

2025 下半年外部环境挑战仍在，持续打造学科品牌

核心观点

公司 2025H1 收入同比下滑 9.1%，归母净利润同比下滑 21.8%，剔除收到赔偿款的影响后，公司净利润同比下滑 57.1%，业绩下滑的主要原因是医保次均费用下降导致成员医疗机构经营利润下降，同时 IOT 业务规模缩减也对利润贡献产生影响。展望 2025 下半年，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，预计 25H2 收入增速延续 25H1 的趋势。

事件

公司发布 2025 年中期报告

2025 年上半年公司实现收入 45.25 亿元，同比-9.1%；实现净利润 3.74 亿元，同比-26.9%；实现归母净利润 3.40 亿元，同比-21.8%；EPS 0.27 元。2025 年上半年，公司董事会决议派发中期股息每股人民币 5 分，与去年同期持平。

简评

25H1 业绩短期承压，自有医院业务受医保次均费用下降影响

2025 年上半年公司业绩低于预期，实现收入 45.25 亿元，同比-9.1%；实现净利润 3.74 亿元，同比-26.9%；实现归母净利润 3.40 亿元，同比-21.8%。若剔除公司因燕化 IOT 协议争议一次性收到赔偿款项约 2.1 亿元及相应企业所得税的影响，公司净利润较 2024 年同期将下降 57.1%（约为 1.86 亿元）。业绩下滑的主要原因是医保次均费用下降导致成员医疗机构经营利润下降，同时 IOT 业务规模缩减也对利润贡献产生影响。

截止 2025 年中报，公司共拥有 103 家医疗机构，其中三级医院、二级医院、一级医院分别为 13、22、41 家。

2025 年上半年公司自有医院实现收入 42.59 亿元，同比-7.4%。从诊疗量看，门急诊人次同比增长 1.0%，但住院人次同比下降 3.9%。医保次均费用下降导致门急诊和住院次均收入均下降 5.8%，这是导致医院业务收入下滑的核心因素。

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 10 月 15 日

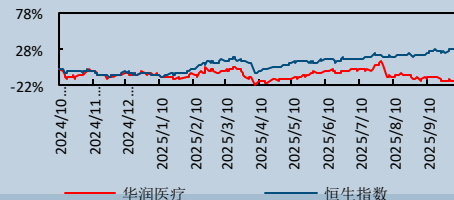
当前股价：3.46 港元

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
-5.16/-9.53	-15.50/-26.28	-17.88/-45.72
12 月最高/最低价(港元)		4.62/3.34
总股本(万股)		129,667.65
流通 H 股(万股)		129,667.65
总市值(亿港元)		45.25
流通市值(亿港元)		45.25
近 3 月日均成交量(万)		1261.93
主要股东		
华润集团(医疗)有限公司		35.76%

股价表现



公司努力通过提质增效降低次均收入下降对医院业务利润的影响，上半年医院业务分部毛利为 6.7 亿元，同比下降 27.4%，毛利率为 15.7%（同比降低 4.4pct），医院业务毛利率下降主要是由于收入下降，而营业成本几乎没有下降，预计主要是医院的运营成本中固定成本占比较高所致；医院业务分部利润为 2.55 亿元，同比下降 51.1%，利润下降幅度高于收入的幅度，主要是因为毛利额下降较多。

其他业务收入为 2.66 亿元，同比-29.3%，主要因 IOT 业务规模缩减所致。分部利润为 2.92 亿元，同比增加 96.9%。剔除一次性收到燕化 IOT 协议管理费和供应链赔偿款项约 2.1 亿元后，分部利润为 0.86 亿元，同比下降 42.1%。

2025 年上半年，公司积极应对外部环境变化，在业务发展上取得积极进展。在综合医疗方面，公司持续融入区域医疗规划，加强医保精细化管理，并通过升级“润心”一站式服务中心、落地 AI 赋能医疗场景等方式提升患者就医体验。在特色专科方面，公司在脑专科、健康管理、康复、精神卫生领域取得初步进展，持续强化技术赋能与服务网络拓展。在衍生业务方面，公司持续探索医产学研新模式，新签约 GCP 项目的数量和质量实现双提升。

盈利能力有所下滑，财务结构保持稳健

2025 年上半年，公司整体毛利率为 15.7%，较去年同期的 20.8%有明显下降。其中，核心医院业务的毛利率为 15.7%，同比下降 4.4 个百分点（去年同期为 20.1%），盈利能力受到较大影响。

费用方面，公司费用管控措施彰显成效，行政及其他营运费用合计 4.70 亿元，同比基本持平（同比-0.3%）。财务费用为 2732 万元，同比下降 31.4%，主要得益于公司积极调整债务结构，有息负债规模和加权平均融资成本均有所下降。

截至 2025 年 6 月 30 日，公司杠杆比率（有息借款/总资产）为 9.9%，较 2024 年底的 10.8%进一步下降。虽然公司存在 12.1 亿元的流动负债净额，但拥有未使用银行授信额度约 80.2 亿元，财务状况总体稳健。

2025 年下半年公司保持稳健发展，母公司旗下航天系医院未来有望注入上市公司

展望 2025 年下半年，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，预计 25H2 收入增速延续 25H1 的趋势。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。

母公司华润健康旗下拥有非上市医疗机构航天系医院，包括北京航天总医院（三级综合医院，开放床位 968 张）、西安航天医院（二甲综合、开放床位 696 张）、陕西航天医院（二甲综合、开放床位 401 张）等，2024 年航天系医院收入规模超过 30 亿。集团未来将会把握资本市场时机择机向上市公司注入优质资产，参考 2023 年收母公司旗下的辽健、江能集团，公司有望实现规模的稳健增长。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 90.00 亿元、91.99 亿元、94.04 亿元，分别同比变化-8.67%、+2.21%、+2.23%；归母净利润 5.29 亿元、5.29 亿元、5.56 亿元，分别同比增长-6.49%、0.03%、4.99%，按照 2025 年 10 月 13 日收盘价 3.46 港元计算，公司 2025-2027 年对应 PE 分别为 8.5、8.5、8.1 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	9,000.38	9,199.29	9,404.43
YoY(%)	79.83	-2.50	-8.67	2.21	2.23
净利润（百万元）	257.68	565.88	529.14	529.30	555.70
YoY(%)	85.42	119.60	-6.49	0.03	4.99
毛利率(%)	18.86	18.36	15.35	16.12	16.28
净利率(%)	3.24	6.82	7.05	6.90	7.09
ROE(%)	4.43	9.11	8.16	7.84	7.90
EPS(摊薄/元)	0.20	0.44	0.41	0.41	0.43
P/E(倍)	17.41	7.93	8.48	8.48	8.07

资料来源：iFind，中信建投；PE 对应2025 年10 月13 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。
- 4) 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测存在无法达到的风险。

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	3,554.24	4,440.03	5,660.22
现金	1,280.38	1,053.79	1,336.37	2,176.00	3,346.31
应收票据及应收账款合计	1,535.65	1,324.81	1,284.08	1,312.46	1,341.73
其他应收款	0.00	87.35	26.59	27.18	27.79
预付账款	302.71	466.93	411.09	420.18	429.55
存货	302.08	301.66	307.47	311.41	317.75
其他流动资产	8.26	4.61	188.64	192.80	197.10
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	12,881.27	13,015.09	13,483.29
流动负债	5,207.37	4,499.39	3,686.46	3,444.11	3,517.39
短期借款	1,277.87	701.72	300.70	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,731.50	1,696.26	1,572.38	1,592.55	1,624.94
其他流动负债	2,198.00	2,101.41	1,813.38	1,851.56	1,892.46
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	5,007.16	4,764.81	4,838.09
少数股东权益	1,201.01	1,284.53	1,390.25	1,496.00	1,607.02
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	270.33	540.75	824.65
归属母公司股东权益	5,812.06	6,213.54	6,483.87	6,754.28	7,038.18
负债和股东权益	13,654.19	13,318.15	12,881.27	13,015.09	13,483.29

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,195.12	1,270.26	875.52	1,395.19	1,428.03
净利润	327.89	671.75	634.86	635.04	666.72
折旧摊销	595.58	618.90	831.98	831.98	831.98
财务费用	131.84	75.28	53.25	36.03	25.97
其他经营现金流	139.81	-95.66	-644.57	-107.86	-96.65
投资活动现金流	-2,622.10	-544.73	120.15	40.05	40.05
资本支出	144.48	526.60	0.00	0.00	0.00

港股公司简评报告

其他投资现金流	-2,766.57	-1,071.33	120.15	40.05	40.05
筹资活动现金流	-437.08	-984.80	-713.07	-595.61	-297.77
短期借款	265.12	-576.16	-401.01	-300.70	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	-312.06	-294.91	-297.77
现金净增加额	-1,864.06	-259.26	282.59	839.63	1,170.31

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	9,000.38	9,199.29	9,404.43
营业成本	8,201.66	8,044.96	7,618.38	7,716.12	7,873.02
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	11.08	11.33	11.58
管理费用	970.77	0.00	774.93	792.85	811.34
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	131.84	75.28	53.25	36.03	25.97
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	622.73	722.97	762.52
其他非经营损益	-398.36	-993.86	150.00	50.00	50.00
利润总额	492.92	838.67	772.73	772.97	812.52
所得税	165.03	166.92	137.88	137.92	145.80
净利润	327.89	671.75	634.86	635.04	666.72
少数股东损益	70.21	105.87	105.72	105.75	111.02
归属母公司净利润	257.68	565.88	529.14	529.30	555.70
EBITDA	1,220.34	1,532.84	1,657.97	1,640.97	1,670.47
EPS（元）	0.20	0.44	0.41	0.41	0.43

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

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。

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处广电金融中心 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