

2022年1月10日

固生堂 (2273.HK)

国内领先的中医医疗连锁服务平台， “聚医能力”和“获客能力”突出

■知名中医医疗连锁龙头，业务布局全国领先。固生堂成立于2010年，公司长期专注于提供全流程的中医医疗健康解决方案，是全国领先的中医医疗服务品牌供应商。公司主营业务可以分为医疗健康解决方案和销售医疗健康产品：(1) 医疗健康解决方案：依托丰富的线下医疗网络和便捷的线上医疗平台，公司可以为患者提供从疾病诊断、到疾病治疗、到健康管理的全流程医疗健康解决方案，2018-2020年该业务分别实现营业收入6.68亿元、8.66亿元、8.92亿元。(2) 销售医疗健康产品：公司同时向患者销售各类医疗健康产品，既包括阿胶、冬虫夏草、燕窝、石斛、西洋参等贵细药材，也包括复方阿胶浆、阿胶糕、蜂蜜、养生茶、即食花胶、即食燕窝等营养品。2018-2020年该业务分别实现营业收入0.58亿元、0.30亿元、0.34亿元。

■乘政策东风，中医医疗服务景气度高。从需求端来看，中医是一门具有数千年历史的传统学科，在慢病管理方面具有较大优势。2021年12月30日，《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》发布，中医药传承创新发展上升至国家战略层面。根据Frost & Sullivan，中医诊断和治疗服务的市场规模从2015年的1,110亿元增长至2019年的2,920亿元，年复合增长率达到27.4%。从供给端来看，中医医疗健康服务供应商主要包括中医院、中医门诊部、中医诊所等医疗机构，市场份额高度分散。根据国家中医药管理局统计，截至2019年末，全国中医相关医疗机构总数达6.58万家，大部分医疗机构属于区域性经营的单体机构，具有跨区域扩张能力的连锁机构非常少见，整个行业呈现出“散乱小”的特点。由于中医师资源长期短缺，医疗资源分布不平衡，线上问诊有望缓解资源短缺的压力。

■打造全国领先的中医OMO平台，线下机构与线上平台融合。公司致力于打造全国领先的中医OMO (Online-Merge-Offline) 平台。(1) 线下机构：截至招股书披露日，公司拥有42家线下医疗机构，覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波、无锡等城市，可以提供专家看诊、检验检查、理疗和药物治疗、病程管理等服务，是行业内少数实现跨区域扩张的中医连锁机构。2018-2020年公司线下医疗机构分别实现营业收入7.12亿元、8.83亿元、8.80亿元。(2) 线上平台：公司率先推出行业领先的线上医疗健康平台，先后收购“白露”“万家”等互联网医疗平台，可以提供线上诊疗跟进、线上处方、煎药等服务，跨地域服务更为庞大的客户群体，目前覆盖

公司深度分析

证券研究报告

医疗服务

投资评级 **买入-A**
首次评级目标价：**59.45 港币**
股价 (2022-1-7) **41.40 港币**

交易数据

总市值 (百万港币)	9,538.41
流通市值 (百万港币)	9,538.41
总股本 (百万股)	230.40
流通股本 (百万股)	230.40
12个月价格区间 (港币)	23.15/49.55

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

全国 300 多个城市。2020 年公司线上业务首次独立出来实现营业收入 0.24 亿，2021H1 实现营业收入 0.57 亿元，目前处于高速发展阶段。

■核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”。公司是国内领先的中医医疗连锁服务平台，我们认为其核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”。(1) 关于聚医能力：公司拥有全国领先的中医师资源，截至 2021 年 6 月，公司合作医师数量达到 19,203 人，其中包括 4 名顶级国医大师。公司与广安门医院、广东省中医院等 9 家知名中医公立医疗机构建立合作关系，与合作的多点执业医师保持较高的粘性。(2) 关于获客能力：从用户画像来看，公司目前主要客户集中在 45 岁以上群体和女性群体，整体消费能力较强，客单价稳定在 500 元左右。基于良好的口碑效应，公司自然获客和老客户带动获客占比较高，客户回头率逐年提升。截至 2021 年 6 月，公司注册会员用户数量突破 7.5 万人，会员用户的粘性和消费能力明显高于非会员用户。

■投资建议：我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 12.81 亿元、16.81 亿元、22.12 亿元，实现归属于母公司的净利润分别为-3.54 亿元、1.89 亿元和 2.83 亿元，其中 2021 年的亏损主要受优先股公允价值变动、可转债公允价值变动、上市开支等非经常事项影响导致，我们预计 2021-2023 年经调整后净利润分别为 1.56 亿元、2.24 亿元、3.18 亿元。参考可比公司估值，目标市值为 112 亿人民币（对应 137 亿港元），目标价为 48.61 元（对应 59.45 港币），首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：扩张不及预期的风险；医疗事故风险；医师资源合作风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	896.2	925.4	1,281.2	1,681.3	2,212.0
净利润	-147.9	-255.7	-354.4	189.0	283.2
经调整后净利润	76.5	84.7	155.6	224.0	318.2
每股收益(元)			-1.54	0.82	1.23
每股净资产(元)	-4.22	-4.92	0.73	1.55	2.78

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)			-22.0	41.2	27.5
市净率(倍)			46.5	26.7	14.9
净利润率	-16.5%	-27.6%	-27.7%	11.2%	12.8%
净资产收益率	15.2%	22.6%	-211.3%	53.0%	44.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-9.0%	-10.2%	-16.7%	-29.2%	-40.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 知名中医医疗连锁龙头，业务布局全国领先	5
1.1. 发展历史：打造全国知名的中医医疗连锁品牌.....	5
1.2. 股权架构：控制权清晰，机构股东加持.....	5
1.3. 主营业务：医疗健康解决方案和销售医疗健康产品.....	6
1.4. 财务分析：精细化管理，盈利能力初步显现.....	7
2. 行业分析：乘政策东风，中医医疗服务享受高景气度	8
2.1. 需求端：政策大力支持，中医大健康产业高速发展.....	8
2.2. 供给端：市场份额高度分散，中医师资源短缺.....	11
3. 业务解读：打造中医 OMO 平台，线下机构和线上平台融合	12
3.1. 线下机构：全国领先的中医连锁网络，未来扩张可期.....	13
3.1.1. 门店可复制性强，成功实现跨区域布局.....	13
3.1.2. “自建+并购”双轮驱动，扩张计划清晰.....	16
3.2. 线上平台：搭建互联网平台，开启线上问诊模式.....	17
4. 护城河：核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”	18
4.1. 聚医能力：聚集万人中医师团队，掌握顶级医师资源.....	19
4.2. 获客能力：客户群体消费能力强，回头率高.....	20
5. 盈利预测与估值分析	22
5.1. 盈利预测.....	22
5.2. 估值分析.....	23
6. 风险提示	23
6.1. 扩张不及预期的风险.....	23
6.2. 医疗事故风险.....	23
6.3. 医师资源合作风险.....	24

图表目录

图 1：公司发展路径.....	5
图 2：公司控股权清晰（公开发行后）.....	6
图 3：公司主营业务收入拆分情况（单位：百万元）.....	6
图 4：公司主营业务毛利率情况（单位：%）.....	6
图 5：公司营业收入及同比增长情况（单位：百万元）.....	7
图 6：公司净利润及经调整净利润情况（单位：百万元）.....	7
图 7：公司毛利率及经调整净利率情况（单位：%）.....	8
图 8：公司各项期间费用情况（单位：%）.....	8
图 9：公司现金流情况（单位：百万元）.....	8
图 10：中医大健康产业市场规模（单位：亿元）.....	10
图 11：中医诊断与治疗市场规模（单位：亿元）.....	10
图 12：中医门诊人次及门诊人次占比情况（单位：百万）.....	11
图 13：中医师人数增长情况（单位：万人）.....	11
图 14：公司致力于打造中医 OMO 平台.....	12
图 15：固生堂线下医疗机构分布图.....	13
图 16：公司近 3 年扩张速度放缓.....	17

图 17: 公司微信公众号及小程序截图.....	18
图 18: 公司是国内领先的中医服务平台.....	19
图 19: 公司合作中医师资源情况.....	19
图 20: 公司用户画像之年龄结构.....	20
图 21: 公司用户画像之性别情况.....	20
图 22: 公司客单价和就诊人次情况.....	21
图 23: 公司累计服务客户及回头率情况.....	21
图 24: 公司会员就诊人次及会员回头率情况.....	21
图 25: 公司会员平均消费和非会员平均消费情况.....	21
表 1: 国家长期支持中医健康产业发展.....	9
表 2: 公司线下门店基本信息情况.....	14
表 3: 按城市统计门店营业收入情况 (单位: 百万元)	15
表 4: 公司线下门店营业收入及坪效情况.....	16
表 5: 固生堂盈利预测 (2021 年-2023 年)	22
表 6: 可比公司估值分析 (盈利预测来自于 Wind 一致预期)	23

1. 知名中医医疗连锁龙头，业务布局全国领先

1.1. 发展历史：打造全国知名的中医医疗连锁品牌

固生堂是全国知名的中医医疗连锁品牌。固生堂成立于 2010 年，公司长期专注于提供全流程的中医医疗健康解决方案。2011 年，公司在北京成立首家中医医疗机构。2012 年，公司在深圳成立中医医疗机构，业务拓展至华南区域。2014 年，公司启动 A 轮融资。2015 年，公司启动 B 轮和 C 轮融资。2016 年，公司在上海成立中医医疗机构，业务拓展至华东区域。2018 年，公司开始提供线上医疗业务，推出线上预约、线上咨询、诊断、处方服务等功能。2020 年，公司收购线上医疗健康平台“白露”，进一步完善 OMO 业务布局。2021 年，公司成功在港股上市。截至招股书披露日，公司拥有 42 家中医医疗机构网络，业务范围覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波、无锡等城市，是全国领先的中医医疗服务品牌供应商。

图 1：公司发展路径



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 股权架构：控制权清晰，机构股东加持

公司控制权清晰，机构股东加持。公司实际控制人为创始人涂志亮先生，本次公开发行后，涂先生通过全资子公司 Celestial City 及 Action Thrive 分别控制上市公司 11.65%及 1.39%的股权，通过家族信托持有的 Dream True Limited 控制上市公司 8.13%的股权，此外还通过契约控制主要股东 15.14%的投票权，因此涂先生实际控制上市公司发行后总股本的 36.31%，是公司的实际控制人。外部股东方面，公司上市前陆续完成 5 轮融资，取得 NEA、Long-Hill Capital、F-Prime Capital、Eight Roads、STARR、金浦投资等知名机构股东的加持。

图 2：公司控股权清晰（公开发行后）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

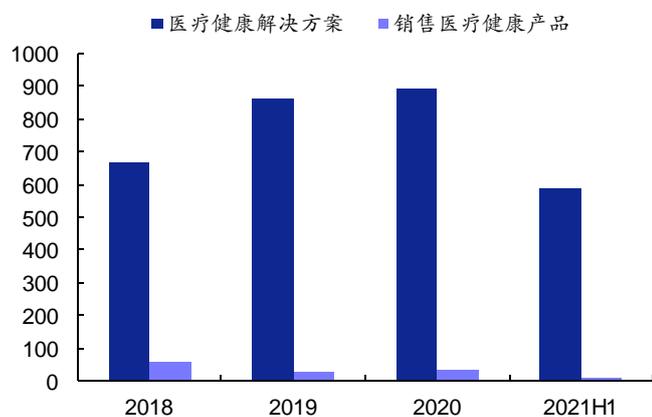
1.3. 主营业务：医疗健康解决方案和销售医疗健康产品

公司主营业务可以分为医疗健康解决方案和销售医疗健康产品。

(1) 医疗健康解决方案：依托丰富的线下医疗网络和便捷的线上医疗平台，公司可以为患者提供从疾病诊断、到疾病治疗、到健康管理的全流程医疗健康解决方案，具体而言，包括咨询和诊断服务、处方服务、煎药服务、理疗服务等。值得注意的是，公司根据处方服务提供的中药饮片是医疗健康解决方案的一部分，因此计入医疗服务收入。2018-2020 年，医疗健康解决方案分别实现营业收入 6.68 亿元、8.66 亿元、8.92 亿元，毛利率分别为 40.6%、43.3%、47.5%；2021 上半年，医疗健康解决方案实现营业收入 5.89 亿元，毛利率为 44.8%。

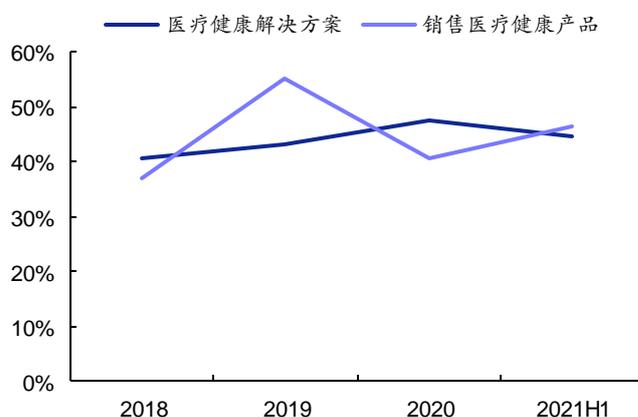
(2) 销售医疗健康产品：公司同时向患者销售各类医疗健康产品，既包括阿胶、冬虫夏草、燕窝、石斛、西洋参等贵细药材；也包括复方阿胶浆、阿胶糕、蜂蜜、养生茶、即食花胶、即食燕窝等营养品。2018-2020 年，销售医疗健康产品分别实现营业收入 0.58 亿元、0.30 亿元、0.34 亿元，毛利率分别为 36.9%、55.2%、40.5%；2021 上半年，销售医疗健康产品实现营业收入 0.09 亿元，毛利率为 46.5%。

图 3：公司主营业务收入拆分情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 4：公司主营业务毛利率情况（单位：%）

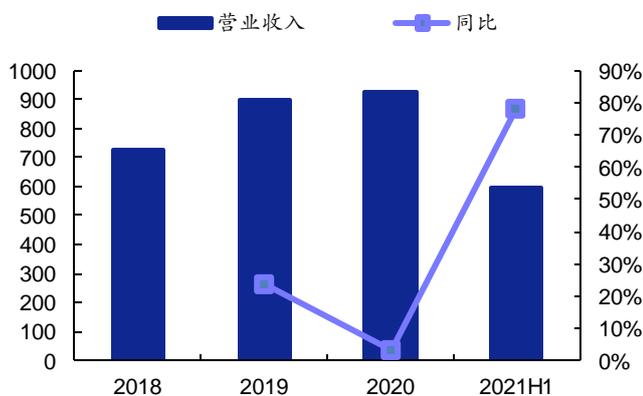


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.4. 财务分析：精细化管理，盈利能力初步显现

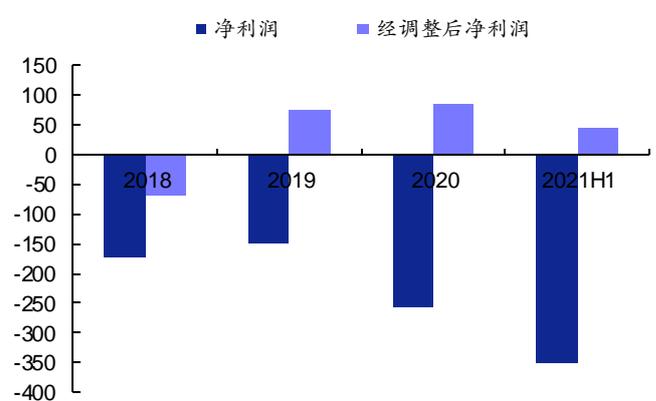
走出疫情负面影响，盈利能力初步显现。2018-2020 年公司分别实现营业收入 7.26 亿元、8.96 亿元、9.25 亿元，受新冠疫情影响，2020 年的同比增速只有 3.26%，2021H1 公司实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 78.07%，已经基本走出新冠疫情影响。从净利润来看，公司近几年长期处于亏损状态，主要是受优先股公允价值变动、可转债公允价值变动、上市开支等事项影响导致，剔除以上非经常项科目影响，2018-2020 年公司经调整后净利润分别为 -0.68 亿元、0.77 亿元、0.85 亿元，2021H1 经调整后净利润为 0.46 亿元，盈利能力初步显现。随着港股上市，以上非经营项的影响将基本消退，净利润扭亏为盈指日可待。

图 5：公司营业收入及同比增长情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6：公司净利润及经调整净利润情况（单位：百万元）

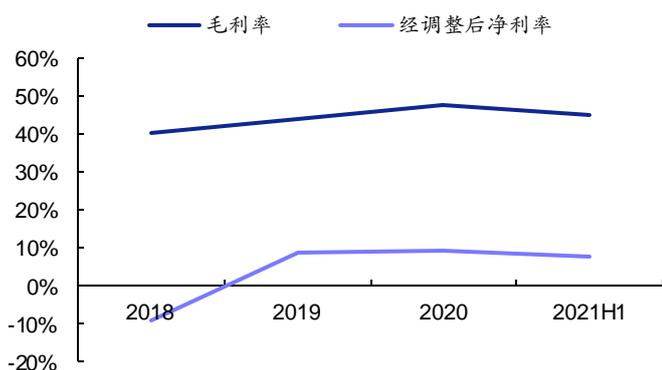


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

利润水平稳定提升，经调整后净利率转正。2018-2020 年，公司毛利率分别为 40.34%、43.66%、47.27%，经调整后净利率分别为 -9.35%、8.54%、9.15%，利率水平稳定提升。2021H1 公司毛利率为 44.81%，主要是由于线上业务的扩大经营所致，目前线上业务的毛利率相对较低，随着业务规模的扩张毛利率有望逐渐提升。

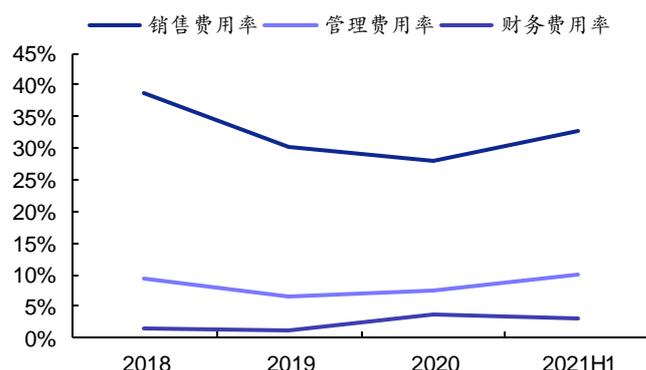
精细化管理成效显著，期间费用逐步优化。2018-2020 年，公司销售费用率（即销售及分销费用/营业收入）分别为 38.68%、30.17%、28.07%，管理费用率（即行政开支/营业收入）分别为 9.44%、6.45%、7.61%，财务费用率（即融资成本/营业收入）分别为 1.35%、1.15%、3.62%，精细化管理成效显著，期间费用得到逐步优化。2021H1 公司销售费用率和管理费用率出现回升，其中销售费用主要系人员扩张导致的福利开支加大所致，管理费用主要系员工期权成本增加所致。

图 7：公司毛利率及经调整净利率情况（单位：%）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

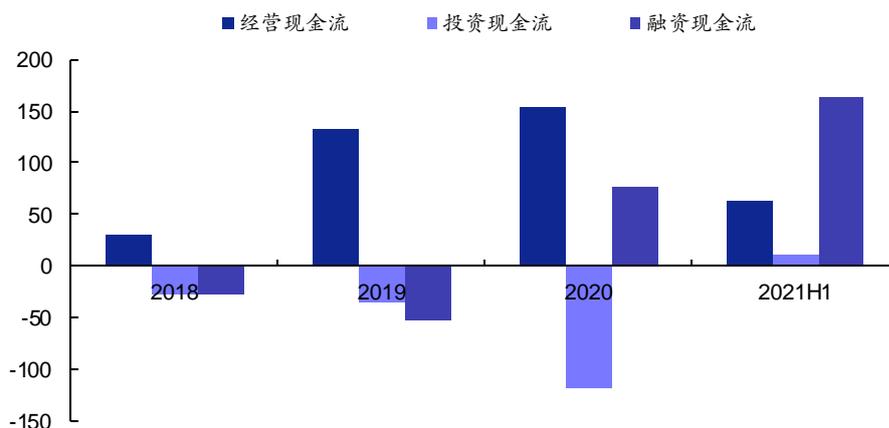
图 8：公司各项期间费用情况（单位：%）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

经营性现金流稳步提升，货币资金充裕。2018-2020 年，公司经营性现金流稳步提升，分别为 0.31 亿元、1.32 亿元、1.55 亿元，经营性现金流与经调整后净利润的比值始终大于 1，现金回流情况健康。2021 年上半年，公司完成上市前新一轮融资，2021 年下半年，公司完成港股 IPO 上市，随着以上募集资金的分别到位，公司目前货币资金充裕，为未来持续扩张奠定基础。

图 9：公司现金流情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业分析：乘政策东风，中医医疗服务享受高景气度

2.1. 需求端：政策大力支持，中医大健康产业高速发展

中医文化博大精深，擅长慢病管理。中医是一门具有数千年历史的传统学科，以阴阳五行作为理论基础，通常采用望、闻、问、切等诊断方法，以及中药、针灸、推拿等治疗手段。与西医相比，中医讲究长期调理，在慢病管理方面具有较大优势，尤其针对失眠健忘、脾胃不适、女性生理期紊乱、肩颈疼痛等长期慢性疾病有独特疗效。

政策助力，中医大健康产业迎高速发展。近年来，国家出台多项政策支持中医大健康产业发展。2016 年 3 月，国务院发布《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》，确定国家中医药到 2020 年及 2030 年的发展目标，明确现阶段重点任务为切实提高中医医疗服务能力，

提高创新以及产业发展水平等。2016年12月，全国人民代表大会发布《中华人民共和国中医药法》，第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，建立符合中医药特点的管理和监管制度。2019年10月，国务院发布《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》，指出要全面发展中医药服务，充分发挥中医药独特优势，鼓励社会力量提供流程优化、质量上乘的中医医疗、养生保健等服务。

中医药传承创新上升至国家战略层面。2021年12月30日，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，将中医药传承创新发展上升至国家战略层面，对中医医疗服务行业是确认性好。(1) 医保大力支持：提出将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，鼓励“互联网+”医疗服务纳入医保，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。(2) 保持定价能力：中药饮片可继续执行不超过25%的药品加成，成为唯一可以进行加成的药品，中医服务价格动态管理，新增项目开通绿色通道。(3) 支付方式灵活：中医医疗服务项目可继续按项目付费，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费。

表 1：国家长期支持中医健康产业发展

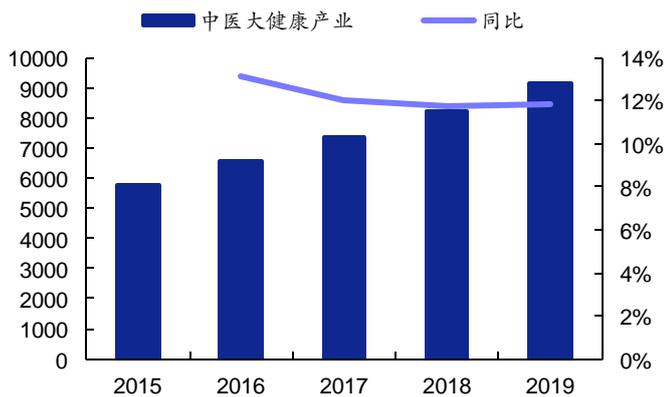
时间	发布部门	政策名称	核心内容
2010.10.19	卫生部 国家中医药管理局	《中医坐堂医诊所管理办法（试行）》	明确中医坐堂医诊所监督管理机构为国家中医药管理局,对诊所申请条件、命名规范、医师资格、医疗事故处理、诊所规章制度等方面做出要求。
2011.6.29	卫生部 国家中医药管理局	《关于在深化医药卫生体制改革工作中进一步发挥中医药作用的意见》	意见涵盖公立中医医院试点工作、医保制度中鼓励中医药服务政策、加强基层中医药服务网络建设等方面。
2016.2.22	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	确定国家中医药到2020年及2030年的发展目标，明确现阶段重点任务为切实提高中医医疗服务能力,提高创新以及产业发展水平等。
2016.3.4	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	意见指出主要任务包括推进中医药现代化,提高中药产品质量和安全水平，提高中药制剂水平等。
2016.12.25	全国人民代表大会	《中华人民共和国中医药法》	第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，建立符合中医药特点的管理和监管制度。
2016.12.26	国家中医药管理局 国家发改委	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020年）》	规定中医药“一带一路”到2020年的发展目标，明确主要任务为沿线国家的政策沟通、资源互通、民心互通、科技联通和贸易畅通。
2017.5.12	科技部 国家中医药管理局	《“十三五”中医药科技创新专项规划》	明确中医药科技创新工作的战略地位，提出完善科技创新平台、提高资源保障水平和新药研发能力等五大目标。
2017.5.16	国务院	《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	意见指出要全面发展中医药服务，充分发挥中医药独特优势，鼓励社会力量提供流程优化、质量上乘的中医医疗、养生保健等服务。
2017.12.4	国家中医药管理局	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》	意见指出要深化中医医疗与互联网融合,实现个性化、便捷化、共享化、精准化、智能化的中医药健康服务。
2018.7.19	国家中医药管理局 科技部	《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	意见强调加强中医药理论与技术的研究、中医药健康服务相关产品研发、服务模式与机制创新以及完善健康服务标准。
2019.7.29	国家中医药管理局 国家卫健委	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	推进中医医院牵头组建多种形式的医联体、全面提升县级中医医院综合能力以及加强政策保障。
2019.10.20	国务院	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	针对中医药服务体系、中医药在预防、治疗、康复中的独特作用、质量提升与产业高质量发展、人才队伍建设等方面提出指导意见。

2020.12.21	国家药品监督管理局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	推动以临床价值为导向的中药守正创新,健全符合中药特点的审评审批体系,强化中药质量安全监管等。
2021.1.22	国务院	《关于加快中医药特色发展若干政策措施》	提出关于夯实中药人才基础、优化审批和注册管理制度、加大资源和渠道投入、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程等政策措施。
2021.12.30	国家医疗保障局 国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义,将符合条件的中医药机构纳入医保定点,将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围等。

资料来源:招股说明书,各政府官网,安信证券研究中心

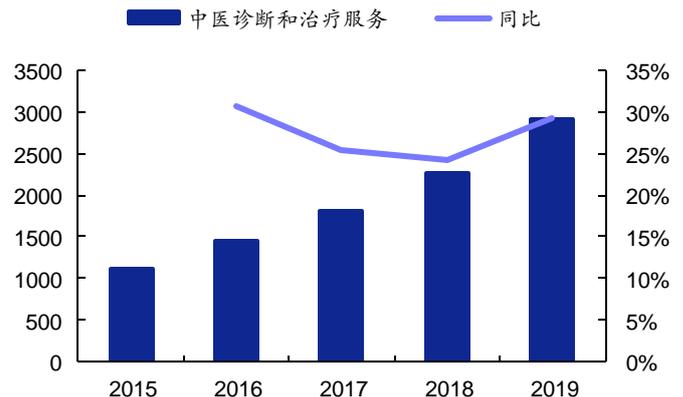
中医诊疗市场规模高速增长。根据 Frost & Sullivan, 中医大健康产业的市场规模从 2015 年的 5,790 亿元增长至 2019 年的 9,170 亿元,年复合增长率达到 12.2%, 预计 2030 年市场规模将进一步增长至 29,730 亿元,年复合增长率达到 11.3%。中医大健康产业包括中医诊断和治疗服务、中药、中医保健品、中医设备等细分领域,其中中医诊断和治疗服务是增长潜力最大的赛道。根据 Frost & Sullivan, 中医诊断和治疗服务的市场规模从 2015 年的 1,110 亿元增长至 2019 年的 2,920 亿元,年复合增长率达到 27.4%, 预计 2030 年市场规模将进一步增长至 18,390 亿元,年复合增长率达到 18.2%。

图 10: 中医大健康产业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源:国家卫健委, Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

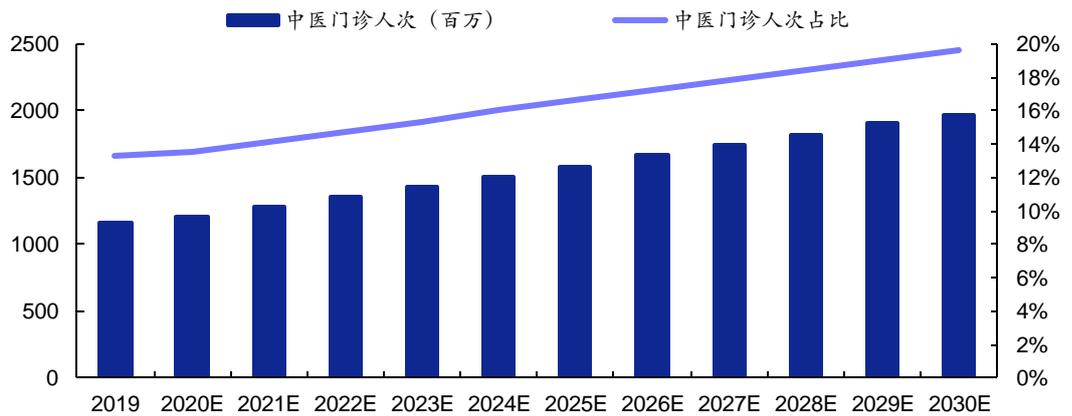
图 11: 中医诊断与治疗市场规模 (单位: 亿元)



资料来源:国家卫健委, Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

中医门诊渗透率持续提升。根据 Frost & Sullivan 预测, 中医诊断及治疗服务门诊人次将从 2019 年的 11.64 亿人次提升至 2030 年的 19.77 亿人次, 占全部就诊人次的比例将从 2019 年的 13.3% 提升至 2030 年的 19.6%。

图 12: 中医门诊人次及门诊人次占比情况 (单位: 百万)



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

2.2. 供给端：市场份额高度分散，中医师资源短缺

市场份额高度分散，私立机构占比提升。从供给端来看，中医医疗健康服务供应商主要包括中医院、中医门诊部、中医诊所等医疗机构，市场份额高度分散。根据国家中医药管理局统计，截至 2019 年末，全国中医相关医疗机构总数达 6.58 万家，大部分医疗机构属于区域性经营的单体机构，具有跨区域扩张能力的连锁医疗机构非常少见，整个行业呈现出“散乱小”的特点。另一方面，私立中医医疗机构占比逐年提升，根据 Frost & Sullivan，私立中医医疗市场规模占比从 2015 年的 29.0% 提升至 2019 年的 41.2%，预计 2030 年该比例将进一步增长至 51.2%。

中医师资源短缺，中医门诊供不应求。根据 Frost & Sullivan，中医师从 2015 年的 45 万人增长至 2019 年的 62 万人，年复合增长率为 8.4%，预计 2030 年将进一步增长至 114 万人，年复合增长率为 5.7%。从接诊量来看，中医师平均每日门诊人次为 13.1 人次，比全部医师平均每日门诊量高 45.6%，中医师工作负荷较高，说明中医门诊处于供不应求的局面。此外资深中医师资源更为短缺，根据 Frost & Sullivan，2019 年中国资深中医师只有 7.3 万人，占有中医师的比例仅为 15.4%。

图 13: 中医师人数增长情况 (单位: 万人)



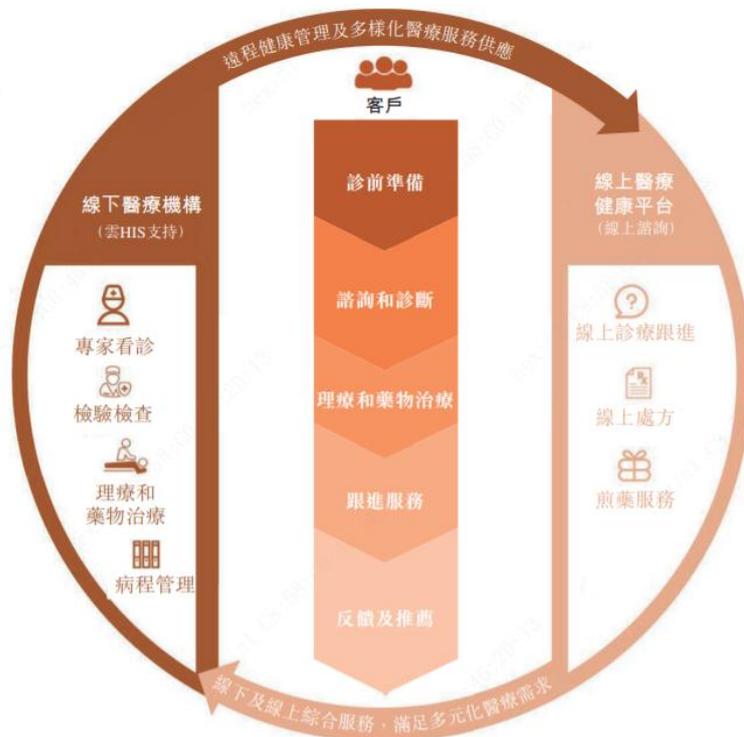
资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

中医医疗资源不平衡，线上问诊缓解资源短缺压力。国内中医医疗资源长期面临分布不均衡的现状，高等级中医院的接诊压力长期较大。根据 Frost & Sullivan，2019 年国内中医院数量只有 5,232 家，承接的门诊量达到 6.75 亿人次；与此同时，2019 年中医门诊及中医诊所数量有 6.05 万家，承接的门诊量只有 1.97 亿人次。通过线上问诊的方式，可以有效解决中医医疗资源短缺和分布不均衡的问题，释放市场潜力。近年来，越来越多的线下中医连锁机构开始提供线上问诊，加强线上与线下的互动融合，“互联网+医疗健康”成为中医医疗连锁行业的发展趋势。

3. 业务解读：打造中医 OMO 平台，线下机构和线上平台融合

打造全国领先的中医 OMO 平台，线下门店和线上平台融合。公司致力于打造全国领先的中医 OMO (Online-Merge-Offline) 平台。(1) 线下机构：截至招股书披露日，公司拥有 42 家线下医疗机构，覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波、无锡等城市，是国内少数实现跨区域扩张的中医医疗连锁机构，可以提供专家看诊、检验检查、理疗和药物治疗、病程管理等服务。2018-2020 年公司线下医疗机构分别实现营业收入 7.12 亿元、8.83 亿元、8.80 亿元，2021H1 实现营业收入 5.34 亿元。(2) 线上：公司率先推进行业领先的线上医疗健康平台，先后收购“白露”“万家”等互联网医疗平台，可以提供线上诊疗跟进、线上处方、煎药等服务，跨地域服务更为庞大的客户群体。2020 年公司线上业务首次独立出来实现营业收入 0.24 亿，2021H1 实现营业收入 0.57 亿元，目前处于高速发展阶段。

图 14：公司致力于打造中医 OMO 平台



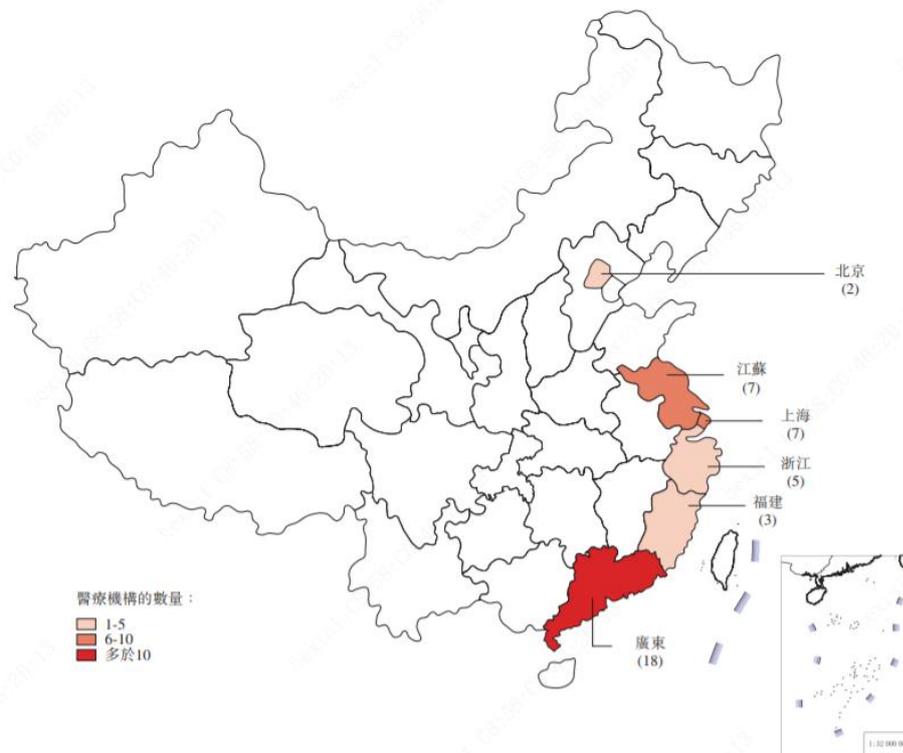
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1. 线下机构：全国领先的中医连锁网络，未来扩张可期

3.1.1. 门店可复制性强，成功实现跨区域布局

全国领先的中医连锁网络。截至招股书披露日，公司拥有 42 家医疗服务机构，覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波、无锡等城市，统一使用“固生堂”品牌进行经营。根据 Frost & Sullivan，“固生堂”的线下医疗机构网络数量在行业中排名第一，公司成为行业内少数具备跨区域经营能力的中医医疗连锁品牌。管理方面，公司采用“总部-区域-医疗机构”的三级管理架构，每家医疗机构由院长直接管理，每个大区由区域总经理统一管理。

图 15：固生堂线下医疗机构分布图



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心，截至2021年6月

重点布局沿海经济发达地区，成熟期门店占比高。从城市分布来看，公司目前在上海有 7 家门店，北京有 2 家门店，广州有 10 家门店，深圳有 5 家门店，中山有 1 家门店，佛山有 2 家门店，南京有 2 家门店，宁波有 5 家门店，无锡有 2 家门店，苏州有 3 家门店，福州有 3 家门店。从门店来源来看，自建门店 10 家，收购门店 32 家。从店龄结构来看，3 年以上成熟期门店 30 家，1-3 年成长期门店 8 家，1 年以下培育期门店 4 家。从营业面积来看，最大的门店为今年刚收购的北京潘家园门店（营业面积达到 4,268 平方米），最小的门店是 2020 年 12 月收购的宁波满山门店（营业面积为 245 平方米），平均单店面积为 1,280 平方米。从专业医疗人数分布来看，平均单店合作医师人数达到 69 人，其他医疗人员达到 17 人。

表 2: 公司线下门店基本信息情况

城市	门店	来源	营业时间	营业面积 (平方米)	医师人数	其他医疗人员
上海	上海万嘉	收购	2016 年 11 月	1,776	270	28
	上海都庄	收购	2018 年 1 月	926	38	8
	上海金悦	收购	2018 年 1 月	1,259	46	12
	上海固保康	收购	2018 年 6 月	2,002	78	16
	上海真安堂	收购	2019 年 8 月	675	102	15
	上海众益达	收购	2020 年 5 月	1,091	31	11
	上海浦东新区神华中医	收购	2021 年 1 月	500	21	3
北京	北京固生堂中医医院	成立	2011 年 9 月	1,081	77	16
	北京潘家园	收购	2021 年 7 月	4,268	70	70
广州	岭南东山	收购	2015 年 11 月	713	152	44
	广州岭南	收购	2015 年 11 月	720	139	23
	水荫门诊部	收购	2015 年 11 月	2,042	110	14
	越秀区固生门诊部	收购	2020 年 5 月	889	27	6
	广州天河	成立	2014 年 3 月	717	84	17
	广州海珠	成立	2015 年 9 月	1,200	94	19
	广州白云	成立	2018 年 1 月	1,699	77	8
	广州荔湾	成立	2018 年 5 月	1,316	140	16
	广州海珠宝岗	成立	2018 年 8 月	834	56	8
	广州天河五山	成立	2018 年 8 月	1,600	95	14
深圳	深圳南山	收购	2013 年 6 月	1,149	32	26
	深圳竹子林	收购	2012 年 1 月	1,335	77	30
	深圳园博门诊部	收购	2017 年 3 月	1,656	45	26
	深圳香竹	收购	2019 年 3 月	2,797	59	27
	深圳罗湖	成立	2015 年 6 月	1,028	61	14
中山	中山固生堂	成立	2016 年 6 月	2,139	42	9
佛山	佛山固生堂 (南海店)	收购	2015 年 9 月	1,260	74	23
	佛山顺德区固生堂	成立	2016 年 12 月	351	43	11
南京	南京宁西	收购	2016 年 12 月	1,113	97	24
	南京华健中医门诊	收购	2020 年 10 月	1,843	5	16
宁波	宁波海曙	收购	2017 年 1 月	1,200	94	11
	宁波钟益寿堂	收购	2017 年 9 月	1,031	51	14
	宁波江北文教	收购	2018 年 1 月	1,162	29	9
	宁波满山	收购	2020 年 12 月	245	7	4
	宁波海曙柳汀	收购	2021 年 3 月	907	34	10
无锡	无锡葆元春南禅寺	收购	2015 年 11 月	1,446	62	7
	无锡崇安寺	收购	2015 年 11 月	1,024	55	10
苏州	苏州桃花坞	收购	2016 年 12 月	680	34	12
	苏州大儒	收购	2018 年 7 月	1,769	65	23
	苏州同安	收购	2020 年 8 月	1,100	39	9
福州	福州固生堂	收购	2016 年 9 月	1,750	153	30
	福州袖里春	收购	2021 年 5 月	756	24	7
	连江固生堂	收购	2021 年 5 月	700	14	4

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

门店标准化程度高，具备跨区域复制能力。公司是行业内少数成功实现跨区域扩张的中医医疗服务连锁品牌，2010年从北京地区起家，2012年成功进军华南地区，2016年成功进军华东地区。通过对广州、深圳、上海、北京等地的门店草根调研发现，公司门店的标准化程度较高，前台、诊室、治疗室、检验室、中药房分布结构合理，就诊流程清晰。目前对公司业务贡献前五的城市分别为广州、深圳、上海、宁波、苏州，其中2020年广州全部门店营业收入达到2.62亿元，深圳全部门店营业收入达到1.99亿元，上海全部门店营业收入达到1.45亿元，宁波全部门店营业收入达到0.65亿元，苏州全部门店营业收入达到0.61亿元。我们认为，公司门店经营的标准化程度高，在中医医疗服务领域具备跨区域复制能力，未来在全国范围内都有发展空间。

表 3：按城市统计门店营业收入情况（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021H1
广州	262.93	323.25	262.04	137.15
深圳	163.64	202.42	199.25	126.09
上海	55.88	100.71	145.39	91.68
宁波	59.82	62.92	64.55	40.52
苏州	33.69	46.83	61.30	38.42
福州	29.34	34.86	33.85	21.62
北京	12.85	16.37	16.06	20.51
南京	23.24	26.50	30.42	20.10
无锡	39.45	38.94	38.02	19.17
佛山	17.05	22.73	22.33	14.57
中山	4.65	5.46	6.36	4.29
昆山	5.41	0.86		
成都	3.74	1.41		

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

门店盈利能力强，盈利周期短。从单店创收情况来看，成熟期门店每年的单店营业收入处于1,000万元-10,000万元不等。2018年和2019年公司单店营业收入最高的门店均为深圳竹子林门店，分别达到9,047万元和8,248万元，2019年以来由于临近的深圳香竹门店开业分流，深圳竹子林门店的营业收入有所下滑，而深圳香竹门店成为2020年单店营业收入最高的门店。从盈利周期来看，公司门店开业后可以快速实现盈亏平衡，以广州荔湾区固生堂为例，2018年5月开始营运，收支平衡期为5个月，投资回收期为18个月。截至招股书披露日，除2021年下半年最新收购的北京潘家园门店外，所有门店已经实现盈利。

单位产出高，整体提升空间较大。整体来看，中医医疗服务属于单位产出较高的专科连锁业态，2018-2020年，公司整体营业面积分别达到3.80万平米、4.15万平米、4.66万平米，对应的整体坪效分别达到1.69万元/平米、2.03万元/平米、1.84万元/平米。公司经营较好的成熟期门店坪效可以达到6-10万元/平米，例如深圳竹子林门店、岭南东山门店、广州岭南门店等，公司整体坪效仍存在较大的提升空间。截至2021年6月底，公司线下门店的执业中医师数量达到2,903人，对应的半年度（1月-6月）的单医师产出为18.4万元/人，考虑到大部分医师处于多点执业状态，该医师单位产出已经处于较高水平，随着医师平均执业时间的增长，单位产出有望持续提升。

表 4: 公司线下门店营业收入及坪效情况

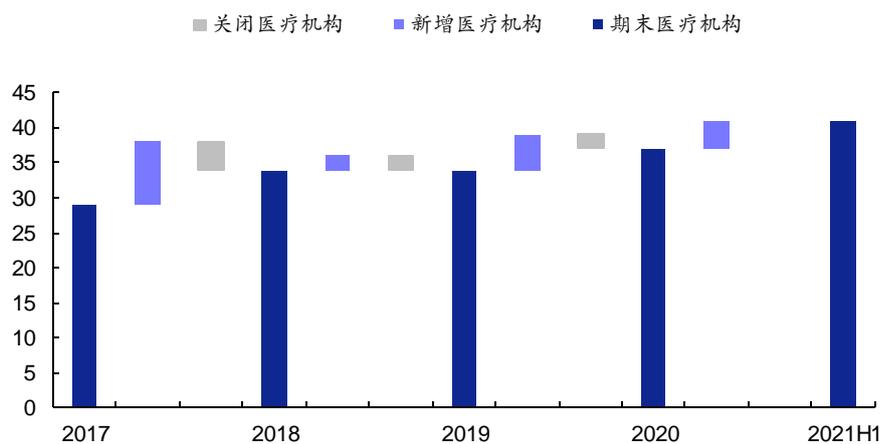
门店	店龄 (月)	营业收入 (百万元)				坪效 (万/平米)			
		2018A	2019A	2020A	2021H1	2018A	2019A	2020A	2021H1
北京固生堂中医医院	126	12.85	16.37	16.06	20.51	1.19	1.51	1.49	1.90
深圳竹子林	122	90.47	82.48	61.78	29.43	6.78	6.18	4.63	2.20
深圳南山	104	33.06	36.41	28.94	15.97	2.88	3.17	2.52	1.39
广州天河	95	31.57	46.88	29.33	12.55	4.40	6.54	4.09	1.75
深圳罗湖	80	25.94	36.20	33.88	16.90	2.52	3.52	3.30	1.64
广州海珠	77	37.47	36.10	32.48	17.28	3.12	3.01	2.71	1.44
佛山固生堂 (南海店)	77	13.30	16.07	16.21	9.72	1.06	1.28	1.29	0.77
岭南东山	75	69.41	71.91	47.99	23.47	9.73	10.08	6.73	3.29
广州岭南	75	50.93	60.02	47.73	25.06	7.07	8.34	6.63	3.48
水荫门诊所	75	27.15	28.11	18.23	10.41	1.33	1.38	0.89	0.51
无锡葆元春南禅寺	75	19.46	20.35	19.06	10.32	1.35	1.41	1.32	0.71
无锡崇安寺	75	20.00	18.60	18.96	8.85	1.95	1.82	1.85	0.86
中山固生堂	68	4.65	5.46	6.36	4.29	0.22	0.26	0.30	0.20
福州固生堂	65	9.25	10.76	22.43	20.13	0.53	0.61	1.28	1.15
上海万嘉	63	42.70	50.20	53.97	30.49	2.40	2.83	3.04	1.72
佛山顺德区固生堂	62	3.75	6.65	6.12	4.85	1.07	1.90	1.74	1.38
南京宁西	62	23.24	26.50	30.16	18.95	2.09	2.38	2.71	1.70
苏州桃花坞	62	23.05	16.17	19.03	10.44	3.39	2.38	2.80	1.54
宁波海曙	61	19.73	19.17	19.95	11.85	1.64	1.60	1.66	0.99
深圳园博门诊所	59	9.75	11.68	11.20	22.78	0.59	0.71	0.68	1.38
宁波钟益寿堂	53	25.54	26.35	28.87	14.59	2.48	2.56	2.80	1.42
上海都庄	49	4.57	9.34	13.35	7.01	0.49	1.01	1.44	0.76
上海金悦	49	7.33	21.61	26.31	15.88	0.58	1.72	2.09	1.26
广州白云	49	2.76	6.86	10.72	8.78	0.16	0.40	0.63	0.52
宁波江北文教	49	14.55	17.41	15.20	8.86	1.25	1.50	1.31	0.76
广州荔湾	45	3.61	23.99	19.71	9.72	0.27	1.82	1.50	0.74
上海固保康	43	1.28	14.27	21.17	12.28	0.06	0.71	1.06	0.61
苏州大儒	42	10.20	30.66	32.22	17.41	0.58	1.73	1.82	0.98
广州海珠宝岗	41	1.05	14.16	17.31	8.84	0.13	1.70	2.08	1.06
广州天河五山	41	1.92	19.61	27.84	15.97	0.12	1.23	1.74	1.00
深圳香竹	34		35.66	63.45	41.01		1.27	2.27	1.47
上海真安堂	29		5.30	22.49	15.65		0.78	3.33	2.32
上海众益达	20			8.11	8.40			0.74	0.77
越秀区固生门诊部	20			1.09	5.08			0.12	0.57
苏州同安	17			10.05	10.58			0.91	0.96
南京华健中医门诊	15			0.25	1.15			0.01	0.06
宁波满山	13			0.54	2.96			0.22	1.21
上海浦东新区神华中医	12				1.97				0.39
宁波海曙柳汀	10				2.26				0.25
福州袖里春	8				1.24				0.16
连江固生堂	8				0.25				0.04
北京潘家园	6								

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3.1.2. “自建+并购”双轮驱动, 扩张计划清晰

近几年公司扩张速度放缓, 专注于精细化管理。从店龄结构来看, 公司历史上主要扩张发生在 2015-2016 年, 而近三年门店扩张速度逐步放缓, 其中, 2018 年门店净增加 5 家 (新开 9 家+关闭 4 家), 2019 年没有净增加门店 (新开 2 家+关闭 2 家), 2020 年门店净增加 3 家 (新开 5 家+关闭 2 家), 2021 年上半年门店净增加 4 家 (新开 4 家)。门店扩张速度放缓的同时, 公司专注于精细化管理, 随着成熟期门店的增多, 公司盈利能力明显提升, 2019 年以来经调整后净利润已经实现扭亏为盈, 整体净利率逐年提升。

图 16：公司近 3 年扩张速度放缓



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

随着上一轮扩张的门店基本进入成熟期，公司有望进入新一轮扩张期，根据招股说明书，未来 3-5 年公司有着清晰的扩张规划，通过“自建+并购”双轮驱动。

自建扩张规划：根据招股说明书，公司计划在广东、江苏、上海、浙江等重点省份继续自建开设医疗机构，优先考虑已经进入城市和线上渗透率较高的城市，其中，2022 年和 2023 年分别计划设立 2 家及 4 家医疗机构，预计大部分费用将来自于 IPO 募集资金。

收购扩张规划：根据招股说明书，公司计划在上海、浙江、江苏、福建、北京、广东等重点省份寻找合适的医疗机构标的进行收购，以上地区具有经济发达、人口密度稠密、对中医医疗健康需求旺盛等特点，除现有布局城市外，拟进一步进军温州、厦门、郑州等新城市。其中，2022 年和 2023 年分别计划收购 5 家及 8 家医疗机构，预计有 50% 左右的费用来自于 IPO 募集资金，另外 50% 费用来自于经营现金流和银行借贷资金。

3.2. 线上平台：搭建互联网平台，开启线上问诊模式

搭建互联网平台，开启线上问诊模式。2018 年开始，公司开始探索推出线上医疗健康平台，通过微信公众号及小程序，提供线上预约、咨询服务、诊断和处方服务等。2020 年 10 月，公司以 6,600 万元收购线上医疗健康平台“白露”，2021 年 4 月，公司再次以 3,450 万元收购线上医疗健康平台“万家”，并将其业务并入“白露”平台。2021 年，公司注册成立广州固生堂互联网医院管理有限公司，统一负责公司线上业务的管理。线上业务的开展，使得公司业务覆盖范围大幅提升，目前可以为全国 30 个省份、343 个城市提供中医医疗服务，合作医师团队扩充至 19,000 人以上。

目前线上业务占比较低，未来前景可期。2020 年公司线上业务实现营业收入 2,408 万元，占比只有 2.6%，2021H1 公司线上业务实现营业收入 5,674 万元，占比 9.5%，得到大幅提升。考虑到国内中医医疗资源存在分布不均衡的现状，一二线城市的中医资源较为丰富，而三四线城市的中医资源较为短缺，我们认为，线上业务的开展可以成功突破时空限制，跨地域服务更加庞大的客户群体，虽然目前线上业务占比较低，未来发展前景可期。此外，线上平台的推出，可以实现电子病历保存于云 HIS，建立全面的客户画像，为全周期的医疗健康管理奠定良好的基础。

图 17：公司微信公众号及小程序截图

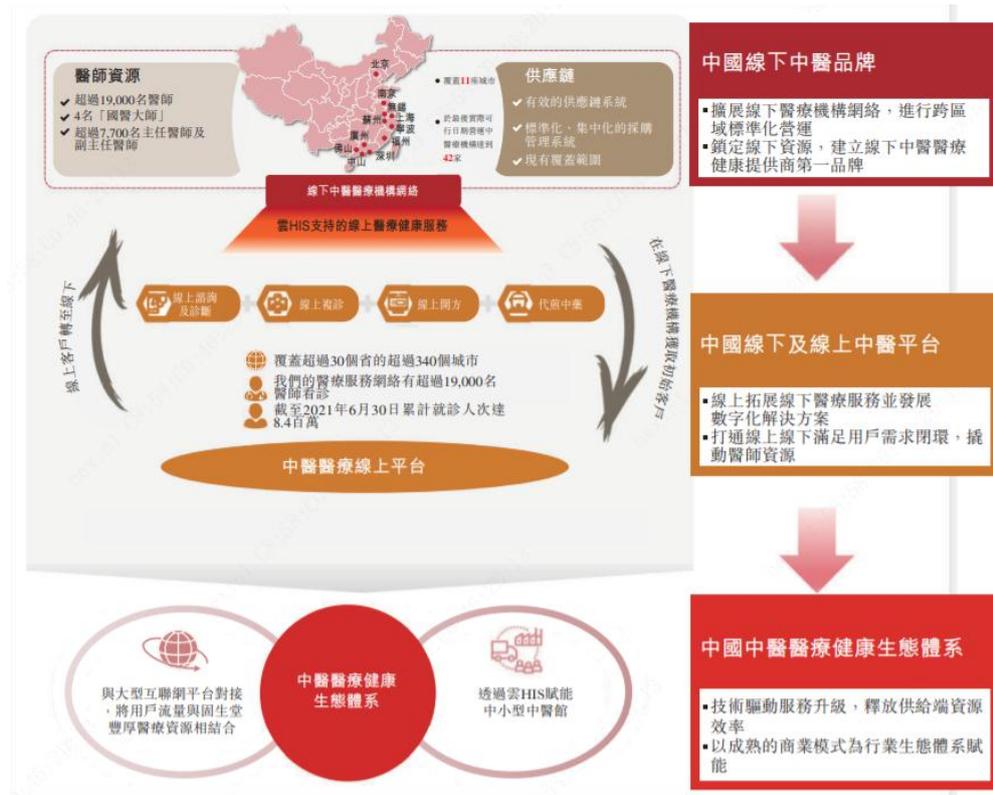


资料来源：公司官方公众号、小程序，安信证券研究中心

4. 护城河：核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”

商业模式不断迭代，核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”。公司是国内领先的中医服务平台：第一阶段，公司致力于打造中国线下新中医服务第一品牌，通过“连锁化、集团化、规模化、品牌化”的理念，建立起国内领先的线下中医服务网络；第二阶段，公司致力于打造中国领先的新中医 OMO 平台，实现高效率、高精度、低风险的跨城市扩张，通过线上线下融合撬动更多的医疗资源，服务更多的目标群体；第三阶段，公司致力于打造中国最大的新中医医疗生态体系，利用技术手段解决中医师资源短缺、中医诊疗标准化程度低等难题，实现中医医疗的智能化、产品化、平台化。我们认为，公司作为国内领先的中医医疗服务连锁平台，核心竞争力在于“聚医能力”和“获客能力”。

图 18：公司是国内领先的中医服务平台

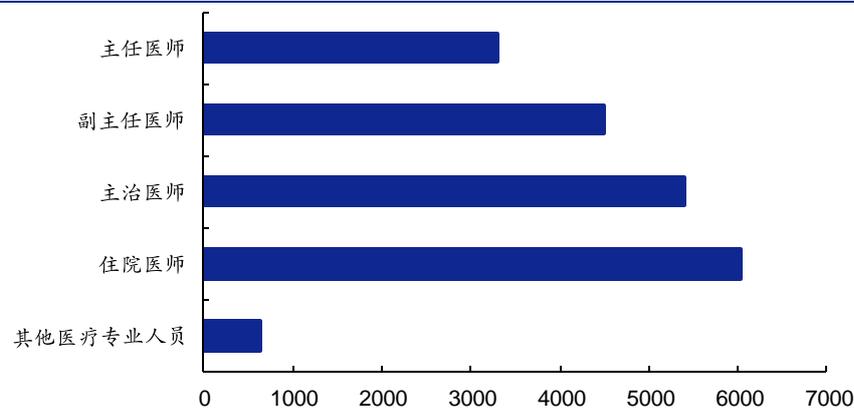


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.1. 聚医能力：聚集万人中医团队，掌握顶级医师资源

掌握全国领先的中医资源。 医师是医疗机构提供服务的关键资源，对于标准化程度相对较低的中医医疗服务来说更是如此。公司拥有全国领先的中医资源，根据招股说明书，截至2021年6月30日，公司合作中医数量达到19,203人，其中主任医师有3,308人、副主任医师有4,486人、主治医师有5,390人、住院医师有6,019人，此外还有医师助理、护士及药剂师等其他医疗专业人员633人。我们在前文分析中指出，截至2021年6月30日，公司42家线下医疗机构参与执业的中医数量合计达到2,903人，说明线上模式的推出大幅扩充了公司的医师团队资源。

图 19：公司合作中医资源情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

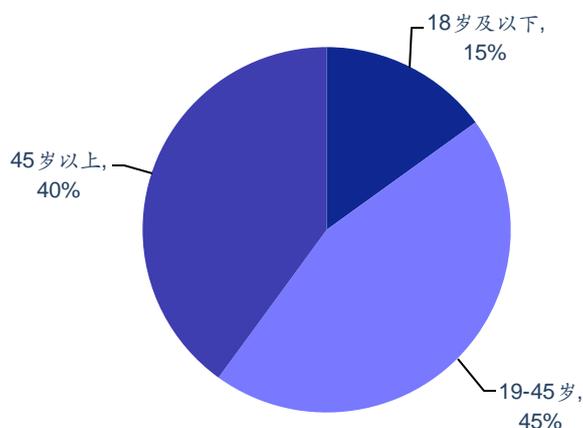
多点执业医师为主，合作关系紧密。近年来国家推出多项政策明确支持医生多点执业，根据招股说明书，公司合作的 19,203 名医师中，有 19,068 人为多点执业医师，剩余 135 人为公司雇佣医师。公司与多点执业医师的合作关系非常稳定，主要原因在于公司与国内多家中医公立医院建立“医联体”合作关系。截至招股书披露日，公司已经与 9 家中医公立医疗机构建立合作关系，包括中国中医科学院广安门医院、广东省中医院、广州中医药大学第一附属医院、上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院、上海中医药大学附属龙华医院等知名三甲中医院。2021 年 12 月 19 日，公司公告宣布与河南中医药大学第一附属医院建立合作关系，战略合作再下一城，为公司在郑州开设医疗机构奠定基础。由于与中医公立医院的合作关系紧密，公司合作的多点执业医师保持较高的粘性，根据招股说明书，2018-2021H1 平均每周出诊超过 4 个小时的多点执业医师人数分别达到 540 人、618 人、684 人和 745 人。

掌握顶级国医大师资源。国医大师是人力资源社会保障部、国家卫健委、国家中医药管理局等多部门联合遴选出的国家级中医大师，仅授予理论知识扎实、学术地位卓越、行业影响力高、执业超过 50 年的中医从业者，代表中医行业的最高荣誉。根据招股说明书，截至 2021 年 6 月 30 日，中国共有 56 名国医大师，其中和公司建立合作关系的国医大师有 4 名，分别为禩国维、周岱翰、许润三和另外 1 位不具姓名的国医大师。(1) 禩国维医生：皮肤疾病专家，广州中医药大学博士生导师，中国中医科学院学术委员会成员，国务院特殊津贴专家。(2) 周岱翰医生：肿瘤疾病专家，广州中医药大学博士生导师，国务院特殊津贴专家，曾荣获“全国中医药杰出贡献奖”。(3) 许润三医生：妇科疾病专家，中日友好医院主任医师，获授予“首都国医名师”称号。

4.2. 获客能力：客户群体消费能力强，回头率高

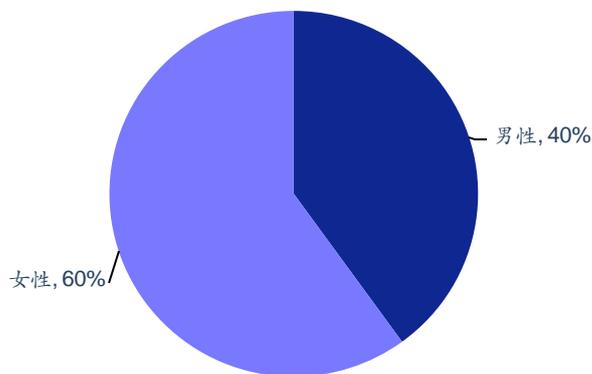
客户群体消费能力强，就诊人次稳步提升。从用户画像来看，公司客户群体具有较强的消费能力，根据招股说明书，截至 2021 年 6 月 30 日，公司现有客户结构中，18 岁及以下客户占比达到 15% 以上，19-45 岁客户占比 45% 左右，45 岁以上客户占比接近 40%。从性别来看，女性客户占比 60% 左右，男性客户占比 40% 左右。公司客单价相对稳定，就诊人次稳步提升，2018-2021H1 平均客单价分别为 504 元、515 元、518 元、507 元，就诊人次分别为 144 万人次、174 万人次、179 万人次、118 万人次，其中 2020 年增幅较低主要是受新冠疫情的影响。

图 20：公司用户画像之年龄结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

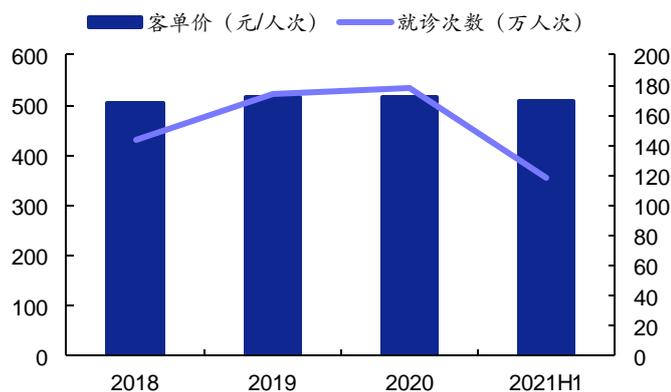
图 21：公司用户画像之性别情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

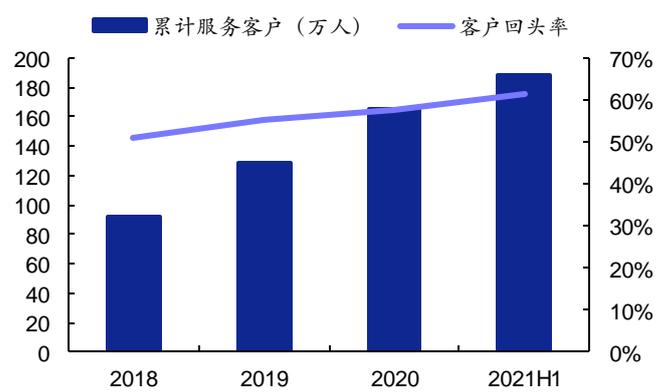
新客户开拓能力强，老客户留存能力强。获客能力是医疗服务公司实现持续经营的关键，公司目前的获客渠道主要包括以下几点：(1) 通过公司及医师的品牌自然获客；(2) 通过现有客户转介绍开拓新客户；(3) 通过医疗协助、学术讲座等营销活动获客。基于良好的口碑效应，公司自然获客和老客户带动获客占比较高，根据招股说明书，公司 2021H1 现有客户转介绍推荐的新客户占比达到 24.2%。公司高度重视客户体验及反馈情况，通过微信或其他社交工具与老客户保持紧密联系，并进行针对性的营销推广。得益于良好的互动性，公司客户粘性较好，根据招股说明书，2018-2021H1 公司累计服务客户数量分别为 92 万人、129 万人、165 万人、188 万人，客户回头率分别为 50.9%、55.1%、57.5%、61.5%。

图 22：公司客单价和就诊人次情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

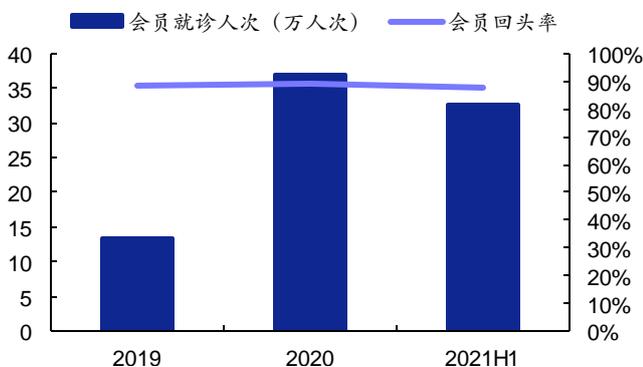
图 23：公司累计服务客户及回头率情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

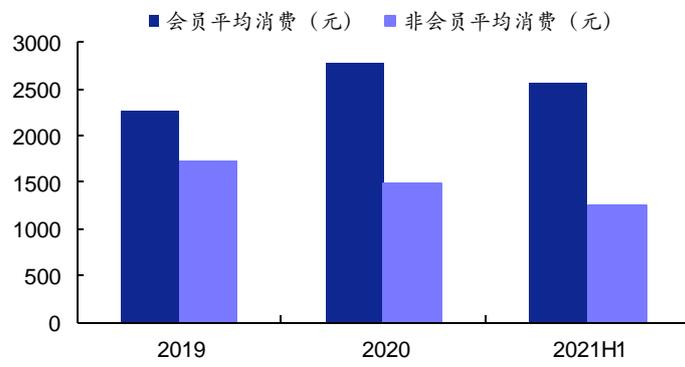
打造会员体系，维系客户粘性。公司 2019 年 3 月，公司开启建立综合会员制度，会员客户有权享受公司体系内的特定医疗解决方案、药材折扣、咨询费折扣、医疗服务绿色通道等专属福利。根据招股说明书，截至 2021 年 6 月，公司注册会员人数达到 7.5 万人。会员客户的粘性和消费意愿明显强于非会员客户：2019-2021H1 会员回头率分别为 88.2%、89.1%、87.45%，明显高于同期公司整体回头率；2019-2021H1 会员平均消费金额为 2,261 元、2,782 元、2,562 元，明显高于同期非会员平均消费水平；2019-2021H1 会员贡献收入分别为 0.74 亿元、2.22 亿元、1.92 亿元，占比分别为 8.2%、24.0%、32.1%。

图 24：公司会员就诊人次及会员回头率情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 25：公司会员平均消费和非会员平均消费情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值分析

5.1. 盈利预测

公司主营业务为中医医疗服务，我们认为其主要增长分别来自于现有主营业务的内生增长和新增门店的外延增长，其中现有主营业务收入包括线下门店和线上平台两部分，新增门店主要来自于自建和收购两部分，因此我们提出以下假设：

(1) 内生增长：公司现有主营业务收入来自于线下门店和线上平台两部分。线下门店方面，随着疫情逐步得到稳定控制，2021H1 就诊人次基本恢复正常，我们假设 2021-2023 年现有线下门店营业收入分别同比增长 28%、25%、22%。线上平台方面，我们假设 2021-2023 年公司线上平台营业收入分别同比增长 500%、50%、40%，其中 2021 年由于新增子公司并表出现较高幅度的增长。随着成熟门店的占比进一步提升，我们认为公司现有主营业务的盈利能力将稳定提升，假设 2021-2023 年毛利率分别为 46.5%、47.0%、47.5%。

(2) 外延增长：新增门店主要来自于自建和收购两部分，根据招股说明书，未来几年公司医疗机构的扩张进入加速期，2022 年计划新增门店 7 家（其中自建门店 2 家、收购门店 5 家），2023 年计划新增门店 12 家（其中自建门店 4 家、收购门店 8 家）。单店模型方面，我们假设新增门店第一年平均营业时间为 6 个月左右，营业后第 1 个完整年度的接诊量达到 2.5 万人次，第 2 个和第 3 个完整年度的接诊量分别同比增长 28%和 25%，平均客单价稳定在 500 元/人次。

(3) 其他假设：考虑到品牌效应和规模效应，我们假设 2021-2023 年公司销售费用率分别为 27%、25%、24%，管理费用率分别为 9.5%、7.0%、6.5%，其中 2021 年管理费用较高主要与上市相关费用有关。

表 5：固生堂盈利预测（2021 年-2023 年）

	2018A	2019A	2020A	2021H1	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万）	726.25	896.16	925.37	598.19	1,281.18	1,681.34	2,212.02
YoY		23.4%	3.3%	78.1%	38.5%	31.2%	31.6%
毛利润	292.95	391.26	437.49	268.08	595.75	784.80	1,030.07
毛利率	40.3%	43.7%	47.3%	44.8%	46.5%	46.7%	46.6%
内生增长							
营业收入（百万）	726.25	896.16	925.37	598.19	1,273.39	1,610.57	1,942.58
YoY		23.4%	3.3%	78.1%	37.6%	26.5%	20.6%
毛利润	292.95	391.26	437.49	268.08	592.12	756.97	922.73
毛利率	40.3%	43.7%	47.3%	44.8%	46.5%	47.0%	47.5%
(1) 线下门店							
营业收入（百万）	711.67	883.28	879.57	534.31	1,125.85	1,407.31	1,716.92
YoY		24.1%	-0.4%		28.0%	25.0%	22.0%
(2) 线上平台							
营业收入（百万）			24.08	56.74	144.47	216.70	303.38
YoY					500.0%	50.0%	40.0%
(3) 其他业务							
营业收入（百万）	14.58	12.88	21.72	7.15	10.86	13.57	16.97
YoY		-11.6%	68.6%		-50.0%	25.0%	25.0%
外延增长							
营业收入（百万）						43.75	174.75

YoY		299.4%
毛利润	21.88	86.71
毛利率	25.0%	31.5%
新增门店数量	7	12
自建门店	2	4
收购门店	5	8
新增门店收入 (百万)		
2022 年开业门店	43.75	99.75
2023 年开业门店		75.00
新增门店毛利润 (百万)		
2022 年开业门店	15.14	36.42
2023 年开业门店		25.95

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心预测

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 12.81 亿元、16.81 亿元、22.12 亿元，实现归属于母公司的净利润分别为-3.54 亿元、1.89 亿元和 2.83 亿元，其中 2021 年的亏损主要受优先股公允价值变动、可转债公允价值变动、上市开支等非经常事项影响导致，我们预计 2021-2023 年经调整后净利润分别为 1.56 亿元、2.24 亿元、3.18 亿元。

5.2. 估值分析

我们选择爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、海吉亚医疗共计 4 家上市公司作为可比公司，我们认为，以上公司主营业务均为连锁型专科医疗服务，商业模式与固生堂的中医医疗服务连锁模式具有一定的可比性。参考 Wind 一致盈利预测，截至 2022 年 1 月 7 日，上述 4 家可比公司 2021 年的平均市盈率 (PE) 为 66.39 倍，2022 年的平均市盈率 (PE) 为 48.56 倍，2023 年的平均市盈率 (PE) 为 36.97 倍。参考公司 2022 年的盈利预测，如果给予 50 倍的市盈率 (PE)，目标市值为 112 亿人民币 (对应 137 亿港元)，目标价为 48.61 元 (对应 59.45 港币)，首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

表 6：可比公司估值分析 (盈利预测来自于 Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	总市值	预测 PE (2021)	预测 PE (2022)	预测 PE (2023)
300015.SZ	爱尔眼科	2,094 亿人民币	89.53	68.04	52.31
600763.SH	通策医疗	564 亿人民币	76.62	57.68	44.05
1951.HK	锦欣生殖	203 亿港元	47.16	32.33	25.17
6078.HK	海吉亚医疗	265 亿港元	52.24	36.18	26.34
平均			66.39	48.56	36.97

资料来源：Wind，安信证券研究中心，截至 2022 年 1 月 7 日

6. 风险提示

6.1. 扩张不及预期的风险

公司业绩增长主要来自于现有门店的内生长和新门店的外延扩张，公司上市后未来几年有明确的扩张预期，如果扩张情况不及预期，将会拖累公司整体增长情况。

6.2. 医疗事故风险

公司在中医诊断和治疗服务过程中，可能会出现医疗事故，对公司品牌和声誉造成不利影响，进一步影响公司的业绩。

6.3. 医师资源合作风险

国内中医师资源相对不足，公司目前合作医师中大部分为多点执业医师，如果未来合作关系不稳定，将给公司的经营带来较大风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	896.2	925.4	1,281.2	1,681.3	2,212.0	成长性					
减:营业成本	504.9	487.9	685.4	896.5	1,181.9	营业收入增长率	23.4%	3.3%	38.5%	31.2%	31.6%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	-3.8%	49.0%	45.8%	-162.8%	50.4%
销售费用	270.3	259.7	345.9	420.3	530.9	净利润增长率	-14.5%	72.9%	38.6%	-153.3%	49.8%
管理费用	57.8	70.4	121.7	117.7	143.8	EBITDA 增长率	-4.3%	37.1%	43.0%	-194.1%	40.5%
财务费用	10.3	33.5	25.6	25.2	22.1	EBIT 增长率	-4.3%	37.1%	56.9%	-175.4%	44.0%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-247.8%	39.4%	47.7%	32.7%	38.9%
加:公允价值变动收益	-215.3	-316.2	-455.4	-	-	投资资本增长率	23.4%	-9.5%	-24.2%	1.3%	8.7%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	18.7%	16.8%	-114.8%	112.5%	79.3%
营业利润	-162.5	-242.1	-352.9	221.6	333.3	利润率					
加:营业外净收支	3.6	0.4	-1.4	0.9	-0.1	毛利率	43.7%	47.3%	46.5%	46.7%	46.6%
利润总额	-158.8	-241.8	-354.4	222.4	333.2	营业利润率	-18.1%	-26.2%	-27.5%	13.2%	15.1%
减:所得税	-10.8	13.6	-	33.4	50.0	净利润率	-16.5%	-27.6%	-27.7%	11.2%	12.8%
净利润	-147.9	-255.7	-354.4	189.0	283.2	EBITDA/营业收入	-17.0%	-22.5%	-23.3%	16.7%	17.8%
						EBIT/营业收入	-17.0%	-22.5%	-25.5%	14.7%	16.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	22	18	15	17	16
						流动营业资本周转天数	-249	-482	-228	-56	-53
						流动资产周转天数	150	194	270	308	300
						应收账款周转天数	19	19	19	19	19
						存货周转天数	21	20	20	20	20
						总资产周转天数	432	496	508	496	447
						投资资本周转天数	-428	-436	-263	-174	-139
						投资回报率					
						ROE	15.2%	22.6%	-211.3%	53.0%	44.3%
						ROA	-13.4%	-17.7%	-16.3%	7.7%	9.3%
						ROIC	-9.0%	-10.2%	-16.7%	-29.2%	-40.0%
						费用率					
						销售费用率	30.2%	28.1%	27.0%	25.0%	24.0%
						管理费用率	6.4%	7.6%	9.5%	7.0%	6.5%
						财务费用率	1.2%	3.6%	2.0%	1.5%	1.0%
						三费/营业收入	37.8%	39.3%	38.5%	33.5%	31.5%
						偿债能力					
						资产负债率	188.0%	178.4%	83.3%	72.5%	65.7%
						负债权益比	-213.6%	-227.5%	500.5%	263.9%	191.7%
						流动比率	0.29	0.30	2.13	2.20	2.12
						速动比率	0.26	0.27	1.99	2.05	1.97
						利息保障倍数	-14.72	-6.23	-12.77	9.78	16.07
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	138.1	250.0	925.1	1,124.9	1,479.0
交易性金融资产	52.3	114.4	9.0	9.0	9.0
应收账款	42.3	56.6	80.4	99.4	137.1
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	108.7	132.2	206.3	236.4	347.2
存货	45.1	57.7	86.7	102.2	146.9
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	49.6	41.5	66.2	88.9	109.6
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	169.1	206.9	213.2	216.5	216.9
其他非流动资产	496.7	586.1	586.1	586.1	586.1
资产总额	1,102.0	1,445.4	2,173.0	2,463.4	3,031.7
短期债务	16.1	83.9	-	-	-
应付账款	288.7	371.8	556.2	657.6	942.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,006.0	1,582.4	58.5	58.5	58.5
长期借款	2.0	61.3	-	-	-
其他非流动负债	759.4	479.4	226.4	226.4	226.4
负债总额	2,072.2	2,578.8	841.1	942.5	1,227.5
少数股东权益	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3
股本	-	-	230.4	230.4	230.4
留存收益	-	-	-62.7	126.4	409.6
股东权益	-970.2	-1,133.3	168.1	357.1	640.3

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-147.9	-255.7	-354.4	189.0	283.2
加:折旧和摊销	-	-	29.0	34.0	39.0
资产减值准备	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-455.4	-	-
财务费用	10.3	33.5	25.6	25.2	22.1
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.1	0.4	-	-	-
营运资金的变动	227.5	-39.5	57.6	36.7	91.9
经营活动产生现金流量	132.3	154.9	213.2	285.0	436.2
投资活动产生现金流量	-35.4	-117.5	500.9	-60.0	-60.0
融资活动产生现金流量	-51.8	76.2	-156.1	-25.2	-22.1

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	-	-	-1.54	0.82	1.23
BVPS(元)	-	-	0.73	1.55	2.78
PE(X)	-	-	-22.0	41.2	27.5
PB(X)	-	-	46.5	26.7	14.9
P/FCF	-	-	-3.5	39.0	22.0
P/S	-	-	6.1	4.6	3.5
EV/EBITDA	-	-	-22.9	23.6	15.9
CAGR(%)	-208.5%	-203.5%	-204.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	-	-	0.1	-0.4	-0.3
ROIC/WACC	-0.7	-1.1	-2.1	-2.7	-3.5
REP	-	-	4.0	3.0	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034