

医药	收盘价 港元 35.35	目标价 港元 48.00↓	潜在涨幅 +35.8%	2023年12月13日
----	-----------------	------------------	----------------	-------------

海吉亚医疗 (6078 HK)

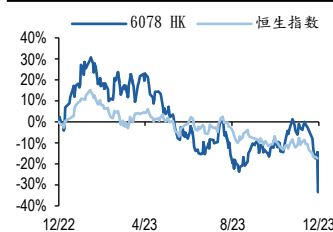
业绩增速指引下调，但明年及中长期成长前景依旧稳健；下调目标价

- 公司下调 2023 年业绩指引，2024 年利润增速 25% 以上。收入端：公司预计 2023 年集团合并口径收入同比+30%，剔除核酸检测后同比+35%；不包括新收购医院的内生增速为 16%（剔除核酸检测后+22%）。利润端：公司预计集团经调整净利润（合并）同比+17-20%，剔除核酸检测+31%以上，此前公司指引 2023 年经调整净利润增速（内生）不低于 25%。公司认为业绩增速低于此前指引的原因主要为：1) 2022 新冠核酸检测相关收入 1.5 亿元，利润超 6000 万元，2023 年新冠检测需求明显下滑；2) 重庆二期、单县二期、成武二期由于审批流程延长，产能投用略有滞后；3) 德州海吉亚开业前人才储备等费用增加；4) 三笔并购产生相关一次性成本以及利息费用。公司预计 2024 年经调整净利润增速复苏至 25% 以上，其中存量医院将录得至少 15-20% 的增长，长安+宜兴医院贡献 1 亿左右利润。
- 新增医院经营稳健。2023 年 1-11 月经营情况：门诊量同比+27%（内生增速 15%）；住院量合并同比+34%（内生增速 21%）；收入（合并）同比+25-27%，剔除核酸后同比+31-33%。宜兴海吉亚：11 月月收入突破 2,100 万元，净利率超过 15%；长安医院：11 月单月收入 7,200 万元，净利率超 12%（vs 并购前 8.8%）。四季度收入有望创建院以来新高。重庆海吉亚：二期新启用了 500 张床，在院患者达 600 多人，公司预计 2024 年重庆海吉亚收入同比+35%，利润同比+70%；单县海吉亚：二期新投用了 500 张床，在院患者达 1200 人，公司预计 2024 年单县海吉亚收入同比+35%，利润同比+25%；成武二期：预计近期投入使用，并于 2024 年贡献收入。
- 下调目标价。基于公司最新指引，并考虑到并购后财务费用攀升、新医院尚处于爬坡期，我们下调公司 2023/24/25 年收入预测 0.4%-1.3% 至 40.6 亿/56.7 亿/67.3 亿元，下调净利润预测 9-12% 至 6.6 亿/8.7 亿/10.6 亿元，对应 27% 2023-25E CAGR。我们下调目标价至 48.00 港元，对应 31.9x 2024E PE（低于三年平均 0.7 个标准差）/1.2x 2024E PEG。考虑到公司业绩在 2024 年及更长期恢复较快增长的确定性较强，当前股价仍被低估，在短期情绪波动/过度反应结束后或将迎来较好的投资时点，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	65.50
52周低位 (港元)	33.40
市值 (百万港元)	22,324.23
日均成交量 (百万)	8.71
年初至今变化 (%)	(36.88)
200天平均价 (港元)	44.94

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	2,315	3,196	4,059	5,670	6,733
同比增长 (%)	65.2	38.0	27.0	39.7	18.7
净利润 (百万人民币)	441	477	663	871	1,062
每股盈利 (人民币)	0.71	0.77	1.05	1.38	1.68
同比增长 (%)	87.6	7.9	36.1	31.5	21.9
前EPS预测值 (人民币)			1.16	1.55	1.91
调整幅度 (%)			-9.3	-10.8	-11.9
市盈率 (倍)	45.5	42.1	31.0	23.6	19.3
每股账面净值 (人民币)	7.21	7.97	8.86	10.23	11.91
市账率 (倍)	4.50	4.07	3.67	3.17	2.73

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

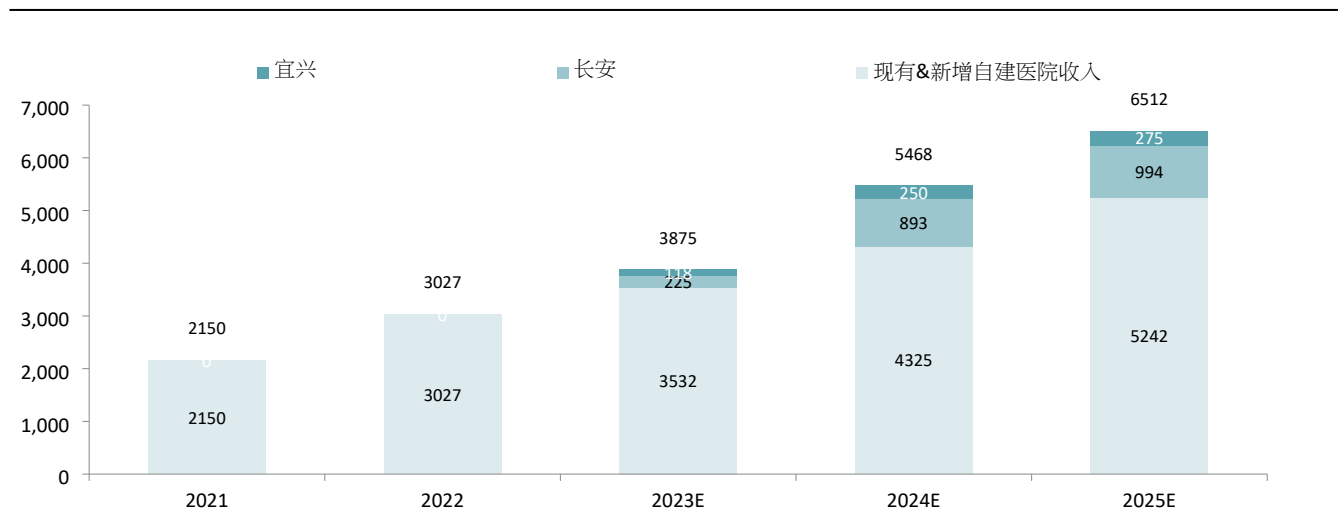
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 海吉亚财务预测变动

人民币百万	—2023E—			—2024E—			—2025E—		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,059	4,106	-1.1%	5,670	5,695	-0.4%	6,733	6,820	-1.3%
毛利润	1,266	1,334	-5.1%	1,757	1,850	-5.0%	2,120	2,250	-5.8%
毛利率	31.2%	32.5%	-1.3 pct	31.0%	32.5%	-1.5 pct	31.5%	33.0%	-1.5 pct
归母净利润 (亏损)	663	731	-9.3%	871	977	-10.8%	1,062	1,206	-11.9%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 海吉亚医院业务板块收入预测 (百万元)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 海吉亚近三年前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 4: 海吉亚医疗 (6078 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	36.55	59.00	61.4%	2023 年 10 月 31 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	20.60	28.43	38.0%	2023 年 09 月 20 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	1.95	4.40	125.8%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	43.90	57.00	29.8%	2023 年 07 月 31 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.62	7.40	11.7%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2269 HK	药明生物	中性	28.00	34.00	21.4%	2023 年 12 月 04 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	35.35	48.00	35.8%	2023 年 12 月 13 日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	6.66	10.00	50.2%	2023 年 11 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	28.97	36.70	26.7%	2023 年 11 月 22 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.56	14.00	113.4%	2023 年 11 月 22 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.33	4.55	36.6%	2023 年 11 月 22 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	11.66	14.41	23.5%	2023 年 11 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	15.42	14.30	-7.2%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.62	49.50	8.5%	2023 年 11 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 12 月 13 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,315	3,196	4,059	5,670	6,733
主营业务成本	(1,558)	(2,167)	(2,793)	(3,913)	(4,613)
毛利	757	1,029	1,266	1,757	2,120
销售及管理费用	(249)	(323)	(447)	(607)	(708)
其他经营净收入/费用	86	(39)	47	30	16
经营利润	594	667	866	1,180	1,428
财务成本净额	(21)	(24)	(29)	(80)	(87)
税前利润	573	643	837	1,100	1,341
税费	(120)	(161)	(167)	(220)	(268)
非控股权益	(12)	(5)	(7)	(9)	(11)
净利润	441	477	663	871	1,062
作每股收益计算的净利润	441	477	663	871	1,062

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	707	854	1,688	1,557	1,426
应收账款及票据	500	694	882	1,232	1,463
存货	107	154	198	278	328
其他流动资产	407	48	48	48	48
总流动资产	1,721	1,749	2,815	3,115	3,264
物业、厂房及设备	2,517	2,999	3,953	5,107	6,450
无形资产	2,381	2,384	2,359	2,368	2,388
其他长期资产	68	110	110	110	110
总长期资产	4,966	5,492	6,422	7,585	8,948
总资产	6,687	7,242	9,237	10,700	12,212
短期贷款	34	180	180	180	180
应付账款	732	741	955	1,338	1,577
其他短期负债	88	105	105	105	105
总流动负债	855	1,026	1,240	1,623	1,862
长期贷款	1,196	1,103	2,103	2,303	2,503
其他长期负债	158	173	285	285	285
总长期负债	1,355	1,276	2,387	2,587	2,787
总负债	2,209	2,302	3,628	4,210	4,650
股本	7,083	7,047	7,047	7,047	7,047
储备及其他资本项目	(2,626)	(2,113)	(1,451)	(579)	483
股东权益	4,456	4,934	5,596	6,468	7,530
非控股权益	21	6	13	22	33
总权益	4,478	4,940	5,609	6,489	7,562

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	573	643	837	1,100	1,341
折旧及摊销	114	215	257	311	388
营运资本变动	(152)	(233)	(18)	(47)	(41)
利息调整	23	41	19	80	87
税费	(80)	(161)	(167)	(220)	(268)
其他经营活动现金流	(52)	211	0	0	0
经营活动现金流	426	716	928	1,224	1,506
资本开支	(649)	(662)	(1,055)	(1,474)	(1,751)
其他投资活动现金流	(202)	147	0	0	0
投资活动现金流	(851)	(515)	(1,055)	(1,474)	(1,751)
负债净变动	1,108	52	1,000	200	200
权益净变动	0	(36)	0	0	0
股息	1,196	52	1,000	200	200
其他融资活动现金流	(353)	0	(38)	(80)	(87)
融资活动现金流	1,951	69	1,962	320	313
汇率收益/损失	(8)	(71)	0	0	0
年初现金	385	707	854	1,688	1,557
年末现金	707	854	1,688	1,557	1,426

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.714	0.770	1.049	1.378	1.681
全面摊薄每股收益	0.714	0.770	1.049	1.379	1.682
每股账面值	7.211	7.973	8.855	10.234	11.914
利润率分析(%)					
毛利率	32.7	32.2	31.2	31.0	31.5
EBITDA利润率	30.6	27.6	27.7	26.3	27.0
EBIT利润率	25.6	20.9	21.3	20.8	21.2
净利率	19.1	14.9	16.3	15.4	15.8
盈利能力(%)					
ROA	6.6	6.6	7.2	8.1	8.7
ROE	9.9	9.7	11.8	13.4	14.0
ROIC	7.7	7.7	8.4	9.7	10.4
其他					
净负债权益比(%)	11.7	8.7	10.6	14.3	16.6
流动比率	2.0	1.7	2.3	1.9	1.8
存货周转天数	25.1	25.9	25.9	25.9	25.9
应收账款周转天数	78.8	79.3	79.3	79.3	79.3
应付账款周转天数	171.6	124.8	124.8	124.8	124.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司及集海资源集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。