

医药	收盘价	目标价	潜在涨幅	2025年3月31日
	港元 13.82	港元 18.00↓	+30.2%	

## 海吉亚医疗 (6078 HK)

### 2024 年业绩短期承压，但长期成长能见度依旧显著，维持买入

医保支付环境变化给公司 2024 年业绩带来较大压力，但我们预计，2025 年公司将轻装上阵，在医保控费影响常态化、新建和并购医院完成整合、一次性项目影响结束后，表现利润增速有望恢复至 20% 以上。维持买入评级。

#### 个股评级

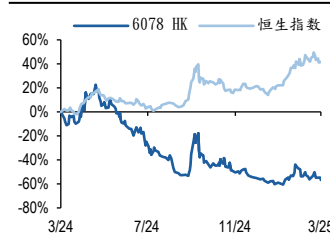
买入

⊖ **医保控费大环境下业绩短期承压：**公司 2024 全年收入同比增长 9%，不及我们的预期；2H24 收入下降 11%，DRG/DIP 全国推广和个别地区医保回款放缓带来的压力继续反映在公司业绩上。分板块看，肿瘤业务占比基本持平在 44%。门诊业务呈现一定韧性，全年/2H 收入分别增长 21%/2%，而 DRG/DIIP 改革下承压较大的住院业务在 2H 有 15% 的收入下滑。尽管如此，全年就诊人次和手术量分别有 24% 和 21% 的提升，体现公司品牌影响力增强、患者认可度增加，未来市场份额提升空间充足。全年净利润下降 13%，一定程度上受到新冠核酸检测相关减值、新医院折旧、并购相关财务费用等影响，根据我们的估算，可比口径下利润增长 11% 左右。剔除一次性费用后，全年经营性净现金流入增长 4.9%。资产负债率和综合融资成本分别降至 38.9%/3.5%，降息周期开启有望进一步降低公司财务成本。

⊕ **新产能、新业务为增长提供新动力：**自建医院中，德州海吉亚已完成三级医院验收并开业，无锡和常熟海吉亚分别有望于今年和明年年底验收并投用。并购医院的扩建工作（开远解化二期和长安医院三期）也在有序推动中。由于这些新医院/院区多位于经济相对发达、医保收支压力较小的地区，我们认为后续收入增量贡献的确定性较强。此外，公司在变化的医保支付环境中探索新业务，包括互联网医院、原研/创新药相关的自费类业务、器械注册 CRO 等，虽然仍在早期发展阶段，但长期成长潜力可期。

⊖ **维持买入评级：**考虑到医保控费对公司业绩的短期影响，我们下调 2025-26 年收入/净利润预测 16-21%/21-27%。我们继续采用 PEG 估值法对公司估值，给予 0.7 倍目标 PEG（与此前一致），得到最新目标价 18 港元。我们依旧看好短期波动后，公司较高的内生增长能见度、以及并购医院整合完成/新院区建成落地后的业绩增量贡献，维持买入评级。

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	39.05
52周低位 (港元)	12.48
市值 (百万港元)	8,592.86
日均成交量 (百万)	26.86
年初至今变化 (%)	(3.09)
200天平均价 (港元)	16.10

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 盈利预测变动

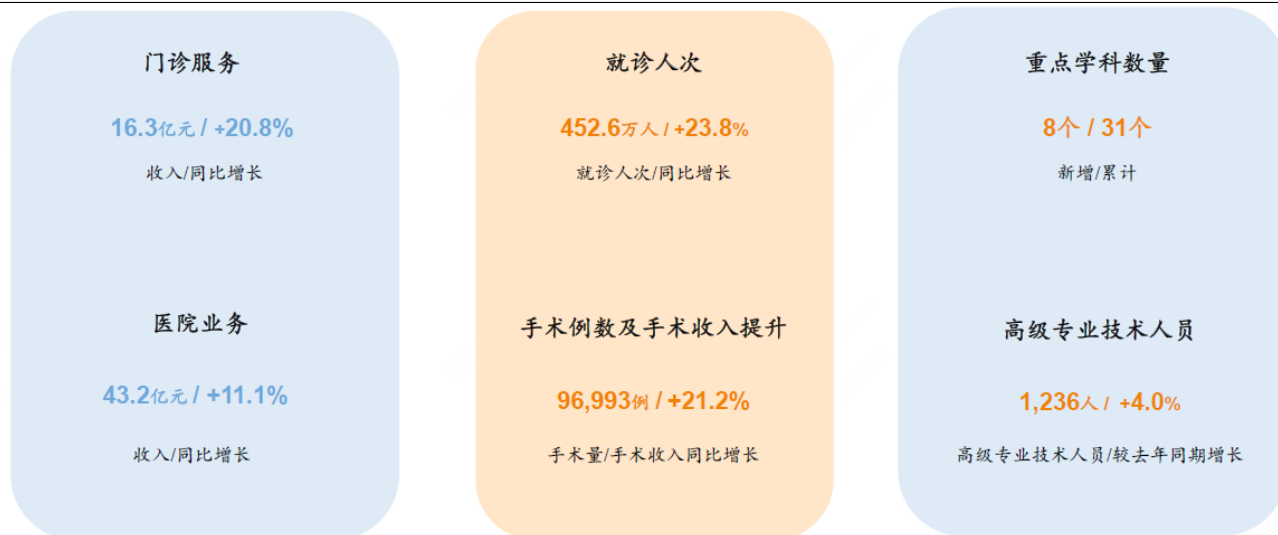
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,987	5,922	-15.8%	5,527	6,997	-21.0%	6,291		
毛利润	1,506	1,848	-18.5%	1,697	2,253	-24.7%	1,994		
毛利率	30.2%	31.2%	-1.0ppt	30.7%	32.2%	-1.5ppt	31.7%		
归母净利润	743	936	-20.6%	853	1,175	-27.3%	1,033		
净利率	14.9%	15.8%	-0.9ppt	15.4%	16.8%	-1.3ppt	16.4%		

资料来源: FactSet, 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。

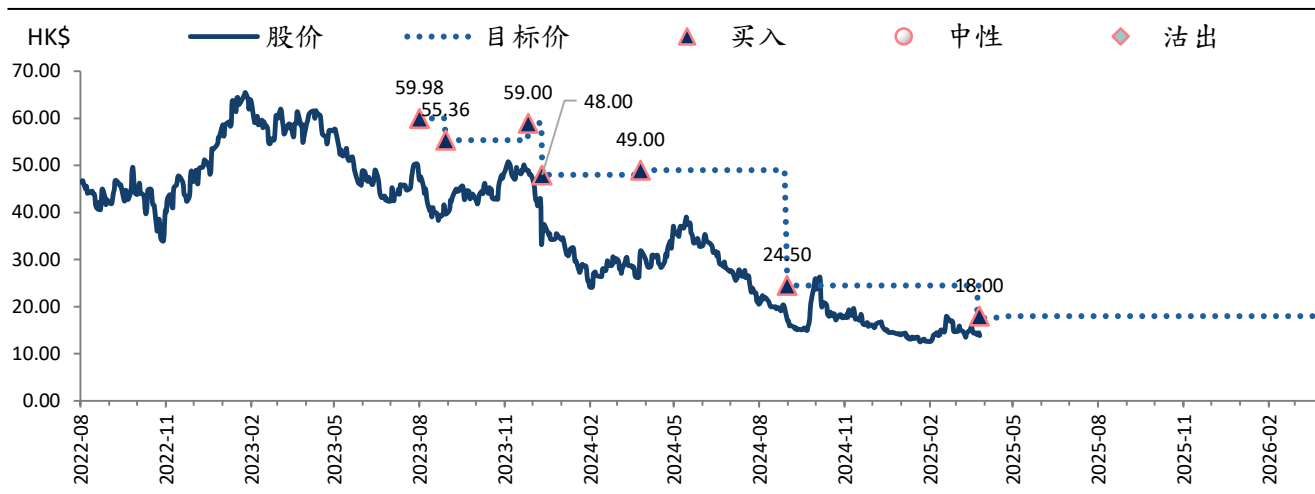
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 海吉亚医疗：2024 年年度业务核心亮点



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 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 3: 交银国际医药行业覆盖公司

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 发布日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	23.40	35.20	50.4%	2025年03月31日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	55.50	65.00	17.1%	2025年03月27日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	45.00	57.00	26.7%	2025年03月26日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.46	6.60	90.8%	2025年03月24日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.39	72.00	103.4%	2025年03月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	161.60	208.80	29.2%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.40	44.00	80.3%	2025年01月07日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	74.60	87.00	16.6%	2024年10月02日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	46.20	60.00	29.9%	2024年08月29日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.68	28.75	126.8%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.17	5.00	-38.8%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	45.70	51.00	11.6%	2025年03月25日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	26.80	25.00	-6.7%	2025年03月26日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.82	18.00	30.2%	2025年03月31日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	73.79	93.30	26.4%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	60.02	33.10	-44.9%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.03	11.20	39.4%	2025年03月25日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	23.60	24.60	4.2%	2025年03月24日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.47	42.50	30.9%	2024年08月30日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.73	4.80	28.8%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.73	14.00	81.2%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.06	5.80	14.6%	2024年11月18日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.61	45.00	-7.4%	2024年10月28日	制药
2273 HK	固生堂	买入	35.60	42.00	18.0%	2025年01月27日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.96	3.05	2.9%	2025年01月27日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 3 月 28 日

## 财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,077	4,446	4,987	5,527	6,291
主营业务成本	(2,790)	(3,117)	(3,481)	(3,830)	(4,296)
<b>毛利</b>	<b>1,286</b>	<b>1,329</b>	<b>1,506</b>	<b>1,697</b>	<b>1,994</b>
销售及管理费用	(463)	(491)	(540)	(588)	(657)
其他经营净收入/费用	66	40	41	41	41
<b>经营利润</b>	<b>889</b>	<b>879</b>	<b>1,007</b>	<b>1,150</b>	<b>1,379</b>
财务成本净额	(33)	(70)	(78)	(83)	(88)
<b>税前利润</b>	<b>856</b>	<b>808</b>	<b>929</b>	<b>1,067</b>	<b>1,291</b>
税费	(171)	(152)	(186)	(213)	(258)
非控股权益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>净利润</b>	<b>683</b>	<b>656</b>	<b>743</b>	<b>853</b>	<b>1,033</b>
作每股收益计算的净利润	683	598	743	853	1,033

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	550	369	830	1,652	2,702
应收账款及票据	979	933	1,078	1,195	1,360
存货	208	216	247	272	305
其他流动资产	239	307	306	306	306
<b>总流动资产</b>	<b>1,976</b>	<b>1,826</b>	<b>2,461</b>	<b>3,425</b>	<b>4,674</b>
物业、厂房及设备	4,630	5,079	5,732	6,731	7,855
无形资产	3,946	3,943	2,359	2,367	2,383
其他长期资产	183	81	81	81	81
<b>总长期资产</b>	<b>8,759</b>	<b>9,104</b>	<b>8,172</b>	<b>9,179</b>	<b>10,319</b>
<b>总资产</b>	<b>10,735</b>	<b>10,929</b>	<b>10,633</b>	<b>12,605</b>	<b>14,993</b>
短期贷款	402	532	532	532	532
应付账款	1,410	1,137	1,361	1,498	1,680
其他短期负债	132	127	127	127	127
<b>总流动负债</b>	<b>1,944</b>	<b>1,796</b>	<b>2,020</b>	<b>2,157</b>	<b>2,339</b>
长期贷款	2,319	2,247	2,447	2,647	2,847
其他长期负债	217	212	212	212	212
<b>总长期负债</b>	<b>2,536</b>	<b>2,459</b>	<b>2,659</b>	<b>2,859</b>	<b>3,059</b>
<b>总负债</b>	<b>4,480</b>	<b>4,255</b>	<b>4,679</b>	<b>5,016</b>	<b>5,398</b>
股本	7,634	7,466	7,466	7,466	7,466
储备及其他资本项目	(1,401)	(814)	(1,535)	101	2,106
<b>股东权益</b>	<b>6,233</b>	<b>6,653</b>	<b>5,932</b>	<b>7,567</b>	<b>9,572</b>
非控股权益	22	22	22	22	22
<b>总权益</b>	<b>6,255</b>	<b>6,674</b>	<b>5,954</b>	<b>7,589</b>	<b>9,594</b>

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	856	751	929	1,067	1,291
折旧及摊销	211	295	367	429	496
营运资本变动	(182)	25	(0)	(5)	(16)
利息调整	43	69	78	83	89
税费	(154)	(152)	(186)	(213)	(258)
其他经营活动现金流	9	(280)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>783</b>	<b>707</b>	<b>1,188</b>	<b>1,361</b>	<b>1,602</b>
资本开支	(926)	(671)	(850)	(655)	(663)
其他投资活动现金流	(1,926)	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,851)</b>	<b>(671)</b>	<b>(850)</b>	<b>(655)</b>	<b>(663)</b>
负债净变动	1,271	(145)	200	200	200
权益净变动	682	0	0	0	0
股息	2,559	(145)	200	200	200
其他融资活动现金流	(178)	(72)	(78)	(83)	(89)
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,335</b>	<b>(361)</b>	<b>322</b>	<b>317</b>	<b>311</b>
汇率收益/损失	1	(0)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>854</b>	<b>550</b>	<b>369</b>	<b>830</b>	<b>1,652</b>
<b>年末现金</b>	<b>550</b>	<b>369</b>	<b>830</b>	<b>1,652</b>	<b>2,702</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.082	0.951	1.182	1.357	1.642
全面摊薄每股收益	1.082	0.951	1.182	1.357	1.642
每股账面值	9.876	10.541	9.399	11.990	15.167
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	31.6	29.9	30.2	30.7	31.7
EBITDA利润率	27.0	25.1	27.6	28.6	29.8
EBIT利润率	21.8	18.5	20.2	20.8	21.9
净利率	16.8	14.8	14.9	15.4	16.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	6.4	6.0	7.0	6.8	6.9
ROE	10.9	9.8	12.5	11.2	10.8
ROIC	7.6	6.9	8.3	7.9	8.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	34.7	36.1	36.1	20.1	7.1
流动比率	1.0	1.0	1.2	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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受递送延误、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。