

医药	收盘价 港元 14.48	目标价 港元 18.00	潜在涨幅 +24.3%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 29 日

海吉亚医疗 (6078 HK)

1H25 承压但边际改善信号已现，前置投入驱动新增长，维持买入

公司 1H25 业绩承压，主因外部环境变化、新建医院折摊及运营费用增加。但是，站在当前时点，我们认为业绩压力正在逐步出清，医保回款边际好转，现金流、资本配置改善提振股东回报，前置产能和技术投入有望逐步驱动成长，2H25 起业绩增速有边际改善的机会。维持目标价和买入评级。

① **1H25 继续承压，但拐点或已临近：**收入和经调整净利润分别同比下降 16.5%/34.5%至 19.9 亿/2.6 亿元（人民币，下同），住院和门诊服务收入分别下降 18.4%/11.1%，下滑的主要原因包括集采/医保控费、DRG 支付改革及新开医院折旧摊销（1H25 同比增加 1,600 万元）增加。尽管如此，我们依旧看到一些积极信号：1）经调整净利润环比 2H24 增长 30%，我们预计 2H25 同比增速有机会复苏；2）公司主动减少新产能投资（到年底仅有常熟一家医院在建），资本配置逐步优化，1H25 经营活动现金净额和资本开支同比分别+29.9%/-28.5%，自由现金流显著增长至 2.1 亿元，资产负债率相较 2024 年末降低 9.7ppts 至 29.2%，未来将逐步增加股东回报；3）诊疗技术水平不断提升，技术型服务收入占比同比提升 2.3ppts，微创、介入手术量增长 7.1%；4）医保结算加快，应收账款快速减低。

② **新医院产能逐步落地，技术革新驱动新增长：**新投用的德州海吉亚开始步入正轨，管理层预计 2H25 将实现单月盈利；2H25-26 年有多家在建医院投用，包括无锡、开元解化二期、曲阜新院区（2H25）及常熟（2026），2025 全年就诊人次有望接近 500 万（1H25 220 万）。同时，公司全面引入 AI 力量，拓展 AI 技术在医疗场景的应用、构建智慧医疗体系，技术革新有望成为内生增长的新驱动力。

③ **长期仍向好，维持买入及目标价：**我们下调 2025-27 年财务预测，给予公司 0.8 倍 2026 年目标 PEG（与公司历史均值相当），维持 18 港元目标价，对应 17.1 倍 2026 年市盈率，略低于历史均值。我们认为，公司的艰难时刻或已过去，未来现金流和资本配置策略不断优化、行业环境有向好趋势，2H25 起公司业绩表现有边际改善机会，维持买入评级。

盈利预测变动

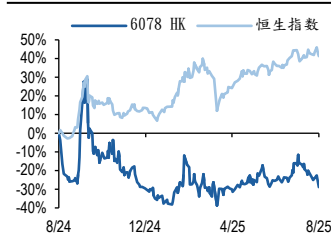
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,158	4,987	-16.6%	4,615	5,527	-16.5%	5,157	6,291	-18.0%
毛利润	1,160	1,506	-23.0%	1,334	1,697	-21.4%	1,568	1,994	-21.4%
毛利率	27.9%	30.2%	-2.3ppts	28.9%	30.7%	-1.8ppt	30.4%	31.7%	-1.3ppt
归母净利润	509	743	-31.6%	607	853	-28.8%	749	1,033	-27.5%
净利率	12.2%	14.9%	-2.7ppts	13.2%	15.4%	-2.3ppts	14.5%	16.4%	-1.9ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	26.20
52周低位 (港元)	12.48
市值 (百万港元)	8,814.70
日均成交量 (百万)	9.09
年初至今变化 (%)	1.54
200天平均价 (港元)	15.25

资料来源：FactSet

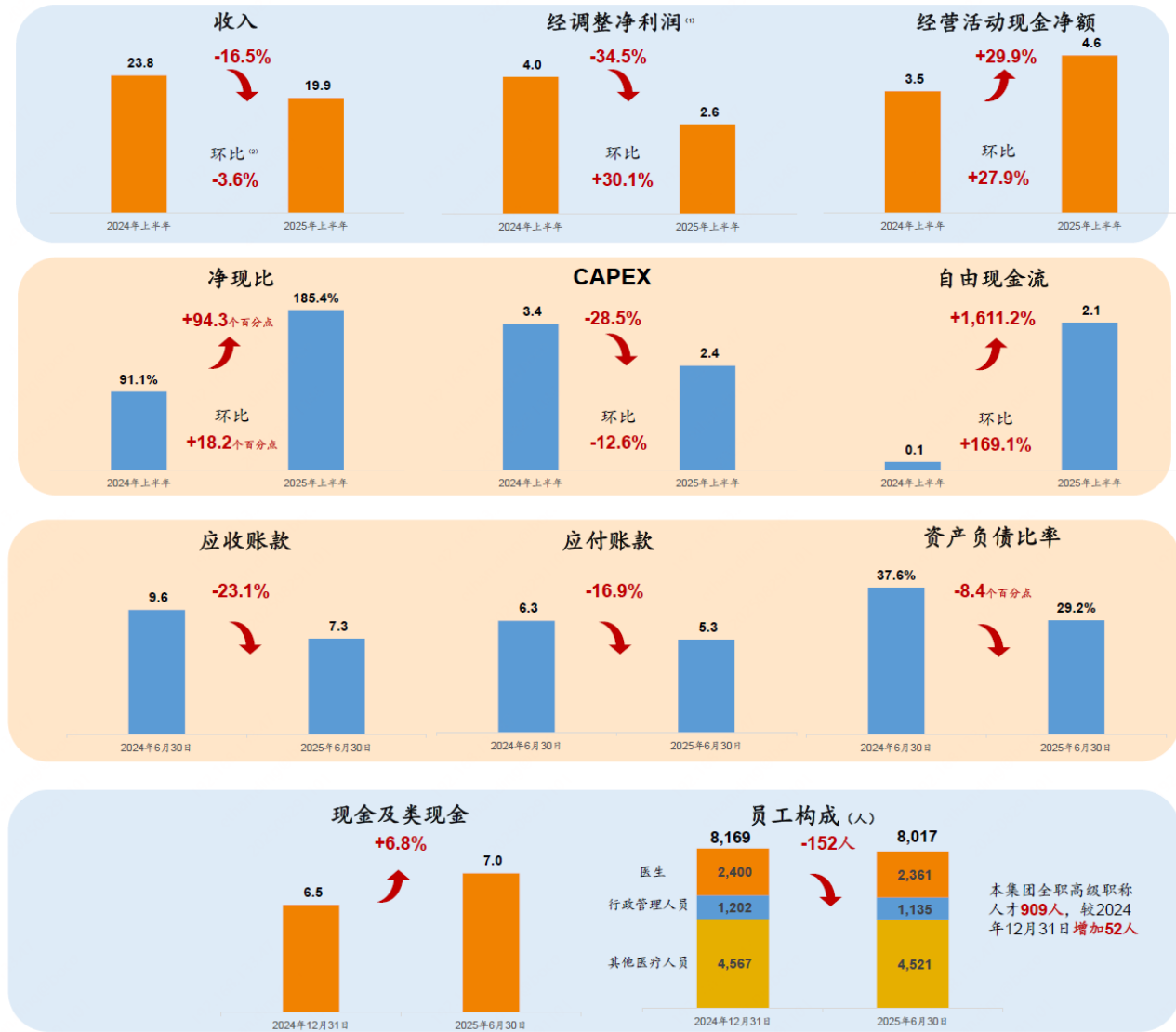
丁政宁

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

诸葛乐懿

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

图表 1：海吉亚医疗：1H25 财务核心数据



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/ 评级发表日期	子行业
1801 HK	信达生物	买入	90.65	105.00	15.8%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	66.50	78.00	17.3%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	152.20	183.00	20.2%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.50	8.80	60.0%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	88.00	103.00	17.1%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	454.00	507.00	11.7%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.72	74.00	113.1%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.38	37.60	60.8%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	177.20	225.00	27.0%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	27.64	33.00	19.4%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	67.30	72.50	7.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.14	5.00	-45.3%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	53.55	70.00	30.7%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.98	28.75	69.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.04	34.00	9.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.48	18.00	24.3%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.99	93.30	16.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	46.88	33.10	-29.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	13.28	16.40	23.5%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.72	48.00	34.4%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.74	9.10	17.6%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.34	14.00	67.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.44	9.30	-1.5%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	72.65	70.40	-3.1%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.49	40.20	10.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	31.06	42.00	35.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.93	3.30	12.6%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 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	4,158	4,615	5,157
主营业务成本	(2,790)	(3,117)	(2,998)	(3,281)	(3,589)
毛利	1,286	1,329	1,160	1,334	1,568
销售及管理费用	(463)	(491)	(488)	(532)	(585)
其他经营净收入/费用	66	40	41	41	41
经营利润	889	879	714	843	1,025
财务成本净额	(33)	(70)	(78)	(83)	(88)
税前利润	856	808	636	759	937
税费	(171)	(152)	(127)	(152)	(187)
非控股权益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	683	656	509	607	749
作每股收益计算的净利润	683	598	509	607	749

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	628	1,196	1,943
应收账款及票据	979	933	899	998	1,115
存货	208	216	213	233	255
其他流动资产	239	307	306	306	306
总流动资产	1,976	1,826	2,046	2,733	3,619
物业、厂房及设备	4,630	5,079	5,524	6,310	7,179
无形资产	3,946	3,943	2,351	2,350	2,354
其他长期资产	183	81	81	81	81
总长期资产	8,759	9,104	7,956	8,741	9,614
总资产	10,735	10,929	10,002	11,474	13,233
短期贷款	402	532	532	532	532
应付账款	1,410	1,137	1,172	1,283	1,404
其他短期负债	132	127	127	127	127
总流动负债	1,944	1,796	1,832	1,942	2,063
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
总长期负债	2,536	2,459	2,659	2,859	3,059
总负债	4,480	4,255	4,491	4,801	5,122
股本	7,634	7,466	7,466	7,466	7,466
储备及其他资本项目	(1,401)	(814)	(1,977)	(815)	623
股东权益	6,233	6,653	5,490	6,651	8,089
非控股权益	22	22	22	22	22
总权益	6,255	6,674	5,512	6,673	8,111

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	636	759	937
折旧及摊销	211	295	367	415	468
营运资本变动	(182)	(279)	24	(8)	(19)
利息调整	43	75	78	83	89
税费	(154)	(175)	(127)	(152)	(187)
其他经营活动现金流	9	40	0	0	0
经营活动现金流	783	707	978	1,098	1,287
资本开支	(926)	(606)	(842)	(646)	(652)
其他投资活动现金流	(1,926)	(76)	0	0	0
投资活动现金流	(2,851)	(682)	(842)	(646)	(652)
负债净变动	1,271	53	200	200	200
权益净变动	682	(168)	0	0	0
股息	2,559	598	200	200	200
其他融资活动现金流	(178)	(102)	(78)	(83)	(89)
融资活动现金流	4,335	382	322	317	311
汇率收益/损失	1	(0)	0	0	0
年初现金	854	550	369	628	1,196
年末现金	550	369	628	1,196	1,943

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.082	0.951	0.809	0.966	1.191
全面摊薄每股收益	1.082	0.951	0.809	0.966	1.191
每股账面值	9.876	10.541	8.698	10.538	12.818
利润率分析(%)					
毛利率	31.6	29.9	27.9	28.9	30.4
EBITDA利润率	27.0	25.2	26.0	27.3	29.0
EBIT利润率	21.8	18.5	17.2	18.3	19.9
净利率	16.8	14.8	12.2	13.2	14.5
盈利能力(%)					
ROA	6.4	6.0	5.1	5.3	5.7
ROE	10.9	9.8	9.2	9.1	9.2
ROIC	7.6	6.9	6.0	6.2	6.5
其他					
净负债权益比(%)	34.7	36.1	42.7	29.7	17.7
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.4	1.8
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

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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；及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拥有于本报告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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，并可能受送递延误、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。