

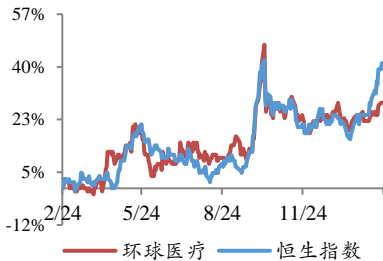
产融结合，央企医疗集团扬帆启航

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2025-03-06

收盘价 (港元)	5.09
近 12 个月最高/最低 (港元)	5.87/4.14
总股本 (百万股)	1,892
流通股本 (百万股)	1,892
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿港元)	96
流通市值 (亿港元)	96

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 融资租赁起家、医疗健康为战略重心的央企医疗集团

环球医疗是以医疗服务为主业的央企控股公司，以融资租赁业务起家，通过医疗租赁+医疗服务业务的协同，逐步成为央企办医的先行者，形成了从医疗租赁、医院运营到医疗设备管理的完整医疗产业链。根据 2024 年第三季度营运概要，公司 24Q1~Q3 营收同比微降约 1.2%，归母净利润同比增加约 5.1%，在融资租赁行业主动收缩规模的战略方向下，公司利润端表现亮眼，业务质量可见一斑。

● 医疗健康业务：数量质量双领先，产业链布局完善

公司医疗业务覆盖的版图持续扩大，运营医院数量不断增加，截至 2024H1，公司并表 72 家医疗机构，其中包括 5 家三级医院和 32 家二级医院。医院集团收入增长迅速，24H1 医疗健康板块收入 38.88 亿元（同比+3.6%），占收比 59.4%。同时，公司运营效率持续优化，住院床位利用率、单床收入及体检、门诊服务等指标稳步提升，24H1 公司单床收入 50 万元（同比+3.0%），其中三甲医院年化单床收入 65 万元（同比+2.4%）。此外，智慧医康养业务通过线上线下融合，有效推动中小医院的业务升级，提高整体医疗资源利用率。

并购与创新驱动医疗健康板块持续发展。公司持续通过并购拓展医疗设备管理及专科医疗业务，例如收购医学影像设备维修企业凯思轩达、智慧医康养企业青鸟软通等，不断强化医疗设备全生命周期管理和智慧医康养产业布局。此外，公司积极拓展眼科医疗领域，并购山东中医药大学附属眼科医院，进一步提升专科医疗竞争力。公司以并购和自主创新并行的发展模式，推动整体业务升级，巩固行业领先地位。

● 融资租赁业务：产融结合，创新金融业务模式

公司提供以融资租赁为核心的综合金融解决方案，资产规模增长稳健，24H1 不良资产率 0.99%，资产质量优异。受宏观经济增速放缓、金融业务监管趋严、行业竞争加剧等因素，公司主动收缩融资租赁业务规模，24H1 公司金融业务板块收入 26.67 亿元（同比-10.7%），净利润 9.81 亿元（同比+2.0%），成本管控卓有成效。

● 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司从医疗融资租赁业务起家，逐步转型为产融结合的综合医疗服务集团，业务稳定性与发展性兼具。我们预计公司 2024-2026 年将实现营业收入 136.70/144.93/151.83 亿元，同比+0%/6%/5%；实现归母净利润 21.06/22.54/23.98 亿元，同比+4%/7%/6%，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

经济环境不确定性；融资成本上升；医疗行业监管政策变化；行业竞争加剧；并购整合风险；债务负担和流动性管理风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13650	13670	14493	15183
收入同比 (%)	15%	0%	6%	5%
归母净利润	2021	2106	2254	2398
归母净利润同比 (%)	7%	4%	7%	6%
ROE (%)	12.89%	11.84%	11.25%	10.69%
每股收益 (元)	1.07	1.11	1.19	1.27
市盈率 (P/E)	4.20	4.57	4.27	4.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 金融为基，医疗为果的产融一体化集团	5
1.1 以医疗融资租赁业务起家，成功转型为产融结合的综合医疗服务商	5
1.2 股东背景强大，管理层行业经验丰富	7
1.3 金融业务为基石，医疗健康业务为战略发展重点	8
2 医疗服务板块：运营效率提升与专科布局深化并行	9
2.1 收入及利润结构持续优化	10
2.2 专科拓展与智慧医康养模式创新	12
3 金融业务板块：融资租赁为基本盘，持续提升竞争力	13
4 盈利预测及投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
风险提示:	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 环球医疗发展大事记.....	5
图表 2 医疗服务版图及规模.....	5
图表 3 业务占据领先地位.....	6
图表 4 公司股权结构.....	7
图表 5 环球医疗部分主要管理层简介.....	7
图表 6 2018-2024H1 环球医疗营收和归母净利润增长情况 (RMB 亿元, %)	8
图表 7 2019-2024H1 医疗板块收入情况 (亿元, %)	9
图表 8 2018-2024H1 各业务毛利变动情况 (亿元, %)	9
图表 9 2018-2024H1 公司盈利能力 (%)	9
图表 10 2019-2024H1 医疗板块收入情况 (亿元)	10
图表 11 2019-2024H1 综合医疗业务收入情况 (亿元)	10
图表 12 环球医疗旗下医院分布情况.....	10
图表 13 2019-2024H1 服务人数变动情况 (万人次)	11
图表 14 2019-2024H1 并表医疗机构及开放床位数 (个)	11
图表 15 2019-2024H1 服务人数增速 (%) 与床位增速 (%)	11
图表 16 2019-2024H1 年化单床收入 (万元)	11
图表 17 公司肿瘤专科布局.....	12
图表 18 公司肾病专科布局.....	12
图表 19 智慧医康养运营模式.....	13
图表 20 公司体内部分设备子公司.....	13
图表 21 2018-2024H1 生息资产净额及同比增速 (亿元, %)	14
图表 22 公司不良资产率、逾期率和拨备率.....	14
图表 23 公司有息负债规模变动情况 (亿元)	14
图表 24 公司资产收益率、负债成本率、净息差、净利差情况 (%)	14
图表 25 公司收入预测 (部分列示, RMB MN)	15

1 金融为基，医疗为果的产融一体化集团

1.1 以医疗融资租赁业务起家，成功转型为产融结合的综合医疗服务商

金融服务为基、医疗服务为核心的央企控股集团。环球医疗是中国通用技术(集团)控股有限责任公司旗下的上市公司，以金融服务为根基，以医疗服务为战略发展核心，通过业务间的协同发展，目标成为医疗健康领域的领军企业。截至 2024 年 6 月 30 日，公司体内运营 72 家医疗机构，其中三级医院 5 家，二级医院 32 家；开展专科医疗、设备全生命周期管理、智慧医疗康养等业务，医疗服务产业链形成闭环，协同效应显著；此外，公司提供以融资租赁为核心的综合金融解决方案，是公司业务的基石和现金流支柱。

图表 1 环球医疗发展大事记

时间	事件
1984	首家附属公司“中国环球租赁”注册成立
2006	通用技术集团向环球租赁注资，成为环球租赁全资股东，开始专注于医疗行业
2012	环球医疗在香港注册成立，引入中信资本等战略投资人
2015	在香港联交所挂牌上市
2016	开始构建以医疗服务为核心的业务模式，探索与政府办医疗机构协同发展的央企医院集团建设。
2017	环球医疗借助国企办医疗机构深化改革的契机，开始整合承接国企办医疗机构，发展成为一家既提供医疗金融服务又拥有自有医院的大型医疗健康集团
2023	8 月 11 日，收购医学影像设备第三方维修保养领域的头部企业凯思轩达 85% 的股权
2024	与山东地区第三方维保行业的领先企业山东拓庄医疗签署并购合作协议；投资并购北京众泰合医疗，进一步完善设备全周期管理核心能力建设；收购山东青岛软通信息技术股份有限公司，有助于环球医疗布局智慧医康养行业；完成山东中医药大学附属眼科医院的并购交割，作为环球医疗紧密战略合作的首家眼科专科医院

资料来源：公司公告、wind，华安证券研究所

医疗健康业务：综合&专科&健康科技三条业务线同步发展。各类医疗机构是公司的核心资源，同时也是专科医疗的研发与培训中心、健康科技单元的基础资源和实践共享中心。1) 专科医疗领域，公司围绕肿瘤、肾病、眼科、中医及民族医学等特色专科进行连锁化、产业化发展，与综合医疗业务相辅相成，以满足人口老龄化趋势下持续多样化的医疗服务需求。2) 健康科技业务，公司以医疗设备全周期管理、智慧医康养等方向为切入点，通过外延并购整合提高医院客户覆盖数量，为公司开辟新的增长曲线。

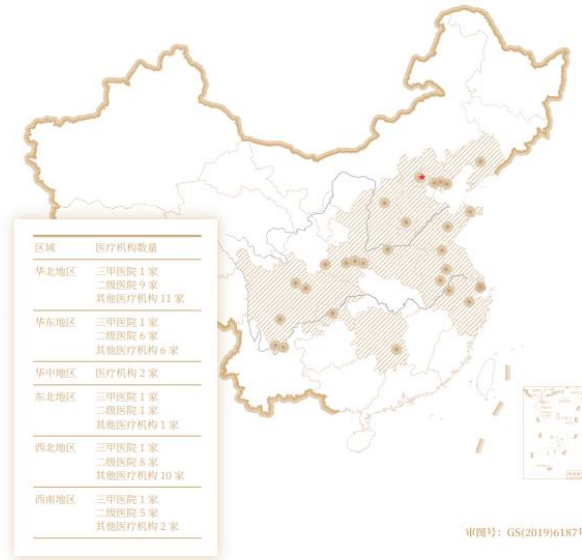
图表 2 医疗服务版图及规模

HEALTHCARE
SERVICES

医疗服务

医院集团规模布局
Hospital Group Scale and Distribution

60+ 家 近 16,000 张
医疗机构 / Medical institutions 床位 / Beds



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

融资租赁业务: 公司的基石及业务基本盘。公司是中国融资租赁行业的领先企业, 在竞争加剧、盈利空间缩窄、监管趋严的背景下, 融资租赁行业逐步进入下行期, 公司金融业务顺应时机, 进入结构调整和转型创新的阶段, 凭借丰富的行业经验以及完善的融资审慎管理体系和风险监控识别系统, 依托医疗服务业务, 打造“金融+医疗健康”产融结合的新优势。

图表 3 业务占据领先地位



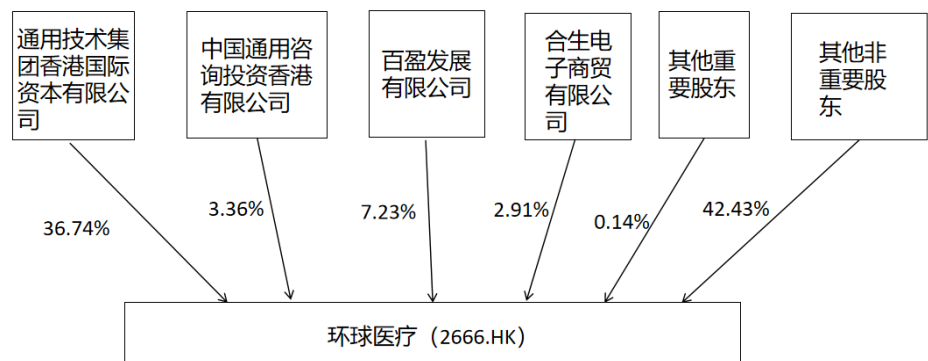
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

1.2 股东背景强大，管理层行业经验丰富

通用技术集团为公司第一大股东，共计持股 40.10%。通用技术集团成立于 1998 年，2018 年获批成为国有资本投资公司试点企业。近年来，通用技术集团聚焦先进制造与技术服务、医药医疗健康、贸易与工程服务三大主业，已拥有境内机构 100 余家，境外机构 80 家，全球雇员 8.6 万余人。

集团在境内外拥有上市公司 5 家：环球医疗、中国医药、沈机股份、中纺标、中成股份。其中环球医疗作为通用技术集团当前唯一的医疗服务类上市公司平台，已连续 4 年净利润排名全集团第一。在医药医疗健康领域，集团聚焦服务“健康中国战略”，已成为国内拥有床位数量领先、网络覆盖较全、全产业链特征较为明显的中央企业。

图表 4 公司股权结构



资料来源：同花顺，华安证券研究所。截至 2024.6.30。

管理层经验丰富。公司董事会主席，执行董事陈仕俗曾任北京航天建筑工程公司技术员，航天工业总公司基本建设局计划财务处副主任科员，中国航天科工集团公司发展计划部规划处主任科员、副处长、固定资产投资处处长，航天信息股份有限公司资产运营部部长。于 2024 年委任为通用环球医疗集团有限公司执行董事及董事会主席。此外，公司副总经理牛少锋，首席执行官王文兵及其他高管在对应领域内均具有丰富经验。

图表 5 环球医疗部分主要管理层简介

管理层	职位	简介
陈仕俗	执行董事，董事会主席	自 2022 年 8 月起担任通用技术集团副总经济师，自 2023 年 4 月及 2023 年 7 月起分别担任通用技术集团健康管理科技有限公司的董事长和党委书记。

王文兵 执行董事，首席执行官

自 2006 年至 2012 年分别于通用技术集团财务管理总部担任会计部总经理、资金部总经理。自 2012 至 2016 年担任通用技术财务公司董事、副总经理（兼任通用技术集团财务管理总部副总经理）。自 2016 年至 2019 年任通用环球医疗集团有限公司副总经理、纪委书记。自 2019 年至 2021 年任通用技术集团财务公司 党委书记、总经理（自 2020 年起兼通用技术集团金融中心主任）。

王琳 执行董事

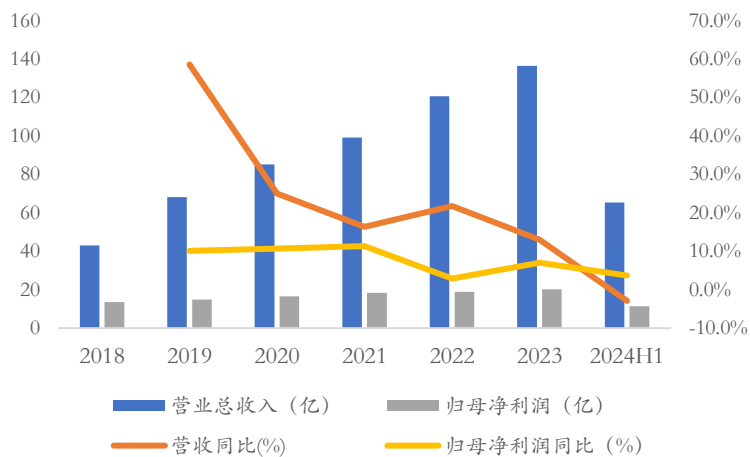
自 2022 年 8 月至 2023 年 7 月担任通用技术集团健康养老产业有限公司（「通用康养」）董事及副总经理，通用康养为中国通用技术（集团）控股有限公司（「通用技术集团」，本公司控股股东）之附属公司，并自 2022 年 12 月至 2023 年 7 月任通用康养党委书记。

资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

1.3 金融业务为基石，医疗健康业务为战略发展重点

营业收入快速增长，归母净利润稳健增长。2018-2023 年营业收入由 42.97 亿元增长至 136.5 亿元，CAGR 为 26%；归母净利润由 13.52 亿元增长至 20.21 亿元，CAGR 为 8.37%。2024H1 营业收入同比下降 2.9%、归母净利润同比增长 3.7%。

图表 6 2018-2024H1 环球医疗营收和归母净利润增长情况 (rmb 亿元, %)

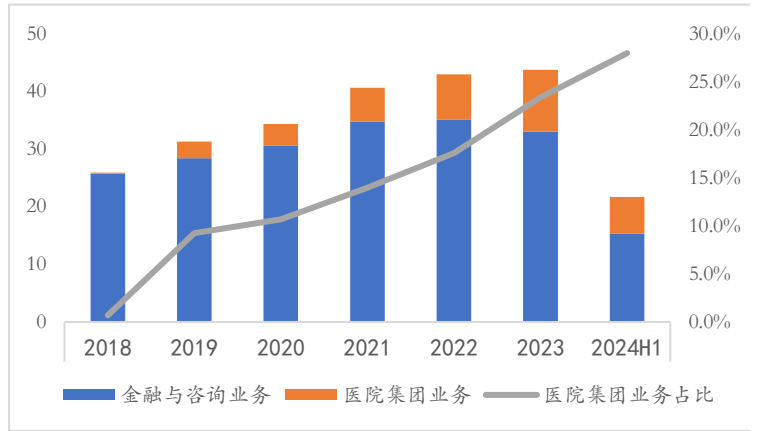
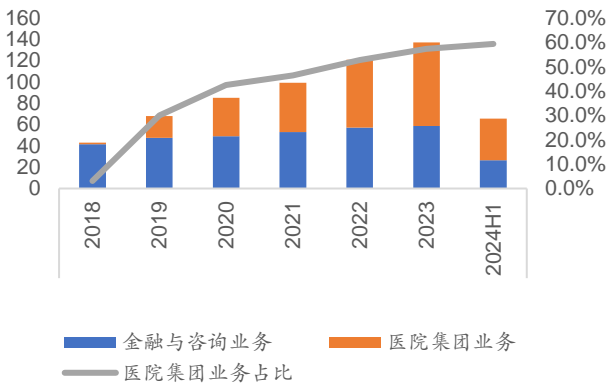


资料来源：公司年报，公司中报，华安证券研究所

医疗服务和金融业务稳定发展，医疗服务有望成为公司未来战略重心和收入利润贡献点。拆分收入结构，公司收入来源包括金融与咨询业务收入与医院集团业务收入。公司转型成功，2024H1 医院集团业务占比超 50%。18-23 年医院集团收入由 1.32 亿元增长至 78.33 亿元，CAGR 高达 126.29%，医院集团收入占比也从 18 年 3.1% 提升至 24H1 的 59.4%。毛利也是相似趋势，18-23 年毛利 CAGR 为 12.03%，其中医院集团业务毛利 CAGR 为 126.33%，医院集团业务毛利占比由 18 年 0.7% 提升至 24H1 的 28%。

图表 7 2019-2024H1 医疗板块收入情况 (亿元, %)

图表 8 2018-2024H1 各业务毛利变动情况 (亿元, %)

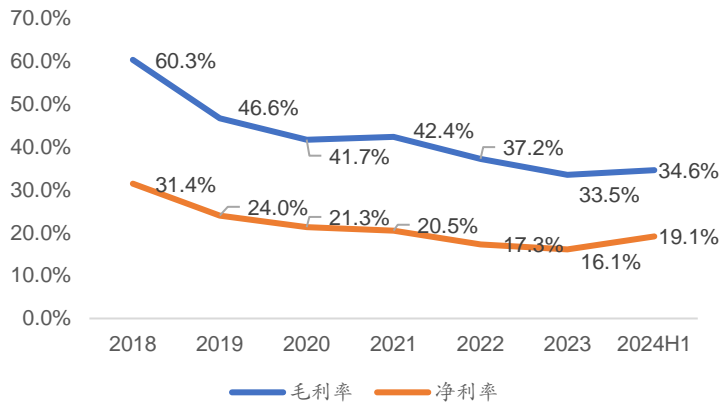


资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

综合医疗服务盈利能力弱于金融业务。金融与咨询业务的毛利率约为 60%，医院集团业务毛利率约为 10-15%，因此自 2018 年起，公司整体毛利率下滑至 35% 左右。未来随着公司战略落地的深化，公司盈利能力有望持续提升。

图表 9 2018-2024H1 公司盈利能力 (%)



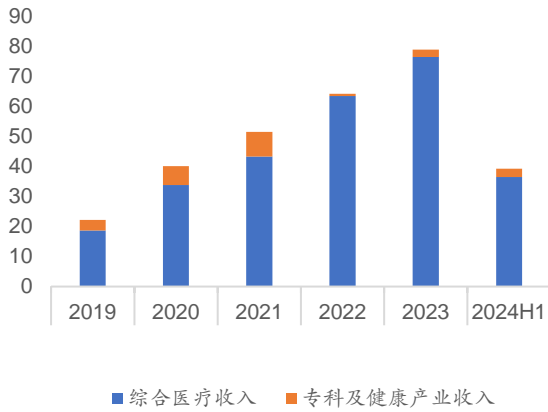
资料来源: 公司年报、wind、华安证券研究所

2 医疗服务板块: 运营效率提升与专科布局深化并行

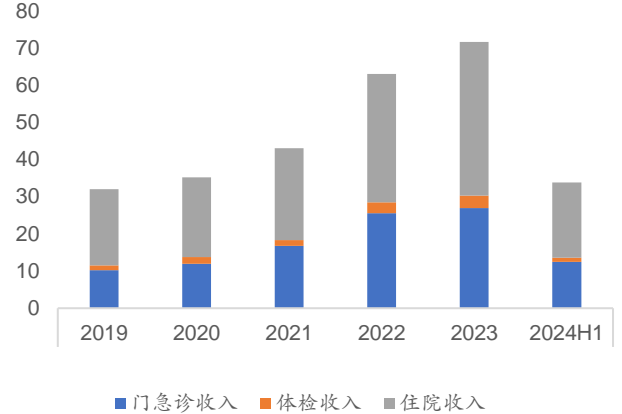
2.1 收入及利润结构持续优化

公司医疗板块包括综合医疗业务、专科及健康产业，其中 2019-2021 年综合医疗收入占比约 85%，2022 年之后进一步提升至 98%以上，是业绩增长的主要驱动力。综合医疗业务又主要由住院收入、门急诊收入、体检收入组成，三者占比相对稳定。其中住院收入和门急诊收入为主要收入来源。

图表 10 2019-2024H1 医疗板块收入情况 (亿元)



图表 11 2019-2024H1 综合医疗业务收入情况 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

体内医疗机构类型全面，业务版图全国覆盖。截至 2024 年 6 月 30 日，环球医疗已并表综合医疗机构 62 家（其中包括四家三甲医院和 29 家二级医院），合计开放床位数 13,700 张；管理医疗机构 72 家。

图表 12 环球医疗旗下医院分布情况

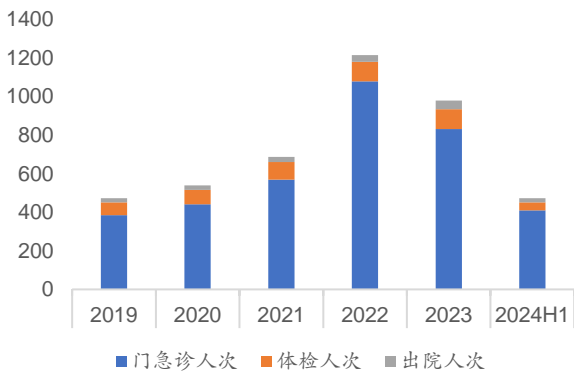
所在省份	三级医院	二级医院	其他	合计
陕西	1	10	9	20
山西	1	4	3	8
四川	1	5	1	7
安徽	1	2	4	7
辽宁	1	1	1	3
河北	-	5	3	8
河南	-	1	5	6
山东	-	1	2	3
湖南	-	1	-	1
江苏	-	1	-	1
上海	-	1	-	1
北京	-	-	4	4
浙江	-	-	1	1
重庆	-	-	1	1

内蒙古	-	-	1	1
合计	5	32	35	72

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

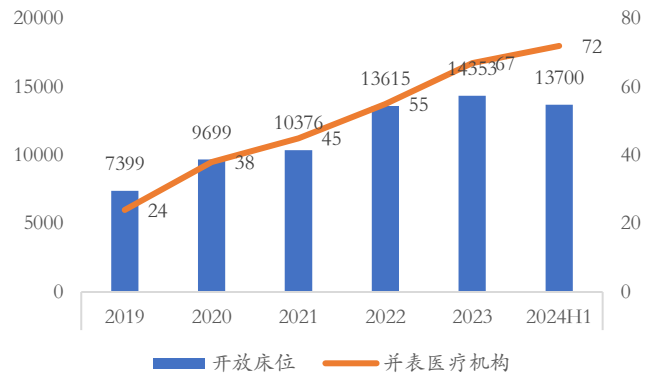
从床位效率来看, 公司旗下医院服务人数由 2019 年 406 万人次提升至 2022 年 1215 万人次, CAGR 高达 44.11%, 远高于床位增速 (同期 CAGR=22.54%)。分业务来看, 尽管 2021-2023 期间体检及门急诊人次增速低于床位增速, 但 2024H1 门急诊、体检及出院人次增速均高于床位增速, 经营效率提升显著。从医院运营看, 公司年化单床收入受疫情冲击, 由 2019 年的 43.30 万元下降至 2020 年的 38 万元, 但之后公司稳扎稳打, 持续提升, 2024H1 达到 50 万元, 在公司优秀的运营能力下预计未来仍将稳中有升。

图表 13 2019-2024H1 服务人数变动情况 (万人次)



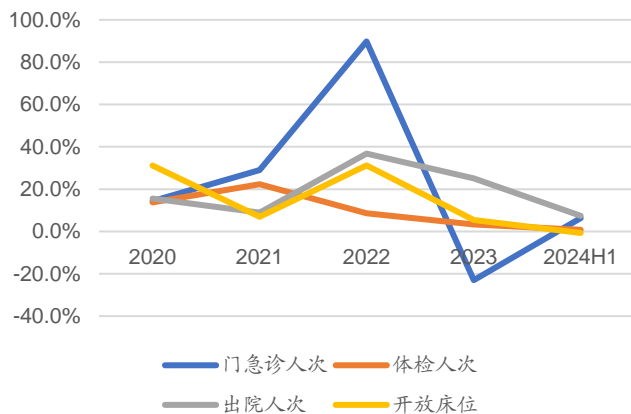
资料来源: wind、公司公告, 华安证券研究所

图表 14 2019-2024H1 并表医疗机构及开放床位数 (个)



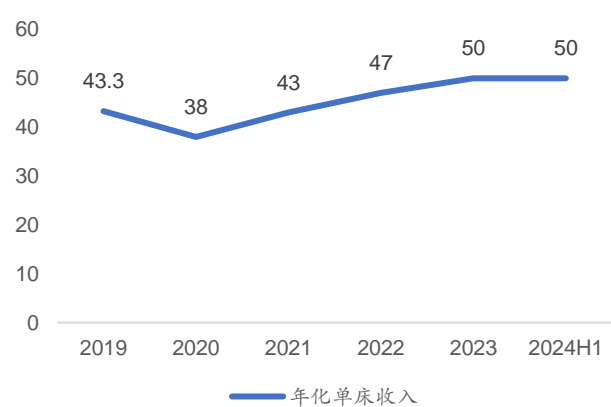
资料来源: wind、公司公告, 华安证券研究所

图表 15 2019-2024H1 服务人数增速 (%) 与床位增速 (%)



资料来源: wind、公司公告, 华安证券研究所

图表 16 2019-2024H1 年化单床收入 (万元)



资料来源: wind、公司公告, 华安证券研究所

2.2 专科拓展与智慧医康养模式创新

2.2.1 专科持续扩展，开拓眼科专科领域

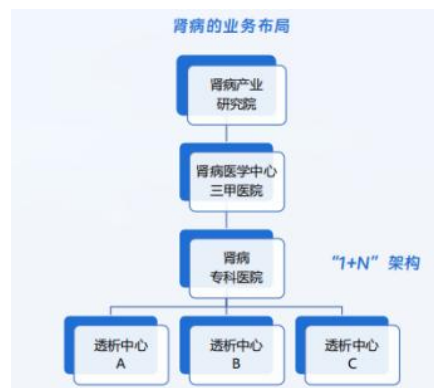
围绕肿瘤、肾病、眼科、中医及民族医学等专科医疗领域拓展业务布局，公司持续创新服务业务模式，培育核心能力，延伸医疗价值。1) 肿瘤专科方面：公司 24 年与迈胜医疗集团合资成立精准医疗服务公司，通用环球迈胜医疗科技（天津）有限公司持续推进肿瘤专科建设、开展肿瘤专科精细化运营，24 年上半年在综合医疗业务板块实现收入 87.1 百万元，较上年同期增长 12.0%。24 年 7 月初，公司与北京清华长庚医院达成战略合作，将共建质子中心、打造旗舰肿瘤医院，在技术研发、精细化运营管理、人才培养、学科建设、产业资源整合等领域开展全面合作。2) 肾病专科方面：24 年公司肾病业务主体平台环球悦谷医疗科技持续赋能下属医院推进肾病全病程管理，24H1 实现收入 148.6 百万元，较上年同期增长 9.5%；同步推进专科医院及血透中心项目的并购进程，完成海南康普瑞医院管理有限公司位于内蒙赤峰、山东莱阳、河南新密、荥阳和郑州共五家血透中心的并购，持续拓展专科业务版图。3) 眼科专科方面：截至目前，公司已完成山东中医药大学附属眼科医院的并购交割，作为环球医疗紧密战略合作的首家眼科专科医院，进一步助力公司旗下医院提升眼科学科实力与竞争力。公司正全力推动施尔明视光眼科有限公司的交割工作，着力打造具有示范引领作用的眼视光高地和区域医疗中心；与菏泽市战略聘用合作协议，针对眼健康管理项目、青少年防控近视科普基地等探索央地合作共建模式；攀钢西昌医院、中铁芜湖医院等启动眼科建设提升工作，进一步构建优质高效的眼健康服务体系。

图表 17 公司肿瘤专科布局



资料来源：公司业绩公告交流文件、华安证券研究所

图表 18 公司肾病专科布局



资料来源：公司业绩公告交流文件、华安证券研究所

2.2.2 促进旗下中小医院业务转型，形成央企智慧医康养新发展模式

依托信息化平台及“金融+医疗+康养”模式，通过线上与线下融合、医疗与养老融合、产业与金融融合，公司已实现医疗-养老-家庭三床联动，国内领先的全域医康养综合服务提供商角色初见雏形。2024 年 9 月末，公司完成了对智慧医康养头部企业青鸟软通的并购交割，整合双方旗下资源，积极推进业务布局和孵化。未来，公

公司将构建居家-社区-机构相融合的智慧医养服务体系，在赋能内部医院业务高质量发展的同时，打造国内头部智慧化居家医养品牌，成为上市公司旗下能够释放更大价值的独立产业条线。

图表 19 智慧医康养运营模式



资料来源：公司业绩公告交流文件、华安证券研究所

图表 20 公司体内部分设备子公司



资料来源：公司业绩公告交流文件、华安证券研究所

公司以“管”为核心，提供“管、采、养、用、修”全生命周期管家式服务，有效提升医疗设备运营效率和管理水平，延长设备使用寿命，助力医院降本、提质、增效。2024 年上半年，设备全周期管理业务实现报表收入 263.7 百万元，同比增长 423.4%；期内溢利 33.0 百万元，同比增长 208.5%。

2023 年 8 月，收购医学影像设备第三方维修领域的头部企业凯思轩达医疗科技无锡有限公司。2024 年上半年，集团进一步整合行业资源，先后投资并购了山东拓庄医疗科技有限公司和北京众泰合医疗器械有限公司，分别在区域专业维保和医用直线加速器维保领域进一步拓展。

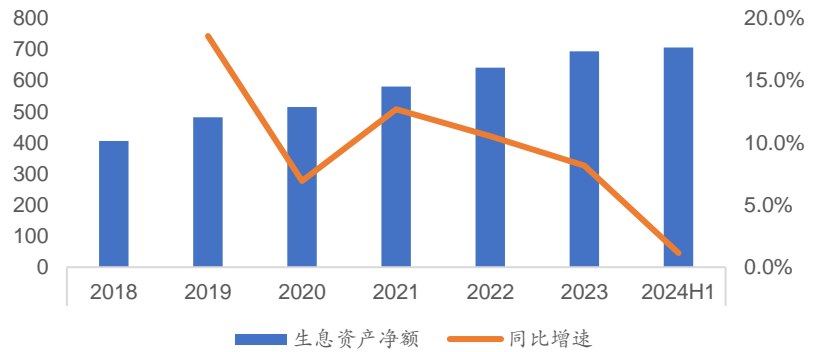
目前，环球医疗设备全周期管理业务已服务全国客户近 1,200 家，资产管理总规模达人民币 220 亿元，维修能力覆盖医学影像、生命急救、血透、超声和直线加速器等领域，已发展为医疗设备第三方维保领域的龙头企业。环球技服及旗下各运营主体获得“国家级高新技术服务企业”认定，并与 10 余家国内外知名设备厂商建立合作关系，联合中国设备管理协会医疗行业分会发布了《医用磁共振成像设备(MRI)维修保养服务规范》企业标准。

通过核心能力的提升与外部优势资源的整合，公司奠定了成为行业细分赛道领跑者的基础，致力于为医院打造精细化运营能力，更好服务临床诊疗，满足群众医疗健康需求。

3 金融业务板块：融资租赁为基本盘，持续提升竞争力

公司为医院客户提供以融资租赁为核心的金融解决方案，具体形式包括直接租赁、售后回租和应收账款保理，并提供行业咨询、设备融资、医疗机构科室升级等服务。2018-2014H1，公司生息资产净额由 406.6 亿元增长至 707 亿元。

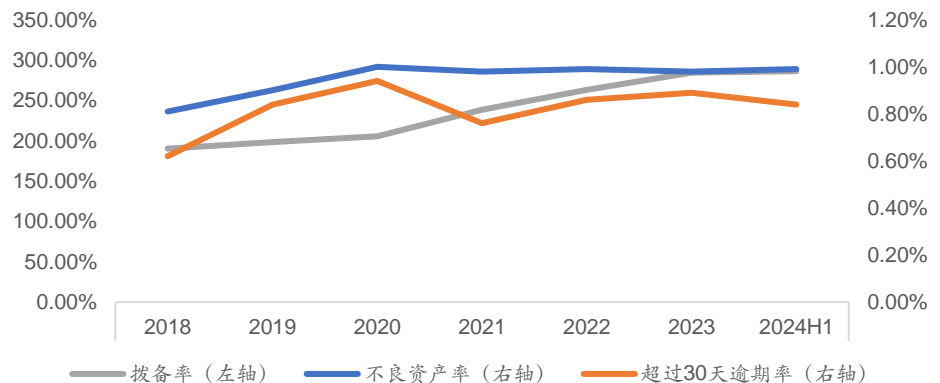
图表 21 2018-2024H1 生息资产净额及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报、wind, 华安证券研究所

风控指标上看, 公司**拨备率**由 2018 年 190.24% 逐年提升至 2024H1 的 **286.24%**, **不良资产率**常年保持在 1% 以下, **超 30 天逾期率**于 20 年疫情爆发后略有提升但仍保持在较低的 **0.70%-0.90%** 区间, 资产质量优异, 金融业务基本盘稳固。

图表 22 公司不良资产率、逾期率和拨备率

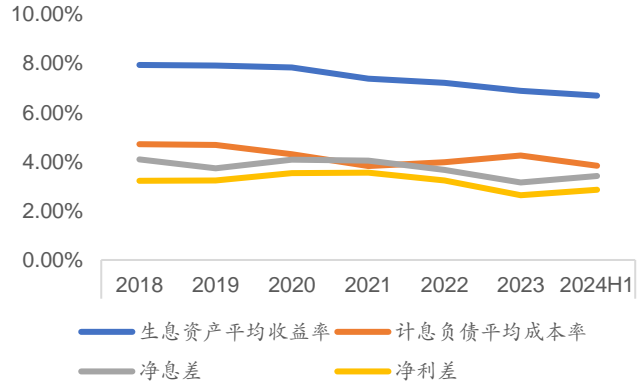
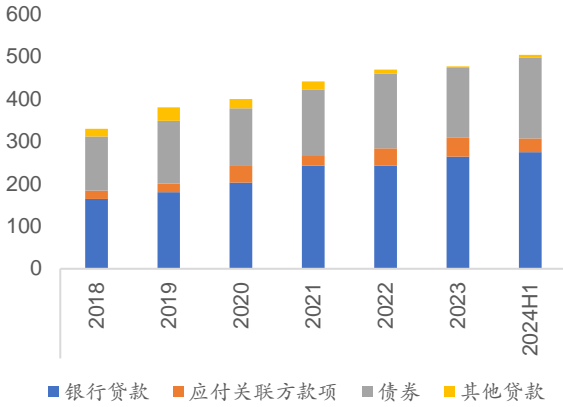


资料来源: 公司年报、wind, 华安证券研究所

融资节奏稳定, 利息成本具备竞争力。公司背靠中国通用技术集团和中信资本, 主要融资手段为银行贷款与发行债券, 二者占有息负债的比例分别常年保持在 50-60%、30-40% 之间。公司已形成一定的融资节奏, 每年发行 3-5 期公司债、3 期可续期公司债券, 2018-2024H1 有息负债规模由 329.7 亿元提升至 503.9 亿元。**多样化的融资渠道使得公司可以灵活选择、优化结构, 公司利息成本具备长期竞争力。**公司计息负债平均成本率由 2018 年的 4.72% 持续下降至 2021 年的 3.83%, 后受全球通胀影响, 抬升至 2023 年的 4.26%。2024H1 计息负债平均成本率下降至 3.84%。

图表 23 公司有息负债规模变动情况 (亿元)

图表 24 公司资产收益率、负债成本率、净息差、净利差情况 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

持续转型，提升金融业务核心竞争力，打造业务新发展空间。 历经黄金十年，融资租赁行业的发展逐步进入下行期，行业竞争持续加剧，盈利空间也较之前有所收窄，行业监管越加严格，公司金融业务也迎来转型的新阶段。未来，公司将围绕医养、装备制造、化工医药、创新业务等领域加快业务转型升级，稳固金融业务基本盘的同时，与医疗健康业务形成协同。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司的收入结构拆分为生物制品、特许经营权和医疗器械板块，我们对各板块的预测如下：

图表 25 公司收入预测 (部分列示, rmb mn)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13650.20	13669.80	14493.13	15182.52
yoy	15%	0%	6%	5%
毛利	4571.86	4446.11	4690.16	5016.37
yoy	2%	-3%	5%	7%
其中：医疗健康				
收入	7832.84	8469.80	9501.13	10390.20
yoy	23%	8%	12%	9%
毛利	1069.31	1482.11	1869.68	2284.74
yoy	35%	39%	26%	22%
其中：金融				
收入	5882.03	5200.00	4992.00	4792.32
yoy	3%	-12%	-4%	-4%
毛利	3305.20	2964.00	2820.48	2731.62
yoy	-6%	-10%	-5%	-3%

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

4.2 投资建议

环球医疗依托中国通用技术集团的央企背景，已成功构建“金融+医疗”的产融结合业务模式。公司最初以医疗融资租赁为核心业务，并逐步向医疗设备全生命周期管理、综合医疗及专科医疗服务拓展，形成完整的医疗产业链。截至 2024 年 H1，公司已运营 72 家医疗机构，其中包括 5 家三级医院和 32 家二级医院，并在肿瘤、肾病、眼科及智慧医康养等领域持续深耕。近年来，随着医疗服务板块的快速增长，该业务已成为公司最重要的收入和利润贡献来源，占比超过 50%，体现了公司向综合医疗服务商成功转型的战略成效。

从行业趋势来看，**医疗健康产业正迎来长期增长机遇**。人口老龄化加剧、国家政策扶持及医疗资源整合加速，推动行业需求持续上升，尤其是专科医疗、智慧医疗及健康科技等细分赛道具备较大潜力。环球医疗紧跟行业发展趋势，通过数字化管理、智慧医康养、医疗设备精细化运营等创新手段，持续提升医疗机构的运营效率。同时，公司依托融资租赁业务为医院提供资金支持，使其能够在市场竞争加剧的环境下保持稳健增长。医疗与金融的协同发展模式，使得公司在行业调整期具备较强的抗风险能力。

考虑到公司在医疗健康行业的领先地位、强大的央企背景以及稳健的盈利增长，我们预计公司 2024-2026 年将实现营业收入 136.70/144.93/151.83 亿元，同比 +0%/6%/5%；实现归母净利润 21.06/22.54/23.98 亿元，同比 +4%/7%/6%，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

经济环境不确定性：国内外经济环境的波动可能对公司的业务增长和盈利能力产生不确定的影响，尤其是宏观经济形势可能影响融资租赁和医疗服务的需求。

融资成本上升：公司依赖银行贷款和债券融资，若融资成本因利率上升或其他市场因素而增加，将直接影响公司的盈利能力。

医疗行业监管政策变化：医疗行业作为政策敏感型行业，相关法律法规、监管政策的变化可能对公司的业务模式和扩张计划产生重要影响。

行业竞争加剧：融资租赁行业已进入下行期，竞争加剧且盈利空间缩窄，公司在金融业务板块面临较大压力。

并购整合风险：公司近年来通过并购快速扩张，但并购企业的整合效率、文化融合以及协同效应的发挥仍存在一定的不确定性。

债务负担和流动性管理风险：有息负债规模不断增加，尽管公司融资成本具备竞争力，但外部经济环境变化可能导致利息成本波动或流动性风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	30,695	33,660	38,871	43,653	
现金	2,849	3,731	6,767	9,428	
应收账款及票据	0	0	0	0	
存货	431	423	436	438	
其他	27,415	29,506	31,669	33,787	
非流动资产	49,650	49,437	49,018	48,740	
固定资产	4,391	4,562	4,626	4,834	
无形资产	528	550	571	591	
其他	44,730	44,325	43,820	43,315	
资产总计	80,345	83,097	87,888	92,393	
流动负债	30,073	31,031	33,885	36,297	
短期借款	22,538	24,573	27,179	29,449	
应付账款及票据	2,989	2,818	2,859	2,824	
其他	4,547	3,639	3,847	4,023	
非流动负债	29,903	29,414	28,914	28,414	
长期债务	25,112	24,612	24,112	23,612	
其他	4,791	4,802	4,802	4,802	
负债合计	59,977	60,445	62,799	64,710	
普通股股本	5,297	5,297	5,297	5,297	
储备	10,347	12,453	14,707	17,106	
归属母公司股东权益	15,678	17,784	20,038	22,437	
少数股东权益	4,690	4,868	5,051	5,246	
股东权益合计	20,368	22,652	25,089	27,683	
负债和股东权益	80,345	83,097	87,888	92,393	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	4,994	1,459	2,832	2,909	
净利润	2,021	2,106	2,254	2,398	
少数股东权益	178	178	183	194	
折旧摊销	509	257	264	272	
营运资金变动及其他	2,286	-1,082	131	44	
投资活动现金流	-1,059	-1,747	-1,529	-1,639	
资本支出	-897	-450	-350	-500	
其他投资	-162	-1,297	-1,179	-1,139	
筹资活动现金流	-3,794	1,169	1,733	1,390	
借款增加	193	1,536	2,106	1,770	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-592	0	0	0	
其他	-3,394	-366	-373	-380	
现金净增加额	144	882	3,036	2,661	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	13,650	13,670	14,493	15,183	
其他收入	21	0	0	0	
营业成本	9,078	9,224	9,803	10,166	
销售费用	397	273	261	304	
管理费用	1,168	957	1,015	1,139	
研发费用	36	34	36	38	
财务费用	-45	309	298	245	
除税前溢利	2,866	2,928	3,123	3,324	
所得税	667	644	687	731	
净利润	2,199	2,284	2,436	2,593	
少数股东损益	178	178	183	194	
归属母公司净利润	2,021	2,106	2,254	2,398	
EBIT	2,821	3,237	3,422	3,569	
EBITDA	3,330	3,494	3,686	3,841	
EPS (元)	1.07	1.11	1.19	1.27	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	14.59%	0.14%	6.02%	4.76%	
归属母公司净利润	6.93%	4.19%	7.03%	6.43%	
获利能力					
毛利率	33.49%	32.53%	32.36%	33.04%	
销售净利率	14.81%	15.40%	15.55%	15.80%	
ROE		12.89%	11.84%	11.25%	
ROIC	3.18%	3.51%	3.49%	3.45%	
偿债能力					
资产负债率	74.65%	72.74%	71.45%	70.04%	
净负债比率	219.96%	200.66%	177.46%	157.62%	
流动比率	1.02	1.08	1.15	1.20	
速动比率	0.98	1.05	1.11	1.17	
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17	
应收账款周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	
应付账款周转率	3.47	3.18	3.45	3.58	
每股指标 (元)					
每股收益	1.07	1.11	1.19	1.27	
每股经营现金流	2.64	0.77	1.50	1.54	
每股净资产	8.29	9.40	10.59	11.86	
估值比率					
P/E	4.20	4.57	4.27	4.01	
P/B	0.54	0.54	0.48	0.43	
EV/EBITDA	16.01	15.76	14.69	13.87	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 陈珈蔚, 医药行业分析师, 负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。