

# 美年健康 (002044.SZ)

## AI 赋能中短期降本增效，中长期激活 C 端生态圈

体检行业的特殊属性带来 AI 技术强赋能可能，贯通体检前-中-后全流程。体检数据量庞大，是天然流量入口。公司旗下分院总数 600 余家，在覆盖城市、分院、年体检人次总量上均稳居行业第一位，作为流量的入口，拥有得天独厚的优势，且发力 AI 较早，已推出多个落地产品，未来有望凭借健康数据体量在现有产品的基础上实现深耕，开发全新的健康管理估值空间。相比于其他行业，体检行业劳动力密集并且劳动重复性高。考虑到体检行业的特殊性，需要大量劳动力的堆积，包括主检医生、导诊人员等等，而这部分操作是可以通过当下的 AI 技术进行效率提升的，有望在短期实现降本增效。公司每年近 3000 万体检人次产生的海量大数据既可以用来开发产品，也有望作为数据资产实现更多价值。

**All in AI 全力以赴，5 个维度重塑体检价值链。**2021 年，公司提出“AI in 数字化”战略，2024 年，公司将其升级为“All in AI”，持续深度挖掘独有的累计过亿人次的影像数据及 2 亿人次的结构化健康数据资产价值，不断深化 AI 大数据创新力与 AIGC 科技产品力，不断推进数智 AI 人工智能技术与医疗服务领域的深度融合和创新应用。健康管理场景，公司重点推出 AI 机器人“健康小美”；慢病专管场景，公司率先推出 AI 智能控糖助理“糖豆”；辅助诊断工具方面，公司推出多维度脑健康风险智能评估“脑睿佳”等多款产品；针对内部降本增效，公司推出“健康小美”智能主检系统、AI 智能销售助手“美年小星”。

**中长期的维度看，AI 赋能有望助力公司激活 C 端生态圈。**公司强势布局私域生态圈，在 AI 助力下 C 端生态圈功能将进一步激活，通过多维度报告解读与个性化干预将流量引入生态圈，借助个性化健康管理工具的互动性让用户更愿意频繁使用这些工具，从而提升用户对健康管理的参与度和黏性，凭借 AI 的实时监测与反馈促进高频使用，形成生态圈高质量运营。**专业体检行业的领军企业，持续推动内生增长与外延扩张相结合的高质量发展。**截至 2024 年 6 月 30 日，公司旗下已拥有 608 家体检中心，基本实现全国范围的全面覆盖。公司通过参股转控股的扩展模式，随着旗下体检中心的成熟度不断提升，有望实现内生增长与并购扩张并重的可持续发展。近几年，公司年体检服务人次持续突破 2500 万，业绩波动逐渐修复，盈利空间有望进一步释放。公司不断推出创新体检产品，优化业务结构，2024 年上半年客单价达到 653 元，延续增长趋势。

**盈利预测与估值：**我们预测，2024-2026 年公司实现营业收入 108.26 亿元、120.99 亿元、130.98 亿元，分别同比-0.6%/+11.8%/+8.3%，归母净利润 3.26 亿元、6.17 亿元、8.13 亿元，同比-35.5%/+89.2%/+31.7%，PE 为 74X/39X/30X，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**AI 应用落地不及预期的风险；医疗质量风险；市场竞争加剧风险；连锁化经营带来的经营管理风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,616	10,894	10,826	12,099	13,098
增长率 yoy (%)	-6.5	26.4	-0.6	11.8	8.3
归母净利润 (百万元)	-559	506	326	617	813
增长率 yoy (%)	-1,007.8	190.4	-35.5	89.2	31.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.14	0.13	0.08	0.16	0.21
净资产收益率 (%)	-7.6	6.6	4.1	7.3	8.8
P/E (倍)	—	47.8	74.2	39.2	29.8
P/B (倍)	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6

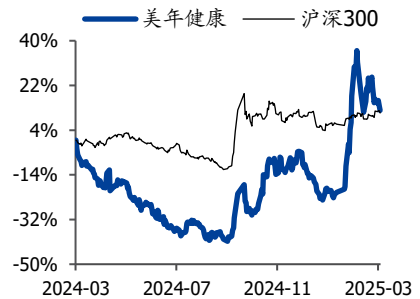
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 20 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	医疗服务
03 月 20 日收盘价 (元)	6.18
总市值 (百万元)	24,190.09
总股本 (百万股)	3,914.25
其中自由流通股 (%)	98.93
30 日日均成交量 (百万股)	277.15

#### 股价走势



#### 作者

分析师	张金洋
执业证书编号:	S0680519010001
邮箱:	zhangjinyang@gszq.com
分析师	胡佑碧
执业证书编号:	S0680519010003
邮箱:	huruobi@gszq.com
分析师	徐雨涵
执业证书编号:	S0680524040006
邮箱:	xuyuhan@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5511	6474	7476	8968	10497
现金	1995	2771	3970	5123	6396
应收票据及应收账款	2564	2797	2747	3032	3242
其他应收款	365	383	379	420	452
预付账款	136	180	183	204	220
存货	224	227	130	120	116
其他流动资产	226	116	67	68	71
<b>非流动资产</b>	12868	12983	13323	13582	13700
长期投资	979	896	806	725	645
固定资产	2164	2049	2092	2126	2150
无形资产	302	330	378	427	472
其他非流动资产	9424	9707	10048	10303	10433
<b>资产总计</b>	18379	19457	20799	22549	24197
<b>流动负债</b>	7785	8197	9145	10085	10710
短期借款	1644	2100	2519	3022	3424
应付票据及应付账款	1280	1214	1368	1463	1388
其他流动负债	4861	4883	5257	5600	5899
<b>非流动负债</b>	2492	2850	2806	2884	2941
长期借款	17	122	168	209	222
其他非流动负债	2475	2728	2638	2674	2720
<b>负债合计</b>	10277	11047	11950	12969	13652
少数股东权益	732	712	873	1079	1349
股本	3914	3914	3914	3914	3914
资本公积	2427	2245	2245	2245	2245
留存收益	1093	1599	1877	2403	3097
归属母公司股东权益	7370	7698	7976	8502	9195
<b>负债和股东权益</b>	18379	19457	20799	22549	24197

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1553	2024	1973	2088	2393
净利润	-502	669	487	823	1084
折旧摊销	1399	1369	768	860	986
财务费用	289	304	144	169	193
投资损失	4	-8	-2	-6	-7
营运资金变动	194	-354	369	62	-60
其他经营现金流	168	44	207	181	197
<b>投资活动现金流</b>	-238	-567	-1162	-1255	-1268
资本支出	-401	-388	-1213	-1173	-1191
长期投资	-45	-288	80	71	66
其他投资现金流	208	109	-29	-153	-143
<b>筹资活动现金流</b>	-1611	-695	388	320	148
短期借款	196	456	420	502	402
长期借款	-644	105	46	41	12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-135	-182	0	0	0
其他筹资现金流	-1029	-1074	-78	-223	-267
<b>现金净增加额</b>	-297	761	1199	1153	1273

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8616	10894	10826	12099	13098
营业成本	5649	6232	6314	6930	7398
营业税金及附加	5	6	6	7	8
营业费用	2059	2563	2597	2858	2986
管理费用	803	832	834	930	982
研发费用	56	63	83	73	77
财务费用	289	299	89	90	91
资产减值损失	-36	-89	-100	-30	-21
其他收益	30	23	11	12	16
公允价值变动收益	19	42	0	0	0
投资净收益	-4	8	2	6	7
资产处置收益	-8	-7	-8	-6	-7
<b>营业利润</b>	-408	884	709	1121	1464
营业外收入	6	6	3	6	6
营业外支出	49	41	93	79	89
<b>利润总额</b>	-451	848	619	1048	1381
所得税	51	179	132	225	297
<b>净利润</b>	-502	669	487	823	1084
少数股东损益	57	163	161	206	271
<b>归属母公司净利润</b>	-559	506	326	617	813
EBITDA	1309	2598	1475	1998	2457
EPS (元/股)	-0.14	0.13	0.08	0.16	0.21

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.5	26.4	-0.6	11.8	8.3
营业利润(%)	-204.5	316.8	-19.8	58.2	30.6
归属母公司净利润(%)	-1007.8	190.4	-35.5	89.2	31.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.4	42.8	41.7	42.7	43.5
净利率(%)	-6.5	4.6	3.0	5.1	6.2
ROE(%)	-7.6	6.6	4.1	7.3	8.8
ROIC(%)	-0.7	6.9	3.7	5.4	6.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.9	56.8	57.5	57.5	56.4
净负债比率(%)	40.4	33.9	26.5	18.5	9.1
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.4	4.1	3.9	4.2	4.2
应付账款周转率	5.0	5.0	4.9	4.9	5.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.14	0.13	0.08	0.16	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.52	0.50	0.53	0.61
每股净资产(最新摊薄)	1.88	1.97	2.04	2.17	2.35
<b>估值比率</b>					
P/E	—	47.8	74.2	39.2	29.8
P/B	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	20.8	10.2	18.0	13.0	10.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月20日收盘价

## 内容目录

AI 变革可以给美年带来什么？——All in AI 发力健康管理，数据优势助力落地场景丰富 .....	4
为什么 AI 对公司的赋能会更突出？ .....	4
内部降本增效——以智能主检系统为例 .....	4
健康管理场景——以 AI 机器人“健康小美”为例 .....	6
慢病专管场景——以 AI 智能控糖助理“糖豆”为例 .....	7
辅助诊断工具——以多维度脑健康风险智能评估“脑睿佳”为例 .....	9
数据资产——价值挖掘值得期待 .....	11
老龄化程度加剧、健康意识增强，健康体检消费需求持续释放 .....	13
民营体检行业龙头，数字化转型推动高质量发展 .....	17
盈利预测与估值 .....	22
可比公司估值 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 不同体检流程对应的人力投入 .....	5
图表 2: 2018-2023 年公司人力开支情况 .....	5
图表 3: 健康小美部分功能界面示例 .....	7
图表 4: “糖豆”功能介绍 .....	8
图表 5: 公司创新筛查产品“脑睿佳” .....	9
图表 6: 公司 AI 技术产品应用 .....	10
图表 7: 2024 年度北京市首笔公立医院数据资产登记凭证 .....	12
图表 8: 2012-2023 年我国 65 周岁及以上人口数量及占比持续提升 .....	13
图表 9: 2012-2024 年居民人均医疗保健支出稳步增长 .....	13
图表 10: 2012-2021 年农村和城镇居民医疗保健支出比重稳步提升 .....	13
图表 11: 2015-2023 年体检行业市场规模（亿元） .....	14
图表 12: 2012-2022 年我国健康检查人数维持增长趋势 .....	14
图表 13: 我国民营医院体检人次占比持续上升 .....	15
图表 14: 国家政策引导鼓励体检行业发展 .....	16
图表 15: 公司发展大事记 .....	17
图表 16: 公司体检中心数量、覆盖城市以及年服务人次优势明显 .....	17
图表 17: 2016-2024Q1-3 公司营收情况 .....	18
图表 18: 2016-2024Q1-3 公司利润情况 .....	18
图表 20: 2016-2024Q1-3 公司毛利率水平 .....	19
图表 21: 2016-2024Q1-3 公司费用率水平 .....	19
图表 22: 公司参控股体检中心年体检人次（万人） .....	19
图表 23: 2019-2024H1 公司客单价平稳增长 .....	20
图表 24: 公司个人客户收入占比逐步提升 .....	20
图表 25: 参转控门店稳定增长（家） .....	21
图表 26: 公司收入拆分 .....	22
图表 27: 2024-2026 年公司费用率预测 .....	23
图表 28: 可比公司估值情况 .....	23

## AI 变革可以给美年带来什么？——All in AI 发力健康管理，数据优势助力落地场景丰富

### 为什么 AI 对公司的赋能会更突出？

体检数据量庞大，是天然流量入口。截至 2024 年上半年，公司旗下分院总数 600 余家，其中控股分院 300 余家，在覆盖城市、分院、年体检人次总量上均稳居行业第一位，作为流量的入口，拥有得天独厚的优势，且发力 AI 较早，已推出多个落地产品，未来有望凭借数据体量在现有产品的基础上实现深耕，开发全新的健康管理估值空间，全面打通 C 端生态圈。

相比于其他行业，体检行业劳动力密集并且劳动重复性高。考虑到体检行业的特殊性，需要大量劳动力的堆积，包括主检医生、导诊人员等等，而这部分操作是可以通过当下的 AI 技术进行效率提升的，有望在短期实现降本增效。

体检数据既可以用来开发产品，也有望作为数据资产实现更多价值。国家数据局等部门印发《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》明确指出，“完善个人健康数据档案，融合体检、就诊、疾控等数据，有序释放健康医疗数据价值。”

2021 年，公司提出“All in 数字化”战略，2024 年，公司将其升级为“All in AI”，持续深度挖掘独有的累计过亿人次的影像数据及 2 亿人次的结构化健康数据资产价值，不断深化 AI 大数据创新力与 AIGC 科技产品力，不断推进数智 AI 人工智能技术与医疗服务领域的深度融合和创新应用。以下，我们从公司现有的 AI 相关产品矩阵出发，从 5 个角度举例论述 AI 赋能的可能性。

### 内部降本增效——以智能主检系统为例

2025 年 3 月，公司智能主检系统上线，该系统基于 AI 大语言模型，深度整合了美年 2 亿+人次健康体检数据、10 亿+医学权威文献及美年 3.5 万名预防医学专家智慧和 20 年预防医学经验沉淀，能够实现体检报告的智能化生成与质控，大幅提升工作效率和质量。这套系统不是简单的工具升级，而是对健康管理服务链的重构，通过大模型技术实现了医疗质量标准化、服务流程智能化、数据资产价值化的三大突破。传统主检长期面临“效率与质量失衡”、“医生水平参差不齐”、“海量报告质控难”三大痛点，“健康小美智能主检系统”能自动生成个性化精准建议，并能恰当排序，还可实现异常的自动合并，且能根据新的行业标准持续训练迭代。

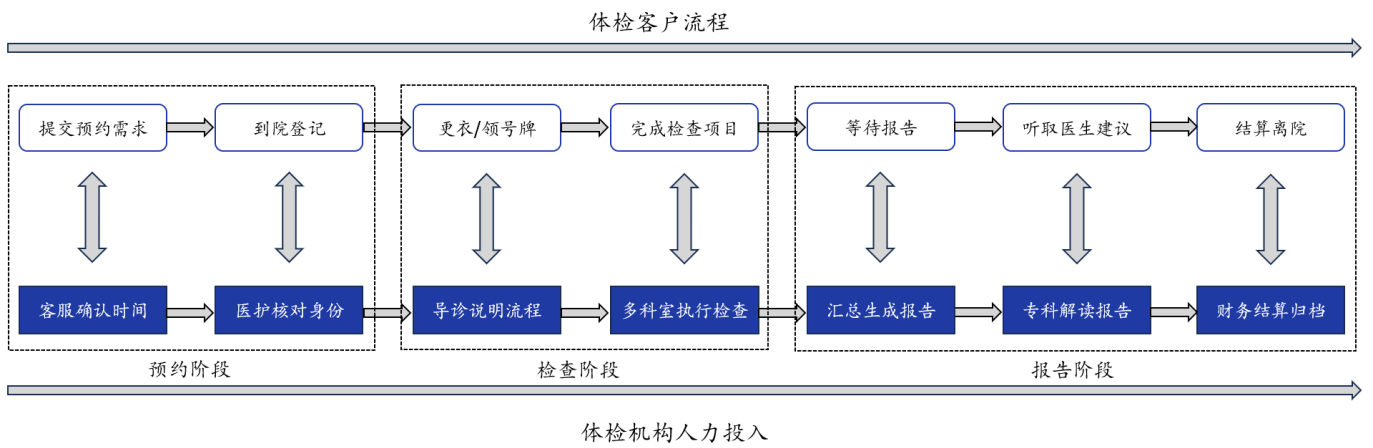
智能主检系统具备“提效”、“提质”、“创新”的三大优势：“提效”即利用 AI 系统完成人工操作的大量重复工作，包括匹配主检词条、一元论合并、提取重要异常结果并自动排序；“提质”即可持续提高主检报告的效率和质量，优化三大结节（肺结节、乳腺结节、甲状腺结节）等复杂合并问题，实现重点图文报告结果 OCR 自动识别提取，优化健康问题排序、突出重点单病种，并建立 AI 报告质控系统；“创新”即“健康小美”AI 智能主检系统能出具 AI-MDT 多学科健康管理报告，为客户提供疾病风险评估、自动生成主检词条、报告解读动态交互，全面提升客户体验。

截至 2025 年 2 月底，该系统已在公司旗下 66 家体检中心上线，累计生成 11 万份体检报告，主检医师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%，显著提升了体检服务的质量和效率。预计该系统上线后，每年可节省超 200 万小时医生人工审阅时间，体检中心运营成本将显著下降。

除此之外，在营销工作方面，公司还推出了AI智能销售助手“美年小星”，辅助销售人员提升接待能力与业务转化率，强化销售人员的专业能力与产品信息更新速度，已在部分地区试点，整体提升销售人员沟通水平和沟通效率，在杭州试点一个月的试验期内，“美年小星”直接代运营511人的企微账号，其中41位客户完成交易，转化率为8%，累计销售金额达到61,183元，增收的平均客单价为1492元。未来，公司将持续结合大数据和算法，通过精细化运营挖掘激活历史沉淀客户，进一步降低人工成本、提升AI全链路销售转化率。

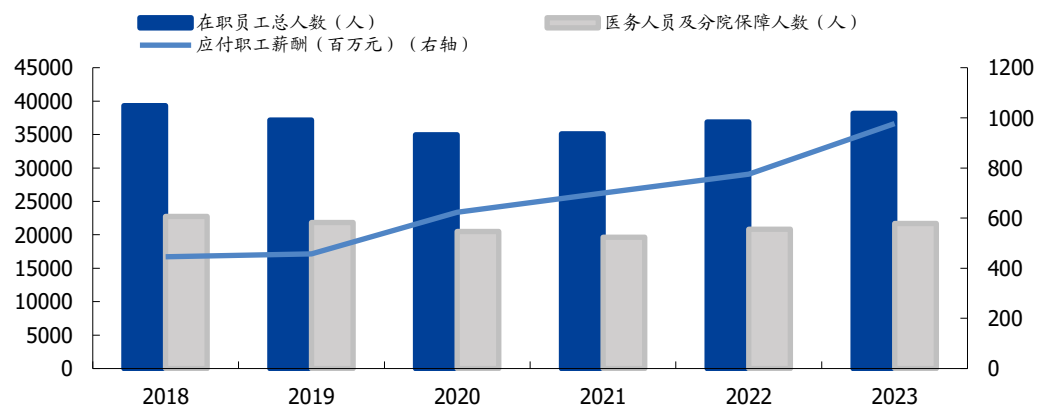
一直以来，公司的人力资本开支较大，主要是由于体检业务模式和行业特点所决定的，需要大量专业医护人员来提供高质量的体检服务和健康管理建议，2018-2023年间，公司的应付职工薪酬增长了119%，显著高于同时段的收入增速，对公司利润造成了压力，通过当下的AI应用，有望实现一定程度的降本增效，在短期改善公司盈利情况。

图表1: 不同体检流程对应的人力投入



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表2: 2018-2023年公司人力开支情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 健康管理场景——以 AI 机器人“健康小美”为例

2024年8月上线，由美年、华为云与润达医疗三方合作研发，为用户的健康管理提供全天候的一对一服务。

主要功能：全流程赋能体检过程，检前-解读项目/定制套餐、检中-减少等待/提醒异常、检后-健康档案/管理咨询；建立全生命周期数字健康档案+家庭成员健康档案；提供全方位个性化健康计划+个体化的就医方案指导；全天候专业健康咨询；全交互式多模态感知融合，交互方式丰富，实时提醒健康计划按时执行。

作为数智机器人，跟其它通用大模型相比，“健康小美”最独特的地方，就是在研发过程中学习了 3.5 万名美年健康预防医学人才 20 年的经验积累，还有过亿量级的结构化健康数据，接受了华为盘古大模型与润达医疗大模型双重赋能。其中，华为盘古大模型 5.0 P 系列搭载昇腾 AI 云服务，能够提供可持续的 AI 算力底座和低时延、高效率的推理服务，能识别医疗场景中病历、体征、检验、心电、超声、CT、核磁等多模态数据，并能够精准理解数据的含义。更在 Pangu Guard 技术加持下，为数据治理、模型安全与内容合规打造多道安全防线，满足更高行业标准下的数据传输和隐私保护要求。润达医疗则在盘古大模型的基础上，运用前沿的数据治理、RAG、MoE、AI Agent 等技术，不断完善和优化大模型，使其更贴合医疗健康管理的复杂需求。

基于以上强大的数据、技术、专业的三大核心能力，“健康小美”才能够构建出客户的全生命周期数字健康档案，并通过三维数字孪生技术模拟人体状态，实现大模型智能交互，实时主动地对用户健康数据、体检报告等进行分析评估，还能基于健管大模型提出详尽的健康风险分析依据及预防性干预措施，制定并执行健康管理计划。

图表3: 健康小美部分功能界面示例



资料来源: 公司官方视频号, 国盛证券研究所

### 慢病专管场景——以 AI 智能控糖助理“糖豆”为例

2024年8月上线, 是通过AI智能血糖管理创新产品, 采用“三师共管”(医师、营养师、运动指导师)模式, 为每位用户定制“一人一策”的个性化血糖管理方案。以下为糖豆的主要功能介绍:

**智能信息采集, 生成动态健康档案:** “糖豆 AI 健管师”通过智能设备和用户输入, 实时采集用户的数据, 利用先进的数据分析技术, 形成动态更新的健康档案, 为后续的健康管理提供准确的数据支持。

**以疾病诊疗为中心, 制定个性化生活方式干预方案:** 结合用户的健康状况和疾病风险, 由专业团队制定个性化的生活方式干预方案。方案包括饮食调整、运动计划、心理辅导等, 旨在帮助用户改善生活习惯, 预防和管理慢性疾病。

**应用智能图像识别技术进行饮食分析，落地医学营养治疗方案：**利用图像识别技术，用户可以通过拍照上传饮食照片，“糖豆 AI 健管师”即可分析食物成分，提供营养建议。根据用户的健康状况和营养需求，智能推荐个性化的医学营养治疗方案，帮助用户实现健康饮食。

**智能推送控糖减脂知识，实施在线患者教育：**“糖豆 AI 健管师”根据用户的教育需求和健康目标，智能推送相关的健康教育内容，提供控糖减脂等健康管理知识，增强用户的自我管理能力和。

**CGM 持续葡萄糖检测与家庭端蓝牙体脂秤，数据实时同步，系统自动预警：**通过持续葡萄糖监测系统（CGM）和家庭端蓝牙体脂秤，实时监测用户的血糖和体脂变化。数据实时同步至系统，一旦检测到异常，系统将自动发出预警，提醒用户及时采取措施。

**AI 健管师 24 小时在线服务，支持长周期随访与实时专业答疑：**“糖豆 AI 健管师”，提供 24 小时在线服务，随时解答用户的健康管理问题。通过长周期的随访管理，持续跟踪用户的健康状况，及时调整健康管理方案，确保用户获得最佳的健康管理效果。

图表4：“糖豆”功能介绍



资料来源：南大菲特医学体重管理，国盛证券研究所

我国慢性病的发病率呈现上升趋势，已成为重大公共卫生问题。根据 2024 年中国慢性病防控大会的数据，慢性病死亡人数占居民总死亡人数的 88%，心脑血管疾病、癌症、

慢性呼吸系统疾病、糖尿病等慢性病是主要的健康威胁。我国慢性病管理经历了从单一病种管理到综合管理、从疾病治疗到健康管理的转变，但是仍处于起步阶段，随着人口老龄化和生活方式的改变，肥胖、吸烟等慢性病危险因素的影响日益突出，预计人口老龄化与慢性病患者率的上升将继续刺激慢性病管理需求。

### 辅助诊断工具——以多维度脑健康风险智能评估“脑睿佳”为例

公司 2022 年 9 月发布全国第一款聚焦脑卒中与阿尔茨海默症早筛创新产品“脑睿佳”，应用影像 AI 分析技术和中国健康人群全年龄段全脑标准数据库，识别脑部发病早期的结构性异常和功能性退化，通过多种检查手段和 AI 分析结合，针对老年痴呆和脑卒中中进行早期筛查。

包含核心项目：头颅 MRI 平扫、脑容积 MRI 平扫、脑睿佳-认知功能-自测量表、脑睿佳-100+脑区智能医学脑检评估、脑睿佳-脑卒中风险-自测量表、颈部血管斑块 MRI、脑睿佳-卒中风险智能医学脑检评估、APOE 基因检测、叶酸代谢能力基因评估等。

图表5: 公司创新筛查产品“脑睿佳”



资料来源：公司官方微信公众号，国盛证券研究所

目前，公司 AI 技术产品广泛应用于肺结节 AI 诊断、脑卒中 AI 诊断、脑认知 AI 诊断、冠脉钙化积分 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 评估等领域，除了脑睿佳以外，还有肺结宁，CT 冠脉钙化积分等明星 AI 创新体检项目。

- 肺结宁：利用薄层 CT 基础上的 AI 技术辅助发现和判断肺结节及其属性特征值，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，实现了肺结节全程化的闭环管理，是一款综合性肺部健康服务产品。分为“甄选版”（售价 399 元）与“尊享版”（售价 1299 元）两款产品套餐，摒弃了“体检+绿通”的传统业务模型，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、健康的生活方式塑造的全链条守护体系。

- **CT 冠脉钙化积分**: 无创的冠心病风险筛查项目, 基于低剂量胸部 CT 数据, 检测和量化冠状动脉中的钙化斑块, 帮助预测冠心病风险, 可实现肺癌和冠心病风险双筛查。**AI** 精准识别并量化冠状动脉钙化斑块, 通过赋分评估冠心病风险, 积分越高, 心血管事件风险越大。通过直观的积分和图像展示, 早期识别高风险患者, 增强患者对心血管疾病风险的认识。

图表6: 公司 AI 技术产品应用



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在整体客单价的推动因素中, 创新产品的贡献在 10% 左右, 创新产品也有助于攻克一些新的优质订单。例如 2024 年年初, 公司在成都签了一家大客, 其过去五六年都在三甲医院体检, 2024 年公司没有打折以原价拿下该订单, 就是因为包含了脑睿佳项目, 使人均客单价达到 2000 元, 整个订单在 1000 万元左右, 截止 2024 年 8 月 30 号到检已经有 400-500 万元; 在深圳, 脑睿佳、肺结宁、胶囊胃镜等创新产品也对优质客户的续约复购贡献力量。

**中长期的维度看, AI 赋能有望助力公司激活 C 端生态圈。**此前, 公司持续围绕私域流量运营、公域客户运营特别是基于传统电商公域平台的客户运营、健康社群建设、闭环营销体系及大生态圈构建等方面展开工作, 强势布局私域生态圈, 强化私域转化平台体系建设, 持续推进私域运营云平台“星海系统”运营, 完成从触达、留存、转化到复购、裂变的客户全周期闭环运营, 通过企业微信、星海系统、美年臻选等营销工具加持, 高效细致进行个检客户管理。

未来, 在 AI 助力下 C 端生态圈功能将进一步激活, 为用户带来更高效、个性化的健康管理体验。

- **多维度报告解读与个性化干预**: 通过 AI 对话交互和多维度报告解读, 为用户提供个性化的健康干预方案。这种深度的个性化服务不仅提升了用户体验, 还通过持续的健康干预, 促使用户更频繁地与平台互动。公司作为年体检人次近 3000 万的头部企业, 仅需让用户查看体检报告这一步操作, 就可以将海量流量带入生态圈端口, 顺理成章地进行后续的健康管理、产品/服务推荐。
- **个性化健康管理工具的互动性**: 利用 AI 技术开发的健康管理工具。提供个性化的健康管理方案, 通过智能对话和实时反馈与用户进行深度互动, 基于情感智能算法, 能够理解并适应用户的交流风格, 提供贴心的互动体验。这种互动性让用户更愿意频繁使用这些工具, 从而提升用户对健康管理的参与度和黏性。
- **实时监测与反馈促进高频使用**: AI 技术使得健康管理更加便捷和高效。例如和 CGM 设备联动, 帮助用户随时随地监测血糖数据, 为用户提供即时健康反馈与建议, 激发用户高频次地使用这些工具并进入公司私域流量端口, 形成生态圈运营。

## 数据资产——价值挖掘值得期待

公司每年近 3000 万体检人次产生的海量大数据，覆盖社会人口学、健康史、生活方式、体格检查、实验室检查、影像学检查等多模态维度，已经成为中国规模最大的个人健康数据中心。公司和国内著名高校医学院、跨国药企、大型药械企业以及国内顶级三甲医院紧密合作，联合构建数据驱动、协调创新的科研服务平台，未来，随着生态融合趋势的发展，体检数据价值存在百倍跃升空间，将实现由体检数据向数据资产再向生物资产的战略升级，而科研型体检中心则是实现价值跃升的重要抓手。

数据资产的潜在应用方向：

1. 数据交易与共享：在合法合规的前提下，可以将数据资产用于商业合作，例如与保险公司合作开发精准保险产品，或与医疗科技企业合作开发健康管理平台。
2. 数据驱动的产品和服务：利用数据资产开发针对性的医疗健康产品，提供数据分析服务，或开发慢性病管理平台，为患者提供持续的健康评估和咨询服务。
3. 助力 AI 和大模型开发：基于真实患者的数据资产是训练 AI 健康大模型的重要资源，通过数据共享可以推动高质量 AI 模型的开发，进而提升医疗服务的整体效率。

尽管医院数据资产具有巨大的价值和变现潜力，但目前仍面临一些挑战，首先医疗数据普遍存在标准不统一、完整性差、系统割裂等问题，需要投入大量资源进行数据治理；其次，数据的开放和共享必须在严格遵守法律法规和保护患者隐私的前提下进行；最后，部分医疗机构对数据资产的价值认识还有不足，缺乏数据资产化和变现的工具。数据资产具有显著的价值和变现潜力，但需要在数据治理、安全合规和资产化意识等方面加强投入，以充分释放其价值。

针对数据资产的变现，此前已有公立医院的成功案例：2024 年 11 月 15 日，首都医科大学宣武医院与北京国际大数据交易所合作，完成了北京市首笔公立医院数据交易。此次交易的数据集为颈动脉支架手术数据集，包含 2550 条数据，内容涵盖疾病信息、检验检查结果、医学影像和治疗数据等。数据经过严格匿名化、清洗、整合和标准化处理，确保患者隐私，这些数据对于医疗机构完善服务，相关企业创新研发，都具有重要的研究价值和借鉴意义。

图表7: 2024年度北京市首笔公立医院数据资产登记凭证



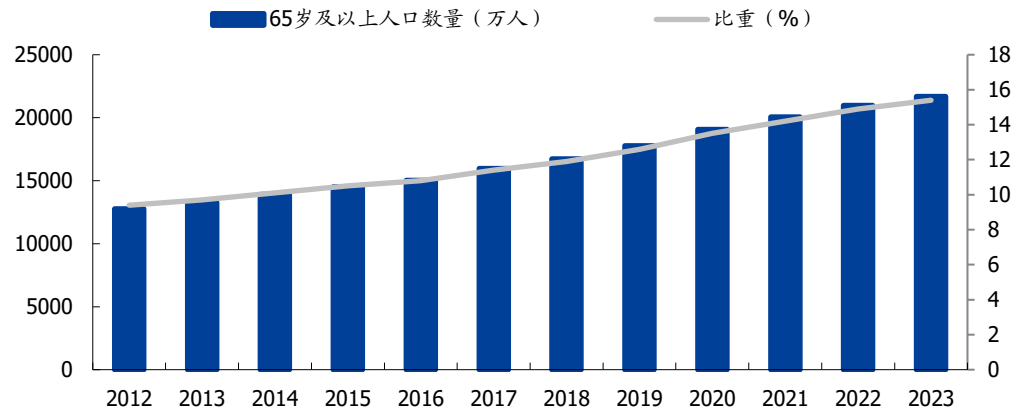
资料来源: 首都医科大学宣武医院网站, 国盛证券研究所

公司的数据资源已在多个场景实现落地, 包括数字云胶片、AI-MDT 多学科健康管理报告、企业团体员工健康管理, 发布的《美年健康年度健康体检大数据蓝皮书》, 公司累计过亿人次的影像数据及 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, 海量健康大数据有着很高的商业价值。未来公司在合规的大前提下, 还将进一步强化数据资产体系, 也会和诸多的研发机构包括药企、医院, 在导流端、商业端、研发端推动合作, 同时实现医疗数据的商业化, 通过推动数据资源的合理利用和深度挖掘, 探索更多的数据应用场景。

## 老龄化程度加剧、健康意识增强，健康体检消费需求持续释放

在人口老龄化加剧的背景下，居民健康意识不断增强，健康消费需求持续释放，健康体检行业的重要性愈发凸显。健康体检通过医学手段对受检者进行身体检查，旨在早期发现疾病线索和健康隐患，已成为疾病预防和健康管理的重要环节。随着老龄化程度的加深，健康体检不仅是政府减轻医保压力和慢性病管理的有效手段，也为健康体检行业带来了新的发展机遇。数据显示，截至2023年底，中国60周岁及以上老年人口达到2.97亿，占总人口比重达到21.1%，这一人口结构变化为健康体检行业带来了新的增长点。

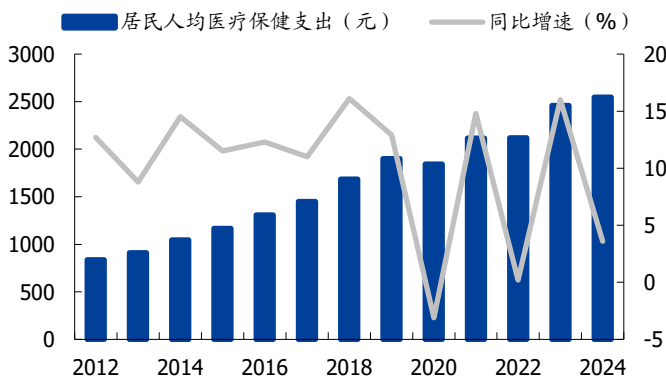
图表8: 2012-2023年我国65周岁及以上人口数量及占比持续提升



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

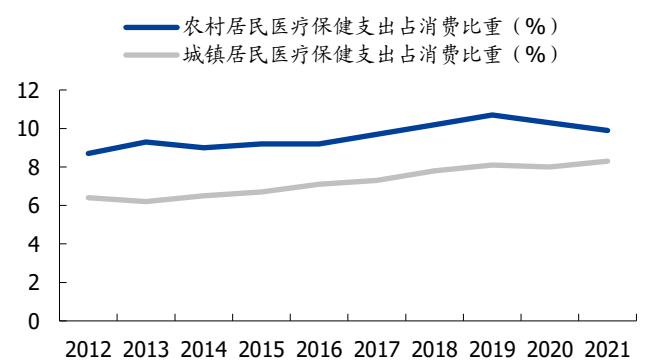
近年来，我国居民健康消费行为发生显著转变，预防性健康管理意识显著增强。据 ifind，2012-2024年间，人均医疗保健支出实现了从838元到2547元的跨越式增长，2014-2024十年复合增长率达到9.32%。值得注意的是，这种消费升级不仅体现在绝对值的增长上，更反映在消费结构的优化过程中。据 ifind 和国家统计局，2012-2023年间，城乡居民医疗保健支出占比分别从6.4%和8.7%提升至8.6%和10.54%，显示出不同收入群体对健康服务的需求均有提升。随着国民经济持续发展和健康中国战略推进，健康消费市场有望保持增长，成为拉动内需的重要力量。

图表9: 2012-2024年居民人均医疗保健支出稳步增长



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表10: 2012-2021年农村和城镇居民医疗保健支出比重稳步提升

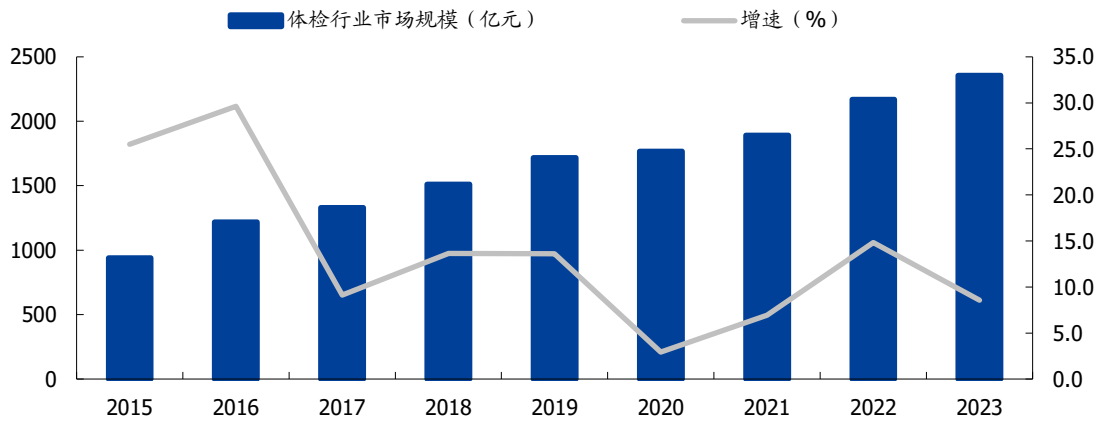


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

我国健康体检行业发展呈现显著的阶段性特征。早期以强制性专项体检为主，主要服务于征兵、入学、就业等法定场景，随着居民健康防护意识的提升，行业驱动力逐步转向预防性健康管理需求，体检目的转变为疾病早期筛查与干预，市场参与主体也呈现多元化趋势，民营资本开始涉足体检领域。

在需求结构转型推动下，非公立体检机构进入快速发展阶段。美年健康、爱康国宾、瑞慈医疗等连锁品牌通过标准化运营，构建起覆盖全国的专业体检服务网络。据智研咨询、中研网，行业市场规模从2015年的940亿元增长至2023年的2356亿元，随着居民消费升级和健康中国战略推进，预计未来行业将回归高速增长轨道，健康管理服务需求将持续释放。

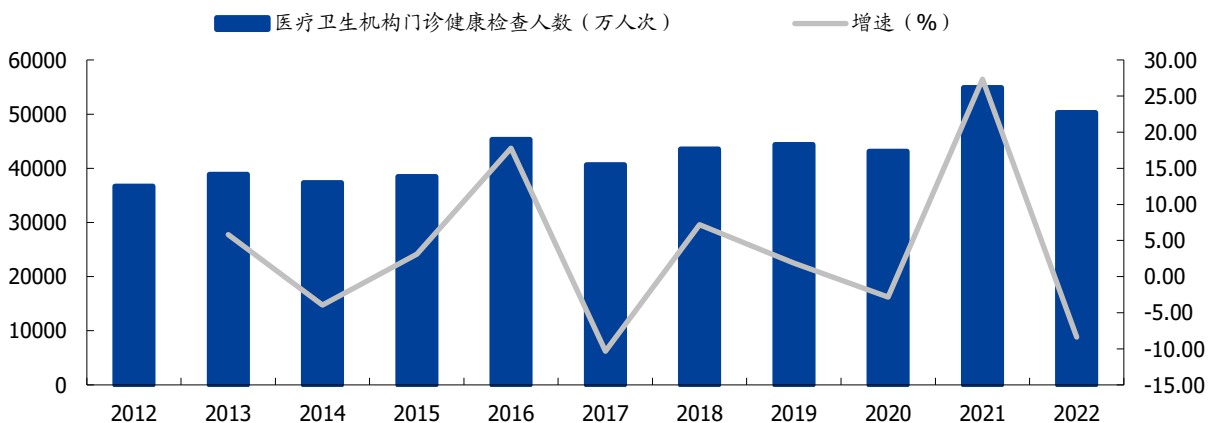
图表11: 2015-2023年体检行业市场规模(亿元)



资料来源: 智研咨询, 华经产业研究院, 中研网, 国盛证券研究所

我国健康体检覆盖人群规模将进入加速增长阶段。统计显示, 2012-2022年期间, 全国体检人次从3.7亿提升至5.0亿。其中2021年体检人次同比激增27.33%, 主要得益于前期需求积累释放和公众健康认知提升。尽管行业已形成一定规模, 但人均覆盖水平仍存在提升空间, 未来市场扩容潜力巨大。

图表12: 2012-2022年我国健康检查人数维持增长趋势

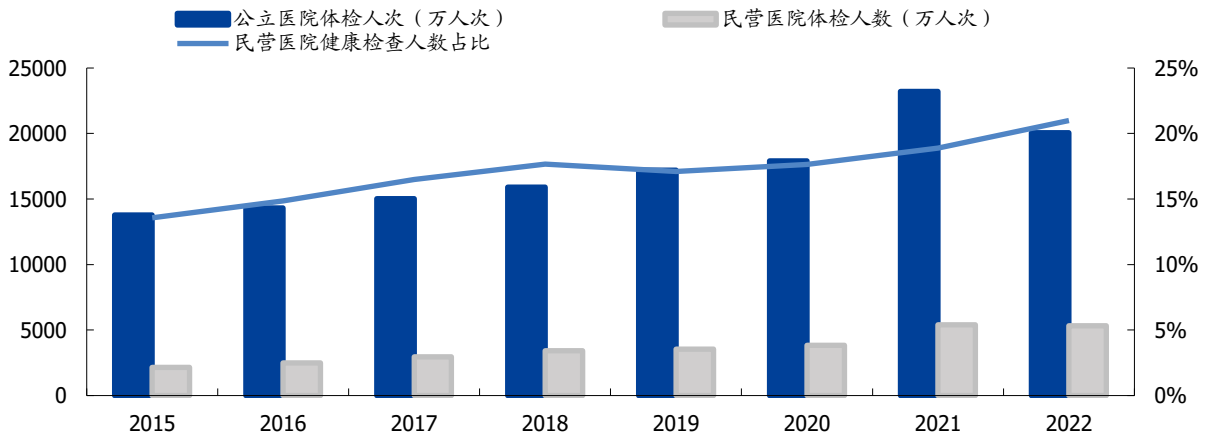


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国盛证券研究所

我国健康体检服务体系呈现双轨并行发展格局。公立医院作为传统服务主体, 2022年完成2亿人次体检服务, 占比达79%。民营机构依托政策红利实现快速扩张, 市场份额从2015年的14%提升至2022年的21%, 服务量年复合增长率13.8%显著高于公立机构的5.5%。2016-2021年民营机构增速持续领跑, 仅2019年受外部因素影响增速放缓。

在健康管理需求升级背景下，连锁化专业机构通过标准化服务体系构建竞争优势，与公立医院形成差异化市场定位，随着分级诊疗制度推进和社会资本持续投入，到2025年民营体检机构市占率有望进一步突破，推动行业向专业化、品牌化方向发展。

图表13: 我国民营医院体检人次占比持续上升



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国盛证券研究所

我国健康体检行业正经历政策驱动下的结构性变革。2019年《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》通过优化审批流程、放宽准入条件等措施，加速体检机构连锁化进程，催生了美年健康等全国性品牌。同年发布的《健康中国行动（2019-2030年）》明确提出“预防为主”的发展理念，要求建立覆盖全生命周期的健康管理体系，推动体检服务从疾病筛查向健康干预延伸。2022年党的二十大报告将健康中国战略纳入2035年远景目标，为行业发展注入新动能。随着分级诊疗制度推进和数字化转型深化，健康体检行业逐步形成公立机构、社会办医协同发展格局，服务模式将从单一检查向“检前预警-检中干预-检后管理”全链条升级。

图表14: 国家政策引导鼓励体检行业发展

颁布主体	政策文件	公布时间	政策要点
国家卫生健康委	《关于做好2024年基本公共卫生服务工作的通知》	Sep-24	强化65岁及以上老年人健康服务，在现有老年人免费健康体检项目基础上，鼓励地方因地制宜结合基层医疗卫生机构服务能力、老年人健康需求等实际，通过优化家庭医生签约服务包、“健康积分”兑换等方式，丰富老年人健康体检项目
国务院	《“十四五”国民健康规划》	May-22	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 预防为主，强化基层。把预防摆在更加突出的位置，聚焦重大疾病、主要健康危险因素和重点人群健康，强化防治结合和医防融合。</li> <li>▶ 实施慢性病综合防控策略。提高心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病等重大慢性病综合防治能力，强化预防、早期筛查和综合干预，逐步将符合条件的慢性病早诊早治适宜技术按规定纳入诊疗常规。</li> <li>▶ 促进社会办医持续规范发展。增加规范化健康管理服务供给，发展高危人群健康体检、健康风险评估、健康咨询和健康干预等服务。</li> </ul>
国务院	《关于加强新时代老龄工作的意见》	Nov-21	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 提高老年人健康服务和管理水平。加强老年人群重点慢性病的早期筛查、干预及分类指导，开展老年口腔健康、老年营养改善、老年痴呆防治和心理关爱行动。</li> </ul>
国家卫健委	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》	Sep-19	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 发展优质健康管理。将家庭医生签约服务作为普及健康管理的重要抓手，增加规范化的健康管理供给，重点增加慢性病、职业病高危人群健康体检、健康风险评估、健康咨询和健康干预服务，完善政府购买服务和考核评价机制。</li> <li>▶ 应用健康医疗大数据。建立全国健康医疗数据资源目录体系，建设以居民电子健康档案、电子病历等为核心的基础数据库，与国民体质测定、健康体检以及其他外部数据源加强对接，逐步实现全人群全生命周期的健康信息大数据管理。</li> <li>▶ 老年健康促进行动。老年人参加定期体检，经常监测呼吸、脉搏、血压、大小便情况，接受家庭医生团队的健康指导。</li> <li>▶ 心脑血管疾病防治行动。40岁以下血脂正常人群每2~5年检测1次血脂，40岁及以上人群至少每年检测1次血脂，心脑血管疾病高危人群每6个月检测1次血脂。</li> <li>▶ 癌症防治行动。建议高危人群选择专业的体检机构进行定期防癌体检，根据个体年龄、既往检查结果等选择合适的体检间隔时间。</li> <li>▶ 慢性呼吸系统疾病防治行动。将肺功能检查纳入40岁及以上人群常规体检内容。</li> </ul>
国家卫健委	《健康中国行动（2019—2030年）》	Jul-19	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院等医疗机构和连锁化、集团化经营的医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像中心、血液透析中心等独立设置医疗机构，加强规范化管理和质量控制，提高同质化水平。</li> </ul>
国家卫健委等十部门	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	Jun-19	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 严把准入门槛，规范健康体检机构设置管理。鼓励健康体检中心连锁化、集团化经营，防止出现恶性竞争、资源浪费。</li> <li>▶ 规范服务行为，加强健康体检机构内部管理。</li> <li>▶ 加强日常监管，促进健康体检机构健康发展。</li> </ul>
国家卫健委	《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》	Oct-18	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 严把准入门槛，规范健康体检机构设置管理。鼓励健康体检中心连锁化、集团化经营，防止出现恶性竞争、资源浪费。</li> <li>▶ 规范服务行为，加强健康体检机构内部管理。</li> <li>▶ 加强日常监管，促进健康体检机构健康发展。</li> </ul>

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

## 民营体检行业龙头，数字化转型推动高质量发展

公司成立于2004年，作为中国健康体检行业的领军企业，旗下拥有“美年大健康”、“慈铭”、“慈铭奥亚”、“美兆”四大知名品牌。公司以健康体检为核心业务，构建了覆盖健康咨询、风险评估、个性化管理的全链条服务体系。依托海量专业的健康大数据，企业在专业预防、疾病筛查、慢病管理、健康保险服务等领域为企业和个人提供高品质的健康管理服务，持续推动预防医学服务模式创新。其发展历程可划分为三个战略阶段，逐步实现从区域服务向全国布局、从单一体检向综合健康管理的转型升级。

图表15: 公司发展大事记



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司发展呈现典型的“三阶段”战略演进:

- **区域深耕期:** 以上海为起点, 采用“标准化复制+品牌化运营”模式, 在长三角、珠三角等经济活跃区域建立服务网络。2011年通过战略合并形成规模化效应, 确立行业领先地位。
- **资本扩张期:** 借助私募股权融资实现全国化布局, 2012年完成北京绿生源、西安康成、深圳瑞格尔并购; 2013年获得中国平安等产业资本注资, 加速医疗资源整合。2015年收购慈铭体检股权及借壳上市, 通过“并购+自建”模式不断拓展业务范围。
- **生态升级期:** 通过系列并购完善品牌矩阵(2016年收购美兆体检), 2017年全资控股慈铭。2019年引入阿里巴巴集团战略投资, 开启“AI+大数据”智慧医疗转型; 2020年全面转型升级, 构建“检、管、医、保”四位一体在内的全方位全生命周期的服务闭环, 推动行业从基础筛查向精准健康管理升级。

图表16: 公司体检中心数量、覆盖城市以及年服务人次优势明显

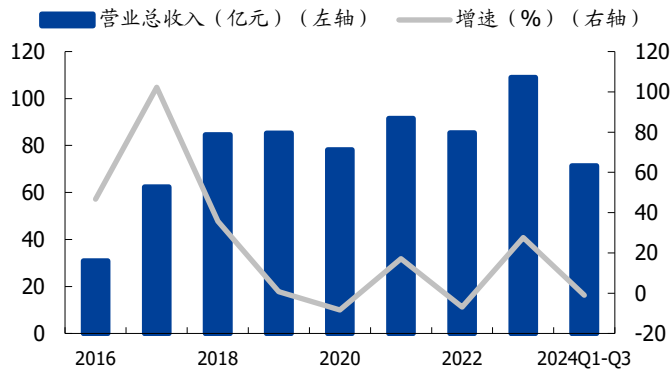
公司名称	美年健康	爱康国宾	瑞慈体检
成立时间	2004	2007	2007
体检中心数量	596	173+	79
覆盖城市数量	290+	57+	29
体检中心分布情况	各线级城市分布较为均匀	主要分布在一、二线, 集中于一线、新一线和部分三线城市	
年服务人次	2834万	800万	429万

资料来源: 美年健康2023年报、美年健康官网、爱康集团官网、前瞻产业研究院、瑞慈集团官网、瑞慈集团2023年报, 国盛证券研究所

注: 美年健康覆盖城市数量290+为最新官网数据, 不反映2023年情况; 爱康国宾体检中心数量、覆盖城市数量为最近官网数据, 不反映2023年情况。其余均为2023年统计数据。

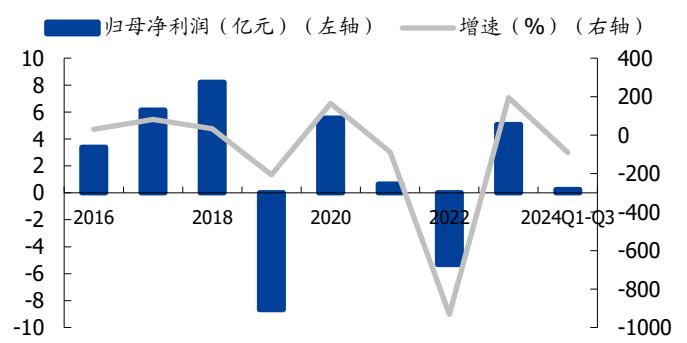
公司营收增长展现出行业龙头的韧性与复苏动能。在 2016-2023 年复合增速 19.8%，2023 年实现收入 109 亿元，同比增速 28%，体现了行业需求回暖与公司“量价齐升”策略的双重奏效，公司通过精细化运营实现毛利率同比提升 8.45 个百分点至 42.79%，全年归母净利润 5.06 亿元，同比扭亏。

图表17: 2016-2024Q1-3 公司营收情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表18: 2016-2024Q1-3 公司利润情况

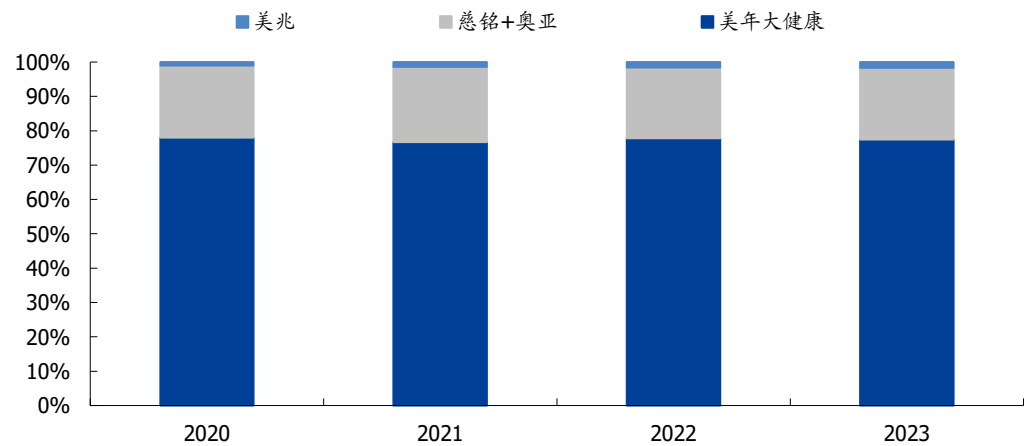


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

公司作为国内专业体检行业的龙头企业，通过“美年大健康”“慈铭”“慈铭奥亚”“美兆”四大品牌构建了多层次、多品牌的战略布局。其中，“美年大健康”和“慈铭”主要覆盖大众健康体检领域，满足广泛的市场需求；“慈铭奥亚”与“美兆”则专注于中高端团体、综合医疗服务及高端个人健康体检，提供高水准的优质服务。

近年来，公司四大品牌协同发展，形成了全方位、多层次的产品服务矩阵，能够满足不同类型客户的多样化需求。从营收结构来看，2023 年，“美年大健康”品牌营业收入占比 77.4%，“慈铭”和“奥亚”占比 20.9%，“美兆”占比 1.7%。

图表19: 公司四大品牌营业收入结构



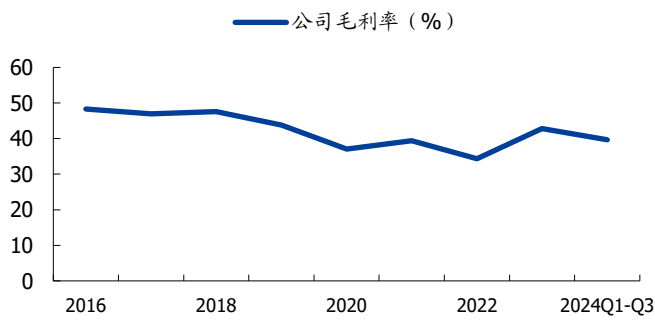
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率维持较高水平，盈利能力有望逐步修复。2017-2019 年公司毛利率维持在 40% 以上，2020 年下滑至 40% 以下，主要受特殊公共卫生事件影响，体检产能无法充分释放。2023 年，公司毛利率回升至 42.79%，盈利情况明显好转。公司业务具有明显的季节性特征，

通常一季度为淡季，二、三季度业务平稳增长，四季度为旺季，各季度成本比重相对稳定，上半年毛利率一般低于下半年。

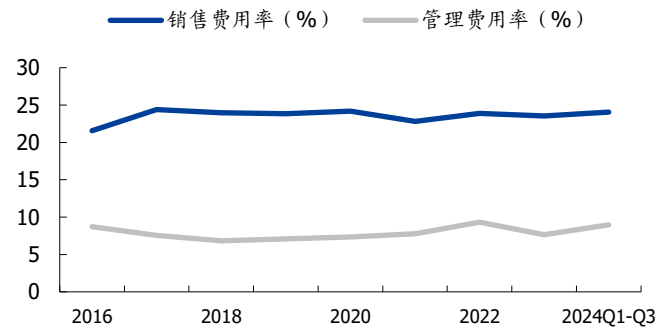
近年来期间费用率整体保持稳定，并有望进一步改善。2017年以后，公司销售费用率基本维持在24%左右。随着公司持续推进精细化运营和数字化转型，期间费用率有望得到进一步优化。公司通过上线扁鹊系统，实现了体检流程的数字化赋能，提升了运营效率。同时，星辰系统在销售端的应用也显著提升了签单转化率，优化了人效与坪效。这些数字化举措将助力公司更好地控制各项费用，推动盈利能力的持续提升。

图表20: 2016-2024Q1-3 公司毛利率水平



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

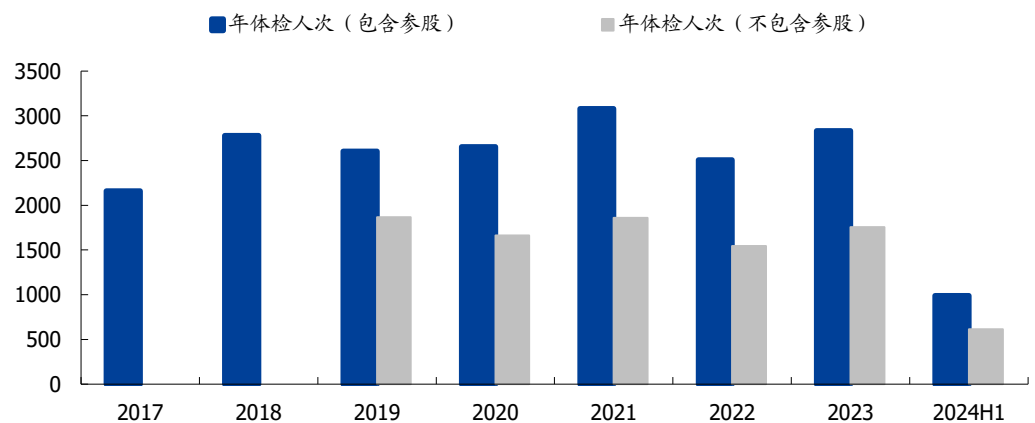
图表21: 2016-2024Q1-3 公司费用率水平



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

公司体检服务客流量稳中有升。2017-2023年，公司接待体检人次呈现波动增长态势，2020年受特殊公共卫生事件冲击，控股年体检人次下滑至1663万人次，2021年随着客流量显著回升至1860万人。随着不利影响逐渐消退，公司客流量有望在低基数基础上加速回升。

图表22: 公司参控股体检中心年体检人次 (万人)

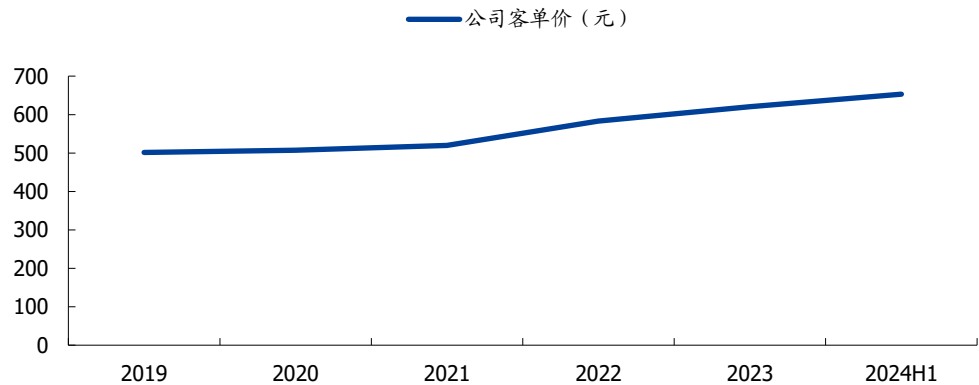


资料来源: 公司公告, 新浪财经, 国盛证券研究所  
注: 2022年开始剔除核酸检测人数

客单价水平与公立医院相比，仍有较大的提价空间。近年来，公司的客单价呈现稳步增长趋势。2019年客单价为501.36元，2024年上半年提升至653元。这一增长得益于公司客户结构的优化和创新体检项目的推出。未来，公司计划通过优化套餐定价、增加高端检测项目、提升客户体验等方式，进一步挖掘中高端市场潜力，围绕重点学科，持续

推出创新体检产品，如脑睿佳、肺结宁等，为客户提供深度检查和服务，推动客单价持续提升。

图表23: 2019-2024H1 公司客单价平稳增长

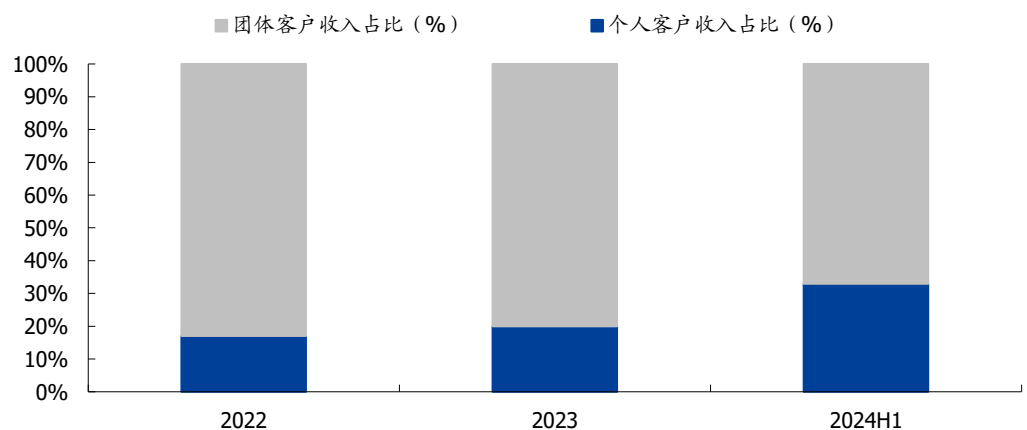


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

体检业务中团体客户占据主导地位,但个人客户业务正展现出广阔的发展潜力。2022年,公司团检与个检客户占比分别为83%和17%,2024H1,个人客户收入占比提升至33%。随着体检需求的持续增长,公司正积极推动团检与个检业务的协同发展。

在团检业务方面,公司聚焦于政企大客户,致力于通过优质服务和定制化方案提升B端业务价值,优化客户结构,进而提高整体客单价。对于个检业务,公司积极拓展市场空间,通过与电商平台合作、优化线上商城布局等措施,强化线上线下一体化运营,初步构建了公域流量吸引与私域流量沉淀相结合的业务闭环。此外,公司还通过推动B端与C端客户的相互转化,促进团检客户的增值服务加项,为个检业务引流,未来个检业务占比有望逐步提升。由于个检客单价通常高于团检,这一趋势将为公司整体客单价的提升提供有力支撑。

图表24: 公司个人客户收入占比逐步提升

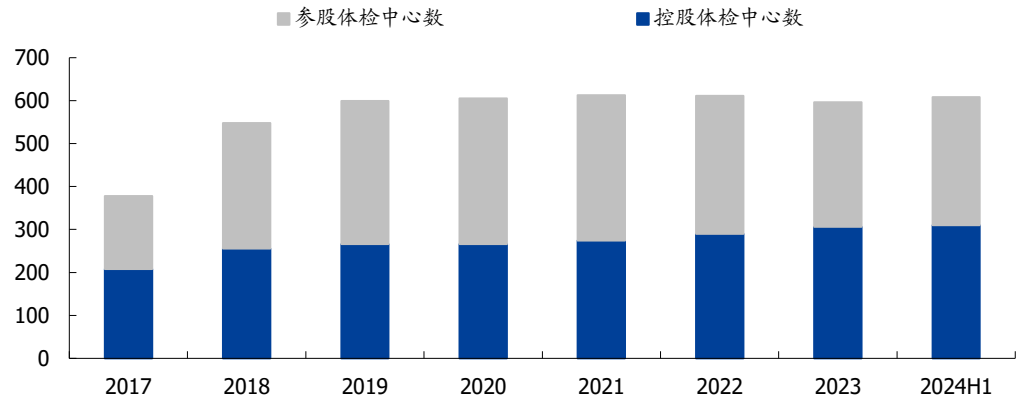


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

近年来体检中心数量扩张速度有所放缓,但控股体检中心数量保持稳定增长。截至2024年6月30日,公司旗下体检中心总数为608家,其中控股体检中心310家,参股体检中心298家。自2019年起,公司体检中心数量趋于稳定,整体扩张速度放缓,但结构持续优化。2019年公司控股体检中心为266家,到2024年上半年增加至310家,而参

股体检中心数量则从 333 家减少至 298 家。公司通过“参股转控股”的模式稳步推进体检中心的整合与优化，未来将继续加快优质参股体检中心的收购和整合进程，推动内生增长与外延并购并重的可持续发展模式。

图表25: 参转控门店稳定增长(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 盈利预测与估值

我们对公司各项业务的核心假设如下：

在 2023 年高基数的基础上，公司 2024 年前三季度收入利润均有所下滑，预计 2024 年全年业绩在一定程度上承压。考虑到 2024 年基数偏低，叠加降本增效取得成效，预计 2025 年公司营业收入增速较高，随着更多 AI 应用的普及，2026 年有望保持不错的增速。在利润端，除 2024 年有所承压外，随着各项降本增效措施的落地、客单价的提升，毛利率、净利率均有望逐步回暖。

**客单价：**考虑到对比公立体检机构，公司定价偏低，具备提升空间与意愿，且公司持续推出创新体检产品，完善健康管理升级需求，客单价仍具上涨空间，预计 2024-2026 年公司客单价增速分别为 7.7%/7.8%/7.6%。

**体检人次：**国内体检渗透率仍然较低，老龄化背景下居民健康意识持续增强，公司作为布局广泛的民营体检机构龙头，对广大消费者更具吸引力，体检人次增速有望进一步提升。预计 2024-2026 年公司体检总人次增速分别为 -1.2%/5.1%/5.2%，其中控股门店人次增速分别为 -3.8%/3.3%/3.9%，参股门店人次增速分别为 3.1%/7.8%/7.0%。

基于公司客单价以及体检人次的变化情况，我们预测，2024-2026 年公司实现营业收入 108.26 亿元、120.99 亿元、130.98 亿元，分别同比 -0.6%/+11.8%/+8.3%，归母净利润 3.26 亿元、6.17 亿元、8.13 亿元，同比 -35.5%/+89.2%/+31.7%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表26: 公司收入拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	78.15	91.56	85.33	108.94	108.26	120.99	130.98
yoy	-8.3%	17.2%	-6.8%	27.7%	-0.6%	11.8%	8.3%
控股门店收入 (亿元)	84.31	96.72	89.96	108.95	112.88	125.70	140.53
yoy	-10%	15%	-7%	21%	4%	11%	12%
总收入/控股门店收入	92.7%	94.7%	94.9%	100.0%	95.9%	96.3%	93.2%
毛利额 (亿元)	28.95	36.11	29.30	46.62	45.13	51.69	57.00
毛利率	37.1%	39.4%	34.3%	42.8%	41.7%	42.7%	43.5%
营业成本 (亿元)	49.19	55.45	56.03	62.32	63.14	69.30	73.98
客单价 (元)	507	520	583	621	669	721	776
yoy	1.1%	2.6%	12.1%	6.5%	7.7%	7.8%	7.6%
总人次 (万人)	2654.9	3080.0	2508.0	2834.0	2800.8	2943.2	3095.2
yoy	2.0%	16.0%	-3.9%	13.0%	-1.2%	5.1%	5.2%
控股人次 (万人)	1663.4	1860.0	1543.0	1755.0	1688.3	1744.0	1812.0
yoy	-10.9%	11.8%	-17.0%	13.7%	-3.8%	3.3%	3.9%
参股人次 (万人)	991.5	1220.0	965.0	1079.0	1112.4	1199.2	1283.2
yoy	34.9%	23.0%	-20.9%	11.8%	3.1%	7.8%	7.0%

资料来源: ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

\*2023 年后客单价不包含入职体检、职业病检查和核酸检测; 2022 年起人次计算口径调整不包含核酸检测人次, 2022 年总人次数据剔除核酸检测人数, 如包含为 2960 万人次, 同比下降 3.9%

**销售费用：**公司费用端控制有望逐渐稳定，随着 AI 应用的普及，我们预计销售费用率将会保持稳定下降，预计 2024-2026 年销售费用率保持在 22%~24% 左右的区间。

**管理费用：**公司管理体系逐渐优化，预计管理费用率将呈平稳下降趋势，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 7.70%、7.69%、7.50%。

图表27: 2024-2026年公司费用率预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用 (百万元)	1,884.8	2,085.2	2,013.3	2,562.9	2,596.64	2,858.32	2,986.39
占销售收入	24.12%	22.77%	23.59%	23.53%	23.99%	23.62%	22.80%
管理费用 (百万元)	573.6	712.4	798.6	832.0	833.61	930.43	982.37
占销售收入	7.34%	7.78%	9.36%	7.64%	7.70%	7.69%	7.50%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 可比公司估值

根据盈利预测模型,我们预测,2024-2026年公司实现营业收入108.26亿元、120.99亿元、130.98亿元,分别同比-0.6%/+11.8%/+8.3%,归母净利润3.26亿元、6.17亿元、8.13亿元,同比-35.5%/+89.2%/+31.7%。

公司是中国健康体检行业的领军企业,以健康体检为核心业务,构建了覆盖健康咨询、风险评估、个性化管理的全链条服务体系。爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科同样是民营医疗连锁企业,因此我们选择这三家公司作为可比公司进行估值。

2024-2026年可比公司平均PE为121X、39X、30X,我们模型计算得到公司对应PE分别为74X、39X、30X,低于可比公司平均水平,考虑到公司作为中国健康体检行业的领军企业,AI赋能打开利润空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表28: 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300015.SZ	爱尔眼科	1303.0	0.40	0.46	0.52	35.2	30.6	26.8
600763.SH	通策医疗	210.3	1.21	1.37	1.58	38.8	34.2	29.8
301239.SZ	普瑞眼科	73.2	0.17	0.94	1.42	288.2	51.8	34.5
	均值		0.59	0.92	1.17	120.7	38.9	30.4
002044.SZ	美年健康	241.9	0.08	0.16	0.21	74.2	39.2	29.8

资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*可比公司采取 wind 一致预期数据, 市值数据为 2025.03.20 数据

## 风险提示

**AI 应用落地不及预期的风险：**在推进 AI 应用落地的过程中，可能面临技术成熟度不足、数据隐私与安全风险、以及行业竞争加剧等挑战。如果 AI 技术落地不及预期，可能导致公司未能充分实现降本增效和业务拓展目标。

**医疗质量风险：**健康体检业务面临着因不确定性因素导致漏检、误检及医疗纠纷的风险，这些风险可能对机构的品牌声誉造成不利影响。

**市场竞争加剧风险：**作为国内健康体检行业的龙头企业，公司在品牌影响力、产品创新以及精细化运营方面展现出显著的竞争力。未来可能面临市场容量增长不及预期或新资本介入的风险。

**连锁化经营带来的经营管理风险：**随着体检中心数量的增加和扩张速度的加快，公司可能面临经营管理不善的风险。一方面，连锁化经营对管理能力提出了更高要求，尤其是在标准化执行、人员培训和资源配置方面。另一方面，体检行业整体扩张速度放缓，市场竞争加剧，可能导致部分体检中心盈利能力不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com