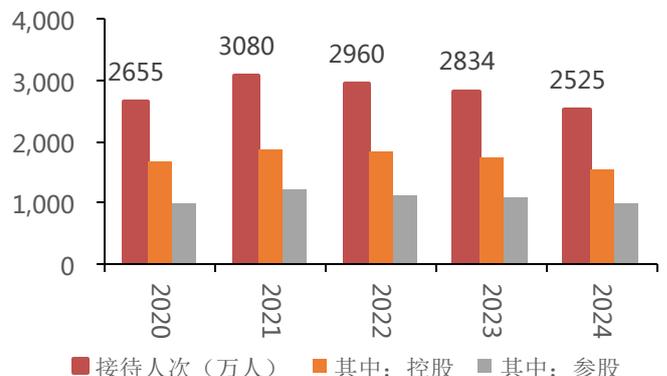
分院接待人次提升空间较大。近年来公司积极管理分院情况，减少参股体检分院、增加控股体检分院数量，整体提高体检分院运营质量。2024 年公司分院总数 576 家，其中控股体检分院 312 家，较 2023 年增加 6 家，参股体检分院 264 家。从接待人次来看，2024 年接待人次 2525 万人，较 2023 年下滑 10.9%，接待人次恢复空间较大，其中控股体检分院接待人次 1538 万人，同比-12.5%，参股体检分院接待人次 987 万人，同比-8.5%。

图 21：公司近年来分院总数情况



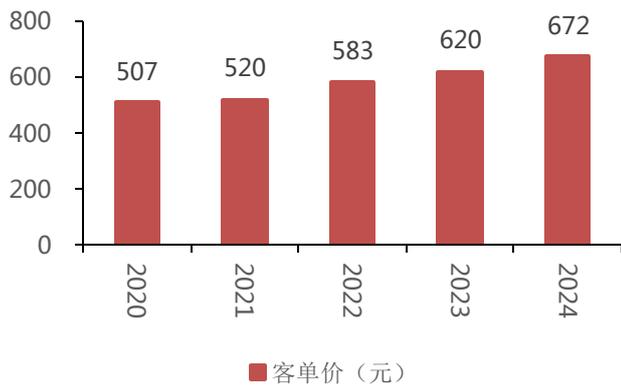
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司近年来接待人次情况

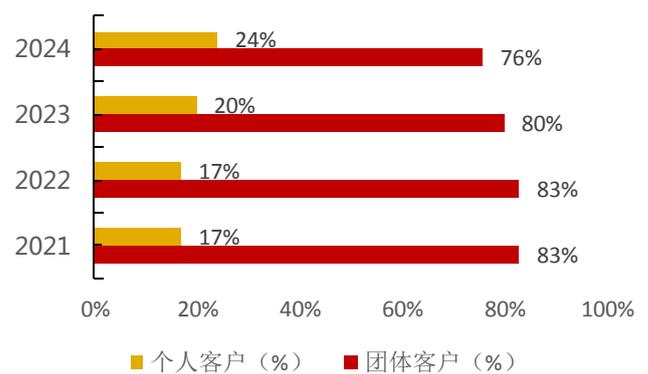


数据来源：公司公告，西南证券整理

客单价五年持续提升,个人客户占比提升,私域生态建设卓有成效。从客单价情况来看,公司客单价近五年逐年提升,2024年客单价672元,较2023年提升52元,我们认为主要是公司持续丰富体检产品内容,中高端产品占比不断提高。从客户结构来看,个人客户占比提升,从2023年的20%提升至24%。公司传统团队客户以b端为主,个人客户占比提升说明公司市场影响力、认可度均有所提升。个检中心以数字化营销为核心抓手,深化私域生态建设,实现业务规模与品牌价值双提升。公司通过团检与公域流量导入私域精细化运营的方式,使得个检业务占比大幅提升,双轮驱动战略成效显著。

图 23: 公司近年来客单价变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 公司近年来个人/团体客户占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司加强学科建设,强化民营连锁专业能力。在健康筛查领域建立“专精特新”学科壁垒,提速“智能个性化套餐”+“专检早筛盒子”+“专病管理服务包”,提供领先的核心专科筛查服务,打造增长新引擎。“脑睿佳”产品打造全面和深度的颅脑体检核磁检查项目,大幅提升美年健康的市场竞争力;胶囊胃镜产品助力全消化道早癌筛查;基因产品与现有体检产品相辅相成,实现院内、院外多场景检测,极大拓展基因产品使用范围。专项中心可根据客户需求提供线下检后延伸服务,已有胃肠中心、中医中心、睡眠中心、减重中心等项目在多地落地。此外,公司与多所三甲医院达成科研战略合作,强化公司专业能力。

1) 2025年5月26日,公司与上海交通大学医学院附属仁济医院达成科研合作,共同开展以体检为基础的中国自然人群幽门螺杆菌感染的流行病学研究;

2) 2025年5月16日,美年健康集团与同济大学附属同济医院达成战略合作,携手共建医防融合创新联合体。

3.2 合作达摩院,深耕AI筛查

公司与达摩院签署战略合作。5月22日,美年健康集团与阿里巴巴达摩院在上海举行战略合作签约仪式。双方将依托达摩院研发的“一扫多查”医疗AI技术,共同探索癌症、慢性病等多种重要疾病筛查,并在智能体检服务等领域开展合作。体检作为健康管理的第一道防线,关乎疾病的早发现、早诊断、早治疗。美年健康作为国内AI+医疗产业领跑者,从2017年就开始落地AI应用,以人工智能AI技术应用辅助诊断,并持续以人工智能AI技术赋能推出专精特新产品,已构建起国内领先的AI医疗应用场景。

图 25：美年健康与达摩院签署战略合作


数据来源：公司官网，西南证券整理

达摩院 DAMO PANDA 基于“平扫 CT+AI”技术，通过常规平扫 CT 影像识别胰腺癌的微小病灶，解决了传统筛查依赖增强 CT 或侵入性检查的难题，降低了筛查成本和医疗资源需求。其多癌筛查技术能通过一次平扫 CT 识别多种人眼难以察觉的病变，可应用于胰腺癌、食管癌、胃癌、结直肠癌、肝癌等多种癌症，以及骨质疏松、脂肪肝等慢性病和主动脉综合症等急症的筛查，其中胰腺癌筛查突破较快，其针对胰腺癌的 AI 模型 DAMO PANDA 敏感性和特异性分别达到 92.9% 与 99.9%，可检测人眼难以察觉的 1.5 厘米以下的肿瘤。其技术创新点在于：1) 人眼不可见病灶捕捉：通过生成式对抗网络 (GAN) 放大 CT 影像中微小结节、血管异常等细节，精准识别直径 ≤ 2 厘米的早期病灶，漏诊率较传统手段降低 82%；2) 多癌影像分析通用模型：多癌影像分析通用模型 (cancerUniT)，以 Mask Transformer 语义分割为基础，能解决多种肿瘤图像此前难以统一检测、分割和诊断的问题，适用于八种主流的高发高致死癌症 (肺、结直肠、肝、胃、乳腺、食管、胰腺、肾) 以及相关器官中的肿瘤子类型。该模型借助 Transformer 提出新颖的肿瘤表示学习方法，将肿瘤表示为 Transformer 中的语义 Query，并为不同器官中肿瘤及其子类型建立语义层次结构，让模型学习过程更加有效，实现同时输出分割、检测和诊断的预测。在一组 631 名患者的对比测试中，其肿瘤检测、分割和诊断任务的性能均优于 8 个特定器官的单模型组合，检测任务的平均敏感性达到 93%，平均特异性达到 82%。

表 6：DAMO PANDA 被认定为突破性医疗器械

时间	内容
2017.01	阿里巴巴成立达摩院，布局 AI 医疗
2020.02	紧急研发 AI 读片支持抗疫，后被科技部评为全国科技抗疫先进集体，第一代代码被国家博物馆永久收藏
2021.08	启动平扫 CT+AI 癌症筛查研究，率先探索胰腺癌早筛
2023.11	DAMO PANDA 问世，论文登上《自然·科学》
2024.02	浙江丽水开启公益试点，现已筛查超 10 万人
2024.04	斯坦福 AI 指数报告评为「年度亮点研究」，中国唯一
2024.05	世卫组织数字健康合作中心签约，向全球推广
2025.03	浙江宁波找出常规检查中未能发现的 1.5cm 早期胰腺癌
2025.04	FDA 认定为「突破性医疗器械」

数据来源：达摩院，央广网，西南证券整理

3.3 向健康管理领域迈进，打造 AI+健康管理

美年在深圳首开减重代谢门诊，树立体重管理新标杆。公司积极响应国家“体重管理年”行动计划，前瞻性布局体重管理赛道。2025年3月18日，美年健康首家减重代谢专科门诊落地深圳。美年健康打造的“三师共管”模式，整合了医生、营养师和运动指导师的专业资源，依托美年健康的大数据分析能力，携手南大菲特等合作伙伴，为超重/肥胖或有体重管理需求人群提供医疗级体重管理一站式解决方案，涵盖检测、诊断、治疗和随访的一站式服务，包括人体成分分析、肝功能、肾功能等专项检查全面评估健康状况；内分泌和代谢疾病专家面对面咨询和诊断；根据客户情况开具 GLP-1RA 类药物辅助减重；专业营养师提供个性化饮食建议；运动指导师制定合理运动计划；通过电话、微信或门诊复诊等方式全程跟踪客户的减重进展，确保全方位的关怀。此外，门诊配备的 AI 健管师提供全程陪伴服务。健管师让客户可以享受 24 小时在线咨询和健康管理建议，它基于 AI 算法和大数据分析，精准评估健康状况并制定个性化减重方案。全程陪伴与动态管理确保实时跟踪减重进展，随时调整计划以适应变化。

图 26：美年健康减重中心揭牌仪式



数据来源：美年大健康集团微信公众号，西南证券整理

此外，美年健康与信达生物签署战略合作，聚焦超重与脂肪肝客户的精准干预，代谢性疾病管理迎来新突破。美年健康依托广泛的医疗服务网络、专业体检能力和庞大健康数据库，结合信达生物在代谢疾病创新药物方面的布局，围绕“降脂”与“科学减重”协同发力，双方将建立“预防-诊断-治疗-管理”一体化诊疗路径，开展真实世界研究，借助美年健康的大数据分析和信达生物的创新药，打造优质的减重代谢门诊服务。同时，双方还会深化慢病管理 AI 应用，搭建互联网医院服务平台，联合开展市场教育与健康促进活动。

大模型+AI 智能体助力公司健康管理新征程。 1) 公司依托重点依托体检大数据与大模型技术，建设“健康小美”数智健管师平台，为用户提供一人一策的个人健康管理服务。截至 2025 年 3 月底，“健康小美”智能主检应用已上线 109 家体检中心，审核并生成超 39 万份体检报告，主检医生日处理能力显著提升，问题分类精准率达 99.8%，结论合并精准率达 93.9%，主检建议精准率达 92.9%，充分展现了 AI 技术在提升服务效率与质量方面的显著成效。

2) 持续推出血糖健康、肝健康、胃肠道健康等专精特新 AI 健康管理产品，针对血糖、肝健康、减重等细分健管领域推出专业 AI 智能体。通过向 AI 智能体输入海量健康数据，使其借助智能 workflows，为目标客户提供个体化专病管理方案、实时应答指导、健管数据分析等 AI+ 专业健管服务，实现从健康体检到普惠健康管理的跨越，支持客户在体检端到家庭端全流程主动关注健康，以及肺结节、HPV E6/E7 蛋白检测、脑睿佳、胶囊胃镜等深度专检。

AI 智能血糖管理产品：公司联合上海第六人民医院贾伟平院士团队推出，该产品的 AI 智能控糖助理“糖豆”，不仅运用可穿戴设备和 AI 技术提供动态血糖监测，而且结合功能营养素的科学调配，从用药指导、饮食调整、运动建议等方面为每位用户定制“一人一策”的个性化血糖管理方案。

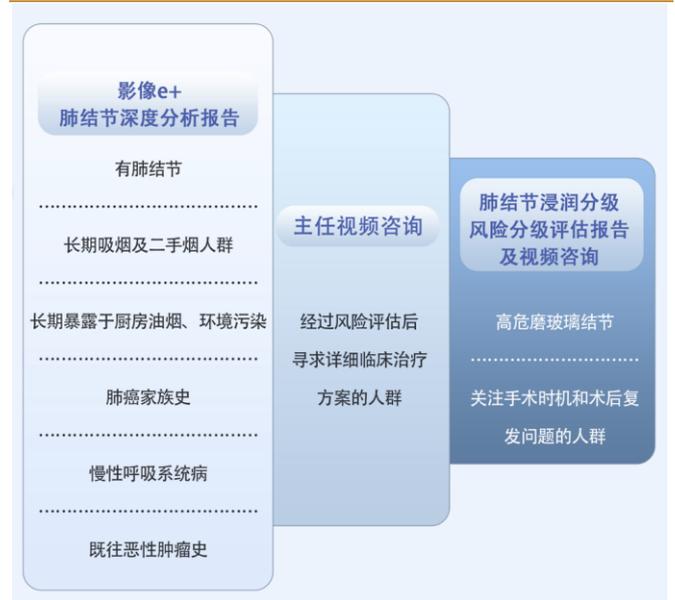
“肺结宁”：公司基于为客户提供闭环的全生命周期管理的预防医学综合解决方案的理念，摒弃传统“体检+绿通”的业务模型，为客户建立了从肺结节早筛，到肺结节早诊、随访管理、肺癌诊疗干预、健康生活方式塑造的全链条深度、遵循临床标准的肺健康风险守护体系，售价 399 元-1599 元，该产品综合七种肺癌自身抗体血液学检测、影像 e+ 回顾性肺结节深度分析报告、肺健康服务包、肺部恶性肿瘤保险（保障期限为 1 年、最高保额 10 万元的肺癌重疾保险方案）。公司在给肺结节客户提供的保险方案包括肺部恶性肿瘤保险，针对肺结节从小于 5mm 到大于 20mm 都可以进行风险保障，且一旦用户确认为恶性肿瘤，则一次性给付。

图 27：小美、健康管理、深度专检产品位于公司小程序首页



数据来源：美年大健康小程序，西南证券整理

图 28：公司“肺结宁”产品



数据来源：美年甄选小程序，西南证券整理

AI 智能“肝健康管理产品”：2024 年 11 月推出，专注于提供脂肪肝全生命周期健康管理解决方案，构建“专项体检-AI 量化评估-陪伴管理”的管理链条以打造整体肝脏健康管理闭环。尤其在陪伴管理后端，通过线上“全数据链路的脂肪肝专病管理平台”、线下“美年近 600 家分院定期组织健康主题活动”，“AI 专管师 24 小时陪伴”、“专业健康管理师的持续回访”，结合专业的“医疗（提供就医绿通、专家会诊、药物干预、手术治疗等服务）”方案、“饮食（提供健康食品、减重降脂、改善身体指标等建议）”六位一体的健康陪伴与健康促进，全方位覆盖所有脂肪肝以及高危人群，全周期进行专项健康保障。

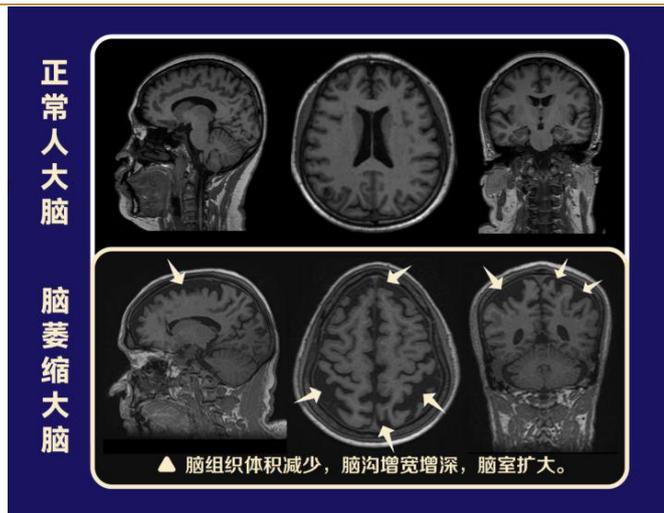
图 29：美年健康肝健康管理产品



数据来源：美年健康小程序，西南证券整理

脑睿佳：公司关注脑健康脑筛查，2022 年推出聚焦脑卒中与阿尔兹海默病早筛创新产品“脑睿佳”。产品售价 1130 元，核心检项为脑容积核磁+神经心理评估自测量表、100+脑区评估，覆盖全面和深度的颅脑体检核磁检查项目，根据公司小程序，产品目前适用人群包含脑力劳动者、记忆力下降、有脑雾症状的人群等。2023 年 12 月 19 日，复旦大学类脑人工智能科学与技术研究院、美年健康和南京景三医疗科技有限公司携手开展中国百万人群脑体检筛查计划，公司持续深耕、关注脑健康。

图 30：美年健康脑睿佳产品-根据磁共振检查结果提示脑组织异常情况



数据来源：美年健康小程序，西南证券整理

根据 2024 年公司年报，主营收入中结合 AI 技术手段取得的心肺联筛、眼底 AI、脑睿佳等产品收入为 2.2 亿元。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：假设公司体检业务客单价持续提升，2025-2027 年客单价分别提升 +3%/+5%/+8%，体检行业具有一定消费属性，考虑到消费复苏仍需一定时间，预计 2025-2027 年体检人次同比-1%/+1%/+3%；

假设 2：假设公司其他主营业务维持增长态势，2025-2027 年收入端 +11.7%/11.7%/11.7%，毛利率维持不变，分别为 53.7%/53.7%/53.7%；

假设 3：得益于 AI 赋能下公司产品多元化、盈利能力有望改善，假设公司体检业务毛利率逐渐提升，2025-2027 年分别为 43%/45%/47%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024	2025E	2026E	2027E
体检服务	收入	10,331.00	10,534.52	11,171.86	12,427.58
	yoy	-2.18%	1.97%	6.05%	11.24%
	毛利率	42.39%	43.00%	45.00%	47.00%
其他主营业务	收入	370.99	414.21	462.46	516.34
	yoy	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%
	毛利率	53.74%	53.74%	53.74%	53.74%
合计	收入	10,701.99	10,948.73	11,634.32	12,943.92
	yoy	-1.76%	2.31%	6.26%	11.26%
	毛利率	42.78%	43.41%	45.35%	47.27%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年 109.5/116.3/129.4 亿元，同比+2.3%/+6.3%/+11.3%，实现归母净利润 4.3/5.1/6.0 亿元，同比+52.4%/+18.1%/+18.8%。

5 风险提示

市场竞争风险，AI 技术进展不及预期风险，AI 政策风险，商誉减值风险，消费复苏不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10701.99	10948.73	11634.32	12943.92	净利润	408.99	560.14	637.85	733.52
营业成本	6123.34	6196.28	6358.45	6825.46	折旧与摊销	611.74	460.94	465.61	467.67
营业税金及附加	7.67	7.84	8.34	9.27	财务费用	314.82	186.31	222.64	285.85
销售费用	2545.75	2737.18	2908.58	3430.14	资产减值损失	-40.48	-30.00	-41.00	-100.00
管理费用	884.62	1029.18	1244.87	1423.83	经营营运资本变动	-522.67	-1677.56	-134.90	-280.95
财务费用	314.82	186.31	222.64	285.85	其他	889.33	13.81	116.99	219.70
资产减值损失	-40.48	-30.00	-41.00	-100.00	经营活动现金流净额	1661.73	-486.36	1267.18	1325.79
投资收益	12.45	15.00	16.00	17.00	资本支出	-390.99	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	4.41	4.41	4.41	4.41	其他	-197.06	136.09	110.41	101.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-588.05	126.09	100.41	91.41
营业利润	612.59	841.35	952.86	1090.78	短期借款	461.88	538.21	600.00	600.00
其他非经营损益	-20.07	-29.85	-28.78	-28.10	长期借款	-64.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	592.52	811.50	924.08	1062.68	股权融资	-3.72	0.00	0.00	0.00
所得税	183.53	251.36	286.23	329.16	支付股利	-74.37	-41.51	-63.27	-74.70
净利润	408.99	560.14	637.85	733.52	其他	-1140.10	-639.54	-312.64	-365.85
少数股东损益	126.75	130.00	130.00	130.00	筹资活动现金流净额	-821.29	-142.84	224.09	159.46
归属母公司股东净利润	282.24	430.14	507.85	603.52	现金流量净额	252.39	-503.11	1591.69	1576.66
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3069.64	2566.53	4158.21	5734.87	成长能力				
应收和预付款项	3401.69	3491.86	3671.55	4088.72	销售收入增长率	-1.76%	2.31%	6.26%	11.26%
存货	211.27	213.79	219.38	235.50	营业利润增长率	-30.68%	37.34%	13.25%	14.47%
其他流动资产	144.86	130.90	138.45	152.88	净利润增长率	-38.85%	36.96%	13.87%	15.00%
长期股权投资	950.72	950.72	950.72	950.72	EBITDA 增长率	-14.80%	-3.28%	10.25%	12.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1975.85	1527.44	1074.36	619.21	毛利率	42.78%	43.41%	45.35%	47.27%
无形资产和开发支出	5475.84	5464.84	5453.84	5442.84	三费率	35.00%	36.10%	37.61%	39.71%
其他非流动资产	4896.84	4755.32	4623.79	4502.27	净利率	3.82%	5.12%	5.48%	5.67%
资产总计	20126.71	19101.39	20290.31	21727.00	ROE	4.70%	6.08%	6.52%	7.02%
短期借款	2561.79	3100.00	3700.00	4300.00	ROA	2.03%	2.93%	3.14%	3.38%
应付和预收款项	2393.48	2378.42	2454.05	2646.37	ROIC	13.37%	12.02%	12.51%	14.98%
长期借款	57.02	57.02	57.02	57.02	EBITDA/销售收入	14.38%	13.60%	14.11%	14.25%
其他负债	6411.50	4355.61	4294.31	4279.87	营运能力				
负债合计	11423.79	9891.05	10505.38	11283.26	总资产周转率	0.54	0.56	0.59	0.62
股本	3914.25	3914.25	3914.25	3914.25	固定资产周转率	5.44	6.47	9.09	15.46
资本公积	2241.75	2241.75	2241.75	2241.75	应收账款周转率	3.13	3.08	3.17	3.24
留存收益	1806.97	2195.60	2640.18	3169.00	存货周转率	27.94	29.15	29.36	30.01
归属母公司股东权益	7911.96	8289.38	8733.96	9262.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.62%	—	—	—
少数股东权益	790.96	920.96	1050.96	1180.96	资本结构				
股东权益合计	8702.93	9210.34	9784.92	10443.74	资产负债率	56.76%	51.78%	51.78%	51.93%
负债和股东权益合计	20126.71	19101.39	20290.31	21727.00	带息债务/总负债	22.92%	31.92%	35.76%	38.61%
					流动比率	0.78	0.88	1.02	1.15
					速动比率	0.76	0.85	1.00	1.13
					股利支付率	26.35%	9.65%	12.46%	12.38%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1539.15	1488.59	1641.11	1844.30	每股收益	0.07	0.11	0.13	0.15
PE	71.56	46.96	39.77	33.47	每股净资产	2.22	2.35	2.50	2.67
PB	2.32	2.19	2.06	1.93	每股经营现金	0.42	-0.12	0.32	0.34
PS	1.89	1.84	1.74	1.56	每股股利	0.02	0.01	0.02	0.02
EV/EBITDA	10.78	11.69	10.05	8.46					
股息率	0.37%	0.21%	0.31%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn