

Q3 旺季利润环比增长显著， AI 业务持续高增长

核心观点

公司 2025Q3 收入环比改善，利润环比增长显著。展望 Q4 和明年，公司在心肺联筛、AI-MDT、AI 智能肝健康等专精特新产品基础上，推进与达摩院“平扫 CT+AI”胰腺癌筛查商业化，继续带动产品附加值和客单价稳定提升；公司持续推动“团检公域引流、个检私域沉淀”的流量转化，提升服务差异化和个检裂变，有助于促进体检旺季的到检量改善；在成本端，“健康小美”有助于提升体检效率，“星羽展业智能提案系统”等工具有助于提升重点行业的团单渗透效率，公司利润空间有望逐步释放。

事件

公司发布 2025 年三季报

公司 2025 年前三季度实现营收 69.25 亿元、同比下滑 3.01%，归母净利润 0.52 亿元、同比增长 110.53%，扣非归母净利润 0.12 亿元、同比增长 50.13%，EPS 为 0.01 元、同比持平。

简评

Q3 旺季收入环比改善，利润环比增长显著

公司 2025 年前三季度实现营收 69.25 亿元、同比下滑 3.01%，归母净利润 0.52 亿元、同比增长 110.53%，扣非归母净利润 0.12 亿元、同比增长 50.13%。Q3 单季度公司实现营收 28.16 亿元、同比下滑 4.06%、环比增长 19.57%，归母净利润 2.73 亿元、同比增长 13.65%、环比增长 406.20%，扣非归母净利润 2.51 亿元、同比增长 7.69%、环比增长 469.55%，符合公司此前发布的业绩预告。Q3 收入环比改善，主要是进入 Q3 旺季，公司积极推动增收促检工作，重点客户签单占比与到检情况有所改善；利润环比增长显著，主要是公允价值变动收益 2666 万元、同比增加 245.34%，信用减值损失 3633 万元、同比减少 32.76%。

美年健康 (002044. SZ)

维持

增持

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

华冉

huanan@csc.com.cn

010-56135321

SAC 编号:S1440525100002

发布日期：2025 年 11 月 23 日

当前股价：5.19 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.57/2.32	-11.58/-13.41	0.97/-12.89
12 月最高/最低价 (元)		7.51/4.19
总股本 (万股)		391,425.39
流通 A 股 (万股)		387,422.76
总市值 (亿元)		203.15
流通市值 (亿元)		201.07
近 3 月日均成交量 (万)		10244.07
主要股东：杭州灏月企业管理 有限公司		8.02%

股价表现



团检+个检双轮驱动，检后服务探索新空间

公司持续推进“团个检双轮驱动”战略，通过“团检公域引流，个检私域沉淀”的路径优化客户结构，25H1 个人客户占收入比提升至 33%，2024 年全年该比例为 24.1%。公司积极围绕重点学科布局，打造“筛查-诊断-干预-管理”的完整健康管理闭环，报告期内，公司引入 GLP-1RA 等最新减重药物，截至 9 月底公司开设 33 家减重代谢门诊，从体检筛查向下游的健康干预和慢病管理服务延伸，探索新的成长空间。

AI 赋能产品+运营，增长质量持续提升

产品端，公司持续推广心肺联筛、AI-MDT 报告、肺结宁、脑睿佳等“专精特新”产品，并推出 AI 智能血糖/肝健康管理等新业务，与阿里巴巴达摩院合作探索“平扫 CT+AI”胰腺癌筛查技术的商业化落地。2025 年前三季度结合 AI 技术手段取得的收入约为 2.50 亿元、同比增长 71.02%。运营端，公司与华为等合作的健康管理 AI 机器人“健康小美”应用范围持续扩大，截至报告期末，“健康小美”智能主检系统已上线 217 家体检中心，累计审核并生成超 300 万份体检报告，覆盖面和应用深度持续提升，有效提高运营效率。

提效降本成果显现，经营性现金流大幅改善

2025Q3 公司毛利率 46.06%、同比提高 0.63 个百分点，收入下滑的同时毛利率提升，预计和公司实施提效降本措施有关。销售费用率 21.00%、同比降低 0.86 个百分点，管理费用率 7.76%、同比提高 0.20 个百分点，研发费用率 0.44%、同比提高 0.03 个百分点，财务费用率 2.75%、同比降低 0.01 个百分点，基本保持稳定。公允价值变动收益 2666 万元、同比增加 245.34%，主要系本期其他非流动金融资产的公允价值变动较上年同期增加所致；信用减值损失 3633 万元、同比减少 32.76%，主要系计提信用减值损失减少所致。

展望 Q4 和明年，利润端有望持续改善

展望 Q4 和明年，公司在心肺联筛、AI-MDT、AI 智能肝健康等专精特新产品基础上，推进与达摩院“平扫 CT+AI”胰腺癌筛查商业化，继续带动产品附加值和客单价稳定提升；公司持续推动“团检公域引流、个检私域沉淀”的流量转化，提升服务差异化和个检裂变，有助于促进体检旺季的到检量改善；在成本端，“健康小美”有助于提升体检效率，“星羽展业智能提案系统”等工具有助于提升重点行业的团单渗透效率，公司利润空间有望逐步释放。

盈利预测与估值

短期来看，Q4 是全年体检最旺季，到检量有望继续环比改善，AI 专精特新产品推出有助于稳健提升产品客单价，降本措施持续落地，利润同比和环比均有望改善。中长期来看，公司作为个人健康管理的入口，在 AI 和创新产品的加持下，有望持续打造平台价值，助力收入增长。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入分别为 106.36、115.38 和 128.18 亿元，分别同比变动-0.62%、+8.48%和+11.10%；归母净利润分别为 3.94、5.75 和 7.62 亿元，分别同比增长 39.56%、46.05%和 32.47%。根据 2025 年 11 月 21 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 分别为 51.58、35.31 和 26.66 倍，维持“增持”评级。

表 1: 财务摘要 (百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,893.54	10,701.99	10,635.78	11,537.78	12,818.19
增长率(%)	27.67	-1.76	-0.62	8.48	11.10
归属母公司股东净利润	505.62	282.24	393.88	575.28	762.07
增长率(%)	194.84	-44.18	39.56	46.05	32.47
每股收益 EPS(元)	0.13	0.07	0.10	0.15	0.19
市盈率(P/E)	40.18	71.98	51.58	35.31	26.66

资料来源: iFind, 中信建投证券, 注: 市盈率以 2025/11/21 收盘价计算

风险分析

1) 人力资源储备不足风险: 能否吸引、培养、留住高素质的技术人才和管理人才, 是影响公司未来发展的关键性因素。如果公司不能持续吸引足够的技术人才和管理人才, 且不能在人才培养和激励方面进行机制创新, 公司将在发展过程中面临人才短缺风险。

2) 医疗质量风险: 随着公司体检业务规模不断扩大, 体检中心日常接待客流量逐步上升, 尽管健康体检服务的基本特征是以先进设备和规范操作采集数据和发现疾病线索, 出现医疗风险概率较低, 但也存在因不确定性因素导致发生漏检、误检及医疗纠纷的风险。

3) 行业政策风险: 随着我国医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障体制的逐步完善, 行业相关的监管政策可能存在一定调整和完善, 如果公司不能快速适应市场规则和监管政策的变化, 可能会对公司的经营产生一定不利影响。

4) 医疗运营风险: 体检机构并购后存在整合及经营管理风险, 机构经营存在医疗安全、医疗质量及运营等相关风险。

5) 以上部分风险具有不可预测性(如宏观经济环境波动、公司改变经营计划等), 我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

表 2:财务报表（百万元）

资产负债表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,474.05	6,827.46	5,324.58	6,821.30	8,622.61
现金	2,771.41	3,069.64	1,414.02	2,581.99	3,916.14
应收票据及应收账款合计	2,796.85	2,856.07	2,924.14	3,172.13	3,524.16
其他应收款	382.73	390.88	401.00	435.01	483.28
预付账款	179.90	224.89	188.89	204.91	227.65
存货	227.09	211.27	232.70	250.41	276.04
其他流动资产	116.07	74.71	163.83	176.86	195.34
非流动资产	12,982.61	13,299.25	12,254.92	11,199.74	10,349.50
长期投资	896.19	950.72	927.47	904.23	880.98
固定资产	4,924.78	4,808.62	4,067.96	3,324.95	2,579.58
无形资产	330.47	393.48	329.54	265.28	200.69
其他非流动资产	6,831.17	7,146.44	6,929.93	6,705.27	6,688.24
资产总计	19,456.66	20,126.71	17,579.50	18,021.04	18,972.11
流动负债	8,196.94	8,726.43	6,482.02	6,990.00	7,719.18
短期借款	2,099.91	2,561.79	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,214.27	1,234.79	1,299.61	1,398.48	1,541.61
其他流动负债	4,882.77	4,929.85	5,182.41	5,591.52	6,177.57
非流动负债	2,849.73	2,697.36	1,979.35	1,306.51	725.08
长期借款	2,479.33	2,446.20	1,728.19	1,055.35	473.92
其他非流动负债	370.39	251.16	251.16	251.16	251.16
负债合计	11,046.67	11,423.79	8,461.38	8,296.51	8,444.26
少数股东权益	712.20	790.96	856.17	951.41	1,077.58
股本	3,914.25	3,914.25	3,914.25	3,914.25	3,914.25
资本公积	2,245.47	2,241.75	2,241.75	2,241.75	2,241.75
留存收益	1,538.06	1,755.96	2,105.94	2,617.12	3,294.26
归属母公司股东权益	7,697.79	7,911.96	8,261.95	8,773.12	9,450.27
负债和股东权益	19,456.66	20,126.71	17,579.50	18,021.04	18,972.11
利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,893.54	10,701.99	10,635.78	11,537.78	12,818.19
营业成本	6,232.31	6,123.34	6,324.34	6,805.48	7,502.00
营业税金及附加	6.48	7.67	6.72	7.29	8.09
销售费用	2,562.90	2,545.75	2,552.59	2,745.99	3,012.27
管理费用	832.00	884.62	893.41	946.10	1,025.46
研发费用	62.65	54.96	63.81	69.23	76.91
财务费用	299.02	314.82	149.10	60.51	25.71

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

A 股公司简评报告

资产减值损失	-88.79	-40.48	-57.33	-62.19	-69.09
信用减值损失	8.52	-148.04	-53.18	-57.69	-64.09
其他收益	23.23	21.92	24.77	24.77	24.77
公允价值变动收益	41.90	4.41	4.00	0.00	0.00
投资净收益	7.58	12.45	6.36	6.36	6.36
资产处置收益	-6.89	-8.49	-7.85	-7.85	-7.85
营业利润	883.71	612.59	562.59	806.59	1,057.84
营业外收入	5.69	7.96	6.44	6.44	6.44
营业外支出	41.34	28.03	39.22	39.22	39.22
利润总额	848.06	592.52	529.81	773.81	1,025.06
所得税	179.23	183.53	70.72	103.29	136.82
净利润	668.82	408.99	459.09	670.52	888.24
少数股东损益	163.20	126.75	65.21	95.24	126.16
归属母公司净利润	505.62	282.24	393.88	575.28	762.07
EBITDA	2,516.18	2,265.36	1,708.16	1,866.25	1,877.77
EPS（元）	0.13	0.07	0.10	0.15	0.19
现金流量表					
经营活动现金流	2,023.56	1,661.73	1,790.68	1,942.42	2,003.19
净利润	668.82	408.99	459.09	670.52	888.24
折旧摊销	1,369.10	1,358.02	1,029.25	1,031.93	826.99
财务费用	299.02	314.82	149.10	60.51	25.71
投资损失	-7.58	-12.45	-6.36	-6.36	-6.36
营运资金变动	-351.50	-603.35	164.64	179.23	262.03
其他经营现金流	45.69	195.71	-5.04	6.58	6.58
投资活动现金流	-567.09	-588.05	26.49	23.02	23.02
资本支出	149.54	565.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	-288.27	-248.83	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-428.36	-904.45	26.49	23.02	23.02
筹资活动现金流	-695.27	-821.29	-3,472.79	-797.46	-692.06
短期借款	456.33	461.88	-2,561.79	0.00	0.00
长期借款	149.02	-33.14	-718.00	-672.85	-581.43
其他筹资现金流	-1,300.62	-1,250.03	-193.00	-124.62	-110.64
现金净增加额	761.19	252.39	-1,655.62	1,167.98	1,334.15

资料来源：iFind，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI 医疗板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk