

【广发海外】华润医疗（01515.HK）

收入略降，利润贡献趋于提升

核心观点：

- **公司披露 24H1 业绩公告，收入同比略降，利润稳健增长。**24H1 收入 49.8 亿元，同比-2.7%，主要受两年医保结算差影响，叠加 23H1 基数较高所致。公司积极降本增效，药品及耗材占收入比同比下降 0.6ppt，抵减了两年医保结算差额的影响。24H1 归母净利润为 4.34 亿元，同比+9.1%。拟中期派息人民币 5 分/股。
- **医院业务收入同比略降，门诊及住院人次均实现增长，次均收入降低。**根据公司业绩会材料，24H1 旗下医院医疗业务收入 46.0 亿元，同比-3.0%。剔除两年医保结算差额及淮阴医院关停影响后，24H1 收入同比持平。其中，门诊收入为 18.1 亿元，同比+1.4%，人次同比增长 3.5% 达 505 万，次均收入下降 2.0%；住院收入 27.0 亿元，同比-6.1%，人次同比增长 3.0% 达 28 万，次均收入同比-8.8%，手术量同比+1.2%，其中三四级手术量+2.5%。24H1 医院业务毛利 9.23 亿元，同比-5.7%，毛利率 20.1%，同比-0.6pct。剔除两年医保结算差额及淮阴院关停影响后，医院毛利相较 23H1 增长 6.7%，毛利率+1.3ppt。
- **盈利预测与投资评级。**24 年受两年医保结算差额影响，预计 24 年医院业务收入略降，预计 25~26 年医保结算差额影响减小，预计医院业务收入同比增长 4~5%。持续降本增效应对两年医保结算差额的影响，预计 24 年内生业绩稳健增长，预计 24 年归母净利润较 23 年剔除淮阴减值后的 6.44 亿增长 8.6%。公司持续推进医院集团化运营、精细化管理，预计利润率趋于提升，预计 25~26 年归母净利润同比增长 7% 左右。参考可比公司估值，结合公司成长性及港股流动性，给予 24 年 10 倍 PE，对应合理价值 5.98 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。**集团医院网络扩张进程不及预期；并购医院整合或运营不及预期；医保控费致实际结算金额不及预期等。

盈利预测：（备注：货币若无特别说明均为人民币；汇率为 1 人民币兑 1.1099 港元）

（人民币）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,901	10,108	10,007	10,450	10,932
增长率（%）	-	27.9%	-1.0%	4.4%	4.6%
EBITDA（百万元）	909	1,104	1,641	1,714	1,796
归母净利润（百万元）	266	258	699	749	804
增长率（%）	-	-3.1%	171.3%	7.1%	7.4%
EPS（元/股）	0.21	0.20	0.54	0.58	0.62
市盈率（P/E）	15.5	16.0	5.9	5.5	5.1
ROE	2.8%	4.4%	10.7%	10.3%	10.0%
EV/EBITDA	16.5	13.6	9.1	8.8	8.4

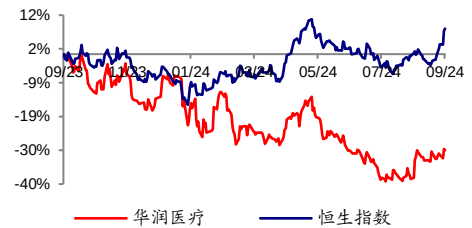
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄。

公司评级

买入

当前价格	3.52 港元
合理价值	5.98 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-26

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

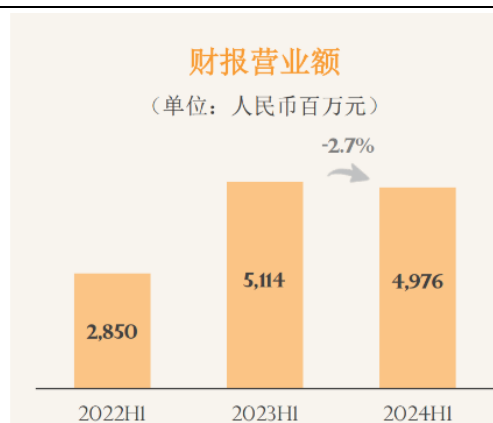
【广发海外】华润医疗 2024-03-25
（01515.HK）：医院收入稳健增长，利润贡献趋于提升

公司披露24H1业绩公告，收入同比略降，利润稳健增长。24H1公司实现收入49.8亿元，同比-2.7%，主要受两年医保结算差影响，叠加23H1基数较高所致。24H1实现EBITDA 9.7亿元，同比基本持平，公司积极降本增效，药品及耗材占收入比同比下降0.6ppt，抵减了两年医保结算差额的影响。24H1归母净利润为4.34亿元，同比+9.1%，在医疗服务利润维持稳定的同时，强化融资及税务管理，财务费用同比下降34.8%，所得税费用同比下降16.3%。拟中期派息人民币5分/股。

医院业务收入同比略降（剔除两年医保结算差额及淮阴医院影响后同比持平），门诊及住院人次均实现增长，次均收入降低。根据公司业绩会材料，24H1旗下医院医疗业务收入46.0亿元，同比-3.0%。剔除两年医保结算差额及淮阴医院关停影响后，24H1实现收入46.59亿元，同比持平。其中，门诊收入为18.1亿元，同比+1.4%，人次同比增长3.5%达505万，次均收入下降2.0%；住院收入27.0亿元，同比-6.1%，人次同比增长3.0%达28万，次均收入同比-8.8%，手术量同比+1.2%，其中三四级手术量+2.5%。24H1医院业务毛利为9.23亿元，同比-5.7%，毛利率20.1%，同比-0.6ppt。剔除两年医保结算差额及淮阴院关停影响后，医院毛利相较23H1增长6.7%，毛利率+1.3ppt。

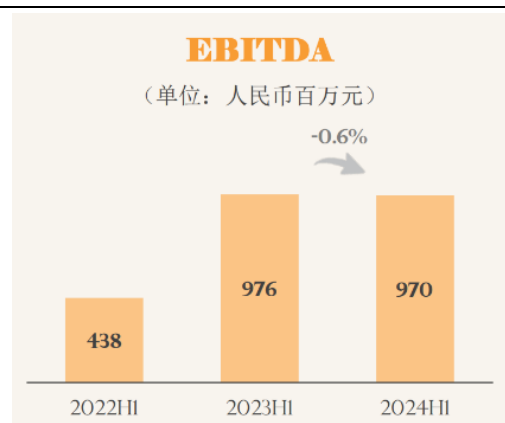
加强龙头医院和重点专科建设，集团化运营促提质增效。截止24年6月30日，公司旗下医疗机构合计127个，其中三级13个，二级23个，运营床位数20,845张。通过精细化运营供应链的集中采购、数字化建设、资金的集中管理等措施，上半年供应链较好的集中管理覆盖率已经超过了85%。24H1新增名医工作室7个，药物临床试验新增27个项目，涉及到9家医院、12个专业，36个科室。

图 1：公司营业额



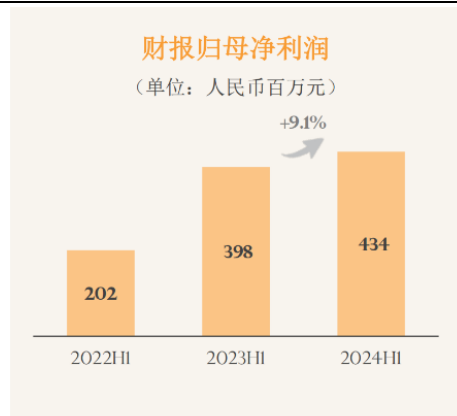
数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 2：公司EBITDA



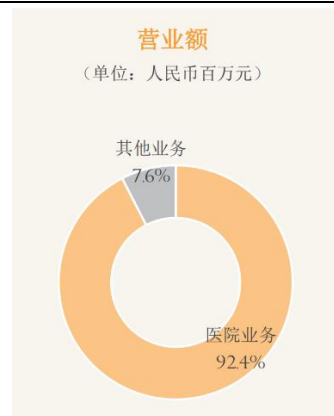
数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 3：公司归母净利润



数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 4：公司业务收入构成



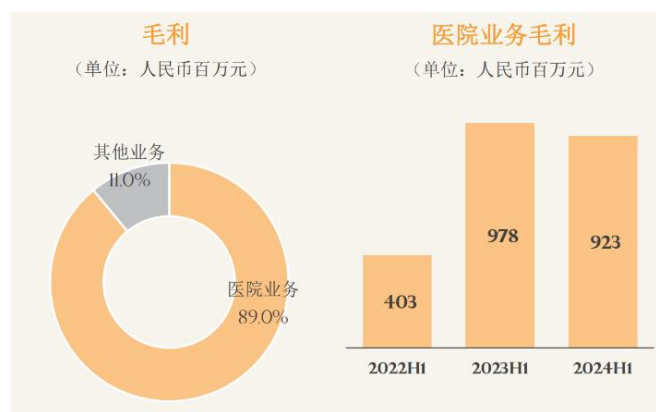
数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 5：医院业务收入及拆分



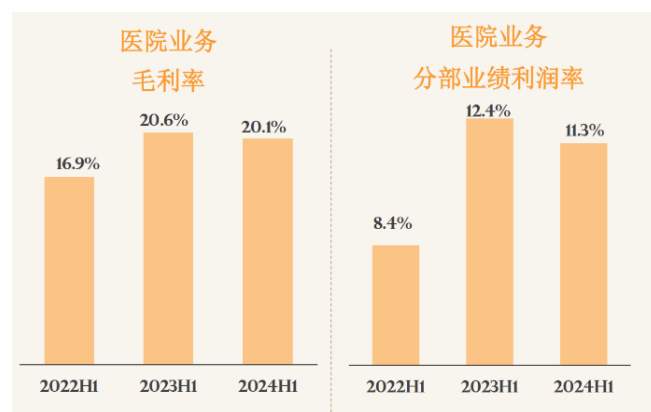
数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 6：医院业务毛利



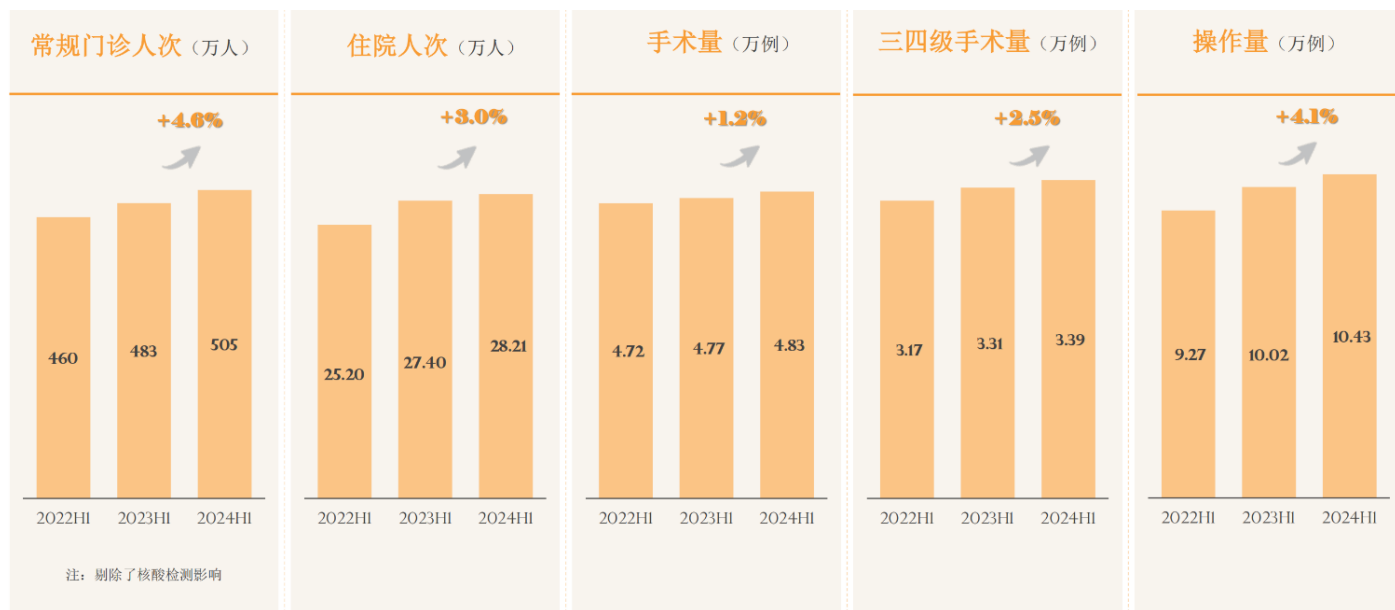
数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 7：医院业务毛利率及分部业绩利润率



数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

图 8：医院业务诊疗量



数据来源：公司业绩会演示材料，广发证券发展研究中心

表 1：23H1及24H1旗下医院运营情况

2024年上半年运营数据

类型	运营床位数	床位使用率	诊疗人次		医疗业务收入 (人民币千元)			
			门诊人次	住院人次	门诊收入	住院收入	体检收入	合计
自有医院	18,646	79.93%	5,053,642	282,090	1,810,738	2,704,719	84,548	4,600,005

2023年上半年运营数据

类型	运营床位数	床位使用率	门诊人次	住院人次	医疗业务收入 (人民币千元)			
					门诊收入	住院收入	体检收入	合计
自有医院	18,630	80.60%	4,880,551	273,969	1,785,198	2,880,905	78,421	4,744,524

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级。

营业收入：随着龙头医院、区域医联体建设持续推进，门诊量、住院量有望进一步提升，驱动收入增长，24年受两年医保结算差额影响，预计24年医院业务收入略降，预计25~26年医保结算差额影响减小，预计医院业务收入同比增长4~5%。预计24~26年公司营业收入分别为100.1亿元、104.5亿元、109.3亿元。

归母净利润：公司持续降本增效应对两年医保结算差额的影响，预计24年内生业绩

稳健增长，根据23年业绩会材料，23年剔除淮阴减值影响后的归母净利润为6.44亿元，考虑23年淮阴医院亏损且24H1已关停，预计24年归母净利润同比23年的6.44亿增长8.6%。公司持续推进医院集团化运营、精细化管理，预计利润率趋于提升，预计25~26年归母净利润同比增长7%左右。

公司具有丰富医院管理经验，与控股股东华润健康全面融和，强化资源协同和一体化管理，整合成员单位并强化学科建设，科研成果丰硕。预计未来旗下医院业绩经调整后将进一步恢复，运营效率趋于提升。参考可比公司估值，结合公司成长性及港股流动性，给予24年10倍PE，对应合理价值5.98港元/股。维持“买入”评级。

风险提示。集团医院网络扩张进程不及预期；并购医院整合或运营不及预期；汇率波动带来市场风险；旗下医院资产减值风险；医保控费导致实际结算金额不及预期。

表 2：关键数据及预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,447	7,901	10,108	10,007	10,450	10,932
综合医疗服务	3,089	7,053	9,406	9,305	9,730	10,190
住院服务		4,084	5,473	5,255	5,517	5,807
门诊服务		2,969	3,933	4,051	4,213	4,383
其他服务	25	848	701	701	720	742
YoY	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	61.7%		27.9%	-1.0%	4.4%	4.6%
综合医疗服务	87.9%		33.4%	-1.1%	4.6%	4.7%
住院服务			34.0%	-4.0%	5.0%	5.3%
门诊服务			32.5%	3.0%	4.0%	4.0%
其他服务	-4.4%		-17.3%	0.0%	3.0%	3.0%

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心 备注：23年采用新统计口径，22年为重列数据；门诊服务包含体检。

表 3: 利润表简表

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,447	7,901	10,108	10,007	10,450	10,932
营业成本	3,514	6,595	8,202	8,025	8,361	8,713
销售费用	17	20	3	3	3	3
管理费用	471	809	971	951	984	1,019
财务费用	18	71	132	111	116	121
税前利润	270	423	493	1,032	1,106	1,187
净利润	426	328	328	774	829	890
归母净利润	418	266	258	699	749	804
主要比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	21.0%	16.5%	18.9%	19.8%	20.0%	20.3%
销售费用率	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	10.6%	10.2%	9.6%	9.5%	9.4%	9.3%
净利率	9.6%	4.2%	3.2%	7.7%	7.9%	8.1%
归母净利率	9.4%	3.4%	2.5%	7.0%	7.2%	7.4%
YoY	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	61.7%		27.9%	-1.0%	4.4%	4.6%
归母净利润	34.8%		-3.1%	171.3%	7.1%	7.4%

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 23年采用新统计口径, 22年为重列数据。

表 4: 可比公司估值对比表

股票代码	公司	交易币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元 RMB)	EPS (RMB/股)			PE (X)			公司简介
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
300015.SZ	爱尔眼科	CNY	10.36	966	0.36	0.44	0.52	28.8	23.6	20.0	眼科医疗集团
600763.SH	通策医疗	CNY	45.03	201	1.12	1.29	1.49	40.2	35.0	30.2	中国大型口腔医疗连锁机构
06078.HK	海吉亚	HKD	16.34	103	1.08	1.37	1.68	15.1	11.9	9.7	民营肿瘤医疗服务集团
01951.HK	锦欣生殖	HKD	2.55	70	0.13	0.15	0.18	20.4	16.6	14.1	辅助生殖服务供应商

数据来源: Wind一致预期, 广发证券发展研究中心 备注: 市值截至2024年9月25日最新收盘价。

资产负债表	单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,766	3,429	4,165	5,075	6,048
货币资金	3,100	1,236	2,040	2,894	3,802
应收及预付	2,934	1,838	1,790	1,844	1,905
存货	367	302	293	302	311
其他流动资产	365	53	42	35	29
非流动资产	11,051	10,225	10,563	10,923	11,314
长期股权投资	980	982	1,031	1,083	1,137
固定资产	4,988	4,864	4,716	4,545	4,353
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	69	45	46	47	47
其他长期资产	5,014	4,334	4,769	5,248	5,776
资产总计	17,818	13,654	14,727	15,998	17,361
流动负债	5,124	5,207	5,435	5,803	6,202
短期借款	1,311	1,278	1,342	1,409	1,479
应付及预收	1,734	1,731	1,694	1,765	1,839
其他流动负债	2,079	2,198	2,399	2,629	2,883
非流动负债	2,039	1,434	1,511	1,591	1,671
长期借款	1,017	885	985	1,085	1,185
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,022	549	527	506	487
负债合计	7,164	6,641	6,946	7,394	7,873
股本	0	0	0	0	0
资本公积	9,509	5,812	5,812	5,812	5,812
留存收益	0	0	693	1,436	2,233
归属母公司股东权益	9,510	5,812	6,505	7,248	8,046
少数股东权益	1,144	1,201	1,276	1,357	1,443
负债和股东权益	17,818	13,654	14,727	15,998	17,361

利润表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	7,901	10,108	10,007	10,450	10,932	
营业成本	6,595	8,202	8,025	8,361	8,713	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	
销售费用	20	3	3	3	3	
管理费用	809	971	951	984	1,019	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	71	132	111	116	121	
资产减值损失	-137	-481	-32	-34	-35	
公允价值变动收益	65	83	53	52	41	
投资净收益	88	91	95	100	105	
营业利润	423	493	1,032	1,106	1,187	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	423	493	1,032	1,106	1,187	
所得税	95	165	258	276	297	
净利润	328	328	774	829	890	
少数股东损益	62	70	75	80	86	
归属母公司净利润	266	258	699	749	804	
EBITDA	909	1,104	1,641	1,714	1,796	
EPS (元)	0.21	0.20	0.54	0.58	0.62	

现金流量表	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	864	1,195	1,574	1,643	1,733
净利润	423	493	699	749	804
折旧摊销	486	611	609	609	609
营运资金变动	10	111	232	245	263
其它	-56	-20	35	40	57
投资活动现金流	-494	-2,622	-940	-962	-991
资本支出	0	0	-461	-439	-417
投资变动	-494	-2,622	-478	-524	-573
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-224	-437	170	173	166
银行借款	-4,227	3,661	164	167	170
股权融资	3,059	-3,698	0	0	0
其他	944	-400	6	6	-4
现金净增加额	146	-1,864	804	854	908
期初现金余额	2,324	3,100	1,236	2,040	2,894
期末现金余额	3,100	1,236	2,040	2,894	3,802

主要财务比率		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
至 12 月 31 日						
成长能力(%)						
营业收入增长	-	28%	-1%	4%	5%	
营业利润增长	-	17%	109%	7%	7%	
归属母公司净利润增	-	-3%	171%	7%	7%	
获利能力(%)						
毛利率	17%	19%	20%	20%	20%	
净利率	3%	3%	7%	7%	7%	
ROE	3%	4%	11%	10%	10%	
ROIC	3%	5%	8%	8%	8%	
偿债能力						
资产负债率(%)	40.2%	48.6%	47.2%	46.2%	45.3%	
净负债比率	13.1%	15.8%	15.8%	15.6%	15.3%	
流动比率	1.32	0.66	0.77	0.87	0.98	
速动比率	1.25	0.60	0.71	0.82	0.92	
营运能力						
总资产周转率	0.44	0.74	0.68	0.65	0.63	
应收账款周转率	7.00	6.68	6.55	6.72	6.73	
存货周转率	-	-	-	-	-	
每股指标(元)						
经调整每股收益	0.21	0.20	0.54	0.58	0.62	
每股经营现金流	0.67	0.92	1.21	1.27	1.34	
每股净资产	7.33	4.48	5.02	5.59	6.20	
估值比率						
P/E	15.5	16.0	5.9	5.5	5.1	
P/B	0.43	0.71	0.63	0.57	0.51	
EV/EBITDA	16.5	13.6	9.1	8.8	8.4	

广发产业研究小组

张全琪：TMT 首席专家，中山大学通信与信息系统博士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

杨琳琳：TMT 首席专家，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。