



海吉亚 (6078.HK): 民营肿瘤服务龙头, 拐点仍待观察

我们首次覆盖海吉亚 (6078.HK), 给予“持有”评级, 目标价为 13.5 港元。

- 我国新发癌症患者数量逐年上升, 死亡率逐年略降, 为肿瘤医疗服务提供商带来广阔市场空间。根据国家癌症中心 2024 年发布的最新数据, 我国 2022 年新发癌症病例达到 482 万例, 较往年进一步上升 (vs. 2020 年: 457 万例)。2000-2018 年间, 我国全癌种标化发病率以平均每年 1.4% 的速率上升, 而标化死亡率以每年 1.3% 的速率下降。目前我国的肿瘤医疗资源仍然处于供不应求的阶段, 床位使用也长期处于在超负荷水平。随着新发肿瘤患者的数量不断增长, 肿瘤服务的需求也在同步增加, 肿瘤医疗服务需求巨大。从市场规模角度看, 2025 年我国民营肿瘤医疗服务市场规模人民币 915 亿元, 预计市场规模有望于 2030 年达到 2,075 亿元。
- 海吉亚是我国民营肿瘤医疗服务连锁龙头, 定位三四线城市, 以肿瘤放疗为特色进行差异化竞争。公司自成立以来, 瞄准三四线城市肿瘤医疗服务空白, 以高壁垒的肿瘤放疗为核心业务, 打造区域放疗中心。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司运营 16 家医院 (4 家三级, 12 家二级), 覆盖 8 省 13 市, 成为国内领先的民营肿瘤医疗集团。2019-2024 年, 公司实现 33% 收入年均复合增速 (主要受益于就诊人次快速增长) 和 29% 经调整净利润复合增速。
- 公司通过并购与自建双轮驱动的策略成功搭建起全国医院网络, 未来有望通过外延并购进一步扩大规模。自 2011 年收购旗下首家医院邯郸仁和医院以来, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司通过“自建+收购”模式将旗下医院组合扩大至 16 家 (5 家自建医院、11 家收购医院)。除了短期即将投入运营的两所自建医院——2026 年初将投入运营的无锡海吉亚医院和 2026 年底/2027 年初将投入运营的常熟海吉亚医院, 公司计划未来更多通过外延并购进一步扩大规模。我们认为并购模式将有助于公司实现更快的医院运营爬坡效率。
- 首次覆盖给予“持有”评级, 目标价 13.5 港元。我们预计公司有望于 2025E/2026E/2027E 实现 41 亿元/44 亿元/47 亿元收入和 4.7 亿元/5.3 亿元/6.0 亿元经调整净利润。我们采取 PE 对公司进行估值, 给予公司 14x 2026E P/E (较 5 年均值前瞻市盈率低 0.6 个标准差), 得到 13.5 港元目标价, 给予“持有”评级。由于公司在 1H25 受到包括 DRG/DIP 2.0 在内的医保改革控费措施带来的影响, 收入和利润承压, 我们认为医保控费政策对公司实际运营及业绩的影响仍有待进一步观察。若公司较市场预期更快走出医保控费承压状态, 业绩好于市场预期, 公司股价有望迎来明显上行机会。
- 投资风险: 民营肿瘤医院行业监管政策或医保控费趋严; 行业竞争加剧; 商誉减值; 医疗事故与纠纷。

完整报告: [《中国民营医疗服务: 穿越寒冬, 静待春生》](#)

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

持有

目标价 (港元)	13.5
潜在升幅/降幅	-1%
目前股价 (港元)	13.6
52 周内股价区间 (港元)	11.3-18.4
总市值 (百万港元)	8,386
近 3 月日均成交额 (百万港元)	47

市场预期区间

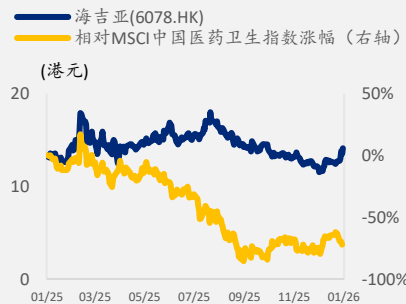


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间

注: 截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,077	4,446	4,092	4,409	4,748
同比增速 (%)	27.6%	9.1%	-8.0%	7.7%	7.7%
归母净利润	683	598	461	522	595
同比增速 (%)	43.2%	-12.4%	-23.0%	13.3%	14.0%
PE (x)	11.4	13.0	16.7	14.7	12.9

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,077	4,446	4,092	4,409	4,748
营业成本	-2,790	-3,117	-3,010	-3,233	-3,469
毛利润	1,286	1,329	1,082	1,176	1,279
销售费用	-51	-53	-49	-49	-48
管理费用	-412	-437	-409	-432	-451
核心营业利润	824	839	623	695	780
利息支出	-43	-72	-96	-92	-87
利息收入	10	2	2	3	4
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	51	49	49	49	49
利润总额	856	751	578	655	747
所得税	-171	-152	-117	-133	-152
净利润	685	598	461	522	595
减：少数股东损益	2	0	0	0	0
归母净利润	683	598	461	522	595
经调整净利	713	602	465	527	601

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	550	369	450	742	1,198
应收票据及应收账款	979	933	908	978	1,054
存货	208	216	205	220	236
其他流动资产	239	307	307	307	307
流动资产合计	1,976	1,826	1,870	2,247	2,795
固定资产	4,630	5,079	5,289	5,298	5,213
无形资产	3,946	3,943	3,943	3,945	3,947
其他非流动资产	183	81	81	81	81
非流动资产合计	8,759	9,104	9,314	9,324	9,240
短期借款	402	532	532	532	532
应付票据及应付账款	1,410	1,137	1,130	1,196	1,264
应交税费					
其他流动负债					
流动负债合计	1,944	1,796	1,789	1,855	1,923
长期借款	2,319	2,247	2,047	1,847	1,647
其他非流动负债	217	212	212	212	212
非流动负债合计	2,536	2,459	2,259	2,059	1,859
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	6,233	6,653	7,113	7,636	8,231
少数股东权益	22	22	22	22	22
所有者权益合计	6,255	6,674	7,135	7,657	8,253

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	685	598	461	522	595
固定资产折旧	211	295	310	310	306
营运资本变动	-182	-279	30	-20	-23
其他	69	92	0	0	0
经营活动现金流量净额	783	707	801	813	878
资本开支	-926	-598	-520	-321	-222
其他	-1,938	-74	0	0	0
投资活动现金流量净额	-2,863	-671	-520	-321	-222
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	1,271	53	-200	-200	-200
其他	504	-270	0	0	0
筹资活动现金流量净额	1,775	-217	-200	-200	-200
现金及现金等价物净增加额	-304	-181	81	292	456
期初现金及现金等价物	854	550	369	450	742
期末现金及现金等价物	550	369	450	742	1,198

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.08	0.95	0.74	0.84	0.96
每股销售额	6.45	7.06	6.58	7.09	7.64
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	27.6%	9.1%	-8.0%	7.7%	7.7%
核心营业利润	16.7%	1.9%	-25.7%	11.6%	12.2%
归母净利润	43.2%	-12.4%	-23.0%	13.3%	14.0%
费用与利润率					
毛利率	31.6%	29.9%	26.4%	26.7%	26.9%
核心经营利润率	20.2%	18.9%	15.2%	15.8%	16.4%
归母净利率	16.8%	13.5%	11.3%	11.8%	12.5%
回报率					
平均股本回报率	12.0%	9.2%	6.7%	7.1%	7.5%
平均资产回报率	7.6%	5.5%	4.2%	4.6%	5.0%
资产效率					
应收账款周转天数	74.9	78.5	81.0	81.0	81.0
库存周转天数	23.7	24.8	24.8	24.8	24.8
应付账款周转天数	140.7	149.1	137.0	135.0	133.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5
速动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.3
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
负债/权益	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	11.4	13.0	16.7	14.7	12.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

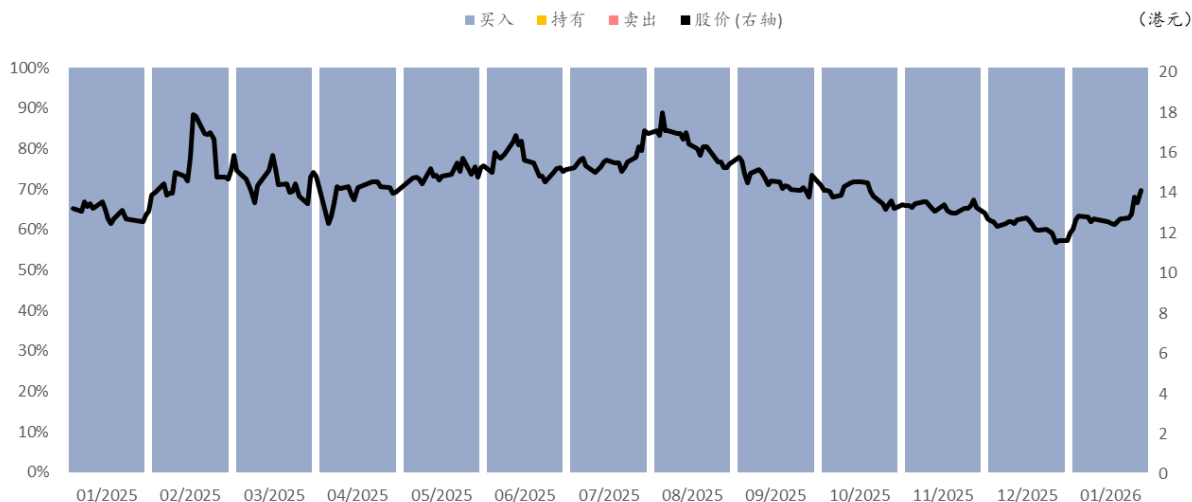
图表 2: SPDBI 目标价: 海吉亚 (6078.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

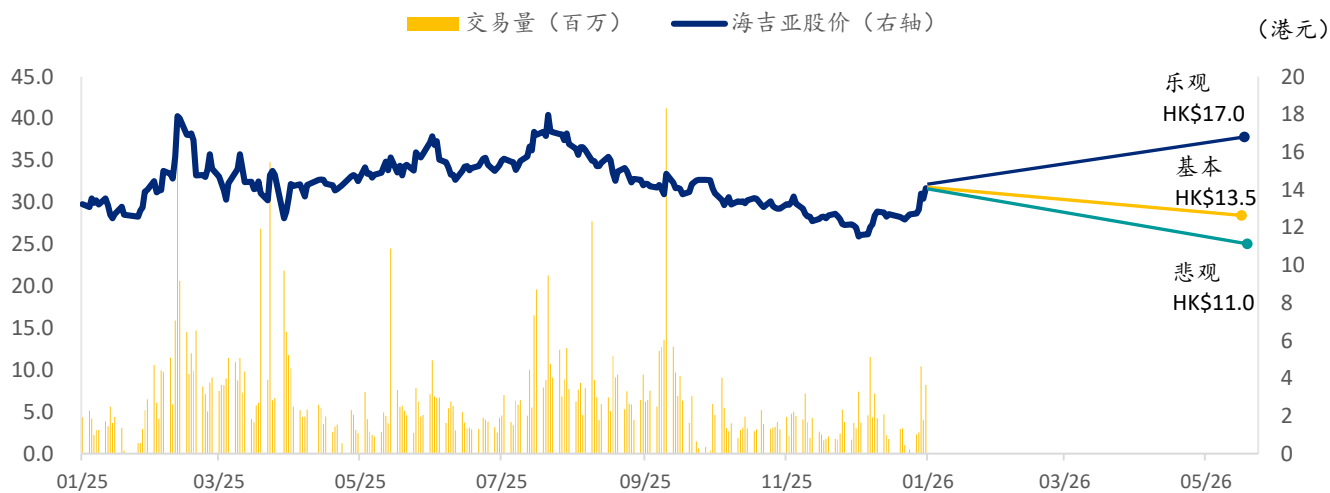
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 市场普遍预期: 海吉亚 (6078.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 情景假设: 海吉亚 (6078.HK)



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 17.0 港元

概率: 30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>10%
- 2025-2027 年收入毛利率>28%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR>10%

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 11.0 港元

概率: 20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<2%
- 2025-2027 年收入毛利率<20%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR<2%

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	429.4	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.7	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.9	买入	27.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.8	买入	35.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	341.6	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	200.6	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	261.2	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.6	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	37.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	93.8	持有	75.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	103.5	持有	96.7	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	12.2	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.4	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	82.7	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	114.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.3	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	61.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	50.0	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	26.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.3	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	60.1	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	73.9	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	6.6	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	114.1	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	98.6	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	24.6	买入	30.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	30.9	买入	39.6	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	38.4	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	67.8	买入	69.0	CRO/CDMO
300015 CH Equity	爱尔眼科	11.2	买入	14.0	医疗服务
2273 HK Equity	固生堂	31.1	买入	38.5	医疗服务
6078 HK Equity	海吉亚	13.6	持有	13.5	医疗服务
1951 HK Equity	锦欣生殖	2.5	持有	2.6	医疗服务
300760 CH Equity	迈瑞医疗	195.3	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	30.9	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.0	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.9	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.4	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	26.4	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	241.3	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	26.8	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	15.5	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	0.9	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.8	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	16.2	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.6	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2026 年 1 月 21 日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

