

# 25H2 业绩边际改善，2026 年 转型创新提升增长韧性

华润医疗(1515.HK)

## 核心观点

公司 2025 年实现收入 91.76 亿元，同比下滑 6.9%，归母净利润 4.96 亿元，同比下滑 12.4%。剔除一次性收到燕化 IOT 协议赔偿款约 2.1 亿元及对应所得税影响后，公司净利润同比下降约 40%，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。值得关注的是，2025 年下半年公司业绩呈现边际改善态势。展望 2026 年，公司将继续积极应对医保支付改革等外部挑战，推进区域差异化发展、强化学科建设、构建全周期智慧健康服务体系，有望保持稳健发展。

## 事件

### 公司发布 2025 年度全年业绩公告

2025 年公司实现收入 91.76 亿元，同比-6.9%；实现净利润 5.56 亿元，同比-17.2%；实现归母净利润 4.96 亿元，同比-12.4%；EPS 0.39 元。2025 年全年，公司董事会决议派发股息每股人民币 0.134 元（含中期股息每股人民币 0.05 元及建议末期股息每股人民币 0.084 元）。

## 简评

### 25H2 业绩边际改善，收入降幅收窄，业绩符合预期

2025 年公司业绩短期承压，实现收入 91.76 亿元，同比-6.9%；实现净利润 5.56 亿元，同比-17.2%；实现归母净利润 4.96 亿元，同比-12.4%。公司业绩符合此前发布的业绩预告。

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，公司净利润相较 2024 年同期下降约 40%（约为 3.5 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。

截至 2025 年底，公司共拥有 98 家医疗机构，其中三级医院、二级医院、一级医院分别为 13、21、29 家，其他为基层医疗机构。公司目前运营床位数合计 19,257 张，数量同比保持稳定，其中绝大部分是自有医院床位。

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

发布日期： 2026 年 05 月 07 日

当前股价： 2.88 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
2.86/2.86	-8.86/-2.46	-21.53/-33.13

12 月最高/最低价（港元） 4.62/2.65

总股本（万股） 129,667.65

流通 H 股（万股） 129,667.65

总市值（亿港元） 37.34

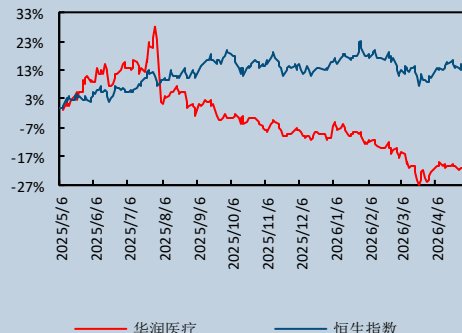
流通市值（亿港元） 37.34

近 3 月日均成交量（万） 520.24

主要股东

华润集团(医疗)有限公司 35.76%

### 股价表现



2025年下半年公司业绩呈现边际改善态势。医院业务是公司的核心业务，2025H1医院业务营业额42.6亿元，同比-7.0%；2025H2医院业务营业额44.2亿元，同比-3.7%，降幅较上半年收窄3.3个百分点。医院营业额代表所有医院的收入情况，数值略高于公司报表收入，其中自有医院收入完全并表（2025年收入合计约为87.4亿元），其他医院营业额约为17.3亿元、公司通过对其他医院提供管理等服务确认收入约5亿元。其他医院包含参股医院京煤医院和一些IOT医院等。

2025年医院业务分部毛利率为15.8%（同比降低4.5个百分点），主要是25H1毛利润下降幅度较大、同比下降27.4个百分点，25H2医院业务毛利润降幅为4.6%，较上半年收窄22.8个百分点，显示出公司成本控制措施逐步见效。

从诊疗量来看，2025年全年门急诊人次同比增长3.4%，住院人次同比下降2.7%。其中，2025H2门急诊人次同比提升5.6%；2025H2住院人次同比下降1.4%，较上半年降幅收窄1.3个百分点，并且25H2三四级手术量同比增长5.0%。上述改善主要得益于公司积极应对外部环境变化，持续推动“家门口的医生”、“互联网+上门护理”、大型义诊等服务增强患者黏性，并推行无假日门诊、开设中医、心理等特色门诊拉动人流量，同时推动医疗机构积极推进区域一体化，参与医联体、专科联盟建设。

其他业务收入为5.00亿元，同比-25.3%，主要因IOT业务规模缩减所致。分部业绩（不考虑总部费用的税前利润）为3.49亿元，同比增加44.9%。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，分部业绩约为1.42亿元，同比下降约41%。

### 盈利能力有所下滑，财务结构保持稳健

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9.96亿元，同比降低5.0%。财务费用为4956万元，同比下降34.2%，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12月31日，公司杠杆比率（有息借款/总资产）为5.1%，较2024年底的10.8%大幅下降。虽然公司存在15.8亿元的流动负债净额，但拥有未使用银行授信额度约70.4亿元，财务状况总体稳健。

### 2026年公司有望保持稳健增长

展望2026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。公司提出“转型创新，韧性增长”的发展策略，主要包括：

一是推进区域差异化发展。抓住“一急一慢”和健康管理需求，扩大市场份额。明确学科布局，各区域聚焦打造1-2个品牌和特色学科。二是强化学科建设闭环。持续加强医保精细化管理，加快内涵建设和市场拓展。三是构建全周期智慧健康服务体系。加大提供到企、到院、到家服务，推进建设跨地区服务平台，部署建设统一健康商城，提供一站式“服务+产品”。四是推进衍生健康产品试点。部分医院试点营养科共建，提高营养学科服务能力。五是推进智数化建设，加大AI在高价值场景落地，建设“总部-院级-科级”三级成本管控体系和系统工具。六是深化精细化成本管理和降本增效。进一步优化重点领域成本。

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2026-2028年收入分别为92.24亿元、93.39亿元、95.07亿元，分别同比增长0.53%、1.25%、

1.8%；归母净利润 5.01 亿元、5.17 亿元、5.37 亿元，分别同比增长 0.94%、3.23%、3.96%，按照 2026 年 4 月 29 日收盘价计算，公司 2026-2028 年对应 PE 分别为 8、7、7 倍，维持"买入"评级。

图表1： 预测及比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9,854.79	9,175.65	9,223.89	9,339.44	9,507.26
YoY(%)	-2.50	-6.89	0.53	1.25	1.80
归母净利润（百万元）	565.88	495.94	500.59	516.76	537.23
YoY(%)	119.60	-12.36	0.94	3.23	3.96
毛利率(%)	18.36	15.70	17.03	17.20	17.38
净利率(%)	6.82	6.06	6.46	6.59	6.73
ROE(%)	9.11	7.57	7.18	6.98	6.85
EPS(摊薄/美元)	0.44	0.38	0.39	0.40	0.41
P/E(倍)	6.65	7.58	7.51	7.28	7.00

资料来源：Wind，中信建投

## 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,239.14</b>	<b>2,852.60</b>	<b>3,352.83</b>	<b>4,680.87</b>	<b>6,050.44</b>
现金	1,053.79	1,030.62	1,404.67	2,708.88	4,043.59
应收票据及应收账款合计	1,324.81	1,244.16	1,297.36	1,313.62	1,337.22
其他应收款	87.35	0.00	27.25	27.59	28.09
预付账款	466.93	307.80	340.90	345.17	351.37
存货	301.66	262.13	276.05	278.94	283.36
其他流动资产	4.61	7.91	6.60	6.68	6.80
<b>非流动资产</b>	<b>10,079.01</b>	<b>10,061.87</b>	<b>9,304.58</b>	<b>8,547.29</b>	<b>7,790.00</b>
长期投资	993.60	987.33	1,067.33	1,147.33	1,227.33
固定资产	4,791.78	4,748.83	4,004.84	3,260.86	2,516.88
无形资产	487.60	559.85	466.54	373.23	279.93
其他非流动资产	3,806.03	3,765.87	3,765.87	3,765.87	3,765.87
<b>资产总计</b>	<b>13,318.15</b>	<b>12,914.48</b>	<b>12,657.41</b>	<b>13,228.16</b>	<b>13,840.43</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,499.39</b>	<b>4,429.93</b>	<b>3,660.85</b>	<b>3,703.04</b>	<b>3,765.81</b>
短期借款	701.72	660.77	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,696.26	1,662.20	1,624.57	1,641.55	1,667.57
其他流动负债	2,101.41	2,106.96	2,036.28	2,061.49	2,098.24
<b>非流动负债</b>	<b>1,320.70</b>	<b>596.91</b>	<b>596.91</b>	<b>596.91</b>	<b>596.91</b>
长期借款	734.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	586.00	596.91	596.91	596.91	596.91
<b>负债合计</b>	<b>5,820.08</b>	<b>5,026.84</b>	<b>4,257.76</b>	<b>4,299.95</b>	<b>4,362.72</b>
少数股东权益	1,284.53	1,335.02	1,430.34	1,528.75	1,631.05
股本	0.27	0.27	1,000.27	2,000.27	3,000.27
资本公积	6,213.27	6,552.35	5,552.35	4,552.35	3,552.35
留存收益	0.00	0.00	416.69	846.85	1,294.04
归属母公司股东权益	6,213.54	6,552.62	6,969.31	7,399.47	7,846.66
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,318.15</b>	<b>12,914.48</b>	<b>12,657.41</b>	<b>13,228.16</b>	<b>13,840.43</b>

**现金流量表（百万美元）**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,270.26</b>	<b>1,358.54</b>	<b>1,113.95</b>	<b>1,379.90</b>	<b>1,409.22</b>
净利润	671.75	556.10	595.91	615.16	639.54
折旧摊销	618.90	0.00	837.29	837.29	837.29
财务费用	75.28	49.56	10.11	-7.20	-11.82
其他经营现金流	-95.66	-605.66	-329.36	-65.36	-55.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>-544.73</b>	<b>0.00</b>	<b>14.88</b>	<b>3.72</b>	<b>3.72</b>
资本支出	526.60	-10.91	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,071.33	10.91	14.88	3.72	3.72

<b>筹资活动现金流</b>	<b>-984.80</b>	<b>0.00</b>	<b>-754.78</b>	<b>-79.41</b>	<b>-78.22</b>
短期借款	-576.16	-40.94	-660.77	0.00	0.00
长期借款	-150.15	-734.70	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-258.49	775.64	-94.00	-79.41	-78.22
<b>现金净增加额</b>	<b>-259.26</b>	<b>0.00</b>	<b>374.05</b>	<b>1,304.21</b>	<b>1,334.72</b>

**利润表（百万美元）**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>9,854.79</b>	<b>9,175.65</b>	<b>9,223.89</b>	<b>9,339.44</b>	<b>9,507.26</b>
营业成本	8,044.96	7,734.87	7,652.74	7,732.69	7,855.29
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	0.62	0.00	0.99	1.01	1.02
管理费用	0.00	995.87	886.42	898.42	915.48
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	75.28	49.56	10.11	-7.20	-11.82
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	98.60	78.34	80.00	80.00	80.00
<b>营业利润</b>	<b>1,832.53</b>	<b>473.68</b>	<b>753.64</b>	<b>794.52</b>	<b>827.29</b>
其他非经营损益	-993.86	273.99	20.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>838.67</b>	<b>747.67</b>	<b>773.64</b>	<b>799.52</b>	<b>832.29</b>
所得税	166.92	191.57	177.72	184.36	192.75
<b>净利润</b>	<b>671.75</b>	<b>556.10</b>	<b>595.91</b>	<b>615.16</b>	<b>639.54</b>
少数股东损益	105.87	60.15	95.33	98.41	102.31
<b>归属母公司净利润</b>	<b>565.88</b>	<b>495.94</b>	<b>500.59</b>	<b>516.76</b>	<b>537.23</b>
EBITDA	1,532.84	797.22	1,621.04	1,629.61	1,657.77
EPS（美元）	0.44	0.38	0.39	0.40	0.41

资料来源：Wind，中信建投

## 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。

## 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