

医药生物

2025 年 03 月 25 日

美年健康 (002044)

——转型高质量发展，AI 赋能民营体检龙头不断壮大

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- **深耕体检行业，专业健康体检龙头转型高质量发展。**美年健康成立于 2004 年，持续深耕体检行业，四大品牌“美年健康”、“慈铭”、“奥亚”及“美兆”协同发展。公司在客户资源及收入规模层面，具备明显优势，2023 年全年体检服务人次达 2834 万人，其中控股体检中心总接待人次为 1755 万人。在保持营业收入持续增长的趋势下，公司持续围绕“保质、增收、提效、降本”等重点工作，不断提升盈利能力。2023 年和 2024 年前三季度公司实现归母净利润的扭亏，盈利能力逐步修复。
- **需求带动增长，体检行业潜力巨大。**从健康体检总量来看，体检人次由 2009 年的 2.3 亿增长至 2022 年的 5.03 亿，年复合增长率 6.20%。预计到 2025 年，我国健康体检市场规模将突破 3,900 亿元。公立医院仍占据体检市场主导地位，在支持社会办医发展等政策的驱动下，民营医院健康检查人次占比逐年提升，由 2016 年占比 14.85% 提升至 2022 年占比 20.99%。其中美年健康为全国民营体检龙头企业。截至 2024 年 6 月 30 日，分院总数 608 家，覆盖全国 30 多个省（自治区、直辖市），其中控股分院 310 家，在覆盖城市、分院、年体检人次总量上均稳居行业第一位。以 2016-2022 年美年健康集团到检人次占全国健康体检人次比重来看，从 2016 年的 3.32% 提升至 2022 年 5.89%。
- **提质增效，AI 助力民营体检龙头不断壮大。**公司 2020 年开启全面转型升级，构建健康产业生态圈，2023 年提出 All in AI 战略。公司以 AI 为核心工具，搭建以扁鹊 SAAS 智慧体检数字化管理平台、AI 技术和医疗大数据作为“3 个支撑”的医疗质量管理体系。重塑体检全链条，锻造出新服务新标准，覆盖检前、检中、检后全流程。公司围绕重点学科，推出一系列创新产品，强化癌症早筛体检项目研发，满足客户深度体检需求。公司借助技术更新持续发挥健康体检服务优势，高客单价产品（如肺结节、脑睿佳）更具针对性和特色，叠加 AI 技术，销量保持高增长。
- **盈利预测与估值。**公司 2024-2026 年营业收入预期分别为 105.99、116.14、127.31 亿元，增速分别为-2.71%、9.58%、9.62%。归母净利润 2024-2026 年预期分别为 3.49、5.62、7.98 亿元，增速分别为-31.0%、61.2%、42%。我们采用平均 PS 估值法对公司进行估值，2025 年行业平均 PS 为 2.5 倍，给予公司平均 PS 估值，则目标市值为 285 亿，相较 3 月 24 日最新市值还有 27.5% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**（1）医疗质量风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）客流量增长不及预期的风险；（4）商誉减值风险；（5）连锁化经营带来的经营管理风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	10,894	7,141	10,599	11,614	12,731
同比增长率（%）	26.4	-2.0	-2.7	9.6	9.6
归母净利润（百万元）	506	25	349	562	798
同比增长率（%）	-	-89.0	-31.0	61.2	42.0
每股收益（元/股）	0.13	0.01	0.09	0.14	0.20
毛利率（%）	42.8	39.7	41.0	41.5	42.1
ROE（%）	6.6	0.3	4.4	6.7	8.7
市盈率	44		64	40	28

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 03 月 24 日
收盘价（元） 5.71
一年内最高/最低（元） 7.79/3.22
市净率 2.9
股息率%（分红/股价） 0.33
流通 A 股市值（百万元） 22,112
上证指数/深证成指 3,370.03/10,695.49
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产（元） 1.96
资产负债率% 55.68
总股本/流通 A 股（百万） 3,914/3,872
流通 B 股/H 股（百万） -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com

研究支持

余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com

联系人

余玉君
(8621)23297818x
yuyj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司 2024-2026 年营业收入预期分别为 105.99、116.14、127.31 亿元，增速分别为-2.71%、9.58%、9.62%。归母净利润 2024-2026 年预期分别为 3.49、5.62、7.98 亿元，增速分别为-31.0%、61.2%、42%。我们采用平均 PS 估值法对公司进行估值，2025 年行业平均 PS 为 2.5 倍，给予公司平均 PS 估值，则目标市值为 285 亿，相较 3 月 24 日最新市值还有 27.5% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

公司主营业务为医疗行业服务收入，主要包括体检服务收入。关键假设基本围绕体检业务进行预测分析：(1) 体检服务收入：拆分为体检人次数和平均客单价。2024-2026 年体检人次数增速分别预期为-8%、5%、5%；平均客单价增速分别预期为 5%、4%、4%。则 2024-2026 年公司体检服务收入预期分别为 102.02、111.41、121.66 亿元，增速分别为-3.4%、9.2%、9.2%。(2) 公司医疗行业收入 2024-2026 年预期分别为 105.73、115.86、127.0 亿元，增速分别为-2.73%、9.58%、9.61%。

有别于大众的认识

(1) 市场认为：体检行业竞争激烈，公司体检业务相较于公立医院优势不突出。**我们认为**：当前国内体检市场还在发展初期，规范化程度、高质量程度还在逐步提升中，体检行业市场远大，公司与公立医院并不是直接竞争关系，而是补充与共同发展的关系。

(2) 市场认为：公司有 600 多家体检机构，规模较大的情况下，管理半径有限，盈利能力很难大幅改善。**我们认为**：体检业务是规模化业务，品牌依赖度较高，公司的全国布局体系是其发展的很大优势。近几年公司在内部提质增效方面做了较多工作，在人力成本、运营费用等很多固定成本费用方面进行控制，随着公司收入规模的进一步恢复增长，净利润率有望进一步提升。

股价表现的催化剂

(1) 公司 AI 医疗相关产品和应用的不断推出和落地；(2) 体检行业相关支持政策出台；(3) 公司净利润率不断稳步提升。

核心假设风险

(1) 医疗质量风险；(2) 市场竞争加剧风险；(3) 客流量增长不及预期的风险；(4) 商誉减值风险；(5) 连锁化经营带来的经营管理风险。

目录

1. 深耕体检行业，专业健康体检龙头转型高质量发展.....	5
1.1 打造专业体检连锁，四大品牌协同发展	5
1.2 股权结构稳定，激励计划稳固发展信心	6
1.3 营收不断发展，盈利能力逐渐修复	7
2. 需求带动增长，体检行业潜力巨大	8
2.1 人口老龄化趋势加强，行业需求持续增长	8
2.2 政策支持下，体检行业蓬勃发展.....	9
2.3 体检行业规模持续增长，民营体检人次占比逐年提升.....	10
3 提质增效，AI 助力民营体检龙头不断壮大.....	12
3.1 参转控扩大上市公司版图，门店增长驱动客流持续增长	12
3.2 团检个检共同发展，客单价逐年提升.....	13
3.3 数字化转型叠加 AI 赋能，打造集团数据管理闭环	14
4 盈利预测与估值.....	16
4.1 关键假设与盈利预测.....	16
4.2 相对估值分析：公司目标市值为 285 亿	16
5 风险提示	18

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/096225100220011101>