

25H2 收入同比增速企稳，打造国际医疗业务新增长点

海吉亚医疗 (6078.HK)

核心观点

公司 2025 年业绩符合预期，实现收入 40.09 亿元，同比-9.8%；归母净利润 1.62 亿元，同比-73.0%，主要受 Etern Group Ltd.商誉减值 2.83 亿元影响；经调整净利润 4.56 亿元，同比-24.4%。2025 年公司经营活动现金流创历史新高，达 9.50 亿元，同比+34.4%。值得关注的是，2025 年下半年公司收入同比降幅仅为 2.2%，较上半年大幅收窄。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，加上公司开始打造国际医疗业务这一新的业务增长点，公司收入增速有望转正。

事件

公司发布 2025 年业绩公告

2025 年公司实现收入 40.09 亿元，同比-9.8%；实现归母净利润 1.62 亿元，同比-73.0%；经调整净利润 4.56 亿元，同比-24.4%。EPS 0.27 元。董事会决议暂不派截至 2025 年 12 月 31 日止年度之任何末期股息。

简评

2025H2 收入环比回升，业绩符合预期

2025 年全年公司实现收入 40.09 亿元，同比-9.8%；实现归母净利润 1.62 亿元，同比-73.0%；经调整净利润 4.56 亿元，同比-24.4%。业绩符合此前发布的业绩预告，净利润大幅下滑主要系就 Etern Group Ltd.（苏州永鼎医院）商誉确认减值及拨备 2.83 亿元所致，也是公司主要的净利润调整项目。

2025 年下半年公司业绩呈现企稳回升态势。2025H1 公司收入 19.90 亿元，同比-16.5%；2025H2 收入约 20.19 亿元，环比上半年增长 1.5%，同比下降 2.2%，降幅较上半年大幅收窄约 14 个百分点。

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 05 月 04 日

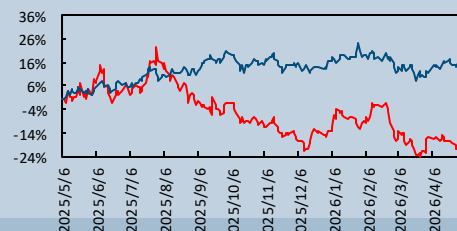
当前股价： 11.73 港元

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
-5.02/-8.92	-12.13/-9.38	-17.63/-33.58
12 月最高/最低价 (港元)		17.98/11.14
总股本 (万股)		61,849.90
流通 H 股 (万股)		61,849.90
总市值 (亿港元)		72.55
流通市值 (亿港元)		71.97
近 3 月日均成交量 (万)		319.56
主要股东		
朱义文及朱剑乔一致行动人		46.28%

股价表现



2025 年全年，公司旗下医院就诊人次约 460 万人；肿瘤相关业务收入占比为 44.3%，较上年稳中有升。公司完成 10.2 万余台手术，其中三四级手术量 3.9 万台（同比增长约 27%），占比同比提升 6.4 个百分点，高价值、高技术诊疗服务占比持续提高。

资本开支高峰已过，现金流表现强劲

2025 年公司经营活动现金流创历史新高，达 9.50 亿元，同比+34.4%；自由现金流 4.66 亿元，同比+407.0%；经调整净利润现金比率达 208.6%，同比提升 91.2 个百分点。2025 年公司资本支出为 4.84 亿元，同比-21.4%，资本开支已连续两年下降。公司目前拥有较为充足的医疗床位储备，最大可开放床位接近 1.4 万张。最后一家自建医院——常熟海吉亚医院即将建成交付，未来公司资本支出有望进一步下降，进入到产能释放和现金流回收的新阶段。

截至 2025 年底，公司有息负债为 24.36 亿元，较 2024 年底减少 3.43 亿元，下降 12.3%；资产负债率为 28.9%，较 2024 年底下降 7.4 个百分点；现金资产为 7.41 亿元，较 2024 年底增加 13.4%。财务结构持续优化，为提升股东回报和并购扩张提供有力保障。

公司 2025 年费用管控力度加强，销售费用约为 4700 万、同比减少约 600 万元，管理费用 4.23 亿元，同比减少约 1400 万元，但受收入下降影响，费用率略有上升，整体费用率水平相对稳定。公司其他财务指标正常。

展望 2026 年，国际医疗业务有望成为公司新增长点

25H2 公司收入同比下降 2.2%，相比上半年收入增速降幅大幅收窄。展望 2026 年，随着 DRG/DIP 支付改革对次均住院费用的影响同比有所消减，加上公司开始打造国际医疗业务这一新的增长点，公司收入增速有望转正。

重庆海吉亚医院自 2025 年中起承接海外患者诊疗需求，已为来自东南亚等多个国家和地区的患者提供诊疗服务，国际医疗业务初具规模，目前已开设 2 层国际部病区。未来，公司将根据旗下医院的区位优势、学科实力和诊疗特色，将国际医疗业务向更多适宜医院推广复制，围绕肿瘤早筛、肿瘤综合治疗、旅游医疗、创新药物应用及高端健康管理等领域，持续拓展国际患者来源，战略性做大做强国际医疗业务。

学科建设成果显著，疑难危重症诊疗能力稳步提升

公司始终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。近三年来，公司持续推进旗下医院学科建设与能力提升，整体发展成效显著，重点专科（项目）数量从 8 个增加至 38 个，其中国家级胸痛中心 3 个，省级卒中中心 2 个，国家级及省级临床重点专科（项目）/中心 7 个，市县级临床重点专科（项目）26 个。

2025 年，长安医院卒中中心获评陕西省三级卒中中心，普通外科、肾内科双双获评西安市临床重点专科建设项目；贺州广济医院获授广西壮族自治区"二级卒中中心"认证；长安医院及重庆海吉亚医院 CMI 值提升至全省/直辖市三甲医院中上游水平。公司不断强化旗下医院的竞争优势，以专业实力和优质服务不断筑牢患者信任，积累医院品牌口碑。

AI 赋能智慧医疗，运营效率持续提升

随着 AI 应用持续深化，公司积极探索并布局 AI 于医疗场景的创新应用，不断提升旗下医院的智慧医疗水平。在临床应用领域，公司着力打造 AI 辅助下的"1+N"的肿瘤学科特色，如 AI 辅助个性化精准放疗及 AI 辅助影像诊断，为肿瘤 MDT 及相关学科的科普、诊疗、培训及健康管理赋能。公司还密切关注脑机接口与 AI 的融合发展趋势，积极布局前沿医疗技术创新，探索脑机接口在神经外科、康复、精准诊疗等医疗场景的应用落地。

在供应链和财务管理领域，公司依托 AI 与大数据，优化药品及医用耗材库存管理，有效降低物资短缺与库存积压风险；同时通过 AI 辅助下的财务运营分析，全面推动精细化管理与降本增效，持续提升整体运营效率。公司还上线了 AI 客服系统，用于虚拟导诊、就诊咨询、健康教育、品牌宣传等多个场景，如长安医院上线智能客服"小安"，进一步丰富了医院的服务形式与内容，提升患者满意度。

内生发展与股东回报并重，彰显长期发展信心

公司高度重视股东回报，创始人及一致行动人上市以来从未减持并 22 次增持股票，合计超过 610 万股，创始人持股比例增至 46.28%。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%，以实际行动彰显对公司长期价值的信心。2025 年 12 月，公司进一步宣布了不少于人民币 3 亿元股份回购计划，截至 2026 年 4 月，已执行股份回购 281.76 万股。

盈利预测与投资建议

考虑到 2025 年业绩承压及商誉减值影响，我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 42.74、46.02、50.02 亿元，分别同比增长 6.61%、7.67%、8.71%；归母净利润分别为 4.84、5.28、5.83 亿元，分别同比增长 194.2%、9.10%、10.37%，2026 年高增主要系 2025 年商誉减值导致低基数。以 2026 年 4 月 21 日收盘价计算，公司 2026-2028 年 PE 分别为 14、12、11 倍。维持"买入"评级。

图表 1: 预测和比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,446.12	4,008.83	4,273.82	4,601.55	5,002.38
YoY(%)	9.06	-9.84	6.61	7.67	8.71
归母净利润（百万元）	598.26	164.53	484.14	528.19	582.97
YoY(%)	-12.40	-72.50	194.26	9.10	10.37
毛利率(%)	29.90	25.53	26.01	26.50	26.99
净利率(%)	13.46	4.03	11.27	11.42	11.59
ROE(%)	8.99	2.43	6.70	6.83	7.03
EPS(摊薄/元)	0.97	0.27	0.78	0.85	0.94
P/E(倍)	10.97	39.91	13.56	12.43	11.26
P/B(倍)	0.99	0.97	0.91	0.85	0.79

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），因此我们的盈利预测有一定不达预期的风险。

图表2：财务报表预测
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,825.75	1,703.06	2,183.16	3,071.54	4,035.28
现金	370.43	475.15	772.72	1,574.26	2,431.72
应收票据及应收账款合计	822.99	686.63	809.62	871.70	947.64
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	133.98	124.77	134.68	145.01	157.64
存货	215.83	150.96	204.84	219.09	236.59
其他流动资产	282.52	265.55	261.30	261.48	261.70
非流动资产	9,103.51	8,961.87	8,676.83	8,391.80	8,106.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,328.68	5,213.13	5,049.79	4,886.44	4,723.10
无形资产	969.34	3,650.80	3,529.11	3,407.42	3,285.72
其他非流动资产	3,805.49	97.94	97.94	97.94	97.94
资产总计	10,929.26	10,664.94	10,859.99	11,463.33	12,142.04
流动负债	1,795.84	1,684.46	1,420.86	1,523.82	1,650.25
短期借款	532.00	440.68	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	549.01	583.21	651.11	696.42	752.03
其他流动负债	714.83	660.58	769.75	827.41	898.22
非流动负债	2,459.01	2,195.92	2,195.92	2,195.92	2,195.92
长期借款	2,247.21	1,995.54	1,995.54	1,995.54	1,995.54
其他非流动负债	211.80	200.38	200.38	200.38	200.38
负债合计	4,254.85	3,880.38	3,616.78	3,719.74	3,846.17
少数股东权益	21.76	16.37	13.88	11.16	8.16
股本	0.04	0.04	1,000.04	2,000.04	3,000.04
资本公积	6,652.60	6,768.15	5,768.15	4,768.15	3,768.15
留存收益	0.00	0.00	461.14	964.24	1,519.52
归属母公司股东权益	6,652.64	6,768.19	7,229.33	7,732.43	8,287.71
负债和股东权益	10,929.26	10,664.94	10,859.99	11,463.33	12,142.04

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	707.132	950	814.48	876.36	947.99
净利润	598.33	161.53	481.65	525.47	579.97
折旧摊销	295.13	0.00	285.04	285.04	285.04
财务费用	70.33	65.89	77.24	65.74	62.83
其他经营现金流	-256.65	722.58	-29.45	0.11	20.15
投资活动现金流	-671.09	-412.60	24.00	16.00	0.00
资本支出	619.86	11.42	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,290.96	-424.02	24.00	16.00	0.00

筹资活动现金流	-216.56	-476.80	-540.92	-90.82	-90.52
短期借款	129.63	-91.32	-440.68	0.00	0.00
长期借款	-71.78	-251.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-274.41	-133.80	-100.24	-90.82	-90.52
现金净增加额	-180.52	60.60	297.57	801.53	857.47

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,446.12	4,008.83	4,273.82	4,601.55	5,002.38
营业成本	3,116.65	2,985.36	3,162.03	3,382.07	3,652.15
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	53.41	47.00	50.53	54.87	60.15
管理费用	437.31	422.56	441.95	462.03	502.28
财务费用	0.00	0.00	30.00	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	30.00	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	768.42	488.02	572.06	636.84	724.97
其他非经营损益	-17.60	-160.49	30.00	20.00	0.00
利润总额	750.82	327.53	602.06	656.84	724.97
所得税	152.48	166.01	120.41	131.37	144.99
净利润	598.33	161.53	481.65	525.47	579.97
少数股东损益	0.07	-3.00	-2.49	-2.72	-3.00
归属母公司净利润	598.26	164.53	484.14	528.19	582.97
EBITDA	1,116.27	393.43	964.35	1,007.61	1,072.84
EPS（元）	0.97	0.27	0.78	0.85	0.94

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述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告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