

评级: 买入(维持)

市场价格: 26.3 HKD

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3195.6	4076.7	5126.6	6270.1	7489.3
增长率 yoy%	38.0%	27.6%	25.8%	22.3%	19.4%
净利润(百万元)	476.8	682.9	907.6	1106.5	1383.5
增长率 yoy%	8.0%	43.2%	32.9%	21.9%	25.0%
每股收益(元)	0.68	0.89	1.19	1.45	1.81
每股现金流量	0.98	1.23	1.27	2.01	2.19
净资产收益率	9.7%	10.9%	16.8%	17.0%	17.5%
P/E	34.8	26.3	19.8	13.0	13.0
PEG	0.22	3.29	0.46	0.39	0.59
P/B	3.1	2.7	3.1	2.6	2.1

备注: 截止 2024/3/26

投资要点

- **事件: 2024年3月26日, 公司发布2023年报, 报告期内实现营业收入40.77亿元, 同比增长27.6%; 实现经调整净利润7.13亿元, 同比增长17.5%。**
- **剔除核酸一次性影响后业绩增长亮眼, 扩张期利润率阶段性承压。**2022年由于疫情高发带来一定核酸检测收入, 若剔除核酸检测一次性影响, 2023年公司收入/净利润/经调整净利润分别同比增长34.0%/63.6%/31.1%, 仍然实现较为亮眼的增长。2023年公司整体毛利率为31.6%, 较去年同期小幅下降0.6pp; 费用端来看, 销售费用率1.24% (同比增加0.8pp), 管理费用率同比增加0.1pp至10.11%, 主要系自建及新并购医院的成本开支上升。我们预计未来随着医院规模效应逐渐体现, 费用率有望稳中有降。2023全年公司实现经调整净利率17.5%, 与上年同期相比下降1.5pp。
- **医院业务保持韧性, 核心肿瘤业务稳健增长。**2023年公司医院业务实现收入38.90亿元, 同比增长28.5%, 毛利率30.3%、同比下降1.4pp; 其中门诊收入13.51亿元, 同比增长23.1%; 住院收入25.39亿元, 同比增长31.6%; 门诊收入增速略慢主要是受到2022年同期核酸检测带来的业绩高基数影响。2023年公司核心肿瘤业务保持较快增长, 肿瘤MDT实现收入17.78亿元, 同比增长23.6%; 非肿瘤相关业务实现收入22.98亿元, 同比增长30.8%。公司持续强化肿瘤综合服务能力, 2023年手术量达到8.38万例, 同比增长34.6%, 其中三、四级手术及介入手术占比均进一步提升。
- **外延持续推进, 新院整合进展顺利。**2023年公司外延收购进展顺利, 5月公司公告收购宜兴海吉亚89.2%的股权, 7月公司再度公告收购西安长安医院100%的股权, 11月底公告收购曲阜城东医院。收购医院整合进展顺利, 自公司收购以来, 宜兴海吉亚收入较同期增长30.8%, 长安医院收入较同期增长28.9%。除此之外, 公司存量医院二期扩建、新医院自建也在持续快速推进, 目前德州、无锡、常熟3家新院在建, 有望于2024-2025年陆续交付使用; 重庆海吉亚、单县海吉亚、成武海吉亚的二期项目相继于2023-2024年初投用, 公司目前仍处于床位快速攀升的成长期。
- **盈利预测和投资建议:** 根据年报我们对盈利预测作出调整, 预计2024-2026年公司实现营业收入51.27、62.70、74.89亿元, 同比增长25.8%、22.3%、19.4%; 归母净利润9.08、11.07、13.84亿元 (2024-2025年预测前值分别为9.87、12.27亿元), 同比增长32.9%、21.9%、25.0%。考虑到公司作为稀缺的肿瘤医疗服务龙头公司, 行业长期空间广阔, 公司管理精益、经营效率显著优于同行, 未来有望通过自建+并购逐步覆盖全国, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 医院扩张不及预期风险; 医疗事故风险; 政策扰动风险; 市场规模不达预期风险等。

基本状况

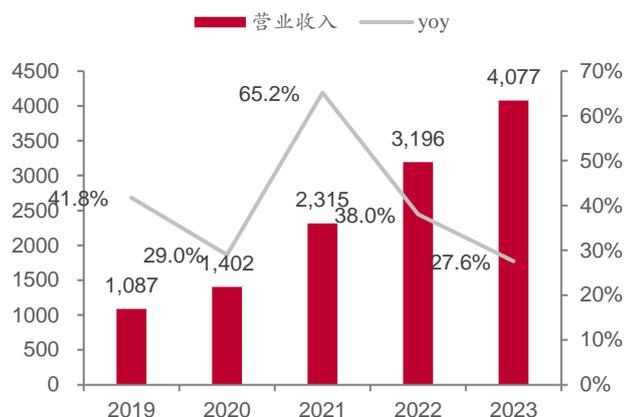
总股本(百万股)	632
流通股本(百万股)	632
市价(港元)	26.3
市值(亿港元)	166
流通市值(亿港元)	166

股价与行业-市场走势对比

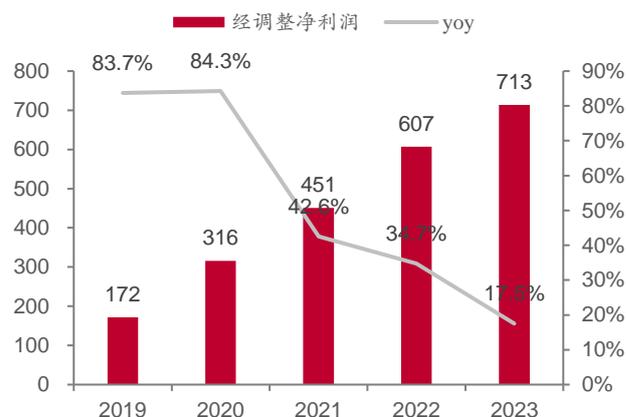


相关报告

- 1 海吉亚医疗-2022 年报: 业绩符合预期, 外延有望提速-买入-(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)
- 2 海吉亚医疗 -2022H1: 业绩超预期, 内生外延并进-买入-(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)

图表 1: 海吉亚医疗收入情况 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 海吉亚医疗经调整净利润情况 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 海吉亚医疗盈利能力情况

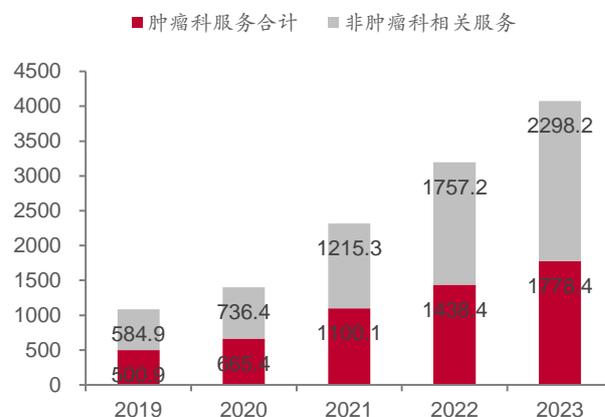

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 海吉亚医疗各项费用率情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 海吉亚医院业务收入情况 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 海吉亚医疗不同服务板块收入情况 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 海吉亚医疗财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1976	2661	3181	4686	营业收入	4077	5127	6270	7489
现金及等价物	562	1006	1163	2346	营业成本	2790	3442	4215	4942
应收账款	1000	1199	1502	1773	毛利	1286	1684	2055	2548
存货	208	250	310	362	其他收入	51	56	61	66
其他流动资产	206	206	206	206	其他费用	1	0	0	0
非流动资产	8759	6465	7055	7010	销售费用	51	51	63	75
固定资产	4630	3117	3317	3467	管理费用	412	523	640	779
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	33	37	37	38
无形资产	3946	3165	3555	3360	公允价值变动收益	0	0	0	0
其他非流动资产	183	183	183	183	其他收益及亏损	15	6	7	8
资产总计	10735	9126	10236	11696	税前利润总额	855	1134	1383	1729
流动负债	1944	2015	2524	2805	所得税	171	227	277	346
短期借款	402	402	402	402	净利润	684	908	1106	1384
应付账款	1410	1481	1990	2270	其他综合收益净额	2	12	13	14
其他流动负债	132	132	132	133	综合收益总额	686	920	1119	1398
非流动负债	2536	1712	1207	1002	EBITDA	949	1366	1663	2059
长期借款	2319	1500	1000	800	EPS (元)	0.89	1.19	1.45	1.81
其他非流动负债	217	212	207	202	主要财务比率				
负债合计	4480	3727	3731	3807	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	22	22	22	22	成长能力				
股本	7634	7634	7634	7634	营业收入	27.6%	25.8%	22.3%	19.4%
储备	-2805	-2805	-2805	-2805	EBIT	20.1%	33.5%	21.2%	24.5%
留存收益	1404	2312	3418	4802	归属于母公司净利润	43.2%	32.9%	21.9%	25.0%
归属母公司股东权益	6255	5399	6506	7889	获利能力				
负债和股东权益	10735	9126	10236	11696	毛利率(%)	32.7%	32.9%	32.8%	34.0%
现金流量表					净利率(%)	16.8%	17.7%	17.6%	18.5%
					ROE(%)	10.9%	16.8%	17.0%	17.5%
					ROIC(%)	10.1%	16.5%	18.3%	19.8%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	941	969	1535	1675	资产负债率(%)	41.7%	40.8%	36.4%	32.5%
净利润	683	908	1106	1384	净负债比率(%)	34.53%	16.61%	3.68%	-14.49%
折旧摊销	76	200	250	300	流动比率	1.02	1.32	1.26	1.67
营运资金变动	326	-171	146	-42	速动比率	0.91	1.20	1.14	1.54
其他经营现金流	-145	32	32	33	营运能力				
投资活动现金流	-1813	331	-840	-255	总资产周转率	0.45	0.52	0.65	0.68
资本性支出	1813	-331	840	255	应收账款周转率	4.77	4.66	4.64	4.57
其他投资现金流	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	2.38	2.43	2.32
筹资活动现金流	1405	-856	-537	-237	每股指标 (元)				
债务变化	1438	-819	-500	-199	每股收益(最新摊薄)	0.89	1.19	1.45	1.81
支付股利	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.27	2.01	2.19
其他筹资现金流	-33	-37	-37	-38	每股净资产(最新摊薄)	8.19	7.07	8.52	10.33
现金净增加额	533	444	157	1183					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。