

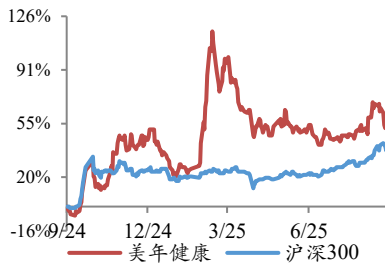
## 业绩短期承压，“All in AI”战略成果显著

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-08

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价（元）        | 5.34      |
| 近12个月最高/最低（元） | 7.79/3.22 |
| 总股本（百万股）      | 3,914     |
| 流通股本（百万股）     | 3,874     |
| 流通股比例（%）      | 98.98     |
| 总市值（亿元）       | 209       |
| 流通市值（亿元）      | 207       |

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

### 相关报告

- 【华安医药】公司点评美年健康 (002044.SZ)：AI 业务持续赋能，主业稳健发展 2025-04-25
- 【华安医药】公司点评美年健康 (002044.SZ)：Q3 表现亮眼，创新业务持续赋能 2024-11-06

### 主要观点：

#### ● 事件：

2025年8月30日，公司发布2025年半年度报告。25H1公司实现营业收入41.09亿元(同比-2.28%)，归母净利润-2.21亿元(同比-2.59%)，扣非净利润-2.38亿元(同比-6.15%)。单二季度，公司实现营业收入23.55亿元(同比-2.02%)，归母净利润0.54亿元(同比-23.81%)，扣非净利润-0.44亿元(同比-43.23%)。

#### ● 点评：

#### ● 业绩短期承压，个检业务占比持续提升

从经营情况看，2025年上半年公司体检客单价656元，25H1短期承压主要是上半年作为传统淡季，部分企业客户预算及到检后置所致。截至报告期末，公司分院总数566家，其中控股体检分院304家，在覆盖城市、分院、年体检人次总量上均稳居行业第一位。从体检人次看，2025年上半年公司共计接待955万人次(含参股分院)，其中控股体检分院接待600万人次。公司客户结构持续优化，个人客户占收入比提升至33%，团体客户占比为67%，个检业务作为重要增长引擎的趋势明显。从盈利能力看，2025年上半年医疗行业毛利率为32.71%(同比-2.76pct)；费用方面，公司持续推动提效降本，2025年上半年销售费用为9.82亿元(同比-8.75%)，管理费用为4.15亿元(同比-0.50%)。

#### ● “All in AI”战略成果显著，创新业务打开成长新空间

公司坚定“All in AI”战略，AI赋能成效显著，已成为业绩增长的核心驱动力。2025年上半年，结合AI技术手段取得的收入为1.40亿元，同比增长62.36%，主要包括心肺联筛、AI-MDT报告、肺结宁、脑睿佳等产品带来的收入。公司持续丰富“专精特新”产品矩阵，报告期内新增AI智能肝健康管理产品，并与阿里巴巴达摩院合作，共同开发基于“平扫CT+AI”的胰腺癌筛查等创新产品。在AI赋能运营方面，公司AI数智健管师“健康小美”的智能主检应用已上线188家体检中心，累计审核并生成87万份体检报告，大幅提升了主检医生的效率和诊断准确性。同时，公司通过“星羽展业智能提案系统”、超声AI质控系统工具，实现了检前、检中、检后全流程的智能化升级。公司以体检大数据为基础，构建“体检2小时，服务365天”的健康管理新业态，正从预防医疗龙头企业向全生命周期数字健康管理引领者迈进。

#### ● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计公司2025-2027年营业收入分别实现117.20/130.42/142.40亿元，同比增长9.5%/11.3%/9.2%；归母净利润分别实现6.40/8.64/10.89亿元，同比增长126.9%/34.9%/26.1%；对应EPS为0.16/0.22/0.28元；对应PE倍数为33/24/19X。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策持续影响，客单价进一步下滑，AI 应用落地不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 10702  | 11720  | 13042 | 14240 |
| 收入同比 (%)  | -1.8%  | 9.5%   | 11.3% | 9.2%  |
| 归属母公司净利润  | 282    | 640    | 864   | 1089  |
| 净利润同比 (%) | -44.2% | 126.9% | 34.9% | 26.1% |
| 毛利率 (%)   | 42.8%  | 42.8%  | 43.8% | 44.7% |
| ROE (%)   | 3.6%   | 7.5%   | 9.2%  | 10.4% |
| 每股收益 (元)  | 0.07   | 0.16   | 0.22  | 0.28  |
| P/E       | 65.57  | 32.64  | 24.20 | 19.19 |
| P/B       | 2.27   | 2.45   | 2.22  | 1.99  |
| EV/EBITDA | 9.17   | 12.50  | 10.05 | 8.22  |

资料来源: ifind, 华安证券研究所预测

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>流动资产</b>    | 6827  | 7418   | 8563  | 10046 |  |
| 现金             | 3070  | 3376   | 4162  | 5341  |  |
| 应收账款           | 2854  | 3093   | 3406  | 3679  |  |
| 其他应收款          | 391   | 423    | 453   | 475   |  |
| 预付账款           | 225   | 235    | 249   | 260   |  |
| 存货             | 211   | 223    | 234   | 241   |  |
| 其他流动资产         | 77    | 68     | 59    | 51    |  |
| <b>非流动资产</b>   | 13299 | 13489  | 13633 | 13746 |  |
| 长期投资           | 951   | 901    | 851   | 851   |  |
| 固定资产           | 1886  | 1835   | 1767  | 1536  |  |
| 无形资产           | 393   | 448    | 499   | 552   |  |
| 其他非流动资产        | 10070 | 10305  | 10517 | 10808 |  |
| <b>资产总计</b>    | 20127 | 20907  | 22196 | 23792 |  |
| <b>流动负债</b>    | 8726  | 8559   | 8767  | 8991  |  |
| 短期借款           | 2562  | 2462   | 2262  | 2162  |  |
| 应付账款           | 1235  | 1322   | 1425  | 1509  |  |
| 其他流动负债         | 4930  | 4775   | 5080  | 5320  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 2697  | 2828   | 2803  | 2778  |  |
| 长期借款           | 57    | 47     | 37    | 27    |  |
| 其他非流动负债        | 2640  | 2781   | 2766  | 2751  |  |
| <b>负债合计</b>    | 11424 | 11387  | 11570 | 11769 |  |
| 少数股东权益         | 791   | 972    | 1215  | 1522  |  |
| 股本             | 3914  | 3914   | 3914  | 3914  |  |
| 资本公积           | 2242  | 2237   | 2237  | 2237  |  |
| 留存收益           | 1756  | 2396   | 3260  | 4350  |  |
| 归属母公司股东权       | 7912  | 8548   | 9411  | 10501 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 20127 | 20907  | 22196 | 23792 |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 1662  | 1543   | 2084  | 2335  |  |
| 净利润            | 409   | 821    | 1107  | 1397  |  |
| 折旧摊销           | 1358  | 750    | 757   | 752   |  |
| 财务费用           | 319   | 157    | 150   | 143   |  |
| 投资损失           | -12   | 0      | 0     | 0     |  |
| 营运资金变动         | -599  | -141   | 45    | 17    |  |
| 其他经营现金流        | 1196  | 918    | 1088  | 1406  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -588  | -890   | -923  | -889  |  |
| 资本支出           | -400  | -1014  | -1009 | -924  |  |
| 长期投资           | -248  | 56     | 56    | 5     |  |
| 其他投资现金流        | 59    | 69     | 30    | 30    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -821  | -347   | -375  | -268  |  |
| 短期借款           | 462   | -100   | -200  | -100  |  |
| 长期借款           | -65   | -10    | -10   | -10   |  |
| 普通股增加          | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加         | -4    | -5     | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | -1214 | -232   | -165  | -158  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 252   | 306    | 786   | 1179  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>营业收入</b>     | 10702 | 11720  | 13042 | 14240 |  |
| 营业成本            | 6123  | 6704   | 7330  | 7875  |  |
| 营业税金及附加         | 8     | 8      | 9     | 10    |  |
| 销售费用            | 2546  | 2813   | 3065  | 3275  |  |
| 管理费用            | 885   | 996    | 1083  | 1139  |  |
| 财务费用            | 315   | 80     | 65    | 39    |  |
| 资产减值损失          | -40   | -7     | -6    | -6    |  |
| 公允价值变动收益        | 4     | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 12    | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>营业利润</b>     | 613   | 1073   | 1440  | 1811  |  |
| 营业外收入           | 8     | 8      | 8     | 8     |  |
| 营业外支出           | 28    | 28     | 28    | 28    |  |
| <b>利润总额</b>     | 593   | 1053   | 1420  | 1791  |  |
| 所得税             | 184   | 232    | 312   | 394   |  |
| <b>净利润</b>      | 409   | 821    | 1107  | 1397  |  |
| 少数股东损益          | 127   | 181    | 244   | 307   |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 282   | 640    | 864   | 1089  |  |
| EBITDA          | 2318  | 1883   | 2242  | 2582  |  |
| EPS (元)         | 0.07  | 0.16   | 0.22  | 0.28  |  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |       |
| 营业收入            | -1.8%  | 9.5%   | 11.3%  | 9.2%  |
| 营业利润            | -30.7% | 75.1%  | 34.2%  | 25.8% |
| 归属于母公司净利        | -44.2% | 126.9% | 34.9%  | 26.1% |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |       |
| 毛利率 (%)         | 42.8%  | 42.8%  | 43.8%  | 44.7% |
| 净利率 (%)         | 2.6%   | 5.5%   | 6.6%   | 7.7%  |
| ROE (%)         | 3.6%   | 7.5%   | 9.2%   | 10.4% |
| ROIC (%)        | 4.4%   | 5.7%   | 7.1%   | 8.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |       |
| 资产负债率 (%)       | 56.8%  | 54.5%  | 52.1%  | 49.5% |
| 净负债比率 (%)       | 131.3% | 119.6% | 108.9% | 97.9% |
| 流动比率            | 0.78   | 0.87   | 0.98   | 1.12  |
| 速动比率            | 0.73   | 0.81   | 0.92   | 1.06  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |       |
| 总资产周转率          | 0.54   | 0.57   | 0.61   | 0.62  |
| 应收账款周转率         | 3.79   | 3.94   | 4.01   | 4.02  |
| 应付账款周转率         | 5.00   | 5.24   | 5.34   | 5.37  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |       |
| 每股收益            | 0.07   | 0.16   | 0.22   | 0.28  |
| 每股经营现金流薄)       | 0.42   | 0.39   | 0.53   | 0.60  |
| 每股净资产           | 2.02   | 2.18   | 2.40   | 2.68  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |       |
| P/E             | 65.57  | 32.64  | 24.20  | 19.19 |
| P/B             | 2.27   | 2.45   | 2.22   | 1.99  |
| EV/EBITDA       | 9.17   | 12.50  | 10.05  | 8.22  |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 华安证券研究所副所长, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师:** 钱琨, 医药行业分析师, 主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕, 曾任职于美敦力(上海)管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。