

海吉亚医疗 (06078.HK) 肿瘤医疗赛道中的领跑者，差异化优势显现

2021 年 01 月 06 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

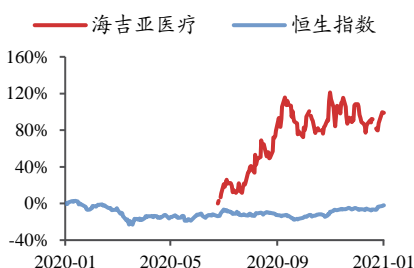
蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

日期	2021/1/6
当前股价(港元)	51.700
一年最高最低(港元)	59.500/22.650
总市值(亿港元)	319.51
流通市值(亿港元)	319.51
总股本(亿股)	6.18
流通港股(亿股)	6.18
近 3 个月换手率(%)	23.59

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 中国最大肿瘤医疗集团，标准化管理能力强，首次覆盖给予“买入”评级

海吉亚医疗于 2009 年成立，是中国最大的肿瘤医疗集团，公司以内生性增长+战略收购+医院合作的方式全国布局，目前拥有 7 家医院(3 家自建+4 家收购)、3 家拥有举办权的托管医院和 15 家第三方合作放疗中心。公司在医生及设备资源、管理体系、服务模式方面优势明显，助推业务快速扩张。预计 2020-2022 年，公司净利润分别为 1.54（经调整后为 2.85）、3.86、5.04 亿元人民币，对应 EPS 分别为 0.46、0.63、0.81 元/股，当前股价对应 PE 分别为 173、69、53 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业：政策推动优质医疗资源下沉，民营肿瘤医院进入快速发展期

国内肿瘤医疗服务市场规模 2019 年达到 3,710 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 12.53%。约 70% 的肿瘤患者需要放疗，放疗服务增速高于整体肿瘤市场。肿瘤医院在三线及以下基层地区供需矛盾突出，患者基数庞大，对设备依赖程度大，复制性强；民营专科医院凭借其高端设备的灵活配置性和政府支持，不断提升获客能力及市占率，标准化管理流程降低管理成本。

● 公司：医院业务经营能力强，业绩增长迅速，放疗业务毛利率高

公司战略聚焦非一线城市，打造全国性的三级诊疗网络，提升整体医疗诊疗水平。医院业务收入持续增长，2017-2019 年 CAGR43.26%；公司旗下医院经营能力强的原因：优质医生资源及高端放疗设备形成导流，建立较好口碑，提升患者数量，单床产出亦持续提升；集中及标准化的管理体系推动业务快速增长、规模效应提升盈利能力，自建医院开建后最快 17 个月内开始营运（行业平均 36-48 个月），3-9 个月达到月度收支平衡点（行业平均 3 年）。此外，第三方放疗业务在垂直一体化放疗服务模式下维持业务高毛利率，且公司凭借设备优势吸引了更多合作伙伴，未来 3 年该业务预计仍具备快速增长趋势。目前公司利用设备、人才优势为切入点提升品牌影响力，未来计划通过多学科协同获得长远的发展。

● 风险提示：医保控费趋严；医院自建进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	766	1,086	1,385	1,837	2,380
YOY(%)	118.12	65.06	55.01	120.38	27.95
净利润(百万元)	3	40	154	386	504
YOY(%)	105.57	1,436.59	286.11	151.60	30.35
毛利率(%)	31.16	30.40	33.27	43.96	43.63
净利率(%)	0.34	3.66	11.09	21.03	21.16
ROE(%)	-1.37	-19.63	5.35	12.83	15.93
EPS(摊薄/元)	0.19	3.84	0.46	0.63	0.81
P/E(倍)	10288	670	173	69	53
P/B(倍)	-141.43	-131.41	9.28	8.84	8.42

数据来源：贝格数据、开源证券研究所。注：表中 2020 年及之前的净利润包含可赎回利息开支、上市相关开支等一次性费用，经调整后的净利润参考表 19；汇率为 2021 年 1 月 5 日值，即港元:人民币=1:2.1。

目 录

1、 肿瘤治疗行业：放疗市场规模提升空间大，基层供需矛盾推动放疗资源下沉，民营医院凭有望脱颖而出	5
1.1、 癌症诊疗：手术和化疗治疗较为常见，放疗份额有望进一步提升	5
1.2、 肿瘤医疗服务行业规模接近 4000 亿，增速主要由人次增长贡献	6
1.3、 行业特征：基层地区供需矛盾突出、人力及设备资金壁垒高、口碑导流为主、净利率处于医疗服务行业中游	9
1.3.1、 癌症早期筛查率低，放疗普及程度不足	9
1.3.2、 肿瘤医院设备价值高，行业资金壁垒高	10
1.3.3、 肿瘤医疗资源不足且分布不均，基层地区供需矛盾突出	11
1.4、 社会办医、分级诊疗推动优质肿瘤医疗资源下沉	12
2、 海吉亚医疗：拥有高端设备、充足医生资源，标准化管理体系大幅提升盈利能力、增强可复制性，助力全国扩张	15
2.1、 公司介绍：肿瘤医疗行业龙头，收购+自建+托管扩张医疗网络	15
2.2、 管理层医疗和投资经验丰富，战略投资者全方位赋能	17
2.3、 业务情况：自建+并购医院业务为主，肿瘤业务收入不断提升	20
2.4、 高水平、多学科的医生团队，利用高薪、定期业务培训、股权激励吸引并留存优质医疗人员	27
2.5、 财务情况：营业收入和净利润逐年增长，盈利水平不断提升	29
3、 未来发展亮点：“全周期护理服务+人工智能网上平台”巩固三级联动诊疗	32
3.1、 引进先进技术，围绕肿瘤核心业务开展多学科医疗服务	32
3.2、 未来扩张：依托口碑宣传，通过自建+并购建立三级联动医院网络	32
4、 海吉亚医疗模型拆分、盈利预测与估值	35
4.1、 海吉亚医疗收入拆分模型及利润模型	35
4.2、 盈利预测、估值与投资建议	41
5、 风险提示	42
附：财务预测摘要	43

图表目录

图 1： 手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择（2019 年）	6
图 2： 我国癌症发病数（万人）预计逐年上升	7
图 3： 我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每 10 万人中死亡人次）	7
图 4： 2019 年肿瘤医疗服务市场规模达到 3,700 亿	7
图 5： 放疗服务 2015-2019 年收入 CAGR 14.7% 大于整个肿瘤医疗服务同期收入 CAGR 12.53%	9
图 6： 2019 年中国放疗设备普及程度还有较大提升空间	9
图 7： 肿瘤医院万元以上设备总价值(亿) 最高	10
图 8： 肿瘤医院 100 万元及以上设备台数（台）最多	10
图 9： 预计三线及以下城市癌症发病数（万人）占比逐步提升	11
图 10： 预计三线及以下城市肿瘤医疗服务收入（亿元）占比逐步提升	11
图 11： 一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均	11
图 12： 三线及以下城市放疗设备短缺（台）	12
图 13： 三线及以下城市肿瘤科室床位数目（床）较少	12
图 14： 2017 年起民营肿瘤专科医院数量（家）超过公立	12
图 15： 民营肿瘤医疗服务收入占比有望逐步提升	13
图 16： 高端放射治疗类设备（台）集中于北上广等一线城市	14
图 17： 海吉亚医疗医院业务和放疗中心业务布局广泛	16

图 18:	公司通过内生增长+并购+合作的方式扩张医疗网络	16
图 19:	公司采用金字塔布局肿瘤医疗服务市场	17
图 20:	IPO 后海吉亚医疗实控人及其一致行动人持股 46.68%	18
图 21:	存货周转天数(天)持续下降	20
图 22:	应收账款周转天数(天)波动下降	20
图 23:	医院业务收入(万元)持续增长	21
图 24:	医院业务占比不断提升	21
图 25:	肿瘤业务占比不断提升	21
图 26:	医院住院人次和次均收费不断上升	23
图 27:	医院门诊人次和次均收费不断上升	23
图 28:	公司自有医院采用两层集中管理架构助力实现业务快速开展	24
图 29:	新医院住院人次(人)快速上升	24
图 30:	新医院门诊人次(人)快速上升	24
图 31:	第三方放疗业务毛利率维持在 60% 以上	26
图 32:	公司主任及副主任医师占比提升	28
图 33:	重庆海吉亚医院拥有大量肿瘤学专家及优质医师	28
图 34:	2017-2019 年营业收入 CAGR34.94%	29
图 35:	经调整归母净利润持续增长	29
图 36:	2019 年公司旗下医院人工+药品耗材成本占收入比超过 55%	30
图 37:	公司旗下医院成本及费用构成: 以人工成本、药品耗材成本为主	30
图 38:	各业务毛利率平稳上升	31
图 39:	各医院毛利率呈现上升趋势	31
图 40:	公司现金余额充裕	31
图 41:	期间费用率逐年下降	31
图 42:	公司拟为肿瘤患者提供全周期护理	32
图 43:	逐步引入新兴技术和先进的设备, 为患者提供更全面的肿瘤治疗方案	32
图 44:	公司将持续完善三级诊疗模式	33
图 45:	海吉亚医疗计划在多个省份筹建新医院	34
表 1:	癌症筛查主要包括影像检查、肿瘤标记检测、病理检查等	5
表 2:	放疗可以实现精准治疗、不影响周围正常组织	5
表 3:	肿瘤医疗服务收入增速主要由人次增长贡献	8
表 4:	放疗适用于多类肿瘤患者的治疗过程	8
表 5:	肿瘤行业与其他行业相比市场规模大, 销售费用率低, 净利率处于行业中游	10
表 6:	政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医	13
表 7:	民营医院经营灵活自主、更加注重服务模式	15
表 8:	公司收购+自建+托管(获举办权)共有 10 家医院	15
表 9:	公司董事和高级管理团队经验丰富	18
表 10:	公司拥有 3 大业务版块, 以医院业务为主	20
表 11:	公司通过收购和自建拥有 7 家医院(截至 2020H1)	22
表 12:	公司旗下医院设备配置较为齐全且先进	25
表 13:	目前公司与 15 家医院合作放疗中心业务	25
表 14:	目前公司托管 3 家非营利性医院, 获得举办权	27
表 15:	公司将对现有医院进行扩张	33
表 16:	公司将在聊城、德州、苏州、龙岩、无锡新建医院	33

表 17: 上市募集资金主要用于新建及收购医院.....	34
表 18: 海吉亚医疗收入拆分模型	36
表 19: 海吉亚医疗利润模型	40
表 20: 与同类医疗服务公司相比, 海吉亚医疗具备估值性价比	41
表 21: 海吉亚医疗盈利预测	41

1、肿瘤治疗行业：放疗市场规模提升空间大，基层供需矛盾推动放疗资源下沉，民营医院凭有望脱颖而出

1.1、癌症诊疗：手术和化疗治疗较为常见，放疗份额有望进一步提升

癌症筛查及诊断方法主要包括影像检查、肿瘤标记检测、内窥镜检查、病理检查及基因检测。

表1：癌症筛查主要包括影像检查、肿瘤标记检测、病理检查等

诊断方法	原理
影像检查	使用成像技术（如 CT、MRI、超声波、X 射线及透视检查）来取得体内影像，并检测及分析病变。
肿瘤标记检测	肿瘤标记是指宿主对肿瘤的刺激反应而产生的物质、或在恶性肿瘤细胞中独特存在的物质或由恶性肿瘤细胞异常产生的物质。该等标记可反映肿瘤的形成，亦可用于监测肿瘤治疗的有效性。常用的肿瘤标记主要包括 CEA、甲胎蛋白及前列腺特异性抗原。然而，对于许多类型的癌症，并无可靠的肿瘤标记可予依据进行诊断。因此，通常采用多种相关标记的结合来提高诊断的准确性。
内窥镜检查	内窥镜检查是一种临床程序，使用内窥镜深入人体并从多个角度检查病变。常用的内窥镜包括胃镜检查、结肠镜检查、膀胱镜检查、宫腔镜检查及腹腔镜检查。此外，内窥镜检查可与活组织检查或治疗结合进行。
病理检查	病理检查是医师于活组织检查或手术过程中取出组织或细胞样本，使用显微镜观察样本，从而检测人体器官、组织甚至细胞的病变。
基因检测	基因检测是用作通过血液测试筛查与遗传或后天基因缺陷有关的癌症，可以让有肿瘤疾病家族史的患者于症状出现前采取预防措施。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

肿瘤的治疗选择主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。

表2：放疗可以实现精准治疗、不影响周围正常组织

治疗方法	原理	手术费用
手术	通过手术将肿瘤从患者体内摘除，对位置固定、外围清晰的实体瘤或早期肿瘤有效	每疗程 10,000-50,000 元人民币
放疗	放疗结合计算机科学及医学影像技术，通过在病灶上集中高剂量辐射及摧毁肿瘤细胞，可以实现精准治疗、不影响周围正常组织。设备包括外照射放疗设备及内照射放疗设备。国内使用的主要外照射放疗设备包括 CyberKnife 及 TomoTherapy 等传统及先进直线加速器、伽玛刀等钴 60 立体定向放疗设备，以及质子和重离子放疗设备，内照射放疗设备包括伽玛射线近距离放疗后装机及中子近距离放疗后装机	每疗程 10,000-30,000 元人民币
化疗	化疗运用一种或多种药物杀死癌细胞并控制癌细胞增长	每天 50-300 元人民币
介入性放疗	是一种新兴的微创疗法，用诸如由医学成像设备引导的穿刺针等工具进行治疗	每疗程 10,000-40,000 元人民币
靶向疗法	靶向疗法通常通过针对促成癌细胞增殖及扩散的特定基因、蛋白质或组织环境，利用小分子药物或单克隆抗体防止该等癌细胞增殖及扩散。靶向疗法适用于各类有可检测靶点的癌症	每天 400-800 元人民币
免疫疗法	通过诱导、提升或限制肿瘤患者的免疫反应，利用生物制剂治疗癌症，适合各类癌症（包括	每天 500-1500 元人民币

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

5 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

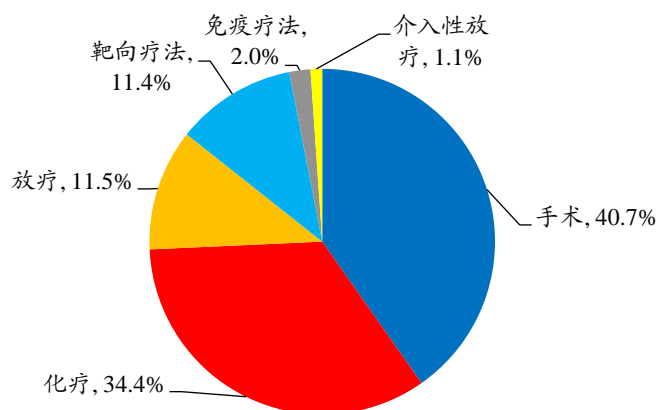
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

治疗方法	原理	手术费用
	实体瘤及血液癌症)	币

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

随着放疗设备普及，预计我国放疗规模将扩大：国内目前在治疗手段中主要采取手术方式，占比达到 41%；其次是化疗，占比接近 35%。放疗是恶性肿瘤最重要的治疗手段之一，且约 70% 的恶性肿瘤患者在治疗的不同阶段需要放疗，其中 70% 为根治性放疗。在可以治愈的恶性肿瘤中，放疗的贡献占比 40%，对于晚期或复发恶性肿瘤，放疗也是缓解患者症状、延长生存时间、提高生活质量最有效的治疗手段之一。在临床疗效方面，精准放疗中的 SBRT 治疗已经成为不可手术的早期肺癌的标准治疗手段，且针对可手术早期肺癌的临床疗效可与手术治疗媲美¹，但由于放疗设备在全国配置较少，放疗在国内的市场份额仅为 11.5%。以伽玛刀为例，2017 年其全国配置量仅 108 台，但未来随着放疗设备的普及，卫健委在《2018-2020 年全国大型医用设备配置规划》中提到伽玛刀在 2020 年规划数量要达到 254 台，**预计放疗的规模占比将会上升。**

图1：手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择（2019 年）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

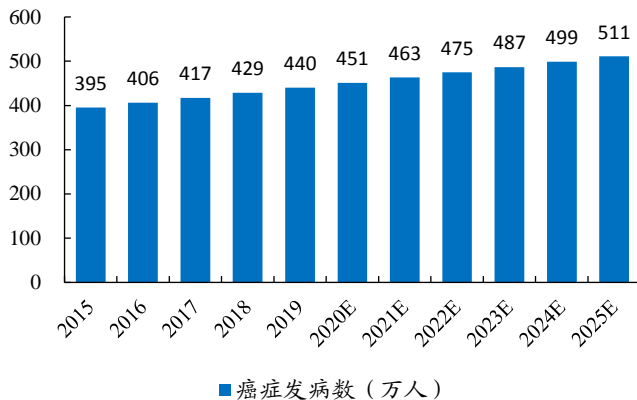
1.2、肿瘤医疗服务行业规模接近 4000 亿，增速主要由人次增长贡献

癌症是我国居民死亡的重要原因之一：根据弗若斯特沙利文的数据，中国癌症发病宗数由 2015 年的 395 万人增至 2019 年的 440 万人，预计 2025 年将达到 511 万人。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国近几年居民恶性肿瘤死亡率维持在 1.6‰ 的水平；2018 年城市居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第一，占比 25.98%；农村居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第三，占比 22.96%。

¹ 张晓智、杨蕴一、孙宇晨、师小博、李毅，精准放疗的现状与进展，《西安交通大学学报（医学版）》第 41 卷第 5 期。

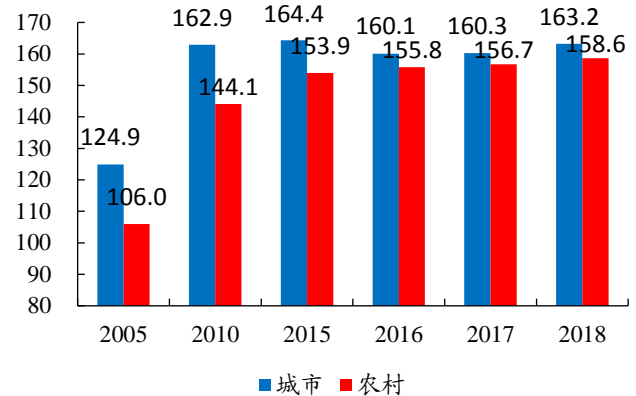
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图2：我国癌症发病数（万人）预计逐年上升



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

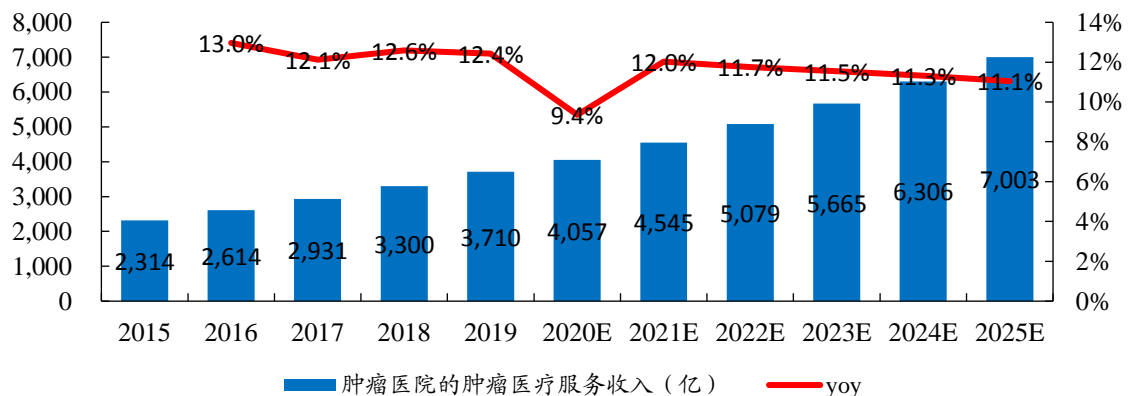
图3：我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每10万人中死亡人次）



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

随着患病人数不断增长，肿瘤医疗服务的需求持续提升：国内肿瘤医疗服务市场规模从2015年的2,314亿元增长到2019年的3,710亿元，CAGR为12.53%。按此趋势，预计2020-2025年CAGR为11.54%，2025年将超过7,000亿元规模。

图4：2019年肿瘤医疗服务市场规模达到3,700亿



数据来源：弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

通过对肿瘤医疗服务收入进行量价拆分，可以发现，诊疗人次增长贡献大于价格增长贡献，2018年全国肿瘤医院肿瘤医疗服务收入增速为12.59%，其中人次增长了11.64%，人均价格仅增长了0.85%，我们认为主要与患病人次增长、供不应求，以及医保控费下治疗支出增长趋缓有关。

表3: 肿瘤医疗服务收入增速主要由人次增长贡献

	2015	2016	2017	2018
肿瘤医院肿瘤医疗服务收入 (亿元人民币)	2,314	2,614	2,931	3,300
收入 yoy	-	12.96%	12.13%	12.59%
肿瘤医院诊疗人次 (万人)	1,590.93	1,693.21	1,843.05	2,057.54
人次 yoy	-	6.43%	8.85%	11.64%
人均价格 (万元人民币)	1.45	1.54	1.59	1.60
价格 yoy	-	6.14%	3.01%	0.85%

数据来源:《卫生健康统计年鉴》、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

注: 人次包含了门诊和住院的人次, 因此价格是门诊及住院均值。

与整体肿瘤医疗服务市场相比, 放疗服务市场呈现更快增长: 放疗适用于多类肿瘤患者的治疗过程, 对于部分早期恶性肿瘤患者, 放疗可以代替手术, 例如鼻咽癌、咽癌、乳腺癌等; 对于大多中晚期恶性肿瘤患者, 放疗则可以结合手术、化疗等多种方式进行综合治疗; 对于良性肿瘤患者, 垂体瘤、脑膜瘤、骨巨细胞瘤之类都适用放疗²。总之, 约 70% 的肿瘤患者在治疗过程中需要放疗³, 由此放疗被认为是局部肿瘤的基础治疗选择。我国放疗服务收入由 2015 的 234 亿增加到 2019 年 405 亿, CAGR 为 14.7%, 预计 2025 年将超过 800 亿规模, 放疗服务 2015-2019 年收入 CAGR 14.7% 大于整个肿瘤医疗服务同期收入 CAGR 12.53%。

表4: 放疗适用于多类肿瘤患者的治疗过程

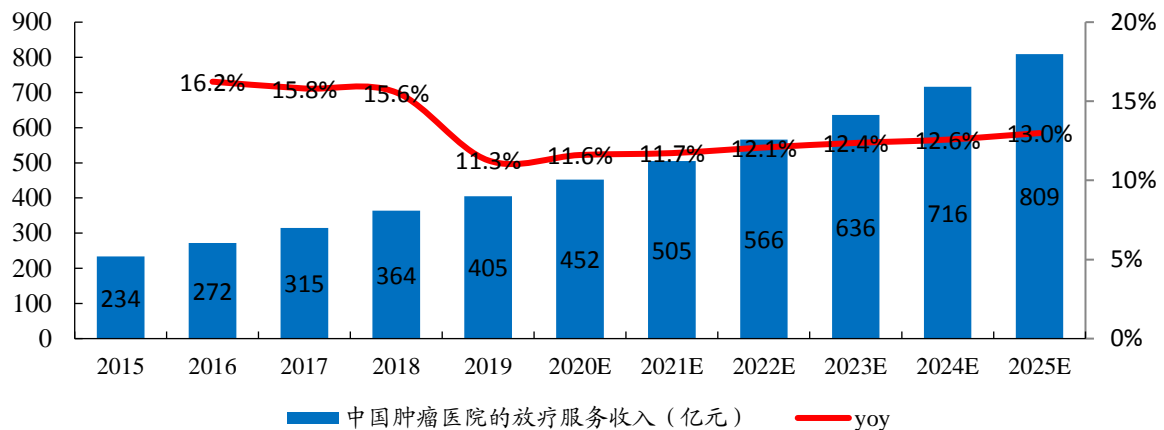
	肿瘤所在部位	单独使用放疗	单独手术	综合治疗
恶性肿瘤	头颈部	早期鼻咽癌、咽癌	-	部分早期+中晚期
	胸部	拒绝手术的早期肺癌、早期乳腺癌	早期食管癌、肺癌	中晚期、小细胞未分化癌
	淋巴系统	1-2 期	-	3-4 期
	消化系统	仅作为姑息疗法	-	直肠癌
	泌尿生殖系统	-	-	皆采用
	妇科	宫颈癌	-	宫体、卵巢癌
	骨、软组织、皮肤	早期粘膜和皮肤癌	早期粘膜和皮肤癌、骨肉瘤	晚期; 软组织肉瘤、恶性黑色素瘤、尤文肉瘤、骨网织细胞肉瘤
	神经系统	不能手术者		多数脑瘤采用术后照射
	姑息性治疗	脑转移、骨转移	-	上腔静脉压迫综合征、神经压迫症
	良性肿瘤	垂体瘤、脑膜瘤、骨巨细胞瘤	-	-

资料来源:《肿瘤放射治疗的临床应用体会》、开源证券研究所

² 瞿瑜业, 肿瘤放射治疗的临床应用体会, 《中西医结合心血管病杂志》, 2016 年 8 月 C 第 4 卷第 24 期

³ 数据来源: 海吉亚医疗招股说明书

图5：放疗服务 2015-2019 年收入 CAGR 14.7% 大于整个肿瘤医疗服务同期收入 CAGR 12.53%



数据来源：弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

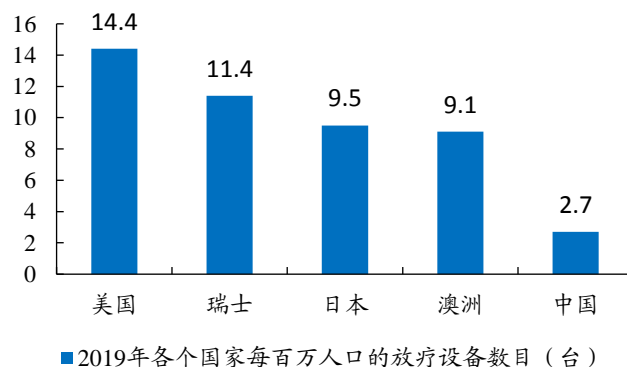
1.3、行业特征：基层地区供需矛盾突出、人力及设备资金壁垒高、口碑导流为主、净利率处于医疗服务行业中游

1.3.1、癌症早期筛查率低，放疗普及程度不足

诊断时间对癌症治疗至关重要。若及时发现、监察及治疗癌症，五年存活率将显著提高。以我国第二大高发肿瘤胃癌为例，处于进展期的胃癌预后一般较差，5年存活率低于50%，而早期胃癌的预后相对较好，5年存活率甚至可超过90%。⁴由于缺乏早期癌症预防意识及癌症筛查率低，中国癌症病发宗数迅速增加，五年存活率仅为40.5%，远低于美国66.9%。

放疗设备在我国的普及程度还有较大提升空间：放疗是最常见的肿瘤治疗方案之一，大约70%的肿瘤患者需要在疾病发展的不同阶段进行放疗。虽然放疗在中国的发展历史悠久，但由于医疗资源短缺，其普及程度较低。2015年，中国放疗渗透率仅为23%，不及美国（60%）的一半。2019年，中国每百万人口的放疗设备数目仅为2.7台，远低于美国的14.4台、瑞士的11.4台、日本的9.5台及澳洲的9.1台。

图6：2019年中国放疗设备普及程度还有较大提升空间



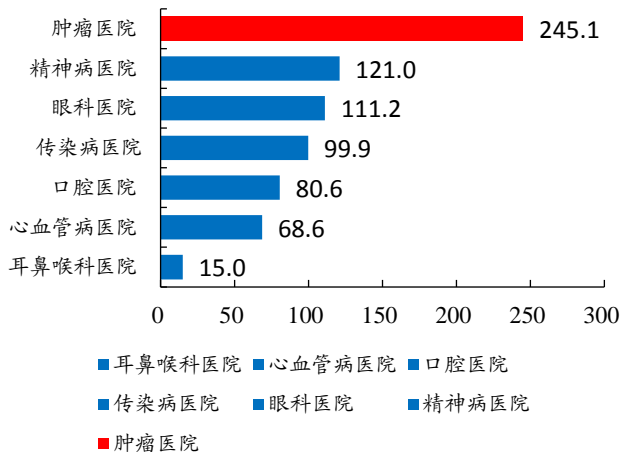
数据来源：国际原子能机构、中华医学会放射肿瘤治疗学分会、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

⁴ 隋云龙，田子彬，赵颖洁，房良；早期胃癌诊断的进展；《中国临床研究》2018年7月第31卷第7期。

1.3.2、肿瘤医院设备价值高，行业资金壁垒高

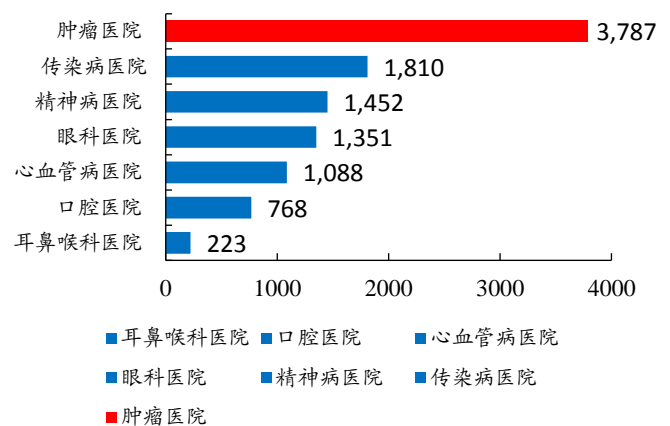
目前除了肿瘤专科医院外，眼科、口腔、精神病等专科医院也存在连锁模式。相较于眼科、口腔、精神病等专科，肿瘤专科医院对设备要求更高，肿瘤医院万元以上设备总价值和 100 万元以上设备的数量在各类专科排名第一，远高于其他专科医院。这意味着肿瘤专科医院的建设需要更多的资金，资金壁垒高。

图7：肿瘤医院万元以上设备总价值(亿)最高



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

图8：肿瘤医院 100 万元及以上设备台数(台)最多



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

通过与其他医疗服务细分行业对比得出结论：肿瘤行业市场规模远大于口腔、体检、眼科、医疗美容、辅助生殖行业；从医院性质来看，民营肿瘤医院目前市场占比较小，与辅助生殖行业类似，原因是肿瘤医疗服务属于严肃医疗，公立医院聚集了大多数优质医生；从销售费用率来看，肿瘤行业的销售费用率不到 1%，原因是肿瘤行业更依赖患者之间的口碑传播，营销的作用相比较弱；从盈利能力来看，肿瘤行业由于高额人工成本、药品耗材成本导致毛利率偏低，公立医院净利率仅为 6%，民营肿瘤医院平均 15% 的净利率则处于行业中游，我们分析民营净利率高于公立主要在于更严格的成本管控。

表5：肿瘤行业与其他行业相比市场规模大，销售费用率低，净利率处于行业中游

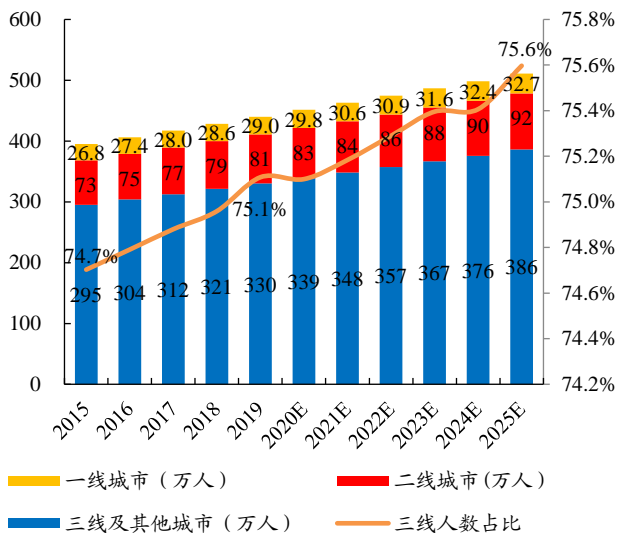
	口腔	体检	眼科	医疗美容	辅助生殖	肿瘤
市场规模 (2018)	968 亿元	1,350 亿元	1,010 亿元	1,448 亿元	252 亿元	3,300 亿元
公立：民营 (规模)	45%：55%	80%：20%	80%：20%	20%：80%	91%：9%	91%：9%
销售费用率	1-20%	20-25%	10%	15%左右	3-5%	≤1%
毛利率	45%	40%	45%	60-70%	70%以上	30% (民营)
净利率	10-20%及以上	5-12%	10-15%	10-20%	30%以上	15%(民营) /6%(公立)

数据来源：前瞻产业研究院、Wind、《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

1.3.3、肿瘤医疗资源不足且分布不均，基层地区供需矛盾突出

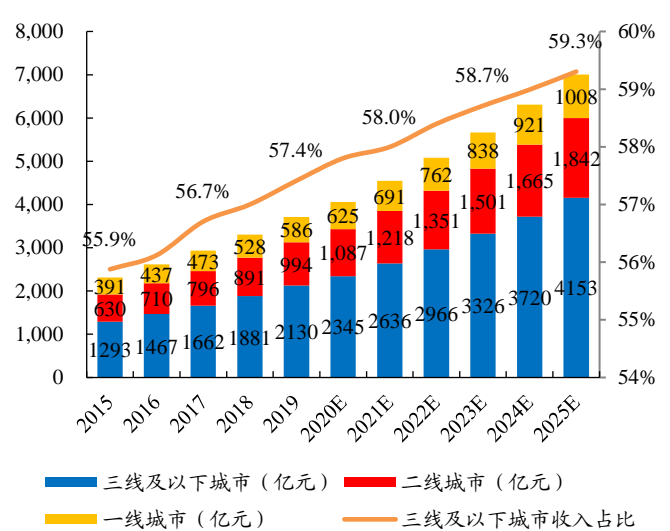
随着癌症病发宗数的快速增长及我国癌症治疗的设备配置逐渐增多，我国肿瘤医疗机构的门诊和住院就诊人次呈上升趋势。然而，中国的肿瘤医疗资源供不应求，2018 年肿瘤医疗机构的病床使用率达 106.1%，在所有专科医院中最高。

图9：预计三线及以下城市癌症发病数（万人）占比逐步提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

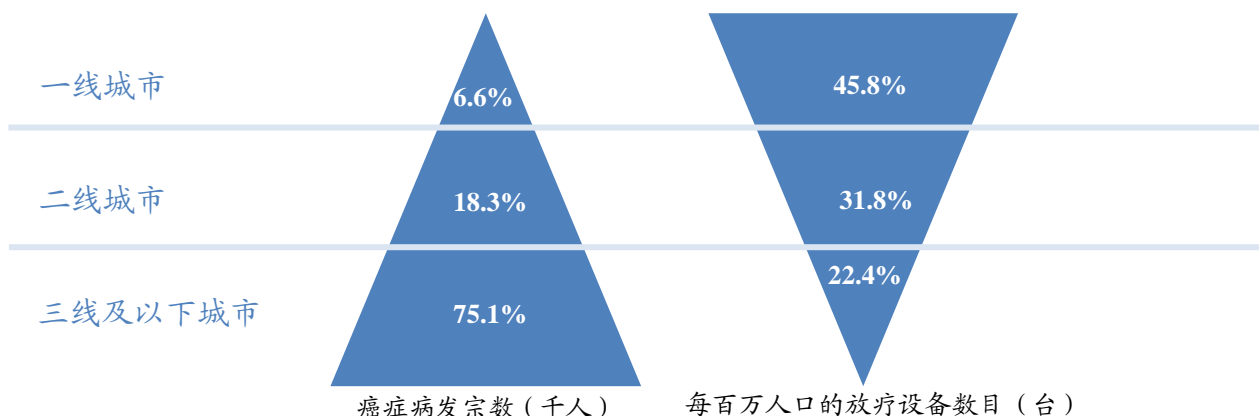
图10：预计三线及以下城市肿瘤医疗服务收入（亿元）占比逐步提升



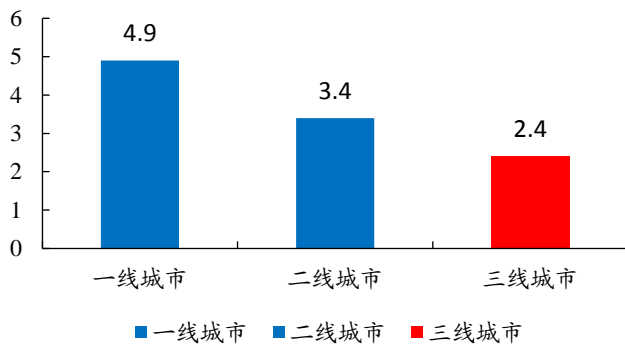
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

三线及以下基层地区供需矛盾突出：按地域来看，三线及以下城市肿瘤服务市场占比最大，达到 57%，癌症发病数占到全国的 75%，且发病人数和肿瘤医疗服务收入占比逐年提升。但我国肿瘤服务医疗资源主要集中在一线城市及二线城市，三线城市等基层地区在放疗设备数目、肿瘤科室床位数都远低于一、二线城市，供需矛盾突出。市场需求增加及供应短缺将吸引更多社会资本注入，刺激基层地区肿瘤医疗服务市场的快速发展。

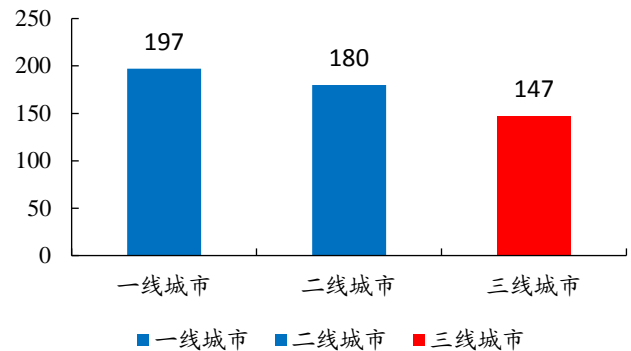
图11：一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

图12: 三线及以下城市放疗设备短缺(台)


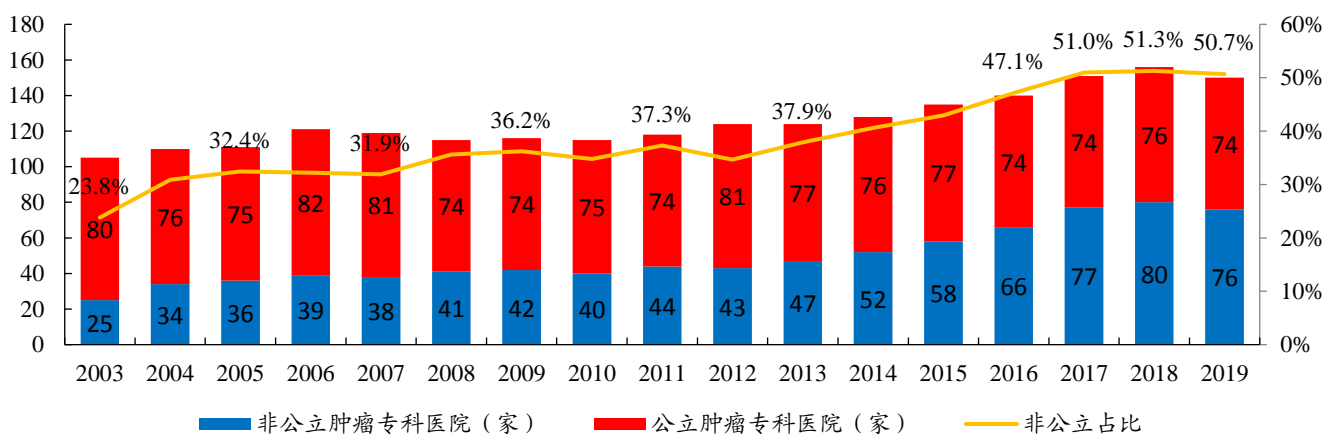
数据来源: 国际原子能机构、中华医学会放射肿瘤治疗学分会、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

图13: 三线及以下城市肿瘤科室床位数目(床)较少


数据来源: 《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

1.4、社会办医、分级诊疗推动优质肿瘤医疗资源下沉

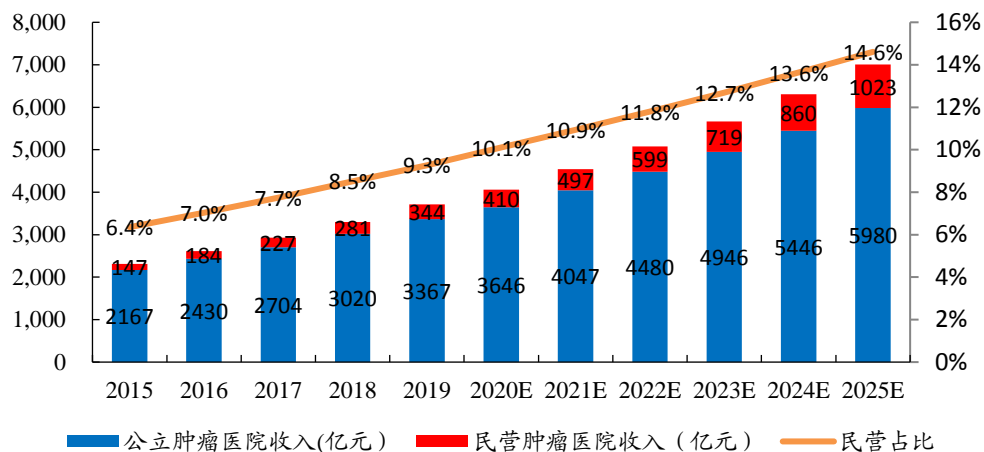
民营肿瘤专科医院数量逐渐超过公立: 与需求相比,我国肿瘤医疗服务供给存在较大缺口,肿瘤专科医院数量增长缓慢。截至2018年底,全国共有肿瘤专科医院156家,平均每省不到5家。随着国家出台一系列政策限制公立医院扩张、举债经营,公立肿瘤专科医院整体数量平稳;而随着政策鼓励社会办医,民营肿瘤专科医院增长速度较快,数量占比从2013年的23.8%提升至2019年的50.7%,逐渐超过公立肿瘤专科医院。

图14: 2017年起民营肿瘤专科医院数量(家)超过公立


数据来源: 《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

民营肿瘤医疗服务收入增速较快, 占比逐步提升: 虽然目前肿瘤医疗服务市场中公立医院仍占据主导地位,但已无法完全满足快速增长的患者需求,特别是三线等基层地区。而民营肿瘤医疗服务收入增速较快, 2015-2019年CAGR为23.7%,高于公立CAGR11.7%。同时,民营收入占比从2015年的6.5%提升至2019年9.3%,未来由于鼓励社会办医政策、民营肿瘤医院数量提升等因素,预计民营肿瘤服务收入将持续提升。

图15: 民营肿瘤医疗服务收入占比有望逐步提升



数据来源:《卫生健康统计年鉴》、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

社会办医机构成为解决医疗资源结构性失衡的突破口,国家政策有望持续支持。2020年3月4日,中央政治局常务委员会就指出,要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,要注重调动民间投资积极性。面对医疗行业新局面,国家各级政府坚持以人民健康为中心,推动医疗卫生体制改革不断走向深入,更多利长远、惠民的政策陆续出台,明确了支持优质社会办医扩容,支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医,民营肿瘤医院迎来前所未有的发展机遇。

表6: 政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医

公立医院相关	社会办医相关
2013年10月,国务院发布《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》,明确鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管、 公办民营 等多种形式投资医疗服务业。	2005年2月,《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》第1条规定:允许非公有资本进入社会事业领域。支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。
2014年6月,原国家卫计委发布《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》,提出:严控公立医院床位审批,严控公立医院建设标准,严控公立医院大型医用设备配置,严禁公立医院举债建设。	2009年4月,中共中央颁布《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》,成为新医改的纲领性文件,加快形成多元办医格局。
2017年7月,国务院办公厅发布《关于建立现代医院管理体制的指导意见》,明确要求从 严格控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配置,严禁举债建设和豪华装修 ,对超出规模标准的要逐步压缩床位;控制公立医院特需服务规模,提供特需服务的比例不超过10%。	2010年7月,《关于公立医院改革试点的指导意见》提出加快推进多元化办医格局,鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业。
2017年8月,六部门联合印发《关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见》,将对国有企业办教育机构、医疗机构分类处理,分类施策,深化改革,2018年年底前基本完成企业办教育机构、 医疗机构集中管理、改制或移交工作 。	2012年3月,国务院关于印发《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》,提出到2015年,非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右。
在部队医院改革方面,根据2018年6月国家《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》,明确强调按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准,到2018年年底前 全面停止军队一切有偿服务活动 。	2017年4月,国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》,鼓励通过技术支援、人才培养等方式,吸引 社会办医疗机构加入 并发挥作用。5月23日,国务院《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》。

2019年6月12日,国家卫生健康委员会《关于印发促进社会办医

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

13 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

公立医院相关

持续健康规范发展意见的通知》，**严格控制公立医院数量和规模**，为社会办医留足发展空间

社会办医相关

持续健康规范发展意见的通知》。提出加大政府支持社会办医力度，在审批准入、审核评价、校验服务、人员资质、监督管理等涉及医疗质量安全的方面，对社会办医和公立医疗机构一视同仁，同等待遇；在规划、税收、服务能力建设等方面，**向社会办医进一步倾斜**

2020年3月4日，中央政治局常务委

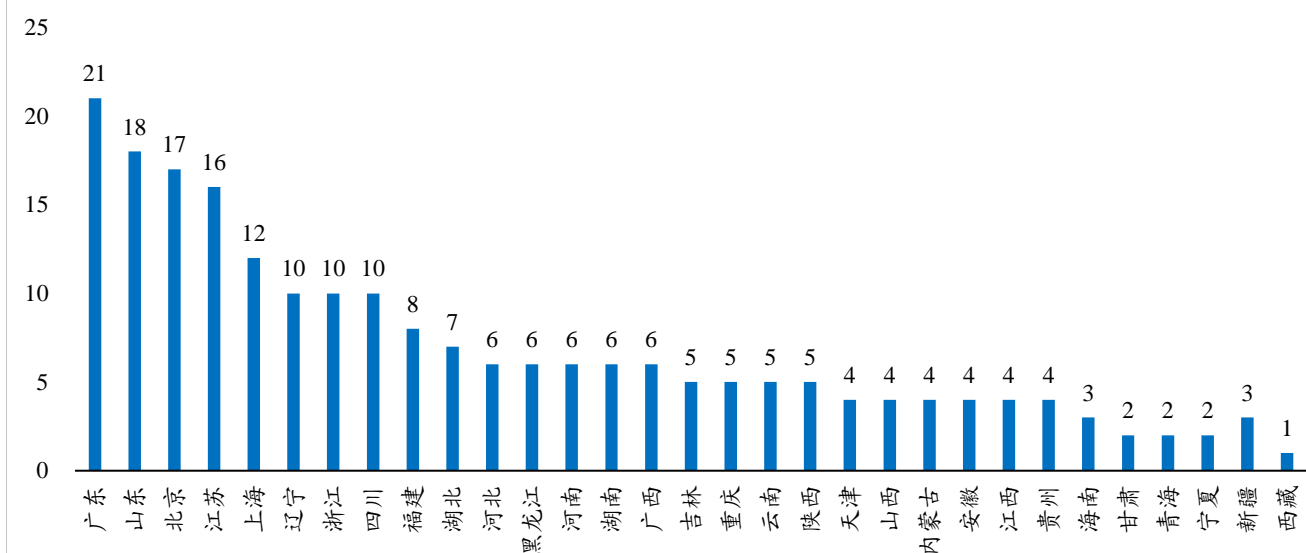
员会指出，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要注重**调动民间投资积极性**。

资料来源：国务院、医保局、卫健委、开源证券研究所

分级诊疗推动优质医疗资源下沉：分级诊疗有利于加快基层地区肿瘤医院建设，帮助二级医院接收上级医院转诊急性病恢复期患者、术后恢复期患者和危重症稳定期患者。

公立的优势在于专家资源充足，但受体制限制，在高端放疗设备引进上缺乏资金支持，例如直线加速器和伽玛刀，单台设备价格基本为千万级水准，需要大量的资本投入，公立医院设备采购自主性没有民营医院灵活。同时，主要的高端放疗设备集中于北上广等一线城市（山东也较多），基层地区的高端设备普及程度较低。而且，肿瘤诊疗服务对设备具有较高要求，部分肿瘤种类需要利用高精度设备才能完成治疗，例如对于形状大而不规则的肿瘤，传统的三维适形放射治疗（3D-CRT）无法实现剂量分布与靶区形状保持一致，从而需要精度更高的放疗设备，例如立体定向放疗设备中的射波刀可以同步呼吸追踪肿瘤，确保射束始终对准靶区，且有多达1200条不同方位光束可以从任意角度进行靶区照射⁵。高端设备的缺乏直接缩小了基层医疗机构可诊疗的患者范围。

图16：高端放射治疗类设备（台）集中于北上广等一线城市



数据来源：《2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布表》、开源证券研究所。注：新疆包括新疆和新疆生产建设兵团

民营专科医院凭借其高端设备的灵活配置性，能够根据当地市场需求进行相应的供给配置，从而提升获客能力及市占率：在诊疗设备上，民营医院体制更加灵活，

⁵ 康静波，肿瘤精确放射治疗的技术进展与临床应用，《转化医学杂志》2016年4月第5卷第2期。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

能够集中资源快速引进先进设备、开展针对某一专业疾病的高端诊疗，例如，伽玛刀在头部肿瘤及恶性体部肿瘤诊疗中具有较大优势等。在医生资源方面，民营医院凭借其资本优势建立较好的人才吸引机制，提供完善的医教研平台，部分优质医生资源逐渐从公立医院走向民营医院，从而提升民营医院的医生诊疗水平。在政府支持方面，由于全国医保属地化管理，各地方政府鼓励民营医院在当地发展，例如，重庆海吉亚医院已获认定为主要从事《西部地区鼓励类产业目录》中列明的鼓励类业务，2018-2020 年享有 15% 的优惠企业所得税税率。由此，在高端放疗设备建立诊疗壁垒、优质医生资源逐渐流向民营医院、政府大力支持下，民营肿瘤医院较公立肿瘤医院具有更明显的发展优势。

表7：民营医院经营灵活自主、更加注重服务模式

类别	民营医院	公立医院
经营方式	经营灵活自主，可以按照市场需求进行运作，满足不同层次诊疗需求	在国家政策下其经营受到一定限制，主要针对基础性、保障性治疗
医院管理	企业化管理，绩效考核与人员激励自主权更大，对高端医疗人才的吸引力不断增大	医院管理受国家限制较大，但医院管理经验丰富，高端医疗人才较多
诊疗设备	凭借其资本优势不断引进高端设备	高端设备引进上不如民营医院灵活自主
医院服务	更加注重服务模式，向专业化、个体化治疗方向发展	医院科室齐全，能够提供全方位诊断和转诊
社会认可度	与公立医院差距在缩小	社会认可度高
代表机构	海吉亚医疗、盈康生命、康宁医院	中国医学科学院肿瘤医院、复旦大学附属肿瘤医院、中山大学肿瘤防治中心、天津医科大学肿瘤医院

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2、海吉亚医疗：拥有高端设备、充足医生资源，标准化管理体系大幅提升盈利能力、增强可复制性，助力全国扩张

2.1、公司介绍：肿瘤医疗行业龙头，收购+自建+托管扩张医疗网络

海吉亚医疗是中国最大的肿瘤医疗集团，2009 年成立，公司以内生性增长+战略收购+与医院合作的方式，逐步建立覆盖全国的肿瘤专科医院及放疗中心网络。截至 2020 年 H1，公司旗下拥有 7 家医院(3 家自建+4 家收购)、3 家拥有举办权的托管医院和 15 家合作放疗中心，经营或管理的肿瘤科专科医院遍布全国 6 个省份的 7 个城市，合作放疗中心分布在 9 个省份。

表8：公司收购+自建+托管（获举办权）共有 10 家医院

医院	收购/成立/托管	收购/开始经营日期	位置	性质	建筑面积（平方米）
1.龙岩市博爱医院	收购	2015.09	福建龙岩	民营营利性二级乙等综合医院	24,048
2.苏州沧浪医院	收购	2015.11	江苏苏州	民营营利性二级乙等综合医院	14,975
4.安丘海吉亚医院	收购	2016.12	山东安丘	民营营利性一级综合医院	6,898
5.成武海吉亚医院	收购	2017.01	山东菏泽	民营营利性二级综合医院	7,150
3.单县海吉亚医院	自建	2016.05	山东菏泽	民营营利性二级综合医院	72,024
6.重庆海吉亚医院	自建	2018.04	重庆沙坪坝区	民营营利性二级肿瘤专科医院	28,220
7.菏泽海吉亚医院	自建	2018.12	山东菏泽	民营营利性二级综合医院	52,172
8.邯郸仁和医院	托管	2011.07	河北邯郸	民营非营利性综合医院	11,564

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15 / 45

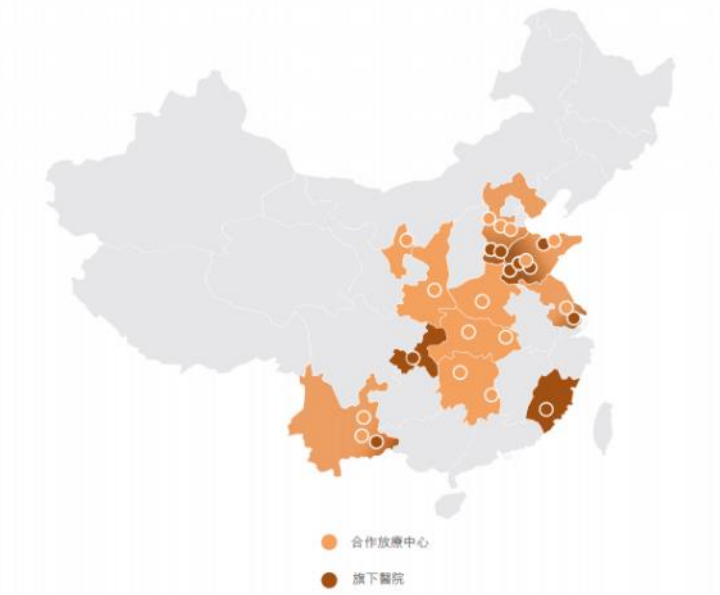
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

医院	收购/成立/托管	收购/开始经营日期	位置	性质	建筑面积（平方米）
9.开远解化医院	托管	2012.11	云南开远	民营非营利性二级综合医院	15,249
10.邯郸兆田医院	托管	2015.08	河北邯郸	民营非营利性骨科专科医院	7,125

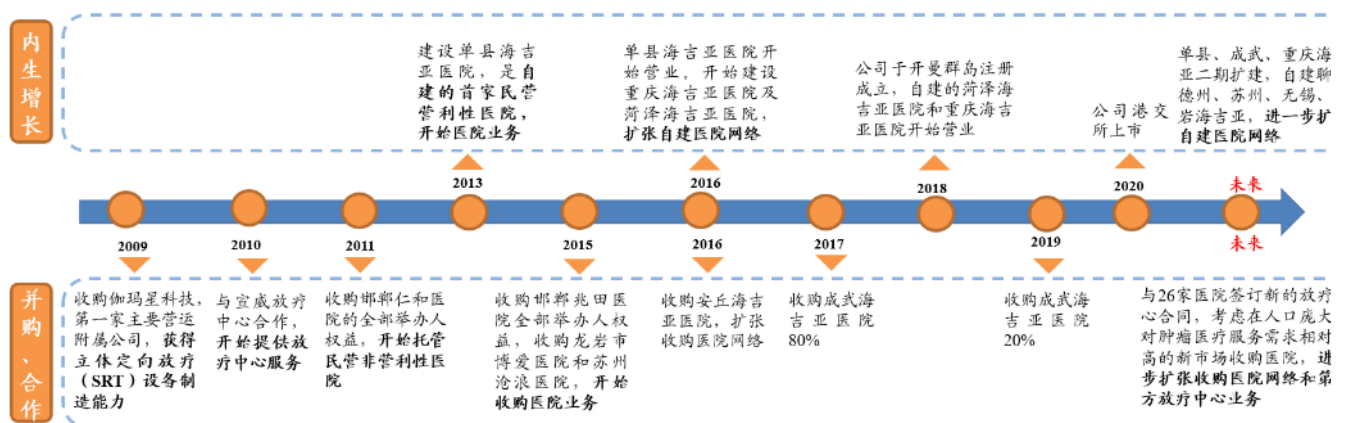
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图17: 海吉亚医疗医院业务和放疗中心业务布局广泛



资料来源：公司招股说明书

图18: 公司通过内生增长+并购+合作的方式扩张医疗网络



资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

在战略布局方面，公司进行金字塔形布局，聚焦肿瘤医疗供需矛盾突出的非一线城市。公司将市场分为底层、腰部、顶部三级网络，进行金字塔布局。在该布局下，公司聚焦在非一线城市，是由于低线地区布局投入产出的确定性更大。通过触达人口规模大且医疗资源供需矛盾更大的低线地区，能够较快增强品牌影响力；在山东省等已布局省份的省会和其他二线城市等腰部地区设立区域性的医疗中心，利

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

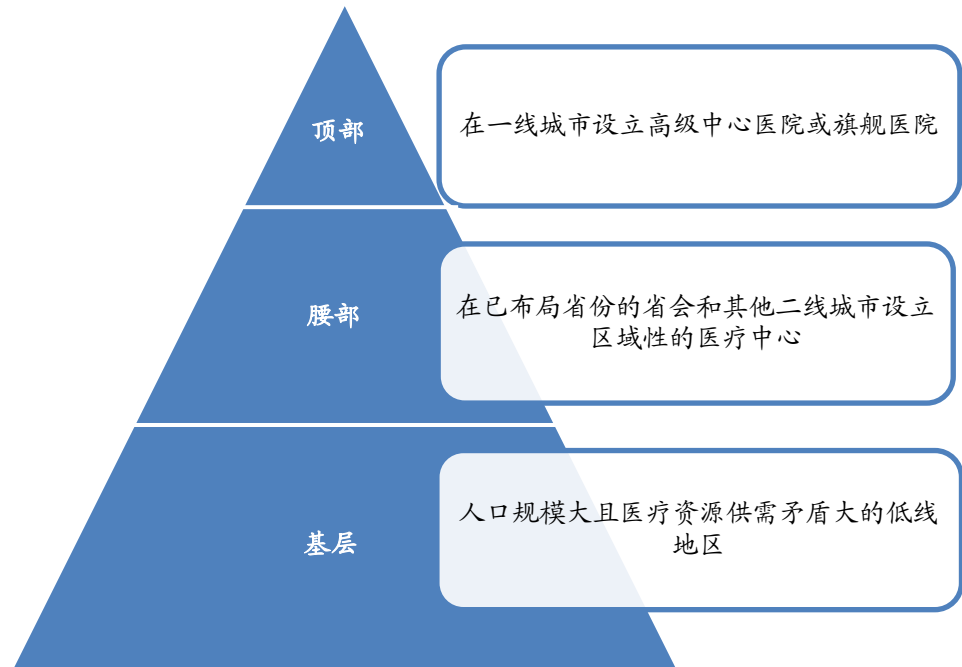
16 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

用更优质的医疗资源提供更好的解决方案；在顶部设立高级中心医院或旗舰医院，处理复杂的疑难病症，让顶端医疗高地带动公司整体学术能力、学科影响力，从而提升整个三级医院网络水平。

图19：公司采用金字塔布局肿瘤医疗服务市场

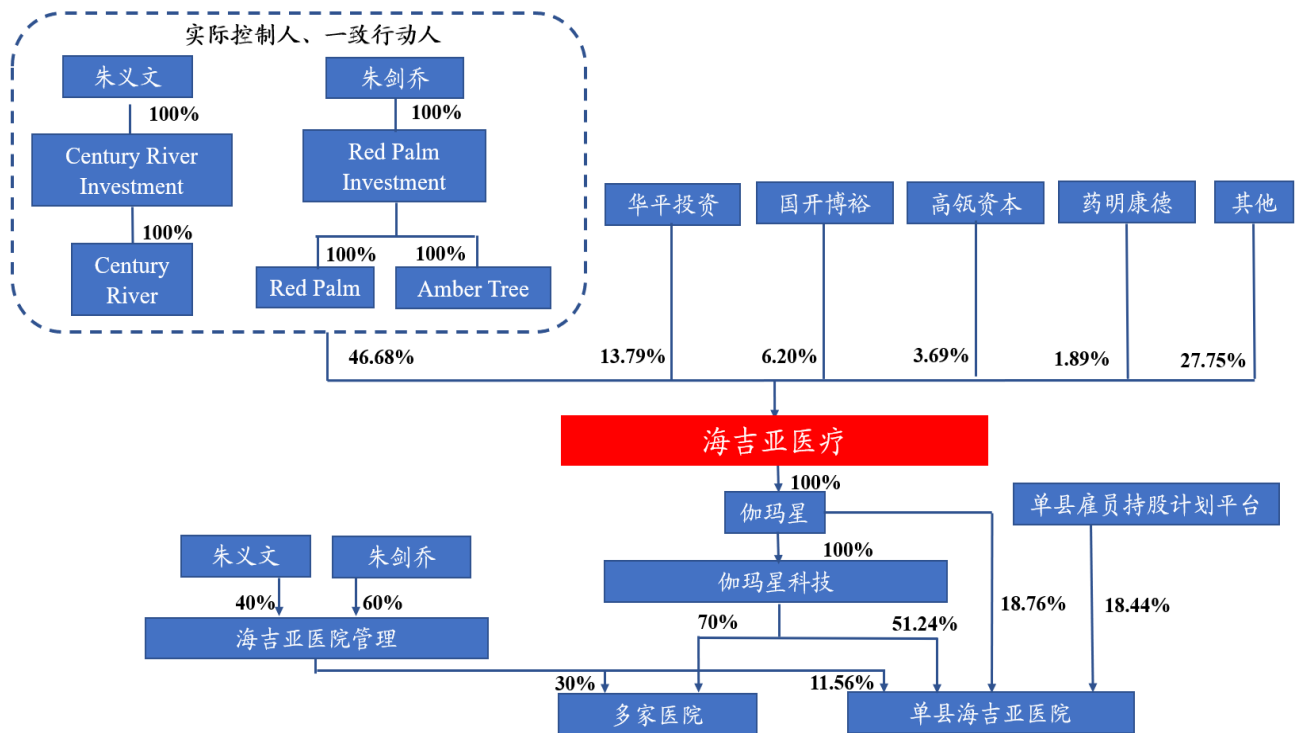


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、管理层医疗和投资经验丰富，战略投资者全方位赋能

创始人医学背景出身，股权控制集中：公司创始人朱义文先生曾是徐州医科大学附属医院和中国人民解放军第四五五医院医生，专注于放疗治疗超过二十年，拥有深厚医学临床背景，懂行业、懂医生、懂管理。2009年朱先生收购立体定向放疗设备的制造商和知识产权拥有人——伽玛星科技 95%的股权，获取自行生产放疗设备的能力。朱先生临床实践丰富，在肿瘤医疗服务行业精耕新作，有能力向癌症患者提供可负担的优质放疗治疗服务。朱先生和朱女士为公司实际控制人，直接或间接持有公司 46.68%股份。集团通过伽玛星科技、海吉亚医院管理公司持有旗下多家医院 100%股权；通过伽玛星科技、海吉亚医院管理、员工持股平台等持有单县海吉亚 100%股权。

图20: IPO 后海吉亚医疗实控人及其一致行动人持股 46.68%



资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所。注：多家医院包括菏泽海吉亚医院、苏州沧浪医院、重庆海吉亚医院、成武海吉亚医院、安丘海吉亚医院、龙岩市博爱医院、聊城海吉亚医院及德州海吉亚医院。

战略投资者多方位赋能：上市前公司股东包括华平投资、博裕资本、中信资本和药明康德等投资者。华平投资在医疗健康（含医疗服务）领域投资经验丰富，拥有强大的投后支持团队，能够帮助企业构建及优化财务体系，提升运营效率。整体看，公司的战略投资者在财务支持、战略上能够给予支持。

管理团队医疗和投资经验丰富：公司董事和高级管理团队大多在医疗行业及投资方面经验丰富。其中，执行董事程欢欢女士自 2009 年加入公司已逾 10 年，曾担任公司投资总监，负责收购现有医院及创办新医院，且作为重庆海吉亚医院负责人实现开业后 4 个月实现当月盈亏平衡。董事任爱先生负责集团投资及融资、供应链管理 and 人力资源，曾就任于海尔集团、阿里巴巴、美国运通等数家跨国公司，拥有超过 12 年的工作经验。

表9: 公司董事和高级管理团队经验丰富

姓名	年龄	职位	加入公司日期	获委任日期	角色及职责	过往履历
方敏	41	-董事会主席 -非执行董事	2015.10	-2020.1.20 -2019.6.3	制定中长期发展策略并监察董事会执行决策	2001 年 9 月-2005 年 7 月出任波士顿咨询上海有限公司顾问。2011 年 7 月加入北京华平投资咨询有限公司上海分公司担任投资经理，2016 年 1 月获委任为董事总经理至今。2015 年 3 月-2016 年 8 月担任泰邦生物集团公司董事。2018 年 12 月起成为锦欣生殖医疗集团有限公司的非执行董事。2019 年 1 月起担任华塘大昌商业（上海）有限公司董事会主席
程欢欢	36	-执行董事	2009.11	-2019.6.3	执行董事会决策并监	2008 年 4 月在伽玛星科技担任伽玛星科技董事

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

18 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

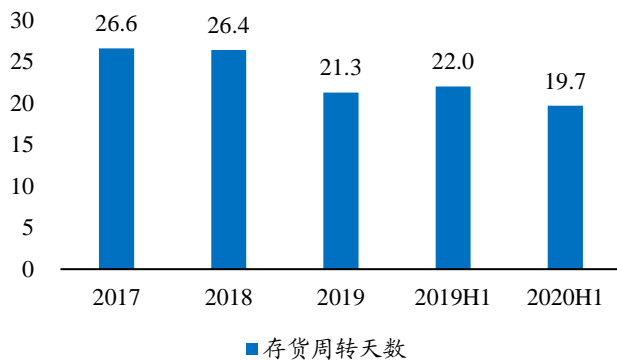
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

姓名	年龄	职位	加入公司日期	获委任日期	角色及职责	过往履历
		-首席执行官		-2019.12.24	督集团日常运营和管理	会主席秘书。2009 年 5 月担任公司投资总监，并负责收购现有医院及创办新医院。2015 年 1 月担任公司投资及策略业务总监。是重庆海吉亚医院的负责人。2018 年 1 月升任为公司副总裁，2019 年 12 月获委任为公司首席执行官
任爱	35	-执行董事 -高级副总裁 及董事会主席助理	2015.12	-2018.9.12 -2016.2.19	协助首席执行官监督集团日常营运及管理，并协助董事会主席监督董事会决策的实施	2007 年 8 月-2010 年 4 月任职于海尔集团公司，2010 年 4 月-2013 年 2 月在阿里巴巴集团控股有限公司担任资深产品经理，2013 年 2 月-2015 年 11 月在美国运通公司新兴业务部门担任部门经理。2015 年 12 月加入海吉亚医疗，2016 年 2 月起担任董事会主席助理，2019 年 9 月调任为执行董事，2020 年 2 月获委任为公司高级副总裁
张文山	38	-执行董事 -研发及制造 总监	2009.11	-2020.1.20 -2014.1.1	监督集团研发与制造业务	2007 年 1 月加入伽玛星科技，负责制造运作及售后服务，2014 年 1 月晋升为公司的研发及制造总监，2020 年 1 月 20 日获委任为公司执行董事
姜蕙	44	-执行董事 -放疗部总监	2011.9	-2015.1.1	监督公司合作伙伴的放疗中心的业务管理	2003 年 1 月-2007 年 8 月在北美枫情（上海）商贸有限公司担任财务主管。2007 年 7 月-2011 年 8 月任上海旭胜自动化技术有限公司财务经理。2011 年九月加入公司，2015 年 1 月晋升为放疗部总监，2020 年 12 月 23 日获委任为执行董事
曹彦凌	36	非执行董事	2016.10	-2019.6.3	就财务管理和业务发展向董事会提供策略性意见和建议	2007 年 12 月-2011 年 1 月担任泛大西洋投资集团的高级投资经理，2011 年 3 月起，是博裕资本有限公司的创始成员之一，现时担任合伙人。2016 年 4 月-2017 年 3 月，任基石药业的董事，2019 年 5 月起担任非执行董事。2016 年 5 月起任药明生物技术有限公司的非执行董事。2018 年 2 月起任 Viela Bio, Inc. 的非执行董事
王杰	46	首席财务官	2017.8	-2017.8.9	监督集团的财务运作及风险管理	1997 年 8 月-2003 年 8 月担任东方希望集团财务经理。2006 年 10 月-2009 年 6 月在深圳百佳超市有限公司担任中国地区会计经理。2009 年 10 月-2012 年 5 月，任中经汇通有限责任公司首席财务官。2012 年 5 月-2017 年 8 月担任普华和顺集团公司的首席财务官

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

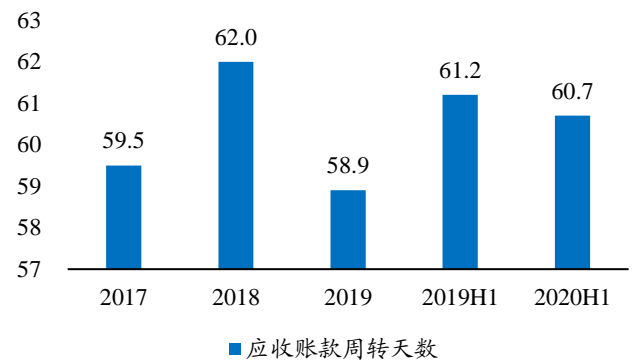
海吉亚医疗管理团队不仅在医疗和投资领域经验丰富，在营运方面也具备较好的管理能力。公司存货周转天数持续下降，从 2017 年的 26.6 天下降至 2019 年的 21.3 天，从 2019H1 的 22.0 天下降至 2020H1 的 19.7 天，提高了药品、医疗耗材、部件的使用效率，同时，公司 2019 年应收账款周转天数较 2018 年下降 3.1 天，2020H1 应收账款周转天数同比下降 0.5 天。

图21: 存货周转天数(天)持续下降



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图22: 应收账款周转天数(天)波动下降



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

2.3、业务情况: 自建+并购医院业务为主, 肿瘤业务收入不断提升

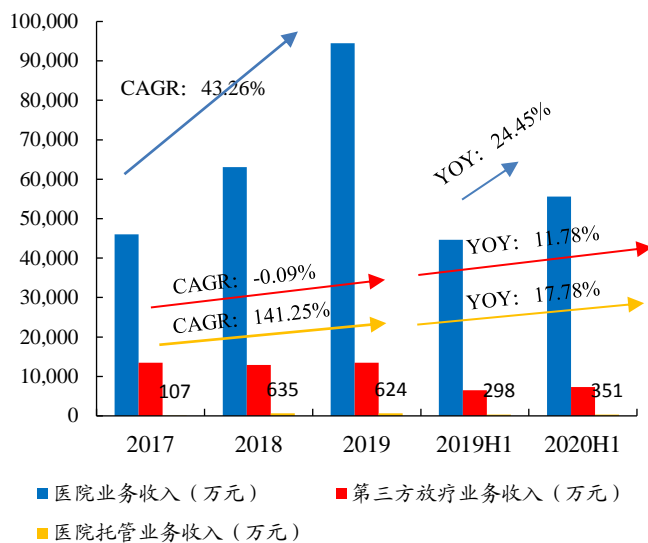
海吉亚医疗的业务有 2 种分类模式, 第一是按照业务场所分为医院业务及第三方放疗业务; 第二是按照业务内容分为肿瘤科业务及非肿瘤科业务, 其中, 肿瘤科业务分为放疗业务(自有医院+第三方)、其他肿瘤医疗服务。就业务场所分类来看, 医院业务收入持续增长, 2017-2019 年 CAGR43.26%, 医院业务(含托管)占比不断提升, 从 2017 年的 77.3% 提升到 2019 年 88.5%。第三方放疗业务收入受钴源供应的影响在 2018 年下降, 但在 2019 年恢复至 2017 年收入水平。就业务内容分类来看, 海吉亚医疗以肿瘤业务为发展重点, 2017-2019 年肿瘤业务收入占比不断提升, 2020H1 超过 47%。

表10: 公司拥有 3 大业务版块, 以医院业务为主

业务分类	业务简介	具体项目	盈利模式	费率情况	2019 收入占比
医院业务	经营 民营营利性医院 及提供医疗服务	住院医疗服务	收取住院医疗服务收入	-	62.6%
		门诊医疗服务	收取门诊医疗服务收入	-	24.4%
第三方放疗业务	为合作的 放疗中心 提供服务	提供放疗中心咨询服务	收取按使用专利立体定向放疗设备直接产生收入的一定百分比	服务费影响因素: 设备价值、设备使用频率、钴 60 放射源衰退率、类似服务市价	4.3%
		授权使用专利立体定向放疗设备	(一般随协议年期而减少) 计算的服务费; 开支及成本包括处理医疗纠纷及维护设备产生的开支和成本等		4.6%
		提供专利立体定向放疗设备的维修和技术支持服务			2.9%
		放疗设备销售			0.7%
托管业务	管理及经营持有举办人权益的 民营非营利性医院	收取管理费, 管理费为托管医院收入的固定百分比		管理费协商确定, 中国医疗服务行业管理费率为 5-15%, 公司管理费原则上为 10%, 协议期内不上调, 根据条件可下调	0.6%

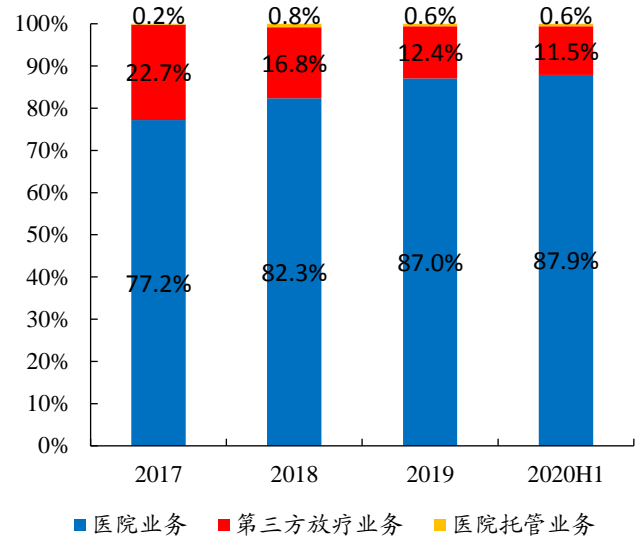
资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图23: 医院业务收入(万元)持续增长



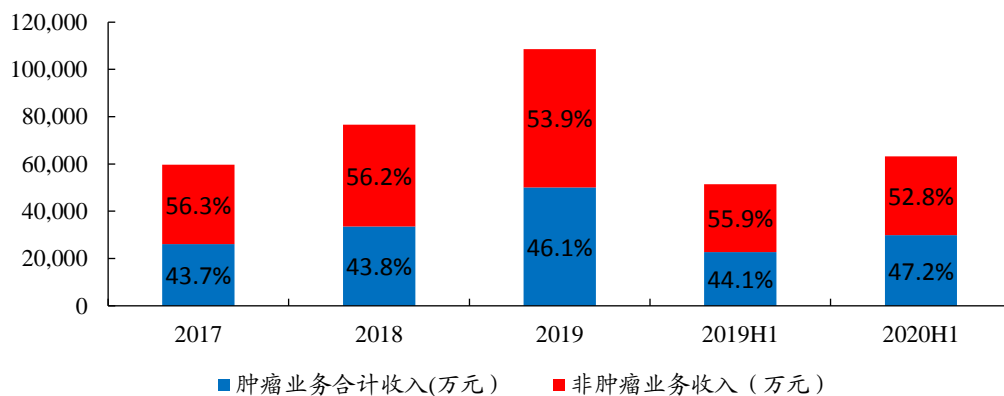
数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图24: 医院业务占比不断提升



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图25: 肿瘤业务占比不断提升



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

医院业务: 经营自有的民营营利性医院, 专注于肿瘤科, 同时为患者提供多种专科医疗服务, 包括肿瘤科、骨科、中医、泌尿科、妇科、康复、血液透析科及急救。目前公司旗下拥有7家医院(3家自建+4家收购), 分布在山东、福建、江苏、重庆等省市。从开放床位入住率来看, 龙岩市博爱医院、苏州沧浪医院、单县海吉亚、重庆海吉亚入住率为100%左右, 成武海吉亚、菏泽海吉亚为70%左右, 重庆、菏泽海吉亚2家新医院在公司的集中及标准化管理下实现入住率快速提升; 从单床产出来看, 苏州沧浪医院、重庆海吉亚医院由于当地肿瘤放疗供不应求、公司提供一站式肿瘤治疗服务, 以及当地消费能力水平较强等因素, 从而提高了单床产出。我们得出结论, 海吉亚医疗旗下医院经营能力强的原因在于: 丰富优质的医生资源及高端放疗设备形成导流, 完善肿瘤学科建设, 同时建立较好口碑, 逐步提升患者数量; 海吉亚医院提供一站式肿瘤治疗服务, 提升单床产出; 集中及标准化的管理体系推动业务快速增长、业务模式高度扩展、规模效应显现降低成本费用率, 最终实现收

入端和利润端不断提升。

表11: 公司通过收购和自建拥有 7 家医院 (截至 2020H1)

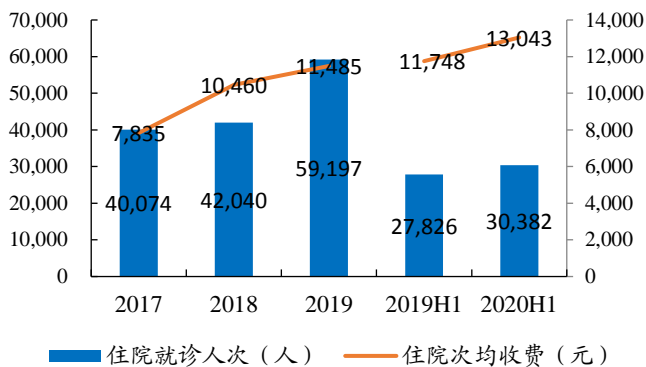
医院	位置	建筑面 积 (平 方米)	性质	成立/ 收购	收购/经 营 日期	医 师 人 数	其他医 疗人员 人数	注册床 位 (张)	注册床位入住率			开放床 位 (张)	2019 收 入 (百 万)	医师:入驻 床位数
									2017	2018	2019			
1.龙 岩市 博爱 医院	福建 龙岩	24048	民营营利 性二级乙 等综合医 院	收购	2015.9	137	240	390	82.30%	94.10%	100.60%	390	166	1:2.86
2.苏 州沧 浪医 院	江苏 苏州	14975	民营营利 性二级乙 等综合医 院	收购	2015.11	171	183	294	98.90%	94.70%	89.90%	294	230	1:1.53
3.单 县海 吉亚 医院	山东 菏泽	72024	民营营利 性二级综 合医院	成立	2016.5	166	404	400	245.60%	207.80%	206.10%	800	283	1:4.97
4.安 丘海 吉亚 医院	山东 安丘	6898	民营营利 性一级综 合医院	收购	2016.12	8	17	99	—	1.90%	17.90%	99	4	1:2.22
5.成 武海 吉亚 医院	山东 菏泽	7150	民营营利 性二级综 合医院	收购	2017.1	43	94	120	48.90%	34.20%	68.80%	120	30	1:1.92
6.重 庆海 吉亚 医院	重庆 沙坪 坝区	28220	民营营利 性二级肿 瘤专科医 院	成立	2018.4	88	191	200	—	50.40%	123.90%	294	170	1:2.82
7.荷 泽海 吉亚 医院	山东 菏泽	52172	民营营利 性二级综 合医院	成立	2018.12	83	142	260	—	1.60%	72.70%	260	62	1:2.28
总计		205487				696	1,271	1,763						

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

住院及门诊的就诊人次、次均费用不断增加: 医院业务中, 住院医疗服务收入约占 70%, 门诊医疗服务约 30%。2020H1, 就诊人次约 44.9 万。得益于现有医院内生性增长及新成立或收购的医院营运提升, 近三年旗下医院住院及门诊就诊人次不断增加。**就诊次均收费呈现上升趋势**, 主要是因为公司不断引入新的经过临床认证的治疗手段更好的为患者服务, 以及公司致力于为患者提供包含肿瘤诊断、治疗、

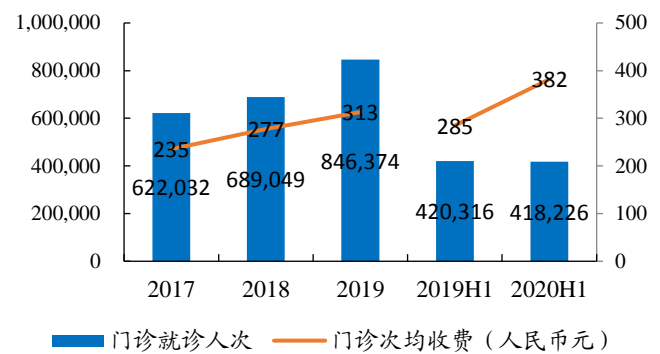
康复、末期患者临终关怀（拟开展）的一站式肿瘤治疗服务。

图26：医院住院人次和次均收费不断上升



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图27：医院门诊人次和次均收费不断上升

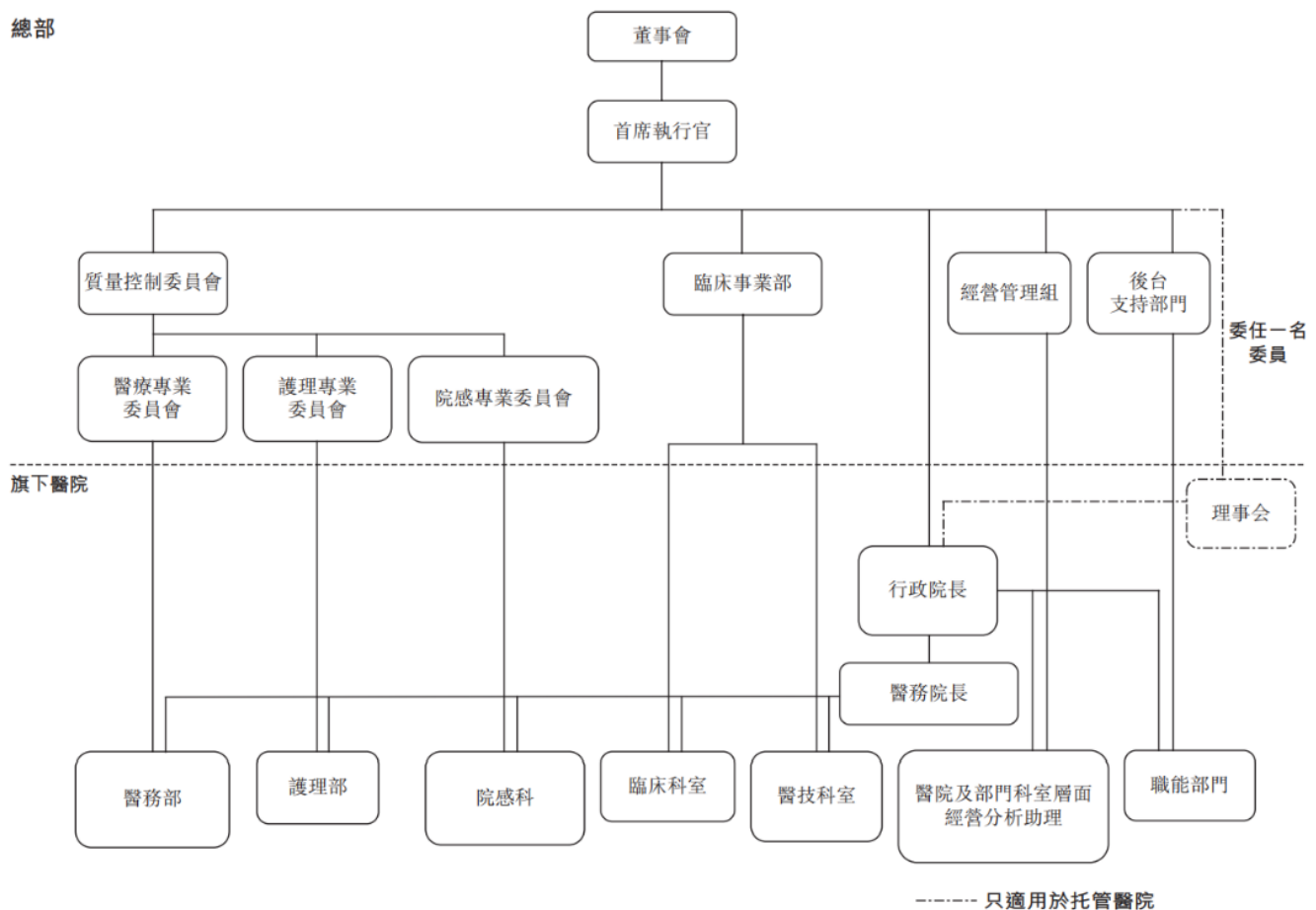


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司对于自有医院采用两层集中管理架构，保证公司总体战略及业务计划得到快速实施、良好协调、有效监督。如下图，两层架构分为总部及旗下医院，各旗下医院由一名负责管理的行政院长、一名负责医质的医务院长领导，行政院长直接对接总部 CEO，医务院长对接行政院长。而且，旗下医院各临床科室主管需要定期向总部临床事业部报告其临床及财务表现。公司还在各旗下医院设置经营分析助理，分析助理向总部经营管理组汇报经营表现。在医质方面，公司在总部设有质量控制委员会，通过 3 个小组委员会分别直接监督各旗下医院。由此，公司的两层集中管理架构在业务进展、医质控制等方面都形成了较好的促进、监督机制。

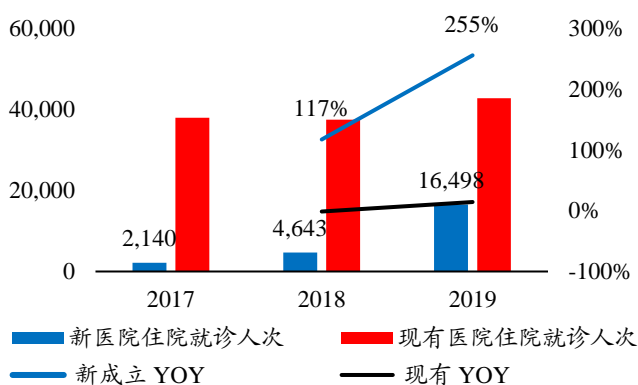
集中及标准化管理系统实现业务快速开展、盈亏平衡期缩短。在建设速度上，公司自建医院在开始建设后最快 17 个月内即可开始营运，相比之下，建筑面积为 25,000-80,000 平方米的综合医院一般需时 36-48 个月（公司自建医院平均面积 50,805 平方米）。通过比较新医院和现有医院的就诊人次发现，新医院就诊人次快速增长，其中住院人次在 2018-2019 年的增长率分别达到 117%、255%，门诊人次同期增长率则达到 85%、138%，增长受益于公司集中及标准化管理系统快速铺开。在盈利能力方面，公司自有医院在开始营运后的 3-9 个月内达到月度收支平衡点，即开始录得月度净利润；相比之下，建筑面积为 25,000-80,000 平方米的综合医院一般需时 3 年左右才能达到月度收支平衡点。

图28: 公司自有医院采用两层集中管理架构助力实现业务快速开展



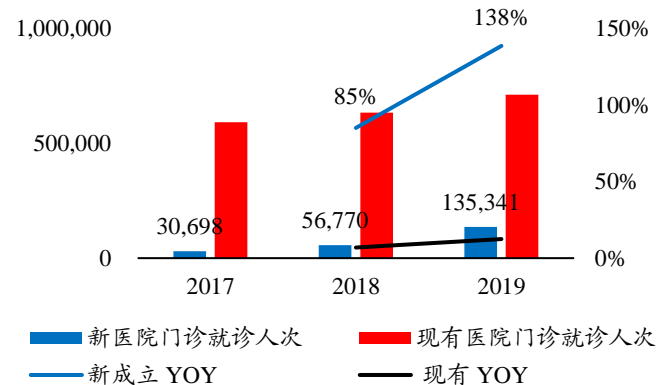
资料来源: 公司招股说明书

图29: 新医院住院人次(人)快速上升



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图30: 新医院门诊人次(人)快速上升



数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司旗下医院拥有较多先进设备, 较当地公立医院具备设备优势: 公司在其中6家医院皆配备了公司独家的专利立体定向放疗设备, 该设备在放疗设备中拥有领先的精确能力, 在肿瘤这类对设备要求非常高的诊疗服务中具备强大竞争优势, 除了

该设备，公司旗下医院还配置了其他多样医疗设备，例如 CT 扫描仪、超声系统、直线加速器等。其中，单县、重庆、菏泽海吉亚医院配备设备种类丰富且技术先进。海吉亚医疗旗下医院通过采购更先进的新设备，不仅提高病人的治疗效率和效果，还能提升病人体验，此外，还可以快速建立品牌和学科优势，助力旗下医院快速获得市场认知并提升市占率。

表12: 公司旗下医院设备配置较为齐全且先进

医院	临床科室数量	设备配置	备注
1.龙岩市博爱医院	18	16 排 CT 扫描仪、Erbe VIO 200S+APC2 氩气刀、强生爱惜康 Gen 11 超声刀、专利立体定向放疗设备	
2.苏州沧浪医院	19	16 排 CT 扫描仪、高清腹腔镜等	
3.单县海吉亚医院	19	世界上最先进的超声系统 Philips EPIQ7C 及 EPIQ5 彩色多普勒超声系统、64 排 CT 扫描机、Olympus CV-290 胃镜、直线加速器、Storz TC200EN 高清腹腔镜、专利立体定向放疗设备	其研究及刊发文献获得广泛认可
4.安丘海吉亚医院	12	联影 uCT510 CT 扫描仪、专利立体定向放疗设备	
5.成武海吉亚医院	14	16 排 CT 扫描仪、专利立体定向放疗设备	
6.重庆海吉亚医院	17	GE Optima CT670 64 排及 128 层螺旋 CT 扫描仪、Soredex Cranex 3D PP3 口腔颌面锥状断层扫描系统、数字减影血管造影系统、Draeger Fabius Plus 麻醉监护一体机、ChestAC-8900D 肺功能检测系统、WOLF 30 度高清腹腔镜系统、西门子 mCT PET/CT 扫描系统、Elekta Synergy VMAT 直线加速器、专利立体定向放疗设备；2020 上半年新增 2 台放疗设备及一台 PET-CT 设备	入选“国家重点研发计划”，进入重庆市涉外医疗服务定点医院创建名单；其研究及刊发文献获得广泛认可
7.菏泽海吉亚医院	18	GE Optima CT670 CT 扫描仪、GE SIGNA Creator MRI、GE IGS 330 数字减影血管造影系统、GE LOGIQ E9 彩色超声波系统、Philips Affiniti 50 彩色超声波系统、专利立体定向放疗设备	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

第三方放疗业务: 公司为医院合作伙伴（主要是民营医院）提供放疗中心服务，包括提供放疗中心咨询服务、授权使用公司的专利 SRT 设备、提供与专利 SRT 设备有关的维护和技术支持服务，收取设备产生的收入的一定百分比及定额服务费。目前公司合作 15 家放疗中心，分布全国 9 个省份。2019 年第三方放疗业务收入达到 1.35 亿元，使用专利立体定向放疗设备接受放疗的就诊人数也从 2017 年的 57,613 人次上升为 2019 年的 59,207 人次，另外公司已与 23 家医院签订新的放疗中心合同，开业后集团放疗中心数量将达到 38 家。

表13: 目前公司与 15 家医院合作放疗中心业务

放疗中心	位置	合作期限	合作年限
由公司拥有举办权的托管医院拥有			
1.仁和放疗中心	河北邯郸	2012.6-2022.6	10 年
2.开远放疗中心	云南开远	2014.12-2024.12	10 年
3.兆田放疗中心	河北邯郸	2017.2-2018.11	1 年 9 个月
由独立第三方拥有			

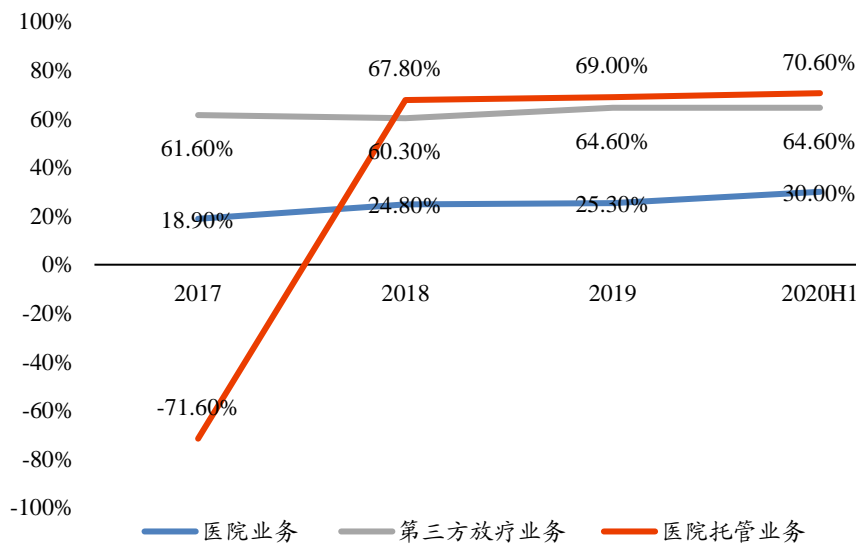
4.宣威放疗中心	云南宣威	2010.1-2025.1	15 年
5.湖南放疗中心	湖南长沙	2017.2-2020.1	2 年 11 个月
6.南阳放疗中心	河南南阳	2014.7-2020.11	6 年 4 个月
7.张家港放疗中心	江苏张家港	2016.9-2028.9	12 年
8.吴忠放疗中心	宁夏吴忠	2016.10-2028.10	12 年
9.襄阳放疗中心	湖北襄阳	2016.11-2031.11	15 年
10.咸阳放疗中心	陕西咸阳	2016.11-2026.11	10 年
11.鄂州放疗中心	湖北鄂州	2015.1-2030.1	15 年
12.诸城放疗中心	山东诸城	2010.7-2022.7	12 年
13.曲阜放疗中心	山东曲阜	2018.8-2030.8	12 年
14.株洲放疗中心	湖南株洲	2014.7-2021.11	7 年 4 个月
15.石家庄放疗中心	河北石家庄	2015.4-2023.3	7 年 11 个月

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

注：邯郸兆田医院目前尚未开始运营。合作年期合共为 10 年，余下年期自邯郸兆田医院开始营运之日起计。

垂直一体化放疗服务模式维持业务高毛利率：公司合作的放疗中心使用的主要放疗设备为公司的专利立体定向放疗设备，公司业务涉及该设备的上下游价值链，包括拥有知识产权、采购放射源、设备制造安装维护、操作人员培训，乃至最终为肿瘤患者提供放疗。由此，公司避免了产生大量购置或租用第三方设备的成本，实现高毛利率。

图31：第三方放疗业务毛利率维持在 60%以上



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

专利立体定向放疗设备建立设备高壁垒：公司专利立体定向放疗设备为陀螺旋转式 60 立体定向放射外科治疗系统（陀螺刀），该设备为最新一代伽玛刀，是世界上最先进的精确放疗设备之一，焦皮比⁶达到 550:1，上一代伽玛刀焦皮比为 200:1；陀螺刀广泛适用于全身各部位良、恶性实体肿瘤的精确治疗。伽玛刀作为大型医用设备，由于其价格昂贵、涉及放射性元素在全国配置数量较少，《2018-2020 年大型

⁶ 焦皮比：又称放疗增益比，放疗时，射线照射在焦点处和表皮正常组织处获得的剂量的比率，比率越高意味对正常组织的损伤更小。

医用设备配置规划数量分布表》显示，伽玛射线立体定向放射治疗系统在 2020 年底全国规划配置 254 台，仅 9 个省市配置数量超过 10 台，11 个省市配置数量为 5 台及以下。公司拥有陀螺刀独家知识产权，具有领先供应优势，根据招股书披露，公司共拥有 42 台专利立体定向放疗设备，其中 6 台安装于自有医院，3 台安装于托管医院，11 台安装于合作的第三方放疗中心，2 台安装于尚未营业的放疗中心，剩余 20 台授权予伽玛星实业使用，计划未来 2 年内生产约 25 台。

多方面赋能合作放疗中心，助力实现收入利润快速增长：首先，在垂直一体化放疗服务模式下，公司合作的放疗中心缩短了开始营运所需要的前置时间，从而提升了营运效率。其次，由于中国的肿瘤医疗服务行业受到高度监管，取得放射诊疗许可证门槛高，公司凭借总部专职团队在自建医院申请许可证和执照时的丰富经验、专业知识和资源，可以帮助合作伙伴迅速取得所需的许可证和执照。此外，专利立体定向放疗设备主要安装于公司旗下医院及合作的放疗中心或授权至其他客户，由此，公司对设备供给拥有强把控力。第三方放疗业务预计未来凭借其设备优势、合作伙伴赋能，能够吸引更多合作伙伴，目前已有成效，截至 2020 年 6 月底新增 23 个合作的放疗中心，公司为此计划未来 2 年生产约 25 台设备，再加上公司与合作伙伴合作年限长，近 70% 合作伙伴合作年限超过 10 年，虽然在未来 3 年内有 7 家合作到期，但在公司已拓展 23 家的现状下，未来 3 年该业务预计仍具备明显增长趋势，且在其垂直一体化放疗服务模式下维持高毛利，从而实现收入端、利润端的共同增长。

医院托管业务：管理及经营公司持有举办权的民营非营利性医院，并从中收取管理费，管理费率自 2018 年初至今设定为收入（不包括放疗中心产生的收入）的 10%，合约一般为期 40 年。目前公司管理的 3 家非营利性医院，皆拥有放疗中心以及公司的专利立体定向放疗设备。2019 年托管医院的收入为 6,418 万元，对应公司的托管收入为 624 万元，2020H1 托管医院就诊人次约 2 万。

表14：目前公司托管 3 家非营利性医院，获得举办权

医院	位置	建筑面积 (平方米)	性质	开始经营 日期	医师 人数	其他医 疗人员 人数	注册 床位	注册床位入住率			2019 年收入 (万)	2019 年托管 收入(万)
								2017	2018	2019		
1. 邯郸仁和医院	河北邯郸	11,564	民营非营利性综合医院	2011.7	43	46	90	132.60%	114.20%	107.50%	2,111	199
2. 开远解化医院	云南开远	15,249	民营非营利性二级综合医院	2012.11	22	79	186	263.30%	342.80%	458.50%	4,307	425
3. 邯郸兆田医院	河北邯郸	7,125	民营非营利性骨科专科医院	2015.8				6.90%	7.90%	-	-	

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

注：邯郸兆田医院于 2018 年 12 月开始装修，目前尚未开始营运。

2.4、高水平、多学科的医生团队，利用高薪、定期业务培训、股权激励吸引并留存优质医疗人员

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 45

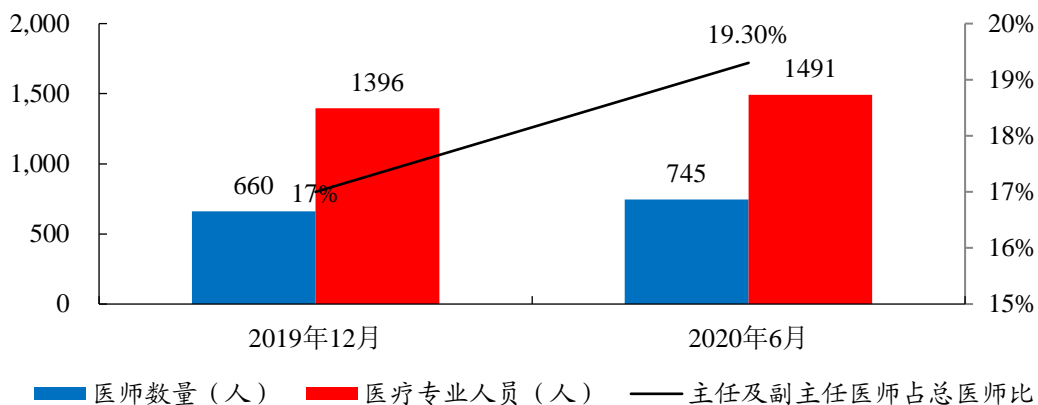
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

公司创始人朱义文先生拥有近 30 年肿瘤治疗专业经验，致力于培养高水平、多学科的医疗专业团队。截至 2020 年上半年，海吉亚医疗共有 2,368 名医疗专业人员（较 2019 年底增加 211 人），其中主任医师及副主任医师共 251 人（较 2019 年底增加 63 人），自有医院拥有 180 名全职肿瘤科专家，专科覆盖各类癌症。

公司拥有大量肿瘤学专家：重庆海吉亚医院的医务院长现为重庆市医学会肿瘤学专业委员会副主任委员、重庆抗癌协会肺癌专业委员会常务委员及重庆抗癌协会肿瘤生物治疗专业委员会副主任委员。同时，海吉亚医疗从知名公立及民营医院邀请权威专家多点执业，提供患者咨询、实施手术，与海外的顶尖医疗机构合作，为患者提供诊断及治疗方案。

图32：公司主任及副主任医师占比提升



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图33：重庆海吉亚医院拥有大量肿瘤学专家及优质医师

 <p>张献全</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心主任 ● 三军医大新桥医院工作10余年，赴美进修3年余 ● 曾任重庆医科大学附二院急诊科主任、中心ICU主任、肿瘤科主任15年 ● 重庆市医学会肿瘤专委会副主任委员 	 <p>罗阔</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心二病区主任 ● 原重庆市人民医院肿瘤血液科副主任 ● 云阳县人民医院肿瘤科主任 ● 重庆市中西医结合学会放射治疗专委会委员
 <p>徐晓微</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心专家 ● 原重庆市肿瘤医院放射肿瘤科主任医师 ● 重庆市放射肿瘤学学会委员、重庆市癌症康复与姑息治疗专委会委员 	 <p>苏思远</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心四病区主任 ● 工作于三军医大大坪医院 ● 曾任重庆市第十三人民医院科室主任 ● 中国抗癌协会临床肿瘤学协作专业委员会会员
 <p>张金顺</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心一病区主任 ● 原上海解放军第四五五医院伽玛中心副主任 ● 上海市肿瘤精确放疗委员会委员 ● 全国精确放疗技术分会伽玛刀组委员 	 <p>姚型锋</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 重庆海吉亚医院肿瘤中心五病区主任 ● 从事肿瘤放疗工作20余年 ● 曾于中国医学科学院肿瘤医院进修 ● 专注于头部伽玛刀、X刀、适形放疗等领域研究

资料来源：公司官网、开源证券研究所

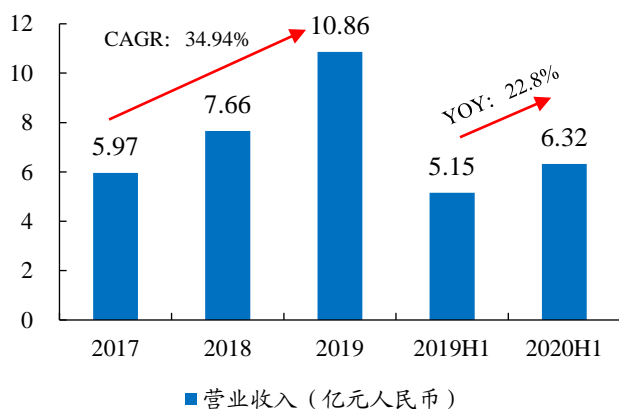
公司贯彻“临床第一”的思想，重视医疗专业人员人才激励，并给予专业培训提升医疗人员能力：在公司内部，所有后勤管理人员都向临床服务，且公司与每一个

医生建立较好的合作关系，提供具竞争力的薪酬待遇和职业发展机会，且成立薪酬委员会建立透明的员工薪酬体系；单县海吉亚对员工进行股权激励，员工持股平台合计持有单县海吉亚医院 18.44% 的股权，有利于吸引优秀医疗专业人员。

2.5、财务情况：营业收入和净利润逐年增长，盈利水平不断提升

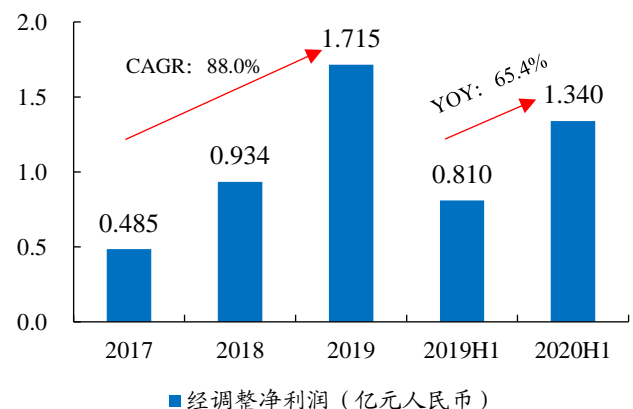
营业收入和归母净利润不断增加，盈利水平提升：得益于公司现有医院内生性增长、新成立或收购的医院营运水平提升、合作的放疗中心数量增加，海吉亚医疗营收从 2017 年 5.97 亿元提升到 2019 年 10.86 亿元，CAGR34.94%，经调整净利润逐年增长，2019 年达到 1.72 亿元，2020 年上半年营收同比提升 22.8%，经调整净利润同比提升 65.4%，规模优势逐步显现。

图34：2017-2019 年营业收入 CAGR34.94%



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

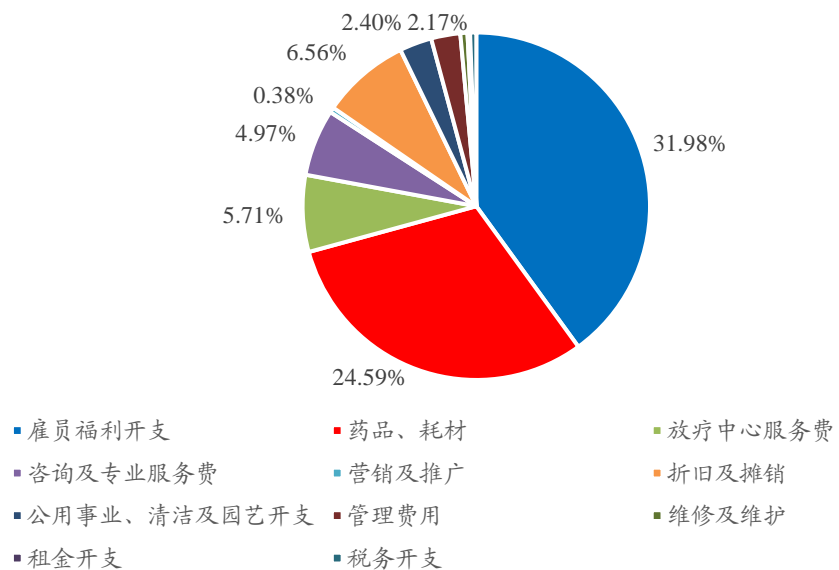
图35：经调整归母净利润持续增长



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

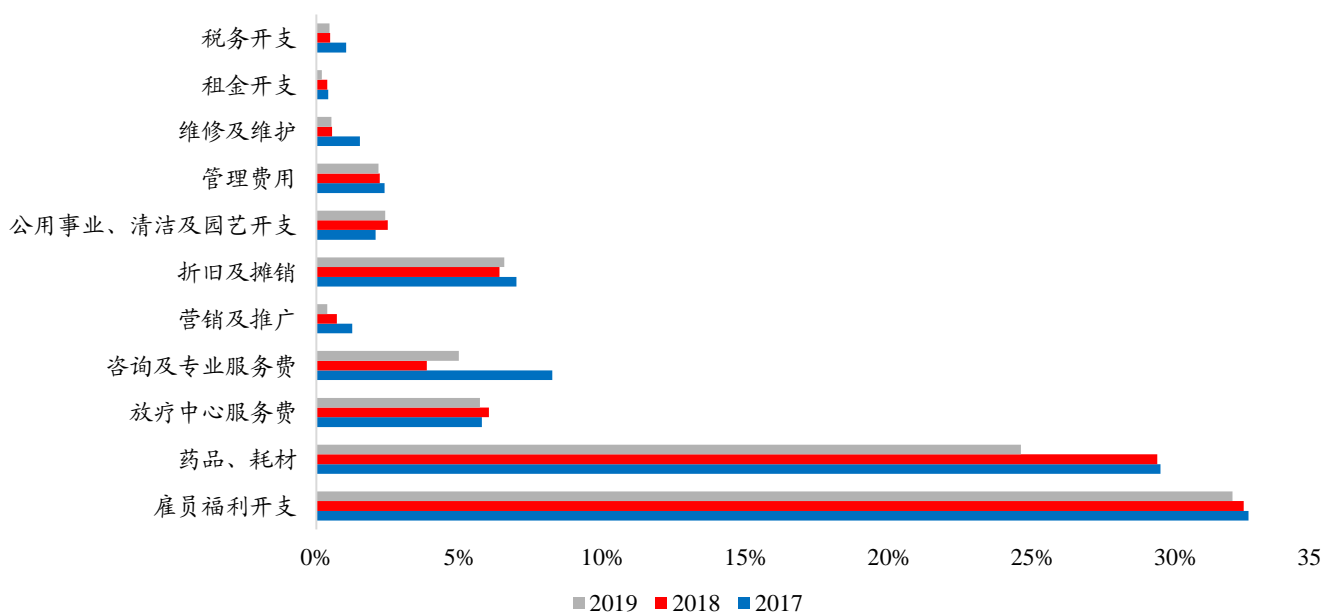
成本构成较为集中且稳定，期间费用率较低。公司旗下医院的成本主要由人工成本（占收入比 30% 左右）、药品耗材成本（占收入比 25-30%）构成，该两部分成本占收入 60% 左右。其中，人工成本为公司自有医院全职医师及其他医疗人员的薪金、分红、股份支付薪酬开支、退休金及其他社保福利。从费用端来看，销售费用、管理费用占收入比较少，分别为 1%、2%。折旧及摊销主要包括医疗设备及用作医院场所的物业折旧、提供管理服务及医疗执照的合约权利摊销，折旧及摊销占收入比约为 7%。

图36: 2019 年公司旗下医院人工+药品耗材成本占收入比超过 55%



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图37: 公司旗下医院成本及费用构成: 以人工成本、药品耗材成本为主

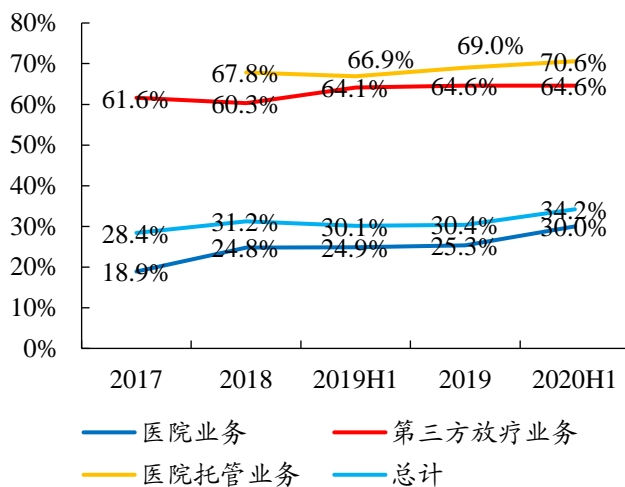


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

整体毛利率和各项业务毛利率稳步提升: 医院业务得益于品牌影响力提升带来的成本费用摊薄、肿瘤业务收入占比提升等因素, 毛利率从 2017 年的 18.9% 提升到 2020H1 的 30%。第三方放疗业务采用垂直一体化放疗服务模式, 节约购置或租用第三方设备的成本, 毛利率超过 60%。医院托管业务得益于托管医院盈利水平提升, 毛利率逐年提升, 2020H1 接近 70%。下图中, 重庆海吉亚毛利率迅速提升的原因在于: (1) 重庆海吉亚于 2018 年 5 月开业, 2019 年是第一个完整年度; (2) 重庆地区辐射范围大, 能够接纳四川、贵州、湖北、湖南的患者, 市场容量大; (3) 重庆海

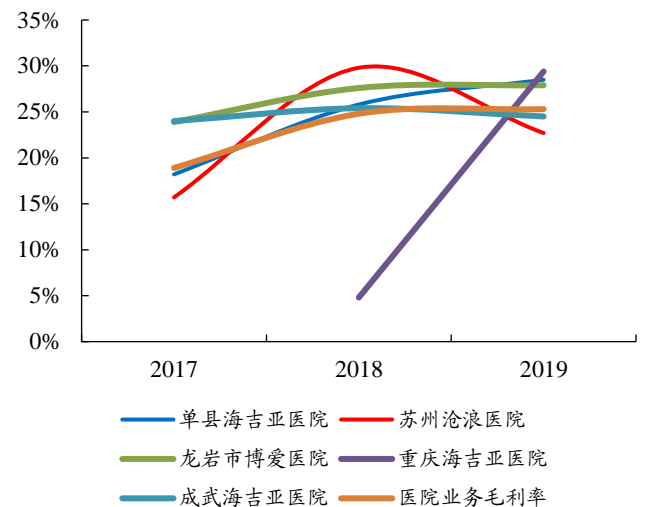
吉亚拥有好设备+好医生（大部分专家曾就职于陆军军医大学附属医院、重庆医科大学附属医院、重庆市肿瘤医院、重庆市人民医院等知名公立医院）。

图38：各业务毛利率平稳上升



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

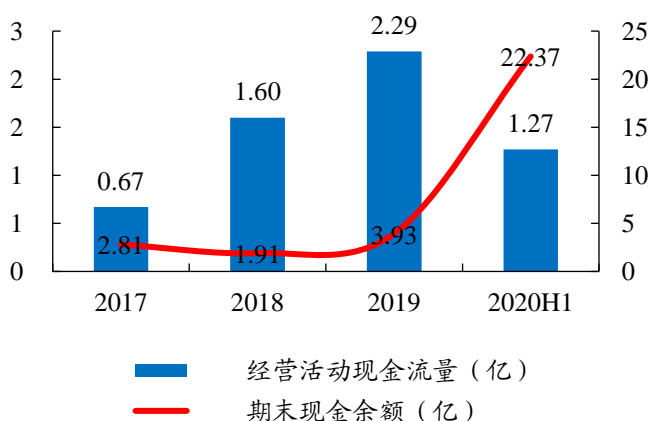
图39：各医院毛利率呈现上升趋势



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

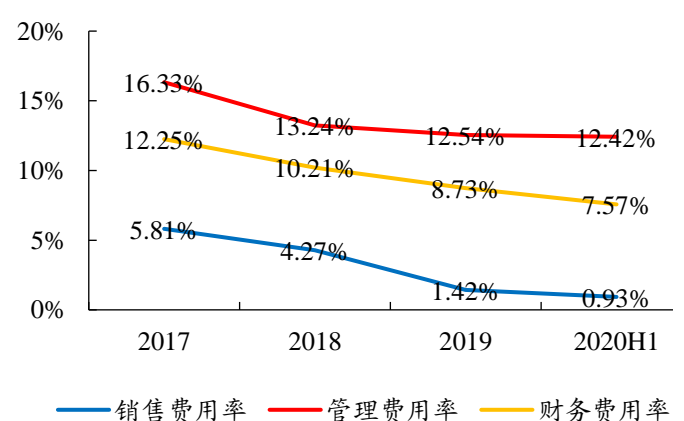
期间费用率逐年下降，现金流充裕助力未来扩张：海吉亚医疗通过患者口碑宣传、参加当地公益项目扶贫工程、到农村义诊、与电视台合作举办健康讲座、为广场舞成员赞助印有带有公司 logo 的运动服装等较低成本的宣传渠道，提升品牌影响力。同时得益于集团规模化优势和精细化管理，集团整体的管理费用率持续下降，盈利能力不断提升。近几年公司经营活动现金流逐步提升，2019 年末公司经营活动现金流达到 2.29 亿元，且公司在 2020 年 7 月 19 日行使超额配股权获得上市募集资金 25.53 亿港元，现金余额充裕，将有助于未来规模扩张。

图40：公司现金余额充裕



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图41：期间费用率逐年下降



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

3、未来发展亮点：“全周期护理服务+人工智能网上平台”巩固三级联动诊疗

3.1、引进先进技术，围绕肿瘤核心业务开展多学科医疗服务

除癌症筛查、诊断和治疗外，公司拟为肿瘤患者提供全周期护理，包括提供治疗后康复服务，以及为末期患者提供临终关怀，提高旗下医院的医疗服务质量和公司的品牌知名度。

图42：公司拟为肿瘤患者提供全周期护理



资料来源：公司官网

投资新技术，进一步加强肿瘤学科建设，公司计划使用先进的癌症筛查、诊断和治疗设备（如 PET/CT 及 PET/MR）及技术（例如质子和重离子放疗），提高医疗能力。同时开发人工智能网上平台，将累积的医疗数据加入机器学习，促进远程会诊及诊断，实现三级联动诊疗，降低诊疗成本。进一步加强肿瘤学科建设，除了继续提供以手术、化疗、放疗为主的肿瘤综合治疗方案，同时加强包括肿瘤基因检测、免疫、靶向等诊断、治疗在内的学科建设。

图43：逐步引入新兴技术和先进的设备，为患者提供更全面的肿瘤治疗方案



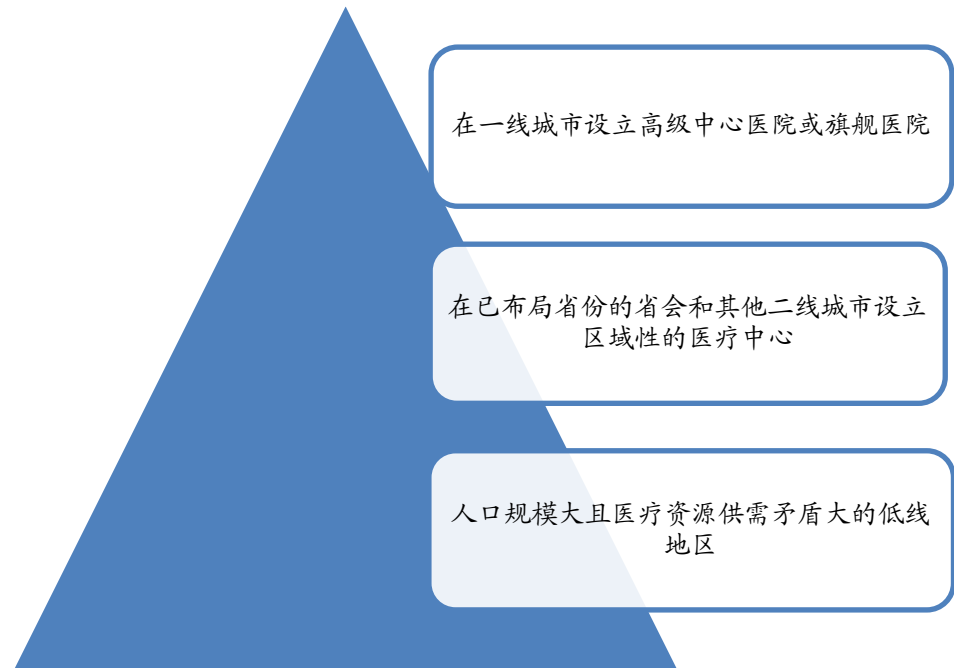
资料来源：公司官网

3.2、未来扩张：依托口碑宣传，通过自建+并购建立三级联动医院网络

海吉亚医疗将扩大以肿瘤科为核心的医院和放疗中心网络，拟建立三级联动的医院网络：（1）继续在东部、中部及西部人口规模较大的三线及其他城市设立医院，

尤其是已布局的城市，通过在当地形成的品牌影响力提升竞争力；（2）在山东省等已布局省份的省会和其他二线城市设立医院，用作医院网络的区域中心；（3）在一线城市设立旗舰医院，为治疗奇难杂症提供学术医疗支持，并为医疗专业人员的培训提供支持。三级联动的诊疗模式将实现资源配置的最优化和患者就诊的便利化，资源共享程度快速提高，广大基层患者得以就近享受优质医疗服务。

图44：公司将持续完善三级诊疗模式



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

通过内生性增长及战略收购继续扩大公司的医院网络。（1）内生性增长：拟继续升级现有医院及建立新医院。公司计划升级单县海吉亚、成武海吉亚、重庆海吉亚医院，以提升医院的服务能力并扩展服务范围。此外，计划在山东省聊城及德州、江苏省苏州及无锡及福建省龙岩成立新的以肿瘤科为核心的医院。

表15：公司将对现有医院进行扩张

医院	目前状况	估计规模	预期开业时间
单县海吉亚医院第二期	正申领监管批准	建筑面积 20,000 平方米,注册床位 150 至 200 张	2021 年
成武海吉亚医院第二期	正申领监管批准	建筑面积 15,000 平方米,注册床位 300 至 400 张	2021 年
重庆海吉亚医院第二期	正在施工建设	建筑面积 70,000 平方米,注册床位 700 至 900 张	2022 年

资料来源：公司招股说明书、海吉亚医疗投资者关系公众号、开源证券研究所

表16：公司将在聊城、德州、苏州、龙岩、无锡新建医院

地点	目前状况	估计规模	预期开业时间
聊城	正在施工建设	建筑面积 70,000 平方米,700 至 900 张注册床位	2022 年
德州	已完成土地签约工作	建筑面积 70,000 平方, 700 至 900 张注册床位	2022 年
苏州	选址中	建筑面积 70,000 平方, 700 至 900 张注册床位	2023 年
龙岩	选址中	建筑面积 50,000 平方米, 500 至 700 张注册床位	2023 年
无锡	2020 年 6 月与江苏省无锡市有关主管部门签署了医院投资意向协议, 并开始筹备医院建设工作		

资料来源：公司招股说明书、海吉亚医疗投资者关系公众号、开源证券研究所

预期扩张及新建的医院总投资额约为 23 亿元，根据海吉亚医疗过往营运经验，建设新医院通常需要 2 年完成，新医院 3-9 月可实现单月收支平衡，营运后 3-5 年收回投资。

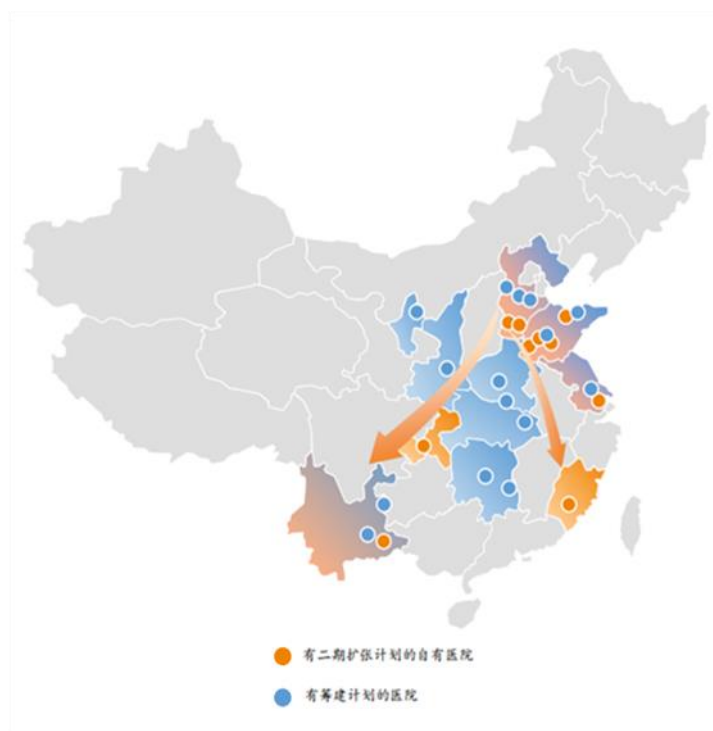
表17: 上市募集资金主要用于新建及收购医院

募集资金所用项目	占 IPO 所得款项净额百分比	金额（百万港元）	预期使用时间
单县海吉亚医院、重庆海吉亚医院及成武海吉亚医院（均属集团的自有营利性医院）的升级，并在聊城、德州、苏州及龙岩设立新医院	60%	1,435.1	2020.9-2024.6
在合适机遇到来时，在人口庞大、对肿瘤医疗服务需求相对较高的新市场中收购医院	30%	717.6	2020.9-2024.6
信息技术系统的升级	5%	119.6	2020.12-2024.6
营运资金及其他一般企业用途	5%	119.6	2020.12-2024.6
总计		2,391.9	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 战略收购: 公司将考虑在人口庞大、对肿瘤医疗服务需求相对较高的新市场收购医院, 重点考虑自有物业、建筑面积至少 10,000 平方米并有足够的空间容纳大型放疗设备的医保定点医疗机构医院。

图45: 海吉亚医疗计划在多个省份筹建新医院



资料来源：公司官网

(3) 生产专利立体定向放疗设备: 公司将专利立体定向放疗设备升级, 提升整个治疗过程中的准确实时定位。截止 2020 年上半年, 公司拥有 42 台专利立体定向放疗设备, 公司计划在未来两年生产约 25 台专利立体定向放疗设备, 扩大第三方放疗中心业务。

4、海吉亚医疗模型拆分、盈利预测与估值

4.1、海吉亚医疗收入拆分模型及利润模型

收入模型拆分假设：

1. 医院业务，我们假设：

(1) 7 家医院中各医院收入=门诊收入+住院收入，门诊收入=门诊就诊人次×门诊次均收费，住院收入=实际使用床位×单床产出=开放床位×开放床位入住率×单床产出。其中，开放床位入住率=实际使用床位数/开放床位数=注册床位数×注册床位入住率/开放床位数。门诊业务方面，假设新建医院人次或收费增速大于已开业医院相对增速。住院业务方面，假设开放床位入住率和单床产出逐年提升；同时，假设位于重庆、苏州地区的医院单床产出高于拥有相同运营年限的基层地区医院。注意，模型中的单床产出=住院收入/已使用床位数。

(2) 2022-2023 年建设的新医院收入=床位数×单床产出，其中，根据招股书披露，2022 年开业的聊城、德州预计皆为 700-900 张注册床位；保守假设实际开放床位=注册床位。就单床产出而言，为了同时考虑门诊与住院收入，先计算 7 家医院的整体单床产出（医院总收入/注册床位数），再根据新医院地理位置选择对标医院保守估计其单床产出。

2. 第三方放疗业务，我们假设：

(1) 由于公司截至 2020 年 6 月底新增 23 个合作的第三方放疗中心，我们预计自 2021 年其公司放疗中心咨询业务增速保持稳健，其授权使用放疗设备业务、设备维护业务增速也稳定增长；

(2) 由于公司在其招股书提到目前不拟出售其专利设备，因此我们假设该业务在 2020-2025 年收入为 0。

3. 托管业务，我们假设：

2020 年-2024 年收入增速逐步提升。

利润模型假设：

(1) 收入=1. 医院业务收入+2. 第三方放疗业务收入+3. 托管业务收入；

(2) 考虑规模效应，假设经营成本及费用占收入比按照 2017-2019 年的下降趋势逐年小幅下降；

(3) 所得税率：除了重庆海吉亚医院在 2018-2020 年享有优惠税率 15% 外，其余医院及业务按照 25% 税率，由此 2020 年按照收入规模加权后计算税率为 23.2%，假设 2021-2025 年税率为 25%；

(4) 截至目前，公司所有收购医院已经成为公司全资子公司，2019 年少数股东损益为 0，所以假设 2020-2025 年净利润等于归母净利润。

(5) 经调整利润=税后利润+调整部分，调整部分=股份支付薪酬开支+可赎回股份利息开支+给予朱先生反摊薄权利的公允价值亏损+上市相关开支+可赎回股份赎回

回日展期带来的影响，由于调整部分为一次性支出，不会影响 2020 下半年及以后的净利润，由此 2020 全年调整部分用 2020H1 数据，2021 年及以后由于没有该部分支出，调整为 0。

表18: 海吉亚医疗收入拆分模型

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、医院业务						
1. 龙岩市博爱医院（收购）						
收入（万元）	11,614.10	14,824.40	16,554.30	18,858.38	21,347.33	23,701.06
YOY		28%	11.67%	13.92%	13.20%	11.03%
门诊就诊人次（万人）	11.23	13.58	16.05	19.10	22.54	25.92
YOY		20.93%	18.19%	19.00%	18.00%	15.00%
门诊次均收费（元）	335.10	350.10	347.70	354.65	361.75	368.98
YOY		4.48%	-0.69%	2.00%	2.00%	2.00%
住院就诊人次（万人）	0.77	0.80	0.94			
YOY		3.90%	17.50%			
住院次均收费（元）	10,205.30	12,627.50	11,687.30			
YOY		23.73%	-7.45%			
住院收入（万元）	7,858.08	10,102.00	10,986.06	12,084.67	13,194.48	14,137.78
YOY		28.56%	8.75%	10.00%	9.18%	7.15%
开放床位（张）	430	430	430	430	430	430
注册床位（张）	390	390	390			
注册床位入住率	82.30%	94.10%	100.60%			
实际使用床位（张）	321	367	392	392	397	401
开放床位入住率	75%	85%	91%	91%	92%	93%
单床产出（万元）	24.48	27.53	28.00	30.80	33.27	35.26
		12.43%	1.72%	10%	8%	6%
2. 苏州沧浪医院（收购）						
收入（万元）	11,793.70	16,242.00	22,985.00	28,738.23	45,800.63	63,044.91
YOY		38%	41.52%	25.03%	59.37%	37.65%
门诊就诊人次（万人）	12.88	15.31	17.34	19.77	22.14	24.35
YOY		18.87%	13.26%	14.00%	12.00%	10.00%
门诊次均收费（元）	395.00	436.10	491.90	555.85	600.31	642.34
YOY		10.41%	12.80%	13.00%	8.00%	7.00%
住院就诊人次（万人）	0.61	0.78	1.05			
YOY		27.87%	34.62%			
住院次均收费（元）	11,020.60	12,229.90	13,737.00			
YOY		10.97%	12.32%			
住院收入（万元）	6,722.57	9,539.32	14,423.85	17,750.47	32,509.83	47,401.64
YOY		41.90%	51.20%	23.06%	83.15%	45.81%
开放床位（张）	191	231	291	294	450	550
注册床位（张）	191	231	291			

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

36 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

注册床位入住率	98.90%	94.70%	89.90%			
实际使用床位（张）	189	219	262	266	410	506
开放床位入住率	98.90%	94.70%	89.90%	90.50%	91.00%	92.00%
单床产出（万元）	35.59	43.61	55.14	66.71	79.39	93.68
		22.53%	26.44%	21.00%	19.00%	18.00%

3.单县海吉亚医院（自建）

收入（万元）	20,778.20	24,720.40	28,333.70	34,392.45	40,165.42	46,379.48
YOY		19%	14.62%	21.38%	16.79%	15.47%
门诊就诊人次（万人）	34.66	33.53	37.72	43.38	49.45	56.37
YOY		-3.26%	12.50%	15.00%	14.00%	14.00%
门诊次均收费（元）	151.80	184.70	210.30	233.43	252.11	267.23
YOY		21.67%	13.86%	11.00%	8.00%	6.00%
住院就诊人次（万人）	2.20	2.05	2.28			
YOY		-6.82%	11.22%			
住院次均收费（元）	7,050.40	9,037.50	8,954.60			
YOY		28.18%	-0.92%			
住院收入（万元）	15,510.88	18,526.88	20,416.49	24,266.60	27,698.47	31,314.41
YOY		19.44%	10.20%	18.86%	14.14%	13.05%
开放床位（张）	578	733	970	970	970	1,000
注册床位（张）	200	300	400			
注册床位入住率	245.60%	207.80%	206.10%			
实际使用床位（张）	491	623	824	924	1,024	1,124
开放床位入住率	85%	85%	85%	85.2%	85.4%	85.6%
单床产出（万元）	31.58	29.72	24.77	26.25	27.04	27.85
		-5.89%	-16.67%	6.00%	3.00%	3.00%

4.安丘海吉亚医院（收购）

收入（万元）	33.70	372.90	1,076.08	1,608.62	2,213.22
YOY		1006.53%	188.57%	49.49%	37.58%
门诊就诊人次（万人）	0.23	0.23	0.32	0.42	0.50
YOY		0.00%	40.00%	30.00%	20.00%
门诊次均收费（元）	80.30	120.60	126.63	132.96	139.61
YOY		50.19%	5.00%	5.00%	5.00%
住院就诊人次（万人）	0.00	0.05			
YOY		3275.68%			
住院次均收费（元）	10,283.00	7,127.70			
YOY		-30.68%			
住院收入（万元）	15.23	356.39	1,035.31	1,552.96	2,143.09
YOY		2239.87%	190.50%	50.00%	38.00%
开放床位（张）	99	99	99	99	99
注册床位（张）	99	99			
注册床位入住率	2%	18%			
实际使用床位（张）	2	18	40	50	59

开放床位入住率	1.90%	17.90%	40.00%	50.00%	60.00%
单床产出（万元）	8.10	20.11	26.14	31.37	36.08
		148.37%	30.00%	20.00%	15.00%

5.成武海吉亚医院（收购）

收入（万元）	1,167.00	1,833.20	3,044.50	4,232.29	9,866.95	8,901.92
YOY		57%	66.08%	39.01%	133.13%	-9.78%
门诊就诊人次（万人）	3.07	4.26	5.88	7.06	8.47	9.99
YOY		38.76%	38.03%	20.00%	20.00%	18.00%
门诊次均收费（元）	153.10	168.70	197.30	217.03	234.39	248.46
YOY		10.19%	16.95%	10.00%	8.00%	6.00%
住院就诊人次（万人）	0.21	0.28	0.38			
YOY		33.33%	35.71%			
住院次均收费（元）	3,256.80	3,992.60	4,989.90			
YOY		22.59%	24.98%			
住院收入（万元）	683.93	1,117.93	1,896.16	2,700.93	7,882.30	6,419.53
YOY		63.46%	69.61%	42.44%	191.84%	-18.56%
开放床位（张）	99	120	120	140	170	250
注册床位（张）	99	120	120			
注册床位入住率	48.90%	34.20%	68.80%			
实际使用床位（张）	48	41	83	98	260	193
开放床位入住率	48.90%	34.20%	68.80%	70.00%	75.00%	77.00%
单床产出（万元）	14.13	27.24	22.97	27.56	30.32	33.35
		92.81%	-15.69%	20.00%	10.00%	10.00%

6.重庆海吉亚医院（自建）

收入（万元）	4,887.20	17,031.70	24,355.02	29,099.62	40,838.00
YOY		248.50%	43.00%	19.48%	40.34%
门诊就诊人次（万人）	1.04	2.94	3.91	5.01	6.01
YOY		182.69%	33.00%	28.00%	20.00%
门诊次均收费（元）	492.50	746.50	880.87	995.38	1,045.15
YOY		51.57%	18.00%	13.00%	5.00%
住院就诊人次（万人）	0.17	0.77	1.08	1.40	1.68
YOY		352.94%	40.00%	30.00%	20.00%
住院次均收费（元）	25,175.60	19,200.60	20,352.64	21,166.74	21,801.74
YOY		-23.73%	6.00%	4.00%	3.00%
住院收入(万元)	4,279.85	14,784.46	20,910.65	24,117.67	34,560.75
YOY		245.44%	41.44%	15.34%	43.30%
开放床位（张）	264	436	436	436	586
注册床位（张）	200	200			
注册床位入住率	50.40%	123.90%			
实际使用床位（张）	101	248	270	283	386
开放床位入住率	38.18%	56.83%	61.83%	64.83%	65.83%
单床产出（万元）	42.46	59.66	77.56	85.32	89.58

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

38 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

40.52% 30.00% 10.00% 5.00%

7.菏泽海吉亚医院（自建）

收入（万元）	87.30	6,150.60	11,085.78	16,585.16	21,694.44
YOY		6945.36%	80.24%	49.61%	30.81%
门诊就诊人次（万人）	0.16	4.48	6.05	7.74	9.44
YOY		2700.00%	35.00%	28.00%	22.00%
门诊次均收费（元）	88.70	236.70	272.21	285.82	297.25
YOY		166.85%	15.00%	5.00%	4.00%
住院就诊人次（万人）	0.01	0.45			
YOY		4400.00%			
住院次均收费（元）	7,652.90	11,284.60			
YOY		47.46%			
住院收入(万元)	76.53	5,078.07	9,439.49	14,372.53	18,887.06
YOY		6535.48%	85.89%	52.26%	31.41%
开放床位（张）	260	307	400	500	600
注册床位（张）	260	260			
注册床位入住率	1.60%	72.70%			
实际使用床位（张）	4	189	270	358	435
开放床位入住率	1.60%	61.57%	67.57%	71.57%	72.57%
单床产出（万元）	18.40	26.87	34.92	40.16	43.38
		46.04%	30.00%	15.00%	8.00%

8.曲阜医院（2018.10.15 出售）

收入（万元）	677.30	459.00
YOY		-32.23%
门诊就诊人次（万人）	0.37	0.81
YOY		118.92%
门诊次均收费（元）	146.50	285.30
YOY		94.74%
住院就诊人次（万人）	0.21	0.11
YOY		-47.62%
住院次均收费（元）	2,905.70	2,083.80
YOY		-28.29%
注册床位（张）	75	75
注册床位入住率	67.80%	47.10%
单床产出（万元）	12.00	6.49

9.其他新医院（聊城、德州预计将于 2022

开业，皆为 700-900 张注册床位，假设等


同于开放床位）

床位数	1,400
单床产出	8.00
聊城、德州医院收入	11,200.00

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

39 / 45

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

医院业务收入（万元）	46,030.30	63,087.20	94,472.70	122,738.3	164,473.7	217,973.0
YOY		37.06%	49.75%	29.92%	34.00%	32.53%
二、第三方化疗业务						
1.放疗中心咨询业务（万元）	3,484.20	4,549.10	4,623.70	6,010.81	9,016.22	9,467.03
YOY		30.56%	1.64%	30.00%	50.00%	5.00%
2.授权使用放疗设备（万元）	4,836.90	4,913.40	4,984.40	5,133.93	5,390.63	5,552.35
YOY		1.58%	1.45%	3.00%	5.00%	3.00%
3.放疗设备维护服务（万元）	3,327.80	3,429.70	3,169.90	3,201.60	3,361.68	3,496.15
YOY		3.06%	-7.58%	1.00%	5.00%	4.00%
4.放疗设备销售（万元）	1,861.60	-	708.00	708.00	708.00	708.00
YOY				0.00%	0.00%	0.00%
第三方化疗业务收入（万元）	13,510.50	12,892.20	13,486.00	15,054.34	18,476.52	19,223.52
YOY		-4.58%	4.61%	11.63%	22.73%	4.04%
三、托管业务						
托管业务收入（万元）	107.20	634.80	623.90	686.29	720.60	756.63
YOY		492.16%	-1.72%	10.00%	5.00%	5.00%
合计：收入（万元）	59,648.00	76,614.20	108,582.6	138,478.9	183,670.9	237,953.2
YOY		28.44%	41.73%	27.53%	32.63%	29.55%

数据来源：公司公告、开源证券研究所。注：其他新医院为聊城、德州新建医院

表19：海吉亚医疗利润模型

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（万元）	59,648.00	76,614.20	108,582.60	138,478.88	183,670.85	237,953.18
YOY		28.44%	41.73%	27.53%	32.63%	29.55%
经营成本及费用（万元）	54,809.30	66,060.00	91,161.90	111,475.50	124,161.49	161,808.16
YOY		20.53%	38.00%	22.28%	11.38%	30.32%
占收入比例	91.89%	86.22%	83.96%	80.50%	67.60%	68.00%
EBIT	4,838.70	10,554.20	17,420.70	27,003.38	59,509.35	76,145.02
YOY		118.12%	65.06%	55.01%	120.38%	27.95%
财务成本净额（万元）	-7,312.60	-7,827.90	-9,488.70	-7,000.00	-8,000.00	-9,000.00
除税前利润（万元）	-2,473.90	2,726.30	7,932.00	20,003.38	51,509.35	67,145.02
所得税率	25.0%	24.4%	23.4%	23.2%	25.0%	25.0%
所得税（万元）	2,177.10	2,484.50	3,955.30	4,649.04	12,877.34	16,786.25
净利润（万元）	-4,651.00	241.80	3,976.70	15,354.35	38,632.02	50,358.76
归母净利润（万元）	-4,643.40	258.80	3,976.70	15,354.35	38,632.02	50,358.76
YOY		105.57%	1436.59%	286.11%	151.60%	30.35%
归母净利率	-8%	0%	4%	11%	21%	21%
调整部分						

股份支付薪酬开支	2,708.40	1,262.90	1,078.50	406.30		
可赎回股份利息开支	6,546.00	7,396.50	8,932.40	4,802.90		
给予朱先生反摊薄权利的公允价值亏损	250.50	207.40	1,135.50			
上市相关开支		230.00	2,031.10	2,165.60		
可赎回股份赎回日展期带来的影响				5,785.20		
经调整净利润(万元)	4,853.90	9,338.60	17,154.20	28,514.35	38,632.02	50,358.76
YOY		92.39%	83.69%	66.22%	35.48%	30.35%
经调整净利率	8.14%	12.19%	15.80%	20.59%	21.03%	21.16%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测、估值与投资建议

海吉亚医疗是中国最大的肿瘤医疗集团，公司以内生性增长+战略收购+医院合作的方式，拥有 7 家医院(3 家自建+4 家收购)、3 家托管医院的举办权和 15 家合作放疗中心，逐步覆盖全国。海吉亚医疗在医生及设备资源、管理体系、服务模式方面优势明显，助推业务快速扩张、高度扩展。预计 2020-2022 年，公司净利润分别为 1.54（经调整后为 2.85）、3.86、5.04 亿元人民币，对应 EPS 分别为 0.46、0.63、0.81 元/股，当前股价对应 PE 分别为 173、69、53 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表20：与同类医疗服务公司相比，海吉亚医疗具备估值性价比

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				P/E(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
1951.HK	锦欣生殖	15.58	145.87	1.96	38.42	21.89	55	74	53	44
002044.SZ	美年健康	12.30	-205.60	180.80	35.80	23.80	-56	69	51	41
600763.SH	通策医疗	296.50	39.44	18.90	34.22	30.33	71	173	129	99
300015.SZ	爱尔眼科	71.49	36.67	26.69	35.76	32.74	89	169	124	94
002390.SZ	信邦制药	8.68	118.22	-25.52	60.80	28.98	37	82	51	40
000516.SZ	国际医学	10.97	-118.50	104.30	604.50	292.90	-54	1272	179	45
可比公司平均			85.05	66.53	134.92	71.77	63	306	98	60
6078.HK	海吉亚医疗	51.70	1436.59	286.11	151.60	30.35	670	173	69	53

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2021/1/6；除美年健康、国际医学外，康宁医院、锦欣生殖、通策医疗、爱尔眼科数据来源为 Wind 一致预期；锦欣生殖、海吉亚医疗收盘价为港币，其他公司为人民币；计算平均归母净利润增速及 PE 平均值时剔除了负值。

表21：海吉亚医疗盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	766	1,086	1,385	1,837	2,380
YOY(%)	118.12	65.06	55.01	120.38	27.95
净利润(百万元)	3	40	154	386	504
YOY(%)	105.57	1,436.59	286.11	151.60	30.35
毛利率(%)	31.16	30.40	33.27	43.96	43.63
净利率(%)	0.34	3.66	11.09	21.03	21.16

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROE(%)	-1.37	-19.63	5.35	12.83	15.93
EPS(摊薄/元)	0.19	3.84	0.46	0.63	0.81
P/E(倍)	10288	670	173	69	53
P/B(倍)	-141.43	-131.41	9.28	8.84	8.42

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：表中 2020 年及之前的净利润包含可赎回利息开支、上市相关开支等一次性费用，经调整后的净利润参考表 19；汇率为 2021 年 1 月 5 日值，即港元:人民币=1.2:1。

5、风险提示

医保控费趋严；医院自建进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	513	669	2,674	2,942	3,383
现金	191	393	984	1,574	2,675
应收账款	225	225	277	353	441
存货	41	47	51	51	58
其他流动资产	56	3	1,362	963	209
非流动资产	1,469	1,545	1,668	1,835	2,110
固定资产及在建工程	1,066	1,122	1,235	1,358	1,494
无形资产及其他长期资产	403	422	434	477	616
资产总计	1,982	2,213	4,342	4,777	5,493
流动负债	415	1,714	1,246	1,371	1,508
短期借款	1,100	0	0	0	0
应付账款	213	262	298	312	383
其他流动负债	-898	1,452	948	1,059	1,125
非流动负债	1,755	702	228	394	823
长期借款	45	0	157	315	734
其他非流动负债	1,710	702	71	79	89
负债合计	2,171	2,416	1,474	1,765	2,331
股本	0	2,731	6,837	6,837	6,837
储备	-192	-2,934	-6,837	-6,837	-6,837
归母所有者权益	-192	-203	2,868	3,011	3,162
少数股东权益	4	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1,982	2,213	4,342	4,777	5,493

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	160	229	400	927	1,074
税前利润	27	79	200	515	671
折旧和摊销	49	71	87	97	127
营运资本变动	0	3	5	7	11
其他	84	75	108	308	266
投资活动现金流	-262	-135	200	-317	57
资本开支	-262	-134	-50	-50	-50
其他	0	-1	250	-267	107
融资活动现金流	12	105	-10	-20	-30
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	504	100	90	80
其他	12	-400	-110	-110	-110
汇率变动对现金的影响	4	5	12	19	32
现金净增加额	-90	203	590	590	1,102
期末现金总额	191	393	984	1,574	2,675

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	766	1,086	1,385	1,837	2,380
营业成本	-527	-756	-924	-1,029	-1,341
营业费用	-33	-15	-19	-21	-27
管理费用	-102	-136	-167	-186	-242
其他收入/费用	1	-4	-5	-6	-7
营业利润	106	174	270	595	761
净财务收入/费用	-78	-95	-70	-80	-90
其他利润	0	0	0	0	0
利润总额	27	79	200	515	671
所得税	-25	-40	-46	-129	-168
少数股东损益	-0	-0	0	0	0
归母净利润	3	40	154	386	504
EBITDA	153	249	287	612	798
扣非后净利润	-1	37	144	366	474
EPS(元)	0.19	3.84	0.46	0.63	0.81

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	118.12	65.06	55.01	120.38	27.95
营业利润(%)	28.44	41.73	27.53	32.63	29.55
归属于母公司净利润(%)	105.57	1,436.59	286.11	151.60	30.35
获利能力					
毛利率(%)	31.16	30.40	33.27	43.96	43.63
净利率(%)	0.34	3.66	11.09	21.03	21.16
ROE(%)	-1.37	-19.63	5.35	12.83	15.93
ROIC(%)	-1.37	-23.50	10.41	21.89	21.60
偿债能力					
资产负债率(%)	109.50	109.15	33.95	36.95	42.44
净负债比率(%)	-1,153.15	-1,192.36	51.40	58.61	73.72
流动比率	1.24	0.39	2.15	2.15	2.24
速动比率	1.14	0.36	2.10	2.11	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.52	0.42	0.40	0.46
应收账款周转率	3.40	4.83	5.00	5.20	5.40
应付账款周转率	2.47	3.18	3.10	3.30	3.50
存货周转率	13.82	17.17	18.00	20.00	23.00
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	3.84	0.46	0.63	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	15.99	22.69	0.65	1.50	1.74
每股净资产(最新摊薄)	-18.82	-20.10	4.64	4.87	5.12
估值比率					
P/E	10288	670	173	69	53
P/B	-141.43	-131.41	9.28	8.84	8.42

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

注：港币兑人民币汇率为 1.2 港元/1 元人民币，换算日期为 2021 年 1 月 5 日

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn