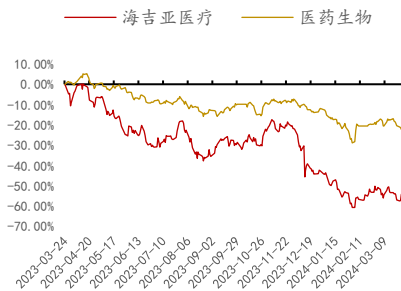


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	30.5
总股本/流通股本(亿股)	6.32 / 6.32
总市值/流通市值(亿港元)	193 / 193
52周内最高/最低价(港元)	58.80/23.55
资产负债率(%)	41.73%
市盈率	25.56
第一大股东	朱义文及朱剑乔一致行动人

研究所

分析师: 蔡明子  
SAC 登记编号: S1340523110001  
Email: caimingzi@cnpsec.com  
分析师: 龙永茂  
SAC 登记编号: S1340523110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

海吉亚医疗 (6078.HK)

医院业务高速增长，持续提升医疗服务网络覆盖广度和深度

● 业绩符合预期，收入利润快速增长

3月26日，公司发布2023年报：公司实现营收40.77亿元人民币(+27.6%，后均为人民币)，剔除核酸检测一次性影响后收入同比增长34.0%；净利润6.85亿元(+42.1%)，剔除核酸检测一次性影响后净利润同比增长63.6%；经调整净利润7.13亿(+17.5%)，剔除核酸检测一次性影响后经调整净利润同比增长31.1%。公司营收、净利润增长符合我们的预期。同时公司公告称，根据未经审核管理账目，公司于2024年取得了良好的开局和可喜的成绩，2024年1~2月的收入较去年同期增长超过40%，实现高速增长。

● 医院业务高速增长，医疗技术水平持续提升，核心优势持续加强

截至2023年底，公司管理或经营15家以肿瘤科为核心的医院，覆盖中国8个省的12个城市。2023年医院业务收入38.90亿元(+28.5%，剔除核酸检测一次性影响+35.4%)，实现高速增长。其中住院服务收入25.39亿元(+31.6%)，主要得益于公司旗下医院积极拓展诊疗项目（特别是肿瘤类项目），丰富治疗手段，针对复杂病症的手术能力不断提升；门诊服务收入13.51亿元(+23.1%，剔除核酸检测一次性影响+43.2%)。公司医疗技术水平持续提升，2023年公司旗下医院完成手术83,770例，较2022年增加34.6%，其中三、四级手术及介入手术占比均进一步提升。

● 内生外延持续加强肿瘤医疗服务网络布局，不断提升诊疗能力

(1) 新建医院方面，公司在建的3家医院项目，德州海吉亚医院规划设置床位1,000张，于2024年3月通过三级综合医院验收，成为公司第四家三级医院。无锡海吉亚医院为三级医院规模建制，规划设置床位800至1,000张，预计于2025年初交付使用。常熟海吉亚医院为三级医院规模建制，规划设置床位800至1,200张，预计于2025年底交付使用。3家医院建成开业后有望进一步加强公司在山东省的市场份额及区域优势。并购方面，进一步加强投后整合，激发医院潜力。

(2) 现有医院扩建方面，公司现有二期、三期扩建计划预计为旗下医院新增约4,350张床位。重庆海吉亚医院二期新增1,000张达到1,500张，已于2023年2月投入运营，医院于2023年3月升级为三级综合医院；单县海吉亚医院二期新增500张达到1,500张，已于2023年7月投入运营；成武海吉亚医院二期新增350张达到500张，已于2024年1月投入运营；开远解化医院二期计划新增床位约500张；贺州广济医院二期预计为医院新增约500张床位；长安医院三期项目和苏州永鼎医院二期项目已启动筹备，目前正在申领监管批准，

长安医院三期项目计划新增床位约 1,000 张，苏州永鼎医院二期项目计划新增床位约 500 张。

(3) 并购方面, 2023 年 5 月 9 日公司宣布对宜兴海吉亚医院 89.2% 股权的收购, 宜兴海吉亚医院现为二级甲等综合医院, 具备容纳 800 张以上床位的充足空间, 具有升级为三级医院的潜质。2023 年 7 月 25 日, 公司宣布收购长安医院 100% 股权, 长安医院拥有注册床位 1,000 张, 具备可供扩张的充足土地资源, 且肿瘤科室优势明显。2023 年 11 月 30 日, 公司宣布收购曲阜城东医院 100% 股权, 医院待迁址后床位将达到 300 张。三家医院的收购为公司长三角, 西北地区进一步扩张并建立三级诊疗网络打下坚实基础, 进一步巩固公司在山东省的竞争优势。三家医院加入公司医疗服务网络后, 宜兴海吉亚医院的收入较去年同期同比增长约 30.8% (2023 年 6-12 月), 长安医院收入较去年同期同比增长约 28.9% (2023 年 9-12 月), 公司优秀的行业整合能力进一步得到验证。

### ● 盈利预测及投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 56.00、71.03、86.79 亿元人民币 (单位下同), 归母净利润分别为 8.82、11.23、13.76 亿元人民币, 对应 P/E 分别为 19.8、15.6、12.7 倍, 经调整净利润分别为 9.17、11.60、14.16 亿元人民币, 经调整净利润对应 P/E 分别为 19.1、15.1、12.3 倍, 海吉亚医疗在医生及设备资源、管理体系、服务模式方面优势明显, 助推业务快速扩张, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 风险提示

医保控费趋严风险, 医院自建+并购进度不及预期风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4076.68	5600.21	7103.47	8679.19
增长率 (%)	27.6	37.4	26.8	22.2
EBITDA (百万元)	1138.3	1511.7	1917.4	2342.8
归母净利润 (百万元)	684.9	881.8	1123.3	1375.8
增长率 (%)	42.1	28.7	27.4	22.5
EPS (元/股)	1.08	1.40	1.78	2.18
市盈率 (P/E)	25.5	19.8	15.6	12.7
市净率 (P/B)	3.5	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	15.35	11.56	9.11	7.46

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

## 1 业绩符合预期，收入利润快速增长

3月26日，公司发布2023年报：公司实现营收40.77亿元人民币（+27.6%，后均为人民币），剔除核酸检测一次性影响后收入同比增长34.0%；净利润6.85亿元（+42.1%），剔除核酸检测一次性影响后净利润同比增长63.6%；经调整净利润7.13亿（+17.5%），剔除核酸检测一次性影响后经调整净利润同比增长31.1%。

公司营收、净利润增长符合我们的预期。同时公司公告称，根据未经审核管理账目，公司于2024年取得了良好的开局和可喜的成绩，2024年1~2月的收入较去年同期增长超过40%，实现高速增长。

## 2 医院业务高速增长，医疗技术水平持续提升，核心优势持续加强

截至2023年底，公司管理或经营15家以肿瘤科为核心的医院，覆盖中国8个省的12个城市。2023年医院业务收入38.90亿元（+28.5%，剔除核酸检测一次性影响+35.4%），实现高速增长。其中住院服务收入25.39亿元（+31.6%），主要得益于公司旗下医院积极拓展诊疗项目（特别是肿瘤类项目），丰富治疗手段，针对复杂病症的手术能力不断提升；门诊服务收入13.51亿元（+23.1%，剔除核酸检测一次性影响+43.2%）。

公司持续强化肿瘤学科建设，2023年实现肿瘤相关业务收入14.38亿元，同比增长23.6%。

公司医疗技术水平持续提升，2023年公司旗下医院完成手术83,770例，较2022年增加34.6%，其中三、四级手术及介入手术占比均进一步提升。

## 3 内生外延持续加强肿瘤医疗服务网络布局，不断提升诊疗能力

**(1) 新建医院方面**，公司在建的3家医院项目，德州海吉亚医院规划设置床位1,000张，于2024年3月通过三级综合医院验收，成为公司第四家三级医院。无锡海吉亚医院为三级医院规模建制，规划设置床位800至1,000张，预计于2025年初交付使用。常熟海吉亚医院为三级医院规模建制，规划设置床位800至1,200张，预计于2025年底交付使用。3家医院建成开业后有望进一步加强公司在山东省的市场份额及区域优势。并购方面，进一步加强投后整合，激发医院潜力。

图表1：公司在建医院有望陆续投入使用

医院项目	动工时间	预计交付使用时间	规模建制	设置床位数
德州海吉亚医院	-	已于2024年3月通过三级医院验收	三级	1000张
无锡海吉亚医院	2022年11月	2025年初	三级	800-1000张
常熟海吉亚医院	2023年7月	2025年底	三级	800-1200张

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

**(2) 现有医院扩建方面**，公司现有二期、三期扩建计划预计为旗下医院新增约4350张床位。重庆海吉亚医院二期新增1,000张达到1,500张，已于2023年2月投入运营，医院于2023年3月升级为三级综合医院；单县海吉亚医院二期新增500张达到1,500张，已于2023

年7月投入运营；成武海吉亚医院二期新增350张达到500张，已于2024年1月投入运营；开远解化医院二期计划新增床位约500张；贺州广济医院二期预计为医院新增约500张床位；长安医院三期项目和苏州永鼎医院二期项目已启动筹备，目前正在申领监管批准，长安医院三期项目计划新增床位约1,000张，苏州永鼎医院二期项目计划新增床位约500张。

**图表2：公司现有二期、三期扩建计划预计为旗下医院新增约4350张床位**

医院项目	建设进度	建筑面积	新增床位数
重庆海吉亚医院二期	已于2023年2月投入运营，3月通过三级综合医院验收	7.8万平方米	1,000张（二期投用后，床位达到1,500张）
单县海吉亚医院二期	已于2023年7月投入运营	5.5万平方米	500张（二期投用后，床位达到1,500张）
成武海吉亚医院二期	已于2024年1月投入运营	2.5万平方米	350张（二期投用后，床位达到500张）
开远解化医院二期	已取得建设工程规划许可证，正在办理建筑工程施工许可证	1.5万平方米	500张
贺州广济医院二期	已取得建设工程规划许可证，目前二期肿瘤放疗机房、高压氧仓机房、连廊外墙作业已基本完成	3.8万平方米	500张（项目投用后，床位预计达到1,400张）
长安医院三期	已启动筹备，目前正在申领监管批准	-	1,000张（项目投用后，床位预计达到2,100张）
苏州永鼎医院二期	已启动筹备，目前正在申领监管批准	-	500张（项目投用后，床位预计达到1,500张）

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

**(3) 并购方面**，2023年5月9日公司宣布对宜兴海吉亚医院89.2%股权的收购，宜兴海吉亚医院现为二级甲等综合医院，具备容纳800张以上床位的充足空间，具有升级为三级医院的潜质。2023年7月25日，公司宣布收购长安医院100%股权，长安医院拥有注册床位1,000张，具备可供扩张的充足土地资源，且肿瘤科室优势明显。2023年11月30日，公司宣布收购曲阜城东医院100%股权，医院待迁址后床位将达到300张。三家医院的收购为公司长三角、西北地区进一步扩张并建立三级诊疗网络打下坚实基础，进一步巩固公司在山东省的竞争优势。三家医院加入公司医疗服务网络后，宜兴海吉亚医院的收入较去年同期同比增长约30.8%（2023年6-12月），长安医院收入较去年同期同比增长约28.9%（2023年9-12月），公司优秀的行业整合能力进一步得到验证。

## 4 盈利预测及投资建议

我们预计2024-2026年公司营收分别为56.00、71.03、86.79亿元人民币（单位下同），归母净利润分别为8.82、11.23、13.76亿元人民币，对应P/E分别为19.8、15.6、12.7倍，经调整净利润分别为9.17、11.60、14.16亿元人民币，经调整净利润对应P/E分别为19.1、15.1、12.3倍，海吉亚医疗在医生及设备资源、管理体系、服务模式方面优势明显，助推业务快速扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表3：海吉亚医疗盈利预测**

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,077	5,600	7,103	8,679
YOY	27.57%	37.37%	26.84%	22.18%
毛利率	31.55%	32.35%	32.50%	32.70%
归母净利润(百万元)	685	882	1123	1376
YOY	42.14%	28.74%	27.39%	22.48%
P/E(倍)	25.5	19.8	15.6	12.7
经调整净利润(百万元)	713	917	1160	1416
YOY	17.53%	28.50%	26.56%	22.03%
经调整 P/E(倍)	24.5	19.1	15.1	12.3

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 5 风险提示

医保控费趋严风险，医院自建+并购进度不及预期风险。



**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4,077	5,600	7,103	8,679	营业收入(%)	27.6	37.4	26.8	22.2
营业成本	(2,790)	(3,789)	(4,795)	(5,841)	营业利润(%)	32.5	31.0	26.8	22.2
营业费用	(54)	(75)	(95)	(116)	归属于母公司净利润(%)	42.1	28.7	27.4	22.5
管理费用	(476)	(663)	(841)	(1,028)	<b>获利能力</b>				
其他收入/费用	133	91	105	111	毛利率(%)	31.6	32.4	32.5	32.7
<b>营业利润</b>	<b>889</b>	<b>1,165</b>	<b>1,478</b>	<b>1,805</b>	净利率(%)	16.8	15.7	15.8	15.9
净财务收入/费用	(33)	(30)	(30)	(30)	ROE(%)	13.9	17.0	20.6	24.1
其他利润	1	1	2	3	ROIC(%)	26.7	24.0	22.6	20.8
<b>除税前利润</b>	<b>856</b>	<b>1,135</b>	<b>1,448</b>	<b>1,775</b>	<b>偿债能力</b>				
所得税	(171)	(253)	(324)	(399)	资产负债率(%)	34.2	41.4	47.7	53.6
少数股东损益	0	0	0	0	净负债比率(%)	51.9	70.7	91.2	115.7
<b>归母净利润</b>	<b>685</b>	<b>882</b>	<b>1,123</b>	<b>1,376</b>	流动比率	12.85	13.32	13.32	13.32
<b>EBITDA</b>	<b>1,138</b>	<b>1,512</b>	<b>1,917</b>	<b>2,343</b>	速动比率	12.55	12.98	12.95	12.93
<b>扣非后净利润</b>	<b>655</b>	<b>862</b>	<b>1,103</b>	<b>1,356</b>	<b>营运能力</b>				
<b>EPS</b>	<b>1.08</b>	<b>1.40</b>	<b>1.78</b>	<b>2.18</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>资产负债表</b>					应收账款周转率	5.6	5.8	6.0	7.0
<b>流动资产</b>	<b>4,806</b>	<b>5,479</b>	<b>6,026</b>	<b>6,629</b>	应付账款周转率	3.7	3.9	4.0	5.0
现金	1,435	1,607	1,800	2,016	存货周转率	25.0	27.0	29.0	30.0
应收账款	728	966	1,184	1,240	<b>每股指标(元)</b>				
存货	112	140	165	195	每股收益	1.1	1.4	1.8	2.2
其他流动资产	2,531	2,765	2,877	3,178	每股经营现金流	2.2	3.3	4.2	5.2
<b>非流动资产</b>	<b>2,700</b>	<b>3,376</b>	<b>4,388</b>	<b>5,705</b>	每股净资产	8.0	8.4	8.8	9.3
固定资产及在建工	1,818	2,000	2,200	2,420	<b>估值比率</b>				
无形资产及其他长	883	1,376	2,189	3,285	P/E	25.5	19.8	15.6	12.7
<b>资产总计</b>	<b>7,506</b>	<b>8,854</b>	<b>10,415</b>	<b>12,334</b>	P/B	3.5	3.4	3.2	3.1
<b>流动负债</b>	<b>374</b>	<b>411</b>	<b>452</b>	<b>498</b>	<b>现金流量表</b>				
短期借款	0	0	0	0	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,370</b>	<b>2,043</b>	<b>2,606</b>	<b>3,195</b>
应付账款	754	971	1,199	1,168	税前利润	856	1,135	1,448	1,775
其他流动负债	(380)	(560)	(746)	(670)	折旧和摊销	249	347	440	537
<b>非流动负债</b>	<b>2,192</b>	<b>3,255</b>	<b>4,515</b>	<b>6,117</b>	营运资本变动	16	24	35	53
长期借款	2,077	3,124	4,364	5,942	其他	249	537	683	830
其他非流动负债	115	132	151	175	<b>投资活动现金流</b>	<b>(953)</b>	<b>(1,835)</b>	<b>(2,378)</b>	<b>(2,946)</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,566</b>	<b>3,667</b>	<b>4,968</b>	<b>6,615</b>	资本开支	(49)	(49)	(48)	(47)
股本	7,124	7,124	7,124	7,124	其他	(904)	(1,787)	(2,331)	(2,899)
储备	(4,931)	(4,684)	(4,425)	(4,152)	<b>融资活动现金流</b>	<b>(29)</b>	<b>(35)</b>	<b>(34)</b>	<b>(33)</b>
归母所有者权益	4,940	5,187	5,447	5,719	股权融资	1	1	2	3
少数股东权益	0	0	0	0	银行借款	81	75	76	77
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,506</b>	<b>8,854</b>	<b>10,415</b>	<b>12,334</b>	其他	(111)	(111)	(112)	(113)
					<b>汇率变动对现金的影响</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>24</b>

资料来源：公司公告，中邮证券研究所(注:2023 年因披露口径不一致，现金流量表及资产负债表部分数据为预测数据，每股指标均为最新摊薄)

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048