

2024 年业绩符合预期，自有医院分部利润率修复

核心观点

公司 2024 年业绩符合预期。展望 2025 年，医保支付改革、地区竞争加剧等外部影响依然存在，公司有望凭借旗下医院的区域龙头地位、持续的学科建设投入，保持相对稳健发展。中长期来看，公司将会坚持建设区域龙头医院和区域医联体，以学科建设与技术创新促进高质量发展，不断提升整体医疗技术水平、服务能力，集团综合实力有望不断增强。

事件

公司发布 2024 年业绩公告

2024 年公司实现收入 98.55 亿元，同比-2.5%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比+119.6%；EPS 0.45 元，同比+125%。2024 年，公司董事会提议派发末期股息每股人民币 8.2 分，同比增长 36.7%。

简评

2024 年业绩符合预期，努力克服医保支付改革等外部环境的影响

2024 年公司业绩符合预期，公司实现收入 98.55 亿元，同比-2.5%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比+119.6%；实现净利润 6.72 亿元，同比+104.9%，净利润同比大幅增加，主要是因为 2023 年淮阴医院相关减值损失导致净利润减少 4.47 亿元，形成了较低基数。

分业务来看，2024 年公司实现医院业务收入（自有医院）91.85 亿元，同比-2.4%，主要因门诊和住院次均收入下降（门诊次均收入-2.4%，住院次均收入-4.3%），剔除两年医保结算差额及淮阴医院关停影响后，2024 年医院业务收入 93.90 亿元，同比持平。其他业务收入 6.70 亿元，同比-4.5%，主要因供应链服务等非核心业务收缩。

自有医院业务分上下半年来看，24H2 实现收入 45.85 亿元，同比-1.6%，相比于 24H1 有所好转，24H1 公司自有医院收入同比下滑 3%。从接诊人次上看，24H2 相比上半年有所下降，门诊、住院人次分别同比-0.7%、-0.9%，而 24H1 分别为+3.5%、+3.0%。从次均费用来看，24H2 门诊、住院分别同比-2.8%、+0.8%，24H1 则分别为-2.0%、-8.8%，住院次均收入同比下滑幅度在 24H2 有所改善。

华润医疗(1515.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

010-56135318

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025 年 05 月 05 日

当前股价：3.67 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.68/-1.65	-1.87/-13.14	-11.35/-38.05
12 月最高/最低价（港元）		5.01/3.09
总股本（万股）		129,667.65
流通 H 股（万股）		129,667.65
总市值（亿港元）		47.59
流通市值（亿港元）		47.59
近 3 月日均成交量（万）		881.42
主要股东		
华润集团(医疗)有限公司		35.76%

股价表现



各项经营指标正常，自有医院分部利润率有所修复

2024 年公司毛利率为 18.36%，同比降低 0.5 个百分点，其中核心业务医院业务的毛利率为 18.0%，同比-0.7 个百分点，剔除淮阴医院和以前年度医保结算差额影响后同比基本持平，公司通过集中采购、关停淮阴医院等措施，分部利润同比增长 20.1%至 7.66 亿元，分部利润率达到 8.34%。

2024 年公司财务费用率 0.8%（同比-0.5 个百分点），公司优化了融资结构，置换境外外汇银行贷款为人民币银行贷款，贷款利率下降所致；管理费用率 10.6%（同比+1.0 个百分点），主要是软硬件升级投入增加导致的折旧摊销和技术服务费用增加。

截至 2024 年年底，公司长期借款金额 7.35 亿元，长期负债率为 5.5%。2024 年公司存货周转天数为 13.51 天，同比增加 2.11 天（+18.5%）；应收账款周转天数 84.49 天，同比增加 15.57 天（+22.6%）。公司其他财务指标正常。

以学科建设与技术创新促进高质量发展，区域影响力不断增强

2024 年公司持续推进学科建设，医疗质量和学科人才取得新进展。2024 年新获批省重点专科 10 个、市重点专科 15 个、发明专利 5 项、国家级中心化认证 26 个。在医疗质量和学科人才方面，公司获得中国医疗质量大会卓越案例 1 项、典型案例 6 项，新增名医工作室 11 个，新增硕士生导师 10 人，省级常委及以上学术任职 127 个。

2024 年，公司旗下部分区域业务量增长，区域影响力不断增强，其中阜新区域门急诊量同比+12%、出院量+4.9%、手术量+7.4%，阜新矿城南医院托管阜新市太平区养护中心，形成央地医康养共同体，从医疗向养老轻资产延伸。淮矿区域门急诊量同比+5.4%、出院量+11.2%、手术量+9.9%，淮矿总院成立胸痛联盟，旨在提升急性胸痛患者的救治效率，优化区域医疗资源配置。

公司推进脑科区域建设，中西医结合特色进一步提升。广州三九脑科医院是公司旗下脑科专科医院，2021 年单体医院收入达到 10.17 亿元；2024 年医院获得广东 DRG 住院医疗服务神经学科专业评价第二名，拓展业务辐射，开展医联体建设，赋能广西水电脑病中心，帮助其收入提升 21%达到 1233 万元。2024 年健宫医院升级为三级甲等中西医结合医院；徐矿医院增名“徐州中西医结合医院”，正申请转设为三级中西医结合医院，省发改委已将医院转设三级中西结合医院列入支持徐州市政府的高质量发展规划；武钢总院挂牌湖北中医药大学教学医院。

展望 2025 年，公司继续深化结构性改革，持续提质增效

展望 2025 年，医保支付改革、地区竞争加剧等外部影响依然存在，公司有望凭借旗下医院的区域龙头地位、持续的学科建设投入，保持相对稳健发展。2025 年，公司将会持续建设龙头医院及区域医联体，其中龙头医院提升技术和服务能力，提升地区影响力；二级医院聚焦重点病种，持续中西医结合转型；基层医院做出特色业务。公司还会加大对北京、广州、武汉等核心城市的投入，计划在广州建设“脑健康”为特色的健康管理中心、武钢总院综合病房楼力争年底前投入使用。中长期来看，公司将会密切关注国家和地方落地国企办医高质量发展方案的工作进展，以期在中国医疗行业未来的整合浪潮中抓住机遇。

盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年收入分别为 99.78 亿元、101.98 亿元、104.26 亿元，分别同比增长 1.25%、2.21%、2.23%；归母净利润 5.99 亿元、6.27 亿元、6.49 亿元，分别同比增长 5.89%、4.67%、3.53%，按照 2025 年 5 月 2 日收盘价 3.67 港元计算，公司 2025-2027 年对应 PE 分别为 8、8、7 倍，维持“买入”评级。

图表1： 预测和比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,107.50	9,854.79	9,977.97	10,198.49	10,425.91
YoY(%)	79.83	-2.50	1.25	2.21	2.23
净利润（百万元）	257.68	565.88	599.19	627.19	649.30
YoY(%)	85.42	119.60	5.89	4.67	3.53
毛利率(%)	18.86	18.36	18.35	18.34	18.33
净利率(%)	3.24	6.82	7.20	7.38	7.47
ROE(%)	4.43	9.11	9.19	9.17	9.05
EPS(摊薄/元)	0.20	0.44	0.46	0.48	0.50
P/E(倍)	18.47	8.41	7.94	7.59	7.33

资料来源：iFind，中信建投；PE 对应2025 年5 月2 日收盘价

风险分析

- 1) 医疗改革风险：国内医改政策和医院监管改革不可预测，有可能对公司业务和未来发展造成重大不利影响；公司收入中有相当一部分来自医保基金，若医保基金付款延迟，可能会影响公司经营业绩。
- 2) 医疗事故风险：公司及其旗下医院，或者民营医疗服务行业的负面消息，有可能损害公司或旗下医院品牌形象及声誉，并有可能会对公司业务和前景造成重大不利影响。
- 3) 医院运营风险：医院日常经营存在医疗安全、医疗质量、医保基金合规使用等相关风险；若合规性管控不足，存在医疗反腐和医保飞行检查力度加大背景下的合规性风险。

图表2： 财务报表预测
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,429.08	3,239.14	3,783.06	4,877.64	6,175.21
现金	1,280.38	1,053.79	1,336.37	2,376.84	3,618.60
应收票据及应收账款合计	1,535.65	1,412.16	1,453.04	1,485.15	1,518.27
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	302.71	466.93	455.74	465.82	476.20
存货	302.08	301.66	328.78	336.09	343.63
其他流动资产	8.26	4.61	209.12	213.75	218.51
非流动资产	10,225.11	10,079.01	9,327.03	8,575.05	7,823.07
长期投资	982.35	993.60	1,073.60	1,153.60	1,233.60
固定资产	4,863.85	4,791.78	4,041.07	3,290.36	2,539.64
无形资产	543.15	487.60	406.34	325.07	243.80
其他非流动资产	3,835.77	3,806.03	3,806.03	3,806.03	3,806.03
资产总计	13,654.19	13,318.15	13,110.09	13,452.69	13,998.28
流动负债	5,207.37	4,499.39	3,865.49	3,762.36	3,846.51
短期借款	1,277.87	701.72	184.71	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,731.50	1,696.26	1,681.38	1,718.75	1,757.30
其他流动负债	2,198.00	2,101.41	1,999.40	2,043.61	2,089.21
非流动负债	1,433.75	1,320.70	1,320.70	1,320.70	1,320.70
长期借款	884.85	734.70	734.70	734.70	734.70
其他非流动负债	548.91	586.00	586.00	586.00	586.00
负债合计	6,641.13	5,820.08	5,186.19	5,083.06	5,167.20
少数股东权益	1,201.01	1,284.53	1,404.24	1,529.55	1,659.27
股本	0.27	0.27	1,000.27	2,000.27	3,000.27
资本公积	5,811.79	6,213.27	5,213.27	4,213.27	3,213.27
留存收益	0.00	0.00	306.12	626.55	958.27
归属母公司股东权益	5,812.06	6,213.54	6,519.66	6,840.08	7,171.80
负债和股东权益	13,654.19	13,318.15	13,110.09	13,452.69	13,998.28

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1195.123	1270.26	1383.68	1805.39	1824.77
净利润	327.89	671.75	718.90	752.49	779.02
折旧摊销	595.58	618.90	831.98	831.98	831.98
财务费用	131.84	75.28	50.73	33.15	25.14
其他经营现金流	139.81	-95.66	-217.93	187.76	188.62
投资活动现金流	-2,622.10	-544.73	-240.29	-240.29	-240.29
资本支出	144.48	526.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,766.57	-1,071.33	-240.29	-240.29	-240.29

筹资活动现金流	-437.08	-984.80	-860.80	-524.63	-342.72
短期借款	265.12	-576.16	-517.00	-184.71	0.00
长期借款	-122.79	-150.15	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-579.41	-258.49	-343.80	-339.92	-342.72
现金净增加额	-1,864.06	-259.26	282.59	1,040.47	1,241.76

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,107.50	9,854.79	9,977.97	10,198.49	10,425.91
营业成本	8,201.66	8,044.96	8,146.52	8,327.58	8,514.33
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	2.73	0.62	12.29	12.56	12.84
管理费用	970.77	0.00	670.77	685.59	700.88
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	131.84	75.28	50.73	33.15	25.14
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	90.78	98.60	80.00	80.00	80.00
营业利润	891.28	1,832.53	1,177.67	1,219.60	1,252.72
其他非经营损益	-398.36	-993.86	-300.00	-300.00	-300.00
利润总额	492.92	838.67	877.67	919.60	952.72
所得税	165.03	166.92	158.76	167.11	173.70
净利润	327.89	671.75	718.90	752.49	779.02
少数股东损益	70.21	105.87	119.71	125.31	129.72
归属母公司净利润	257.68	565.88	599.19	627.19	649.30
EBITDA	1,220.34	1,532.84	1,760.37	1,784.73	1,809.84
EPS（元）	0.20	0.44	0.46	0.48	0.50

资料来源：iFind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk