

25H2 公司收入与利润企稳， 经营性现金流快速增长

海吉亚医疗 (6078.HK)

核心观点

公司发布 2025 年业绩预告，25H2 公司实现收入 20.1-20.6 亿元，同比下滑 0-3%，经调整净利润约 1.88-2.28 亿元，同比-7%~+13%，经营性现金流同比增长 36%~53%。公司旗下医院在全国范围内分布相对均衡，25H2 公司收入同比增速企稳，展望 2026 年，随着 DRGs 支付改革对次均住院费用的影响同比有所消减，公司整体收入增速有望转正。加上公司 2025 年开始承接海外肿瘤诊疗需求，目前主要在重庆医院开展，未来有望进一步扩张到其他医院，有望进一步提升公司业绩增速。

事件

公司发布 2025 年业绩预告

2025 年公司预计实现收入约 40.0-40.5 亿元，同比下降 9%-10%；归母净利润约 1.4-2.0 亿元，同比下降 66%-76%；经调整净利润约 4.5-4.9 亿元，同比下降 19%-25%；经营活动所得现金净额约 9.4-10.0 亿元，同比增加 33%-41%。

简评

25H2 业绩企稳回升，经营性现金流快速增长

相比较我们 2025 年中报后发布的个股点评盈利预测（2025 年收入约 37.85 亿元、归母净利润 4.90 亿元），公司 2025 年业绩预告中收入超预期、归母净利润低于预期，归母净利润较低主要是永鼎医院商誉减值导致。公司预计 2025 年实现经调整净利润 4.5-4.9 亿元，其中主要的调整项预计是永鼎医院商誉减值金额，若将此一过性影响剔除考虑，公司 2025 年利润表现基本符合我们此前的预期。

经计算，25H2 公司实现收入 20.1-20.6 亿元，同比下滑 0-3%，经调整净利润约 1.88-2.28 亿元，同比-7%~+13%。2025 年下半年公司顺应行业趋势，深耕学科建设、引入 AI 赋能运营，收入及就诊人次环比上半年上升，基本面持续改善。

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

SAC 编号:S1440524060003

刘慧彬

SAC 编号:S1440523050001

SFC 编号: BXF087

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期: 2026 年 02 月 05 日

当前股价: 13.32 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
	6.92/2.46	1.53/-1.82	4.73/-27.66
12 月最高/最低价 (港元)			17.98/11.52
总股本 (万股)			61,849.90
流通 H 股 (万股)			61,849.90
总市值 (亿港元)			82.14
流通市值 (亿港元)			81.94
近 3 月日均成交量 (万)			361.57
主要股东			
朱义文及朱剑乔一致行动人			46.01%

股价表现



2025 年下半年经营性现金流持续改善，公司资本开支高峰已过

公司经营质量显著提升，2025H1 经营性现金流净额达 4.56 亿元，同比增长 29.9%，净现比高达 185.4%。25H2 的经营性现金流预计为 4.8-5.4 亿元，同比+36%~+53%。

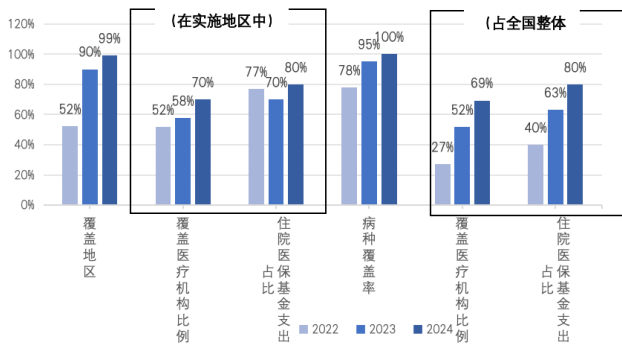
预计到 2025 年年底，公司银行债务同比减少约 3.4 亿元，有息负债率下降，资本开支同比减少 16% - 24%（约为 4.67~5.17 亿元），随着公司最后一家自建医院（常熟海吉亚）的交付，未来资本开支有望进一步降低。

DRGs 影响边际消减，公司海外肿瘤诊疗业务有望进一步扩大，2026 年有望迎来业绩拐点

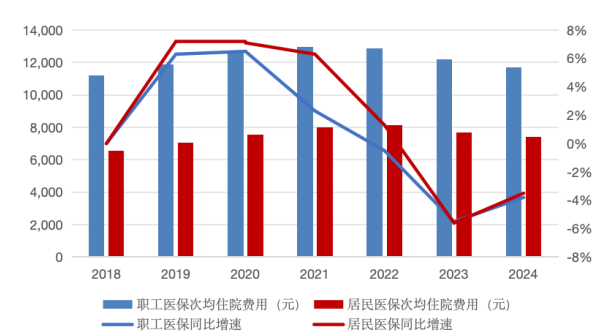
截至 2024 年底，全国已经基本实现按病种付费统筹地区、符合条件的医疗机构全覆盖，按病种付费出院人次占比超过 90%，按病种付费的基金占全部符合条件住院医保基金支出比例达到 80%左右。

DRGs 付费对次均住院费用的管控效果较为显著，但次均住院费用下滑增速逐步收窄。从 2018-2024 年数据看，职工医保次均住院费用的同比增速在 2021 年后快速回落，2022 年增速进一步下探；居民医保次均费用的增速也同步收窄，预计是 DRGs 按疾病分组付费的机制倒逼医院优化诊疗流程、控制成本所致。不过 2024 年次均费用增速的下降幅度有所收窄，预计核心原因是医疗机构已逐步适应 DRGs 付费规则，成本管控进入常态化阶段，同时合理医疗需求的释放也缓冲了费用下行幅度，因此未来 DRGs 对医保次均住院费用的边际影响预计将逐步减弱。

图表1: 2022-2024 年底 DRGs 支付改革进展图



图表2: 2018-2024 年医保次均住院费用变化情况



数据来源: 国家医保局, 中信建投证券

数据来源: 国家医保局, 中信建投证券

公司旗下医院在全国范围内分布相对均衡，基本与全国 DRGs 改革进展同步，25H2 公司收入同比增速企稳，因此展望 2026 年，随着 DRGs 支付改革对次均住院费用的影响同比有所消减，公司整体收入增速有望转正。加上公司 2025 年开始承接海外肿瘤诊疗需求，目前主要在重庆医院开展，未来有望进一步扩张到其他医院，有望进一步提升公司业绩增速。

中长期看，我国人口老龄化加速，带来的肿瘤诊疗需求持续增长，作为国内肿瘤特色综合医院集团的龙头企业，公司具备优秀的医院管理能力，短期资本开支高峰已过，未来将会把更多资源投入到医疗内涵建设与精细化运营，在集团长期主义经营理念下，公司的医疗实力和品牌力不断增强，市场份额有望持续提升。

内生发展与股东回报并重，彰显长期发展信心

公司坚持以肿瘤学科为核心，不断提升技术含量以顺应 DRG/DIP 改革要求，同时积极探索创新业务模式，

旗下医院已累计签约近 50 家商业保险公司，多家医院被确定为保险理赔定点医院并逐步开通直赔服务。2025 年起，公司开始承接海外肿瘤诊疗需求，如重庆海吉亚医院为马来西亚、印度尼西亚等地区的肿瘤患者提供国际诊疗服务。

医院建设方面，公司目前运营 16 家医院，开远解化医院二期、曲阜新院区等项目已于 2025 年内投用，无锡海吉亚医院计划于 2026 年内投用，常熟海吉亚医院预计于 2027 年内投用，为未来增长提供坚实基础。

创始人增持、公司持续回购，公司高度重视股东回报、表露坚定的长期信心。创始人及一致行动人上市以来从未减持并 22 次增持股票，在 2025 年内合计增持公司股票 267 万股，对公司长期发展充满信心。自 2024 年 9 月以来，公司累计回购并注销股票 1302.52 万股，占注销前已发行股份总数的 2.06%，并于 2025 年 12 月进一步宣布启动总额不超过 3 亿元人民币的股份回购计划。

盈利预测与投资建议

我们调整公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 40.02 亿元、44.59 亿元、50.19 亿元，分别同比增长-10.00%、11.44%、12.55%；归母净利润分别为 1.83 亿元、5.43 亿元、6.21 亿元，分别同比-69.35%、196.2%、14.24%。以 2026 年 2 月 4 日收盘价（13.32 港元）计算，公司 2026-2027 年 PE 分别为 15、13 倍。维持“买入”评级。

图表3： 预测和比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,076.68	4,446.12	4,001.51	4,459.45	5,019.33
YoY(%)	27.57	9.06	-10.00	11.44	12.55
归母净利润（百万元）	682.93	598.26	183.39	543.25	620.63
YoY(%)	43.24	-12.40	-69.35	196.22	14.24
毛利率(%)	31.55	29.90	26.50	26.91	26.86
净利率(%)	16.80	13.46	4.60	12.24	12.42
ROE(%)	10.96	8.99	2.69	7.40	7.82
EPS(摊薄/元)	1.10	0.97	0.30	0.88	1.00
P/E(倍)	10.73	12.25	39.97	13.49	11.81
P/B(倍)	1.18	1.10	1.07	1.00	0.92

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1) 新建医院、并购整合不及预期：公司持续扩大医院布局，包括新建医院、二期工程、存量医院的升级改造，若工程进度不及预期，可能会影响公司短期的业绩增长速度。
- 2) 政策风险：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。
- 3) 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。
- 4) 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。
- 5) 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），我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

图表4： 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	1,975.59	1,825.75	1,962.53	2,489.51	3,431.50
现金	561.85	370.43	558.57	958.52	1,743.56
应收票据及应收账款合计	863.97	822.99	777.76	866.77	975.59
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	135.68	133.98	133.12	148.36	166.99
存货	207.94	215.83	210.56	233.33	262.83
其他流动资产	206.15	282.52	282.52	282.52	282.52
非流动资产	8,758.97	9,103.51	8,935.56	8,767.62	8,599.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,862.66	4,328.68	4,193.04	4,057.41	3,921.78
无形资产	989.18	969.34	937.03	904.72	872.41
其他非流动资产	3,907.13	3,805.49	3,805.49	3,805.49	3,805.49
资产总计	10,734.56	10,929.26	10,898.10	11,257.13	12,031.17
流动负债	1,944.15	1,795.84	1,589.16	1,428.26	1,608.32
短期借款	402.37	532.00	303.09	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	687.10	549.01	593.35	657.53	740.66
其他流动负债	854.68	714.83	692.72	770.73	867.66
非流动负债	2,535.54	2,459.01	2,459.01	2,459.01	2,459.01
长期借款	2,318.99	2,247.21	2,247.21	2,247.21	2,247.21
其他非流动负债	216.55	211.80	211.80	211.80	211.80
负债合计	4,479.69	4,254.85	4,048.17	3,887.27	4,067.33
少数股东权益	21.68	21.76	22.60	25.08	27.91
股本	0.04	0.04	1,000.04	2,000.04	3,000.04
资本公积	6,233.15	6,652.60	5,652.60	4,652.60	3,652.60
留存收益	0.00	0.00	174.68	692.13	1,283.28
归属母公司股东权益	6,233.20	6,652.64	6,827.33	7,344.78	7,935.93
负债和股东权益	10,734.56	10,929.26	10,898.10	11,257.13	12,031.17

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	782.84	707.132	774.42	788.38	865.39
净利润	684.95	598.33	184.23	545.73	623.46
折旧摊销	210.54	295.13	167.94	167.94	167.94
财务费用	33.02	70.33	125.53	112.93	104.26
其他经营现金流	-145.67	-256.65	296.72	-38.22	-30.28
投资活动现金流	-2,863.47	-671.09	-223.13	53.39	53.39
资本支出	897.26	619.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,760.73	-1,290.96	-223.13	53.39	53.39

筹资活动现金流	1,775.26	-216.56	-363.15	-441.82	-133.74
短期借款	221.96	129.63	-228.91	-303.09	0.00
长期借款	1,216.13	-71.78	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	337.16	-274.41	-134.24	-138.73	-133.74
现金净增加额	-305.38	-180.52	188.14	399.95	785.04

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,076.68	4,446.12	4,001.51	4,459.45	5,019.33
营业成本	2,790.43	3,116.65	2,941.15	3,259.26	3,671.32
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	50.57	53.41	48.07	53.13	59.80
管理费用	412.18	437.31	385.58	416.33	468.60
研发费用	33.02	70.33	125.53	112.93	104.26
财务费用	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00
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	10.00	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	790.49	768.42	511.18	617.81	715.35
其他非经营损益	65.60	-17.60	-280.00	67.00	67.00
利润总额	856.09	750.82	231.18	684.81	782.35
所得税	171.14	152.48	46.95	139.08	158.89
净利润	684.95	598.33	184.23	545.73	623.46
少数股东损益	2.02	0.07	0.84	2.48	2.83
归属母公司净利润	682.93	598.26	183.39	543.25	620.63
EBITDA	1,099.65	1,116.27	524.65	965.68	1,054.56
EPS（元）	1.10	0.97	0.30	0.88	1.00

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 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。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

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。

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