

海吉亚 (6078 HK, 买入, 目标价: HK\$24.90)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$24.90 当前股价: HK\$12.17

股价上行/下行空间 +105%

52 周最高/最低价 (HK\$) 18.40/11.00

市值 (US\$mn) 962

当前发行数量(百万股) 619

三个月平均日交易额 (US\$mn) 5

流通盘占比 (%) 15

主要股东 (%)

Century River etc. 45

FIL Ltd 6

朱义文 1

按 2026 年 4 月 22 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	24.90	29.74	-16%
2026E EPS (RMB)	0.83	1.62	-49%
2027E EPS (RMB)	1.14	2.08	-45%
2028E EPS (RMB)	1.55	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	4,409 (-1%)	4,797 (+13%)
EPS (RMB)	0.87 (-5%)	1.00 (+14%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

业绩阶段性承压, 财务质量优化与主业修复并进

- 2025 年业绩承压, 但盈利质量和现金创造能力显著提升。
- 现金流与资产负债结构同步优化, 主业修复叠加非肿瘤业务发展打开新增长空间。
- 维持买入评级, 下调目标价至 24.90 港币 (30x2026 年 P/E)。

业绩承压, 现金流创历史新高: 根据 2025 年报, 海吉亚 2025 年实现收入 40.09 亿元, 同比下降 9.8%; 净利润 1.62 亿元, 同比下降 73.0%, 主要受确认的 2.83 亿元商誉减值及拨备拖累。2025 年, 公司经调整净利润为 4.56 亿元, 同比下降 24.4%, 较上半年降幅已有所收窄。销售及行政费用分别同比下降 12.0% 和 3.4%, 体现出经营端的主动收缩与费用优化。在利润承压背景下, 公司经营活动现金流净额达到 9.50 亿元, 同比增长 34.4%, 创历史新高, 自由现金流增至 4.66 亿元, 同比增长 407.0%, 现金创造能力显著增强。

现金流改善显著, 资产负债结构持续优化: 2025 年公司财务质量进一步提升, 截至年末, 公司有息负债降至 24.36 亿元, 较上年减少 3.43 亿元, 同比下降 12.3%; 资产负债率降至 28.9%, 较上年下降 7.4 个百分点。与此同时, 公司全年资本支出为 4.84 亿元, 同比下降 21.4%, 且已连续两年回落; 投资活动净流出同比减少, 主要受资本支出下降及金融工具买卖净流入改善带动。公司认为, 目前公司最大可开放床位接近 1.4 万张, 随着常熟海吉亚医院即将建成交付, 后续资本开支仍有望进一步下降, 公司将逐步进入产能释放与现金流回收的新阶段, 也为股份回购、分红及并购整合预留了更大空间。

主业企稳回升, 非肿瘤业务打开业务发展空间: 根据年报, 2025 年下半年收入及就诊人次环比上半年均实现回升 (营收环比增长 1.5%), 反映行业政策影响趋稳后, 医院经营正在改善。其中, 肿瘤相关业务 2025 年收入占比提升至 44.3%, 全年完成手术 10.2 万余台, 其中三四级手术占比同比提升 6.4ppts, 显示高价值、高技术含量诊疗服务占比持续提升, 疑难危重症救治能力和医院品牌影响力同步增强。同时, 国际医疗业务实现突破, 重庆海吉亚医院自 2025 年中开始承接海外患者, 已为来自东南亚等多个国家和地区的患者提供诊疗服务, 国际医疗初具规模。我们认为, 公司有望围绕肿瘤早筛、综合治疗、旅游医疗、创新药应用和高端健康管理, 将国际医疗模式向更多适宜院区复制, 并结合商业保险合作与 AI 赋能, 进一步打开非肿瘤业务增长空间。

维持买入评级, 下调目标价至 24.90 港币 (之前为 29.74 港币): 考虑到医保政策影响, 我们将 2026 年/2027 年 EPS 预测分别下调 49%/45%。考虑到公司主业经营已出现企稳向好迹象, 我们给予公司 30x 2026 年 P/E (专科医院同行平均 32 倍) 的估值, 以体现我们对公司肿瘤专科能力建设、床位储备逐步释放及中长期增长前景的信心。

风险提示: 1) 国家政策以及医保改革的不确定性; 2) 政策对于公司定价、营运及合规的强势监管; 3) 品牌形象受损; 4) 托管医院及合作伙伴合作终止; 5) 商誉减值。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	4,446	4,009	4,350	5,437	6,839
毛利润 (RMBmn)	1,329	1,023	1,088	1,413	1,847
归母净利润 (RMBmn)	598	165	511	702	957
每股收益 (RMB)	0.96	0.27	0.83	1.14	1.55
市盈率 (x)	23.6	49.2	13.4	9.7	7.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

财务分析

图表 1: 海吉亚 -2025 年财务数据摘要

百万元	2025	2024	YoY %	2025E	实际 vs 我们预测
营收	4,009	4,446	-10%	5,295	-24%
营业成本	-2,985	-3,117	-4%	-3,680	-19%
毛利	1,023	1,329	-23%	1,615	-37%
毛利率	25.5%	29.9%	-4.4ppts	30.5%	-5.0ppts
税金及附加	166	152	9%	197	-16%
销售费用	47	53	-12%	64	-26%
销售费用率	1.2%	1.2%	0.0ppts	1.2%	0.0ppts
管理费用	423	437	-3%	530	-20%
管理费用率	10.5%	9.8%	0.7ppts	10.0%	0.5ppts
财务费用	66	70	-6%	98	-33%
财务费用率	1.6%	1.6%	0.1ppts	1.9%	-0.2ppts
归母净利润	165	598	-73%	774	-79%
净利率	4.1%	13.5%	-9.4ppts	14.6%	-10.5ppts
经营性现金流净额	665	707	-6%	1,179	-44%
稀释每股收益 (元/股)	0.27	0.96	-72%	1.48	-82%

资料来源: 公司公告、华兴证券预测

盈利预测

根据 2025 年公司年报，我们下调了 2026E/2027E 医院业务收入预测，以反映自 2024 年以来医保控费、医院实行 DRG 等政策对医院端收入和盈利能力的持续影响，以及并购落地节奏慢于此前预期。尽管 2025 年公司利润端仍承压，但从年报看，经营活动现金流创下历史新高、自由现金流显著改善，资产负债结构持续优化，说明公司整体经营质量正在提升。与此同时，公司将继续推进降本增效，稳定费用率水平，并在现有床位储备较为充足、资本开支连续两年下降的基础上，稳步推进新医院及二期项目建设，持续储备优质并购标的，待时机成熟后择机实施整合扩张。

综合考虑以上因素，我们下调了 2026E-27E 营收预测至 43.50 亿/54.37 亿元，较之前的预测分别下降了 36%/37%；下调毛利预测至 10.88 亿/14.13 亿，较之前下降了 47%/46%；下调归母净利润预测至 5.11 亿元/7.02 亿元，较之前下降了 50%/47%；下调 EPS 预测至 0.83 元/1.14 元，较之前下降了 49%/45%。净利润预测的调整，也反映出我们认为公司降本增效带来的积极改善，将在一定程度上被资产折旧和潜在并购整合带来的投入所对冲。

我们本次报告新增 2028E 预测：预计营收为 68.39 亿元，同比上升 26%；预计毛利为 18.47 亿元，同比上升 31%；预计归母净利润为 9.57 亿元，同比上升 36%；预计 EPS 为 1.55 元，同比上升 36%。

图表 2：海吉亚 - 2026-28 年预测更新

百万元	最新			之前			变化		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营收	4,350	5,437	6,839	6,789	8,565	N.A.	-36%	-37%	N.A.
毛利	1,088	1,413	1,847	2,071	2,612	N.A.	-47%	-46%	N.A.
归母净利润	511	702	957	1,021	1,316	N.A.	-50%	-47%	N.A.
EPS(元)	0.83	1.14	1.55	1.62	2.08	N.A.	-49%	-45%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

图表 3：海吉亚 - 2026-28 年分部收入预测

百万元	最新			之前			变化		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
医院业务-门诊服务	1,699	2,137	2,701	2,661	3,369	N.A.	-36%	-37%	N.A.
医院业务-住院服务	2,548	3,205	4,052	3,992	5,053	N.A.	-36%	-37%	N.A.
其他业务	103	95	86	136	143	N.A.	-24%	-34%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

估值

维持买入评级，下调目标价至 24.90 港币（之前为 29.74 港币）

我们使用 PE 估值法对海吉亚进行估值。我们认为，海吉亚为市场上唯一的以肿瘤专科医院为特色的医疗服务上市公司，目前公司正处于产能扩张的快速发展期，因此其估值有较大的提升空间。

考虑到业务的成长性以及行业竞争格局，我们认为给予 30 倍的 2026E 年预期市盈率 (P/E)，比其专科医院同行平均值 32 倍（之前为 28 倍）低 6.25% 的估值水平较为合适。目前，A/H 股医疗服务上市公司主要以消费属性较强的眼科和牙科为主，因此市场给予的估值相对较高。我们认为这一估值水平能正确地反映海吉亚资产密集、以肿瘤业务为核心的综合医院运营属性，同时也体现我们对公司肿瘤专科能力建设、床位储备逐步释放及中长期增长前景的信心。

我们对 2026 年 EPS 的预测为 0.83 元（下调 49%），同时港币：人民币的汇率为 0.91，我们得出的目标价为 24.90 港币（之前为 29.74 港币）。我们维持海吉亚买入评级，同时我们认为公司的估值仍有进一步提升的可能。

图表 4：海吉亚 - 可比公司估值表

公司	代码	收盘价 2026/4/22	市值 (百万元)	EPS (元)			P/E (倍)		
				2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
爱尔眼科	300015.SZ	HK\$9.86	91,948	0.39	0.44	0.50	25	22	20
华夏眼科	301267.SZ	HK\$17.33	14,557	0.57	0.65	0.75	30	27	23
通策医疗	600763.SH	RMB41.35	18,495	1.19	1.34	1.51	35	31	27
普瑞眼科	301239.SZ	RMB38.50	5,760	0.22	0.77	1.36	175	50	28
平均值							66	32	25
海吉亚医疗*	6078.HK	HK\$12.17	7,527	0.27	0.83	1.14	41	13	10

注：*为华兴证券预测值，其他公司 EPS 采用 Wind 一致性预期。港币：人民币汇率为 0.91。2026 年 4 月 22 日收盘价。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

影响目标价的潜在风险包括：

- **国家政策以及公共医疗保险计划影响不可预期。**海吉亚的业务营运及未来发展受中国政府政策影响较大，当前中国医疗服务行业正在进行监管改革，新政策及法规的颁布加上医疗制度的发展，会带来公立医院改革、限制私人或外资对医疗服务行业的投资、改变公共医疗保险计划保障病人的医疗服务的报销率等影响。任何这些情况均可能对海吉亚的业务及未来增长不利。此外，海吉亚所有营运中旗下医院均为医保定点医疗机构，病人一般自费支付部分医疗费用，其余金额则由公共医疗保险计划承担。与公共医疗保险计划有关的任何纠纷或结算付款逾期或拖欠，都会对海吉亚的经营业绩造成损害。
- **定价及营运政策管控压力大、合规成本高。**海吉亚旗下医院以及托管医院均受限于相关地方医疗行政主管部门制定的定价指引和订明的价格上限。未来政府若更改定价指引或调低价格上限，或对其他医疗服务、药品或医疗消耗品进行价格管控及严格报销限制，将对海吉亚旗下医院的定价构成压力。与此同时，海吉亚旗下医院的营运各层面受到各种法律法规管辖，例如重要执照和许可证的保有和重续不及时等，会使公司面临处罚甚至撤销经营牌照，这些均对公司的业务、财务状况及经营业绩不利。
- **品牌形象受损。**有关海吉亚以及其旗下医院或医疗服务行业的任何负面消息，均会损害医院品牌形象及声誉，同时会降低患者对旗下医院所提供服务的信任度。海吉亚旗下医院在癌症及心血管疾病的治疗上面临高危风险，这些病症的相关临床活动存在固有风险，可能导致不可避免及不利的医疗结果。医疗纠纷的发生也会对医院声誉与营运造成负面影响。
- **托管医院及合作伙伴合作终止。**向合作伙伴就其放疗中心提供放疗中心服务及管理及营运托管医院收取管理费是海吉亚的主要收入来源。若海吉亚的托管医院及医院合作伙伴决定终止或不重续合作安排，则会造成公司的收入及盈利能力受损。
- **商誉减值。**若未来有事件发生或者情况改变导致潜在减值，可能对海吉亚的经营业绩及财务状况造成不利影响，限制公司未来融资能力。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
门诊服务	1,480	1,699	2,137	2,701
住院服务	2,416	2,548	3,205	4,052
其他	113	103	95	86
营业收入	4,009	4,350	5,437	6,839
营业成本	(2,985)	(3,263)	(4,023)	(4,993)
毛利润	1,023	1,088	1,413	1,847
管理及销售费用	(470)	(487)	(609)	(766)
其中: 研发支出	0	0	0	0
其中: 市场营销支出	(47)	(52)	(65)	(82)
其中: 管理支出	(423)	(435)	(544)	(684)
息税前利润	393	734	971	1,290
息税折旧及摊销前利润	612	978	1,240	1,585
利息收入	4	3	4	4
利息支出	(102)	(102)	(102)	(102)
税前利润	328	635	873	1,193
所得税	(166)	(127)	(175)	(239)
净利润	165	511	702	957
基本每股收益 (RMB)	0.27	0.83	1.14	1.55

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,703	2,973	3,346	3,650
货币资金	0	0	0	0
应收账款	796	1,040	1,195	1,541
存货	151	250	244	369
其他流动资产	756	1,683	1,907	1,740
非流动资产	8,962	8,787	9,509	10,696
固定资产	5,213	4,752	5,476	6,666
无形资产	3,651	3,937	3,934	3,931
商誉	0	0	0	0
其他	31	31	31	31
资产	10,665	11,761	12,855	14,346
流动负债	1,684	1,955	2,347	2,881
短期借款	441	402	402	402
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,122	1,437	1,830	2,363
长期借款	1,996	2,319	2,319	2,319
非流动负债	2,196	2,510	2,510	2,510
负债	3,880	4,465	4,857	5,391
股份	0	0	0	0
资本公积	6,768	6,768	6,768	6,768
未分配利润	0	511	1,213	2,170
归属于母公司所有者权益	6,785	7,296	7,997	8,955
少数股东权益	16	16	16	16
负债及所有者权益	10,665	11,761	12,855	14,346

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	165	511	702	957
折旧摊销	219	244	269	294
利息 (收入) / 支出	(98)	(98)	(98)	(97)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	193	194	193	191
营运资本变动	187	(28)	244	62
经营活动产生的现金流量	665	823	1,310	1,408
资本支出	(636)	(636)	(636)	(636)
收购及投资	0	0	(350)	(840)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(636)	(636)	(986)	(1,476)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(102)	(102)	(102)	(102)
筹资活动产生的现金流量	(102)	(102)	(102)	(102)
现金及现金等价物净增加额	(72)	86	222	(169)
自由现金流	30	187	674	773

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
运营床位数 (张)	9,820	11,020	12,420	13,370
每床营收 (百万元)	0	0	0	1

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	(9.8)	8.5	25.0	25.8
毛利润	(23.0)	6.3	30.0	30.6
息税折旧及摊销前利润	(45.2)	59.7	26.9	27.8
净利润	(72.5)	210.7	37.2	36.5
稀释每股调整收益	(72.3)	210.7	37.2	36.5
盈利率 (%)				
毛利率	25.5	25.0	26.0	27.0
息税折旧摊销前利润率	15.3	22.5	22.8	23.2
息税前利润率	9.8	16.9	17.9	18.9
净利率	4.1	11.8	12.9	14.0
净资产收益率	2.4	7.0	8.8	10.7
总资产收益率	1.5	4.3	5.5	6.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.9	1.4	1.3	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	49.2	13.4	9.7	7.1
市净率	1.2	0.9	0.9	0.8
市销率	1.7	1.6	1.3	1.0

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。