

医药

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 30.50 港元 49.00个 +60.7%

2024年3月28日

海吉亚医疗 (6078 HK)

FY23 符合预期，FY24 内生外延驱动高增长，新医院经营情况持续改善

⊕ **FY23 业绩符合预期，维持 2024 年经调整净利润增速指引：**2023 年收入同比增长 27.6%（剔除核酸检测影响后+34.0%），净利润/经调整净利润+42.1%/+17.5%（剔除核酸后+42.1%/+31.1%）。整体业绩符合公司 2023 年底更新的指引。肿瘤业务收入+23.6%，占总收入比重 43.6%。医院业务收入 38.90 亿元（+28.5%，剔除核酸后+35.4%），其中门诊/住院收入分别为 13.51 亿/25.39 亿元（+23.1%/+31.6%），剔除核酸检测后的门诊收入+43.2%。手术量增长 34.6%至 83,770 例。毛利率/经调整净利率分别为 31.6%/17.5%（-0.6/-1.5 个百分点）。**管理层表示，2M24 整体收入同比增长超 40%，并维持此前指引：2024 年经调整净利润增速达 25%以上。**

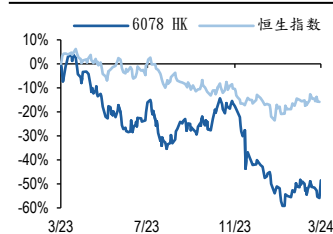
⊕ **新开/在建/新并购医院进展更新，目标 2025 年底床位数达 14,000 张：1) 新开二期医院：**重庆二期（1,000 张床位）、单县二期（500 张床位）和成武二期（350 张床位）已分别于 2023 年 2 月、2023 年 7 月和 2024 年 1 月投用。**2) 新建医院：**德州海吉亚于 2024 年 3 月通过三级综合医院验收，公司预计无锡（三级）和常熟海吉亚分别于 2025 年初和 2025 年底交付使用。**3) 新并购医院：**宜兴海吉亚 2023 年 6-12 月并表，期间收入同比+30.8%；长安医院 2023 年 9-12 月并表，期间收入同比+28.9%。公司预计上述两家医院有望在 2024 年实现单月利润率达到集团平均水平。此外，公司表示，随着 2024 年后资本开支减少，将有更多资金用于收并购，2024-25 年公司仍将按计划开展并购。截至 2023 年底，公司可开放床位数达到 10,000 张，目标 2025 年底可开放床位数达到 14,000 张。

⊕ **微升目标价，维持买入：**基于公司最新运营情况及指引，我们上调 2024/25 年收入预测 1.1%/1.2%至 57.4 亿/68.1 亿元，并引入 2026 年收入预测 85.6 亿元。考虑到新产能投入导致折旧摊销增加以及潜在的新增借款带来的财务费用，我们下调 2024/25 年净利润 1.4%/2.5%至 8.6 亿/10.4 亿元。我们微升目标价至 49.00 港元，对应 33.0x 2024E P/E（与三年平均基本一致）/1.2x 2024 PEG。公司内生增长能见度高，一级市场医院资产定价下行中，收并购节奏确定性强，当前股价被低估，我们维持**买入**。

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)	61.60
52周低位 (港元)	24.20
市值 (百万港元)	19,261.36
日均成交量 (百万)	10.46
年初至今变化 (%)	(13.60)
200天平均价 (港元)	37.45

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	3,196	4,077	5,739	6,810	8,559
同比增长 (%)	38.0	27.6	40.8	18.7	25.7
净利润 (百万人民币)	477	683	859	1,036	1,397
每股盈利 (人民币)	0.77	1.08	1.36	1.64	2.21
同比增长 (%)	7.9	40.4	25.8	20.5	34.9
前EPS预测值 (人民币)			1.38	1.68	
调整幅度 (%)			-1.2	-2.4	
市盈率 (倍)	36.5	26.0	20.7	17.1	12.7
每股账面净值 (人民币)	7.97	9.88	8.66	11.73	16.39
市账率 (倍)	3.53	2.85	3.25	2.40	1.72

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。

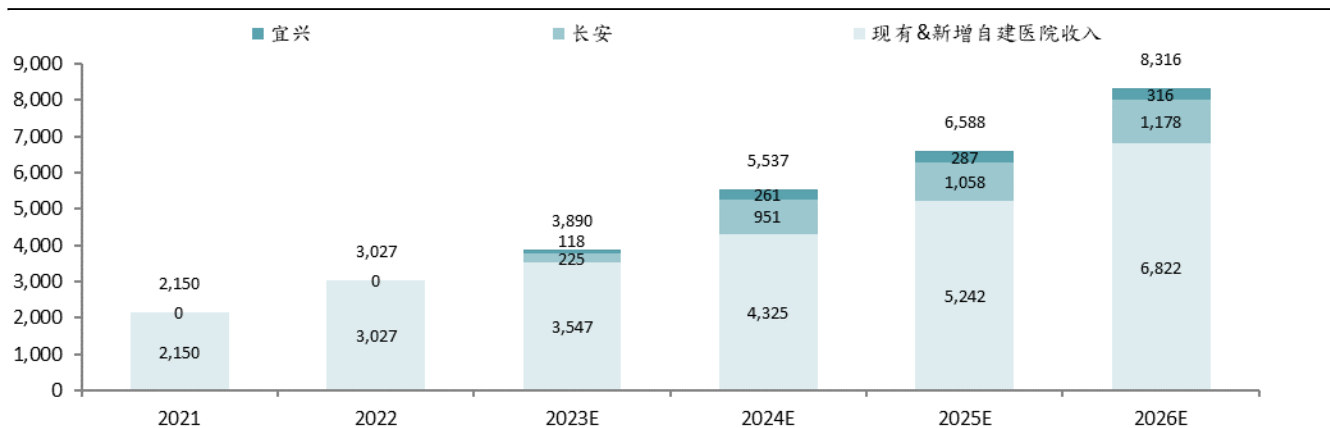
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 海吉亚财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	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	5,739	5,670	1.2%	6,810	6,733	1.1%	8,559		
毛利润	1,778	1,757	1.2%	2,125	2,120	0.2%	2,756		
毛利率	31.0%	31.0%	-	31.2%	31.5%	-0.3 pct	32.2%		
归母净利润 (亏损)	859	871	-1.4%	1,036	1,062	-2.5%	1,397		

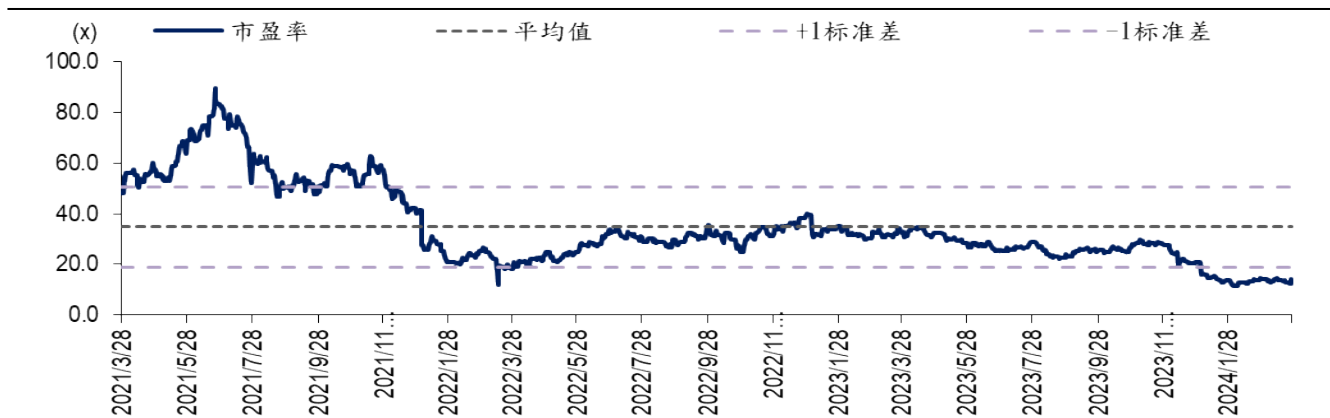
资料来源: 交银国际预测

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
9926 HK	康方生物	买入	46.65	70.00	50.1%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.20	27.75	95.4%	2024年03月12日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	25.65	59.00	130.0%	2023年10月31日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	1.01	4.40	336.0%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.64	7.40	59.4%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	17.04	42.00	146.4%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	13.76	16.20	17.8%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	30.50	49.00	60.7%	2024年03月27日	医疗服务
2096 HK	先声药业	买入	5.37	11.50	114.1%	2024年02月19日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.27	10.00	59.5%	2023年11月22日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	29.90	36.70	22.7%	2023年11月22日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.01	4.55	51.2%	2023年11月22日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.89	14.41	45.7%	2023年11月22日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	15.48	16.00	3.3%	2024年03月27日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.91	49.50	7.8%	2023年11月22日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年3月27日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,196	4,077	5,739	6,810	8,559
主营业务成本	(2,167)	(2,790)	(3,961)	(4,685)	(5,803)
毛利	1,029	1,286	1,778	2,125	2,756
销售及管理费用	(323)	(463)	(615)	(716)	(882)
其他经营净收入/费用	(39)	66	30	16	16
经营利润	667	889	1,194	1,425	1,889
财务成本净额	(24)	(33)	(109)	(117)	(125)
税前利润	643	856	1,085	1,308	1,764
税费	(161)	(171)	(217)	(262)	(353)
非控股权益	(5)	(2)	(9)	(10)	(14)
净利润	477	683	859	1,036	1,397
作每股收益计算的净利润	477	683	859	1,036	1,397

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	854	550	886	1,654	3,040
应收账款及票据	694	979	1,241	1,472	1,851
存货	154	208	281	333	412
其他流动资产	48	239	226	226	226
总流动资产	1,749	1,976	2,635	3,686	5,529
物业、厂房及设备	2,999	4,630	5,129	6,489	8,196
无形资产	2,384	3,946	2,369	2,390	2,428
其他长期资产	110	183	183	183	183
总长期资产	5,492	8,759	7,680	9,062	10,807
总资产	7,242	10,735	10,315	12,747	16,336
短期贷款	180	402	402	402	402
应付账款	741	1,410	1,549	1,832	2,269
其他短期负债	105	132	132	132	132
总流动负债	1,026	1,944	2,083	2,366	2,803
长期贷款	1,103	2,319	2,519	2,719	2,919
其他长期负债	173	217	217	217	217
总长期负债	1,276	2,536	2,736	2,936	3,136
总负债	2,302	4,480	4,819	5,302	5,939
股本	7,047	7,634	7,634	7,634	7,634
储备及其他资本项目	(2,113)	(1,401)	(2,168)	(229)	2,708
股东权益	4,934	6,233	5,467	7,405	10,342
非控股权益	6	22	30	41	55
总权益	4,940	6,255	5,497	7,446	10,397

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	643	856	1,085	1,308	1,764
折旧及摊销	153	257	311	389	480
营运资本变动	(123)	9	15	0	(20)
利息调整	41	23	109	117	125
税费	(145)	(171)	(217)	(262)	(353)
其他经营活动现金流	116	0	0	0	0
经营活动现金流	685	974	1,303	1,553	1,996
资本开支	(594)	(938)	(1,057)	(868)	(686)
其他投资活动现金流	222	(1,926)	0	0	0
投资活动现金流	(372)	(2,864)	(1,057)	(868)	(686)
负债净变动	(28)	1,299	200	200	200
权益净变动	0	682	0	0	0
股息	394	1,299	200	200	200
其他融资活动现金流	(127)	(205)	(109)	(117)	(125)
融资活动现金流	239	3,074	291	283	275
汇率收益/损失	(12)	1	0	0	0
年初现金	707	854	550	886	1,654
年末现金	854	550	886	1,654	3,040

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.770	1.082	1.362	1.641	2.214
全面摊薄每股收益	0.770	1.082	1.362	1.641	2.214
每股账面值	7.973	9.876	8.662	11.733	16.387
利润率分析(%)					
毛利率	32.2	31.6	31.0	31.2	32.2
EBITDA利润率	25.7	28.1	26.2	26.6	27.7
EBIT利润率	20.9	21.8	20.8	20.9	22.1
净利率	14.9	16.8	15.0	15.2	16.3
盈利能力(%)					
ROA	6.6	6.4	8.3	8.1	8.6
ROE	9.7	10.9	15.6	13.9	13.4
ROIC	7.7	7.6	10.2	9.8	10.2
其他					
净负债权益比(%)	8.7	34.7	37.0	19.7	2.7
流动比率	1.7	1.0	1.3	1.6	2.0
存货周转天数	25.9	25.9	25.9	25.9	25.9
应收账款周转天数	78.9	78.9	78.9	78.9	78.9
应付账款周转天数	142.7	142.7	142.7	142.7	142.7

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杆指数**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杆指数**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杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思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，并可能受送递延误、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。