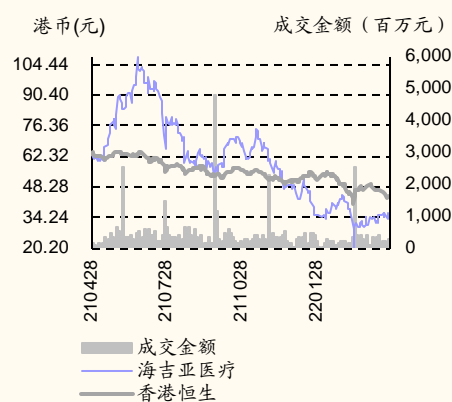


市价(港币): 36.150元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	36.150
流通港股(百万股)	616.72
总市值(百万元)	22,294.58
年内股价最高最低(元)	108.30/20.200
香港恒生指数	19946.36



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	3.29	-45.80	-43.38
相对香港恒生	18.59	-23.85	-11.99

## 相关报告

1. 《肿瘤赛道长坡厚雪，模块化运营造就龙头-海吉亚深度报告》，2021.11.11

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 医疗网络稳步构建，精细化管理能力突出

## 主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,403	2,318	3,241	4,214	5,478
营业收入增长率	29.08%	65.29%	39.82%	30.00%	30.00%
归母净利润(百万元)	170	441	616	797	1,033
归母净利润增长率	327.70%	159.55%	39.44%	29.46%	29.68%
经调整净利润(百万元)	316	451	610	793	1,030
摊薄每股收益(元)	0.276	0.716	0.998	1.292	1.676
每股经营性现金流净额	0.48	0.69	1.40	1.63	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.99%	9.91%	12.14%	13.58%	14.98%
P/E	131.08	50.50	36.22	27.98	21.57
P/B	5.22	5.00	4.40	3.80	3.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 2022年4月28日，公司发布2021年年报，2021实现营业收入23.1亿元，较2020年同比增长65.2%；实现净利润4.53亿元，较2020年同比增长155.9%；实现经调整净利润4.51亿元，较2020年同比增长42.5%。业绩增长超预期。

## 经营分析

- 自建医院及二期项目医院均进展顺利。自建方面：聊城海吉亚在2021年12月已顺利通过验收，成为公司的第四家自建医院，无锡、德州、龙岩、安阳、常熟的自建医院项目也在有序进行，预计2023和2024年陆续开业；二期项目医院方面，重庆海吉亚已完成封顶，预计今年下半年投入使用，床位数将由500张增加至1500张，单县海吉亚二期康复楼已完成封顶，预计今年年底投入使用，床位数将由1000张增加至1500张。
- 医院业务快速增长，以肿瘤为核心的医院网络不断扩大。医院业务实现收入21.5亿元，同比增长73.0%，其中，门诊业务实现收入7.4亿元，同比增长98.7%，住院收入14.1亿元，同比增长61.9%，就诊人次229.2万人，同比增长123.3%。肿瘤业务方面：肿瘤MDT实现收入11.0亿元，同比增长65.3%，肿瘤相关手术量4.17万例，同比增长141.4%。截至2021年12月31日，公司经营或管理12家以肿瘤为核心的医院网络，遍布中国7个省的9个城市。销售费用率0.91% (-0.08pct)，管理费用率9.87% (-1.04pct)，规模效应逐渐显现。
- 公司充分发挥在肿瘤放疗资源上的优势，持续扩展公司在中国的放疗中心网络。截至2021年12月31日，公司第三方放疗业务实现收入1.58亿元 (+5%)。公司已与27家第三方医院合作伙伴签订放疗中心合作协议，位于中国14个省，开业后公司的放疗中心数量有望增加至49家。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到公司在23年的新建医院预计在24年贡献业绩增量，下调2023年净利润6%，我们预计22-24年归母净利润分别为6.16/7.97/10.33亿元，经调整净利润分别为6.10/7.93/10.30亿元，分别同比增长35%/30%/30%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 并购扩张不及预期风险；商誉减值风险；医保政策风险；医疗事故风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,087</b>	<b>1,403</b>	<b>2,318</b>	<b>3,241</b>	<b>4,214</b>	<b>5,478</b>	货币资金	393	385	707	1,264	1,687	2,501
增长率	41.8%	29.1%	65.3%	39.8%	30.0%	30.0%	应收款项	228	289	509	676	865	1,146
<b>主营业务成本</b>	<b>756</b>	<b>922</b>	<b>1,558</b>	<b>2,074</b>	<b>2,672</b>	<b>3,479</b>	存货	47	51	107	104	121	151
%销售收入	69.5%	65.7%	67.2%	64.0%	63.4%	63.5%	其他流动资产	0	2,197	397	447	497	547
<b>毛利</b>	<b>330</b>	<b>480</b>	<b>757</b>	<b>1,167</b>	<b>1,542</b>	<b>2,000</b>	流动资产	669	2,922	1,721	2,491	3,170	4,346
%销售收入	30.4%	34.2%	32.7%	36.0%	36.6%	36.5%	%总资产	30.2%	62.2%	25.7%	31.8%	35.7%	41.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	933	1,027	2,517	2,737	2,951	3,158
<b>销售费用</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	%总资产	42.1%	21.9%	37.6%	34.9%	33.2%	30.2%
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	388	385	2,381	2,461	2,541	2,621
<b>管理费用</b>	<b>136</b>	<b>153</b>	<b>229</b>	<b>310</b>	<b>381</b>	<b>509</b>	非流动资产	1,545	1,779	4,966	5,346	5,720	6,097
%销售收入	12.5%	10.9%	9.9%	9.6%	9.1%	9.3%	%总资产	69.8%	37.8%	74.3%	68.2%	64.3%	58.4%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,213</b>	<b>4,701</b>	<b>6,687</b>	<b>7,838</b>	<b>8,890</b>	<b>10,442</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	34	50	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>178</b>	<b>311</b>	<b>511</b>	<b>818</b>	<b>1,112</b>	<b>1,424</b>	应付款项	124	118	308	314	338	435
%销售收入	16.4%	22.1%	22.0%	25.2%	26.4%	26.0%	其他流动负债	1,591	163	512	804	982	1,287
<b>财务费用</b>	<b>95</b>	<b>48</b>	<b>21</b>	<b>114</b>	<b>135</b>	<b>142</b>	流动负债	1,714	281	855	1,168	1,320	1,722
%销售收入	8.7%	3.4%	0.9%	3.5%	3.2%	2.6%	长期贷款	0	0	1,196	1,396	1,476	1,556
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	702	79	158	158	158	158
-	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>2,416</b>	<b>360</b>	<b>2,209</b>	<b>2,723</b>	<b>2,955</b>	<b>3,437</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>-203</b>	<b>4,268</b>	<b>4,456</b>	<b>5,071</b>	<b>5,866</b>	<b>6,898</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>311</b>	<b>511</b>	<b>818</b>	<b>1,112</b>	<b>1,424</b>	未分配利润	-203	4,268	4,456	5,071	5,866	6,898
<b>营业利润率</b>	<b>16.4%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.0%</b>	<b>25.2%</b>	<b>26.4%</b>	<b>26.0%</b>	少数股东权益	0	74	21	44	69	107
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>83</b>	<b>115</b>	<b>50</b>	<b>110</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,213</b>	<b>4,701</b>	<b>6,687</b>	<b>7,838</b>	<b>8,890</b>	<b>10,442</b>
<b>税前利润</b>	<b>79</b>	<b>253</b>	<b>573</b>	<b>819</b>	<b>1,027</b>	<b>1,392</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>7.3%</b>	<b>18.0%</b>	<b>24.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.4%</b>		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>40</b>	<b>76</b>	<b>120</b>	<b>180</b>	<b>205</b>	<b>320</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>49.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>20.9%</b>	<b>22.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>23.0%</b>	每股收益	0.064	0.276	0.716	0.998	1.292	1.676
<b>净利润</b>	<b>40</b>	<b>177</b>	<b>453</b>	<b>639</b>	<b>822</b>	<b>1,072</b>	每股净资产	-0.329	6.920	7.226	8.222	9.512	11.185
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>39</b>	每股经营现金净流	0.371	0.480	0.691	1.400	1.628	2.116
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>40</b>	<b>170</b>	<b>441</b>	<b>616</b>	<b>797</b>	<b>1,033</b>	每股股利	0.000	0.120	0.000	0.150	0.150	0.160
<b>净利率</b>	<b>3.7%</b>	<b>12.1%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.0%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (百万元)</b>							净资产收益率	-19.63%	3.99%	9.91%	12.14%	13.58%	14.98%
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.80%	3.62%	6.60%	7.85%	8.96%	9.90%
<b>净利润</b>	<b>40</b>	<b>170</b>	<b>441</b>	<b>616</b>	<b>797</b>	<b>1,033</b>	投入资本收益率	17.86%	4.92%	6.89%	9.50%	11.75%	12.58%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>39</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>114</b>	<b>98</b>	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>124</b>	<b>88</b>	主营业务收入增长率	41.76%	29.08%	65.29%	39.82%	30.00%	30.00%
<b>非经营收益</b>							EBIT增长率	71.48%	74.68%	64.55%	60.11%	35.88%	28.11%
<b>营运资金变动</b>	<b>3</b>	<b>-49</b>	<b>0</b>	<b>134</b>	<b>-4</b>	<b>91</b>	净利润增长率	1436.59%	327.70%	159.55%	39.44%	29.46%	29.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>229</b>	<b>296</b>	<b>426</b>	<b>863</b>	<b>1,004</b>	<b>1,305</b>	总资产增长率	11.64%	112.42%	42.24%	17.21%	13.42%	17.47%
<b>资本开支</b>	<b>-160</b>	<b>-325</b>	<b>0</b>	<b>-380</b>	<b>-380</b>	<b>-380</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>5</b>	<b>-2,154</b>	<b>0</b>	<b>-130</b>	<b>-130</b>	<b>-140</b>	应收账款周转天数	67.6	70.0	70.2	68.9	67.6	68.4
<b>其他</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>-851</b>	<b>115</b>	<b>50</b>	<b>110</b>	存货周转天数	22.7	20.2	25.1	18.3	16.6	15.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-135</b>	<b>-2,478</b>	<b>-851</b>	<b>-395</b>	<b>-460</b>	<b>-410</b>	应付账款周转天数	59.7	46.9	72.2	55.3	46.2	45.6
<b>股权募资</b>	<b>253</b>	<b>2,225</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	313.3	267.3	396.3	308.2	255.6	210.4
<b>债权募资</b>	<b>-57</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>200</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-91</b>	<b>-49</b>	<b>754</b>	<b>-110</b>	<b>-200</b>	<b>-160</b>	净负债/股东权益	-152.12%	-57.66%	6.35%	-2.09%	-9.26%	-19.04%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>2,175</b>	<b>754</b>	<b>90</b>	<b>-120</b>	<b>-80</b>	EBIT利息保障倍数	1.9	6.5	24.4	7.1	8.2	10.0
<b>现金净流量</b>	<b>203</b>	<b>-8</b>	<b>322</b>	<b>557</b>	<b>423</b>	<b>814</b>	资产负债率	109.15%	7.66%	33.04%	34.74%	33.24%	32.91%

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402