

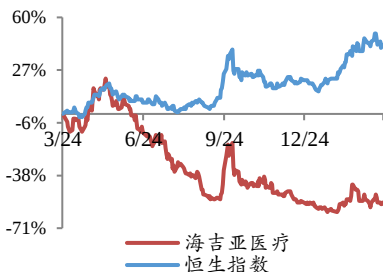
短期承压，经营质量持续提升，回购彰显信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-10

收盘价（港元） **14.30**
近 12 个月最高/最低（港元） **39.20/11.98**
总股本（百万股） **618**
流通股本（百万股） **618**
流通股比例（%） **100.00**
总市值（亿港元） **88**
流通市值（亿港元） **88**

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

1. 【华安医药】公司点评海吉亚医疗（6078.HK）：经营韧性强，逐步进入收获期 2024-04-02

主要观点：

● 事件一：

公司发布 2024 年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入 44.46 亿元（同比+9.04%）、净利润 5.98 亿元（同比-12.40%）。

● 事件二：

3 月 28 日和 3 月 31 日，公司创始人、控股股东、董事会主席兼首席执行官朱义文先生再度增持公司，合计增持 61.54 万股。自上市以来，朱先生已 20 次在二级市场增持公司股票，从未减持。

● 点评：

✓ 受政策影响短期承压，版图持续扩张

拆分收入结构，报告期内公司实现医院收入 43.23 亿元，占收比 97.2%，同比+11.1%，其中门诊服务实现收入 16.33 亿元（占收比 36.7%），住院服务实现收入 26.90 亿元（占收比 60.5%）。24 年公司共计 452.6 万就诊人次，同比+23.8%；完成手术 9.70 万例数，同比+21.2%，主业依旧保持稳定发展。

截至报告期末，公司在国内 8 省 13 个城市运营管理 16 家医院，其中三级医院 4 家，二级医院 12 家，此外还有 2 家在建三级医院，版图扩张稳步开展。

从新建项目看，无锡海吉亚医院（新建）计划设置床位 800-1,000 张，计划 2025 年完成验收并开业；常熟海吉亚计划设置床位 800-1,200 张，计划 2026 年通过验收并开业；长安医院三期项目已经启动筹备，预计投用后新增床位约 1,000 张；开远解化医院二期正在内部装修，预计投用后新增床位数 500 张。公司新建医院及二/三期项目稳步推进。

✓ 持续探索业务协同，回购彰显信心

除肿瘤主业以外，公司在互联网医院、商保、自费业务、AI 等维度都有不同程度的业务进展与突破。24 年度公司互联网医院挂号量接近 23 万人次，旗下医院签约近 20 家保险公司。从自费类业务看，公司持续提升以医美、口腔、眼视光等为代表的消费医疗的服务质量以改善收入结构，配备各类原研药与进口药满足患者多层次用药需求。公司积极拥抱 AI，在肿瘤放疗、影像辅助、移动护理、智能客服预问诊挂号等方面积极应用 AI 技术，实现主业提质增效。

此外，公司持续完善公司治理，创始人连续 20 次增持公司股票，彰显长期发展信心。

● 投资建议

公司主业受到医保支付政策等外部因素的变化短期承压，但主业经营稳健，未来在医保控费常态化、新建及并购医院整合完毕后，公司长期发展路径清晰。我们适度下调预期，预计 2025-2027 年将实现营业收入 48.74/52.59/56.61 亿元人民币（前值 25/26 年 67.27/79.02 亿元），同比+10%/8%/8%（前值 25/26 年+/20%/17%）；将实现归母净利润 6.82/7.73/8.84 亿元人民币（前值 25/26 年 10.99/13.14 亿元），同比+14%/13%/14%（前值 25/26 年+22%/20%），维持“买入”评级。

● 风险提示

政策变化风险；医师及雇员留存风险；区域运营风险；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4446	4874	5259	5661
收入同比（%）	9%	10%	8%	8%
归母净利润	598	682	773	884
归母净利润同比（%）	-12%	14%	13%	14%
ROE（%）	8.99%	9.29%	9.54%	9.83%
每股收益（元）	0.95	1.10	1.25	1.43
市盈率（P/E）	15.01	12.98	11.44	10.01

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	1,826	2,123	2,514	3,022					
现金	369	568	877	1,302					
应收账款及票据	823	894	950	1,006					
存货	216	233	247	261					
其他	418	429	440	452					
非流动资产	9,104	9,421	9,731	10,041					
固定资产	5,079	5,473	5,860	6,244					
无形资产	3,943	3,866	3,790	3,716					
其他	81	81	81	81					
资产总计	10,929	11,543	12,245	13,062					
流动负债	1,796	1,776	1,752	1,733					
短期借款	532	432	332	232					
应付账款及票据	549	589	621	652					
其他	715	755	799	849					
非流动负债	2,459	2,409	2,359	2,309					
长期债务	2,247	2,197	2,147	2,097					
其他	212	212	212	212					
负债合计	4,255	4,185	4,111	4,043					
普通股股本	0	0	0	0					
储备	6,671	7,353	8,126	9,010					
归属母公司股东权益	6,653	7,334	8,107	8,991					
少数股东权益	22	24	26	29					
股东权益合计	6,674	7,358	8,134	9,020					
负债和股东权益	10,929	11,543	12,245	13,062					
现金流量表					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	0	925	1,032	1,145					
净利润	598	682	773	884					
少数股东权益	0	2	2	3					
折旧摊销	0	183	189	191					
营运资金变动及其	-598	58	67	68					
投资活动现金流	0	-500	-500	-500					
资本支出	0	-500	-500	-500					
其他投资	0	0	0	0					
筹资活动现金流	0	-226	-223	-219					
借款增加	0	-150	-150	-150					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	0	0	0	0					
其他	0	-76	-73	-69					
现金净增加额	0	199	309	426					
					利润表				
					单位:百万港元				
					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
					营业收入	4,446	4,874	5,259	5,661
					其他收入	0	0	0	0
					营业成本	3,117	3,417	3,665	3,914
					销售费用	53	44	45	45
					管理费用	437	487	515	538
					研发费用	0	0	0	0
					财务费用	70	71	64	56
					除税前溢利	751	855	969	1,108
					所得税	152	171	194	222
					净利润	598	684	775	886
					少数股东损益	0	2	2	3
					归属母公司净利润	598	682	773	884
					EBIT	821	925	1,034	1,164
					EBITDA	821	1,108	1,223	1,355
					EPS (元)	0.95	1.10	1.25	1.43
					主要财务比率				
					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
					成长能力				
					营业收入	9.06%	9.62%	7.90%	7.65%
					归属母公司净利润	-12.40%	13.93%	13.44%	14.31%
					获利能力				
					毛利率	29.90%	29.88%	30.31%	30.87%
					销售净利率	13.46%	13.98%	14.70%	15.61%
					ROE		8.99%	9.29%	9.54%
					ROIC	6.92%	7.41%	7.79%	8.21%
					偿债能力				
					资产负债率	38.93%	36.26%	33.58%	30.95%
					净负债比率	36.11%	28.02%	19.70%	11.39%
					流动比率	1.02	1.20	1.43	1.74
					速动比率	0.90	1.06	1.29	1.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.43	0.44	0.45
					应收账款周转率	5.21	5.68	5.71	5.79
					应付账款周转率	5.04	6.01	6.06	6.15
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.95	1.10	1.25	1.43
					每股经营现金流	0.00	1.50	1.67	1.85
					每股净资产	10.70	11.86	13.11	14.54
					估值比率				
					P/E	15.01	12.98	11.44	10.01
					P/B	1.33	1.21	1.09	0.98
					EV/EBITDA	13.73	9.84	8.54	7.29

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述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。