

环球医疗 (02666.HK)

前三季度归母净利同比增长 5.1%，医疗健康业务稳健发展

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 医药生物 · 医疗服务

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn 执证编码: S0980522080001
 证券分析师: 张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn 执证编码: S0980523050001

事项:

公司公告: 发布 2024 年第三季度营运概要, 前三季度公司营收同比微降约 1.2%, 归母净利同比增加约 5.1%。

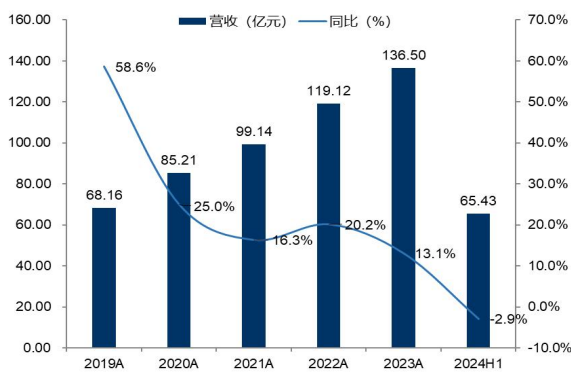
国信医药观点: 维持盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润为 21.08/22.81/24.81 亿, 同比增长 4.3%/8.2%/8.8%, 当前股价对应 PE 为 4.1/3.8/3.5 倍。公司医疗健康业务价值重塑空间大, 估值具有性价比, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 保障金融业务安全平稳发展，医疗健康业务表现良好

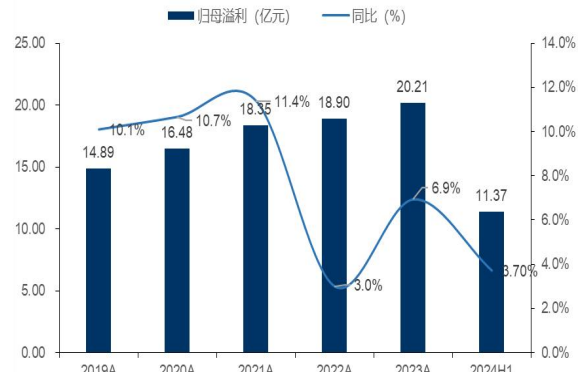
环球医疗是一家以医疗健康为主业的央企控股上市公司, 截至 2024H1 已并表 1.37 万张床位, 同时面向医院客户开展设备全周期管理、专科运营、智慧医康养等多项服务; 并且提供以融资租赁为核心的综合金融解决方案。2024 年前三季度营收同比略降 1.2%, 归母净利增长约 5.1%。2024 年上半年实现收入 65.43 亿 (-2.9%), 其中医疗健康业务收入 38.88 亿, 同比增长 3.6%, 占总收入比重提升至 59.4%; 上半年净利润为 12.52 亿元, 同比增长 4.8%, 其中医疗健康业务贡献 2.71 亿, 同比增长 16.3%; 上半年归母净利润为 11.37 亿, 同比增长 3.7%, 其中医疗健康业务贡献 1.90 亿, 同比增长 6.5%。

图1: 环球医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 环球医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

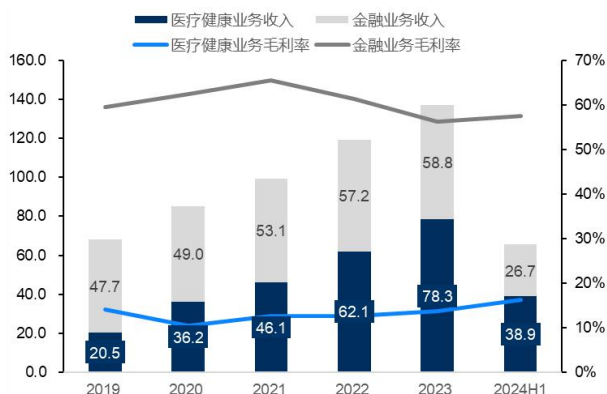


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

金融业务净利差净息差开始回升，加快产融结合业务转型。 金融业务作为公司持续贡献利润的来源, 是公司发展的压舱石和现金牛。2024 年上半年公司合计实现金融业务收入 26.67 亿, 同比下降 10.7%。生息资产平均收益率 6.70%, 计息负债平均成本率 3.84%, 净利差为 2.86% (+0.15pp), 净息差 3.42% (+0.20pp), 公司坚持服务实体经济、服务主业发展的功能定位, 推动产融结合, 保障业务安全平稳发展。在成本端紧跟市场形势变化, 在充分保证资金流动性合理充裕和负债期限结构稳健的前提下, 积极利用境内外各种融资工具, 有效控制整体融资成本。截至 2024 年三季度末, 公司生息资产总额较 2024H1 实现持续增长,

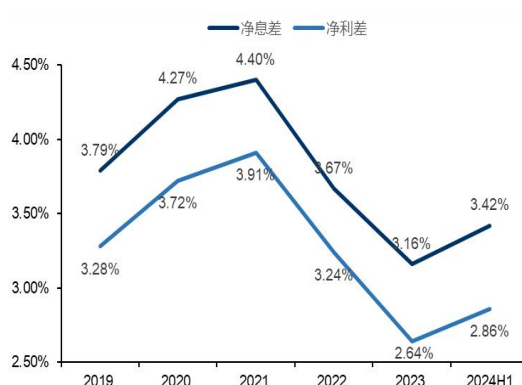
净息差与净利差稳健提升，资产质量保持良好，拨备覆盖维持审慎。

图3: 环球医疗医院集团业务和金融业务收入和毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 环球医疗金融业务净息差和净利差

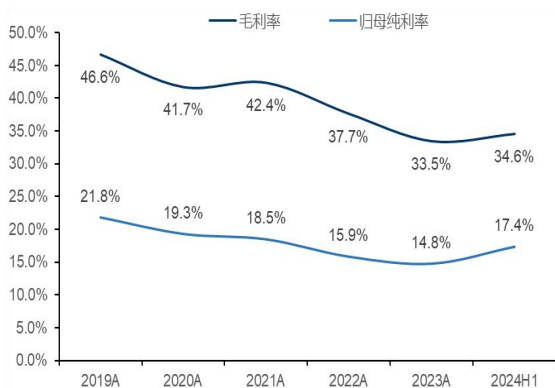


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

医疗机构整体运营情况良好，持续深化专科及健康产业布局。2024 年前三季度整体运营状况良好：门急诊人次同比增长约 4.9%，出院总人次同比增长约 6.7%，平均住院日下降至 9.8 天，床位使用率保持在 90% 左右的高位，运营效率持续提升。前三季度医疗设备全周期管理业务实现收入 4.23 亿（+515.1%），期内净利 0.50 亿（+263.8%）。公司已分别完成对山东中医药大学附属眼科医院和山东青鸟软通的并购交割。

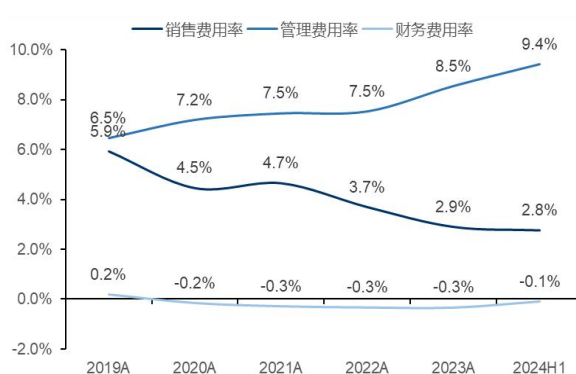
盈利能力开始回升。2024 年上半年公司毛利率为 34.6%（+0.5pp），毛利率回升一方面是由于综合医疗收入占比进入稳定状态，且毛利率相对较高的设备全周期业务收入占比提升，另一方面金融业务毛利率止跌回升，主要由于客户结构的调整和融资成本下降。销售费用率 2.8%（+0.4pp），管理费用率 9.4%（+1.3pp），财务费用率-0.1%，归母纯利率为 17.4%（+0.9pp）。

图5: 环球医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 环球医疗三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

维持盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 21.08/22.81/24.81 亿，同比增长 4.3%/8.2%/8.8%，当前股价对应 PE 为 4.1/3.8/3.5 倍。公司医疗健康业务价值重塑空间大，估值具有性价比，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 (24/11/12) | 总市值 亿元/港币 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG |
|-----------|------|------------------|--------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | (23A) | (24E) |
| 000516.SZ | 国际医学 | 6.56 | 148 | -0.16 | -0.08 | 0.02 | 0.10 | -40.3 | -79.6 | 300.5 | 67.5 | -12% | - |
| 002219.SZ | 新里程 | 3.17 | 108 | 0.01 | 0.04 | 0.07 | 0.10 | 351.1 | 84.6 | 44.2 | 32.2 | 2% | 0.7 |
| 1515.HK | 华润医疗 | 4.13 | 54 | 0.20 | 0.51 | 0.58 | 0.63 | 19.3 | 7.5 | 6.7 | 6.1 | 6% | 0.7 |
| 2666.HK | 环球医疗 | 4.90 | 93 | 1.07 | 1.11 | 1.21 | 1.31 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.5 | 10% | 0.5 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注：港股股价及市值以港币计价，其余为人民币计价。除环球医疗外，其余均为 Wind 一致预测

◆ 风险提示

新业务拓展不及预期、医保控费超预期、医疗事故风险。

相关研究报告：

- 《环球医疗（02666.HK）-综合医疗业务盈利能力改善，设备全周期管理实现能级跨越》——2024-05-15
《环球医疗（02666.HK）-综合医疗业务盈利能力改善，加快布局设备全周期管理》——2023-10-26
《环球医疗（02666.HK）—2022 年年报点评：医院集团业务收入占比提升至 52%，央企办医开启新征程》
——2023-04-23

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 2679 | 2849 | 2623 | 2717 | 2730 | 营业收入 | 11912 | 13650 | 14452 | 15709 | 17119 |
| 应收款项 | 669 | 685 | 713 | 732 | 938 | 营业成本 | 7426 | 9078 | 9890 | 10847 | 11898 |
| 存货净额 | 376 | 431 | 465 | 510 | 622 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 778 | 691 | 1023 | 978 | 1048 | 销售费用 | 462 | 442 | 356 | 369 | 377 |
| 流动资产合计 | 28091 | 30695 | 33568 | 36667 | 40364 | 管理费用 | 788 | 935 | 1156 | 1223 | 1322 |
| 固定资产 | 3781 | 4391 | 4348 | 4370 | 4420 | 财务费用 | 29 | 35 | 36 | 39 | 41 |
| 无形资产及其他 | 333 | 528 | 507 | 485 | 464 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 44151 | 44127 | 49730 | 54979 | 59465 | 资产减值及公允价值变动 | (318) | (311) | (186) | (183) | (181) |
| 长期股权投资 | 515 | 604 | 644 | 708 | 772 | 其他收入 | (185) | 17 | 150 | 175 | 205 |
| 资产总计 | 76871 | 80345 | 88797 | 97209 | 105486 | 营业利润 | 2704 | 2866 | 2979 | 3224 | 3506 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 20803 | 22538 | 26266 | 29650 | 33210 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2417 | 3256 | 3101 | 3403 | 3423 | 利润总额 | 2704 | 2866 | 2979 | 3224 | 3506 |
| 其他流动负债 | 3159 | 4279 | 3961 | 4322 | 4726 | 所得税费用 | 617 | 667 | 685 | 741 | 806 |
| 流动负债合计 | 26378 | 30073 | 33328 | 37375 | 41359 | 少数股东损益 | 198 | 178 | 186 | 201 | 219 |
| 长期借款及应付债券 | 26109 | 25112 | 28560 | 31056 | 33338 | 归属于母公司净利润 | 1890 | 2021 | 2108 | 2281 | 2481 |
| 其他长期负债 | 4681 | 4791 | 4880 | 4951 | 5007 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 30789 | 29903 | 33440 | 36007 | 38345 | 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 57168 | 59977 | 66768 | 73382 | 79704 | 净利润 | 1890 | 2021 | 2108 | 2281 | 2481 |
| 少数股东权益 | 5733 | 4690 | 4876 | 5077 | 5296 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 13970 | 15678 | 17153 | 18750 | 20487 | 折旧摊销 | 438 | 509 | 478 | 516 | 560 |
| 负债和股东权益总计 | 76871 | 80345 | 88797 | 97209 | 105486 | 公允价值变动损失 | 2833 | 2867 | 186 | 183 | 181 |
| | | | | | | 财务费用 | 29 | 35 | 36 | 39 | 41 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (3104) | 2111 | (6382) | (4534) | (4395) |
| 每股收益 | 1.00 | 1.07 | 1.11 | 1.21 | 1.31 | 其它 | 146 | 131 | 186 | 201 | 219 |
| 每股红利 | 0.26 | 0.28 | 0.33 | 0.36 | 0.39 | 经营活动现金流 | 2203 | 7639 | (3424) | (1352) | (955) |
| 每股净资产 | 7.39 | 8.29 | 9.07 | 9.91 | 10.83 | 资本开支 | 0 | (806) | (600) | (700) | (770) |
| ROIC | 6% | 6% | 5% | 5% | 5% | 其它投资现金流 | (2542) | (2450) | (2705) | (2986) | (3296) |
| ROE | 14% | 13% | 12% | 11% | 11% | 投资活动现金流 | (2577) | (3345) | (3345) | (3750) | (4130) |
| 毛利率 | 38% | 33% | 32% | 31% | 31% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 27% | 23% | 21% | 21% | 21% | 负债净变化 | (3318) | (997) | 3448 | 2496 | 2282 |
| EBITDA Margin | 31% | 27% | 25% | 24% | 24% | 支付股利、利息 | (498) | (532) | (632) | (684) | (744) |
| 收入增长 | 20% | 15% | 6% | 9% | 9% | 其它融资现金流 | 8343 | (1067) | 3728 | 3384 | 3560 |
| 净利润增长率 | 3% | 7% | 4% | 8% | 9% | 融资活动现金流 | 712 | (4124) | 6544 | 5196 | 5098 |
| 资产负债率 | 82% | 80% | 81% | 81% | 81% | 现金净变动 | 337 | 170 | (225) | 94 | 13 |
| 息率 | 5.4% | 5.7% | 6.8% | 7.4% | 8.0% | 货币资金的期初余额 | 2342 | 2679 | 2849 | 2623 | 2717 |
| P/E | 4.6 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.5 | 货币资金的期末余额 | 2679 | 2849 | 2623 | 2717 | 2730 |
| P/B | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 企业自由现金流 | (168) | 4265 | (4138) | (2183) | (1877) |
| EV/EBITDA | 18 | 19 | 21 | 22 | 22 | 权益自由现金流 | 4835 | 2174 | 3010 | 3667 | 3934 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032