

沪上门店疫后回归，2H22 提速在即

华泰研究

2022 年 7 月 20 日 | 中国香港

更新报告

医疗服务

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

53.02

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570519060001
SFC No. BNL372

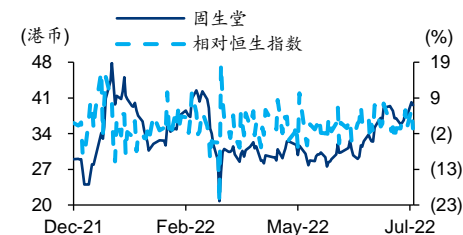
沈卢庆

shenluqing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	53.02
收盘价(港币 截至 7 月 19 日)	39.60
市值(港币百万)	9,124
6 个月平均日成交额(港币百万)	33.78
52 周价格范围(港币)	14.86-49.80
BVPS(人民币)	6.72

股价走势图



资料来源: S&P

沪上诊疗明确回暖，维持“买入”评级，目标价 53.02 港币

7 月 19 日我们组织固生堂上海线下门店参观交流，核心增量包括：1) 此前市场担忧的上海门店在疫情后恢复顺利，我们预计门店收入下个月回归去年同期水平；2) 下半年有望在上海核心区域新增 2-3 家并购/新开门店，估测增厚区域千万级别收入。考虑上海疫情制约因素逐步消除，广深大本营维持稳健，北京区域持续并购催化，我们看好公司 22 年仍有望实现近 30% 收入增长，并维持 2022-2024 年经调整 EPS 预测人民币 0.95/1.37/1.89 元。给予 22 年目标 PE 48 倍 (与 A 股可比公司 22 年 PE 48x 倍一致)，对应目标价 53.02 港币 (前值: 52.59 港币，对应 46x 2022 年 PE)。维持“买入”。

上海区域：门店疫情后全面复苏

我们估计 2022 年上海实现 25% 以上收入增长，主因：1) 1H22 七家存量门店从疫情中恢复：受益于公司线上融合线下模式，上海区域 7 月收入预估回归到去年同期 85% 水平，并有望在 8 月实现门店运营完全恢复；2) 下半年收入增速主要靠 4Q22 膏方节等推高，叠加年内 2-3 家并购/新开医院落地增厚效应。展望 23-24 年，如疫情逐步消弭，考虑区域内名医工作室如火如荼，自有医生贡献迅速增长，叠加每年新增 2 家以上门店，收入端有望冲击 40% 的年化增速。

北京区域领衔增长，广深疫情下保持稳健

我们预计北京区域 22 年收入实现 100% 以上增速，主因：1) 1H22 北京疫情影响有限 (仅中海医院经营受到短暂影响，现已恢复营业)；2) 区域年内新并购/自建医院贡献：已完成国宗济世医院收购与昆仑医院自建开业，公司指引今年合计贡献 3300 万/7500 万收入。对于广州及深圳区域，我们预计年内收入增速分别有望超 20%/15%，主因疫情影响逐渐消化，叠加当地高品牌知名度。

中医诊疗政策利好频传，推动连锁医院扩张加速

近期中医诊疗政策利好固生堂，有望驱动其未来扩张：1) 对未来中医机构规划：政府提出要鼓励和支持有经验的社会力量兴办连锁经营的名医堂以满足未满足的患者需求；2) 中医人才端：四部委 6 月提出 2025 年全部社区卫生服务中心卫生院要配置/培养足够的中医医师的规划；及 3) 支付端：湖南、广东、山东政府针对发展中医制剂和中药创新提出了具体措施。

风险提示：人才流失风险，疫情相关风险，网络扩张失败风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	925.37	1,372	1,752	2,301	2,962
+/-%	3.26	48.28	27.70	31.31	28.75
归属母公司净利润 (人民币百万)	(255.75)	(507.07)	199.74	288.46	401.68
+/-%	72.94	98.27	(139.39)	44.41	39.25
EPS (人民币, 最新摊薄)	(1.11)	(2.20)	0.87	1.25	1.74
ROE (%)	24.30	(244.22)	12.12	15.26	17.98
PE (倍)	(29.25)	(14.75)	37.46	25.94	18.63
PB (倍)	(6.60)	4.83	4.28	3.68	3.07
EV EBITDA (倍)	(42.41)	(13.88)	35.51	23.04	15.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值

使用调整后 EPS 为指标，我们给予固生堂 48x 2022 年 PE 估值，与其 A 股医疗服务同业 2022 年平均 PE 48x 一致（此前：我们给予固生堂 46x 2022 年 PE 估值，较其 A 股同业平均 42x 2022 年 PE 溢价 10%）。我们选择 A 股医疗服务从业者作为固生堂的可比公司，主因：1) 尽量反应固生堂所面对的相对鼓励的政策影响；2) 考虑港股投资者面对政策相关的情绪回归中性水平，我们缩小了固生堂与其可比公司的估值差。从而我们得到固生堂 53.02 港币的目标价，维持“买入”评级。

图表1：可比公司估值表

公司名称	股票代码	收盘价 (人民币)	总市值 (十亿人民币)	EPS (人民币)			PE (x)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
通策医疗 I	600763 CH	154.80	49.6	2.19	2.55	3.27	71	61	47
信邦制药	002390 CH	5.83	11.8	0.13	0.17	0.22	45	34	27
均值			30.7	1.16	1.36	1.75	58	48	37

公司名称	股票代码 e	收盘价 (港币)	总市值 (十亿港元)	EPS (港币)			PE (x)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
海吉亚医疗	6078 HK	49.15	30.3	0.83	1.16	1.57	60	42	31
锦欣生殖	1951 HK	6.58	16.6	0.16	0.22	0.28	40	30	24
雍禾医疗	2279 HK	8.23	4.3	0.34	0.45	0.64	24	18	13
均值			17.1	0.44	0.61	0.83	41	30	23

注：数据截至 2022 年 7 月 19 日收盘

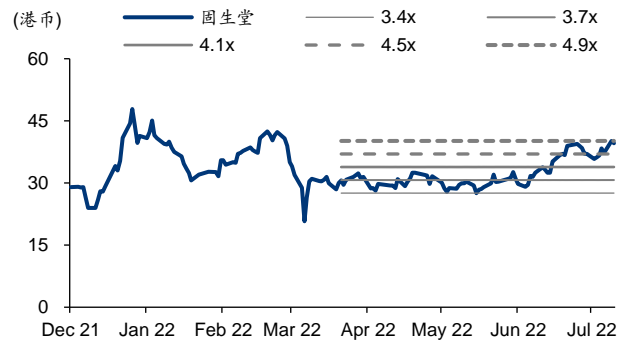
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表2：固生堂 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：固生堂 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	925.37	1,372	1,752	2,301	2,962
销售成本	(487.88)	(751.80)	(935.29)	(1,212)	(1,545)
毛利润	437.49	620.30	816.91	1,089	1,417
销售及分销成本	(259.70)	(413.53)	(483.61)	(630.43)	(805.74)
管理费用	(70.39)	(248.03)	(105.13)	(133.45)	(165.89)
其他收入/支出	(315.82)	(449.41)	3.52	6.29	8.96
财务成本净额	(33.51)	(28.40)	(29.16)	(38.75)	(46.05)
应占联营公司利润及亏损	0.17	1.05	1.21	1.39	1.53
税前利润	(241.76)	(518.02)	203.74	294.24	409.72
税费开支	(13.57)	11.14	(4.07)	(5.88)	(8.19)
少数股东损益	0.42	0.18	(0.07)	(0.10)	(0.14)
净利润	(255.75)	(507.07)	199.74	288.46	401.68
折旧和摊销	(22.75)	(30.04)	(33.20)	(34.40)	(41.94)
EBITDA	(231.00)	(519.66)	199.71	298.59	413.84
EPS (人民币, 基本)	(1.11)	(2.20)	0.87	1.25	1.74

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	57.74	77.36	84.04	108.88	138.86
应收账款和票据	188.76	181.99	232.41	305.18	392.91
现金及现金等价物	249.99	1,031	1,218	1,441	1,866
其他流动资产	114.43	6.77	6.77	6.77	6.77
总流动资产	610.92	1,297	1,542	1,862	2,405
固定资产	41.46	64.80	103.13	149.16	196.07
无形资产	22.76	31.43	34.20	36.84	39.19
其他长期资产	770.31	998.74	998.74	998.74	998.74
总长期资产	834.53	1,095	1,136	1,185	1,234
总资产	1,445	2,392	2,678	3,046	3,639
应付账款	371.77	437.95	461.24	531.14	677.43
短期借款	123.91	74.94	162.59	172.50	205.57
其他负债	1,542	8.25	8.25	8.25	8.25
总流动负债	2,038	521.14	632.08	711.89	891.25
长期债务	219.40	270.43	247.40	249.61	262.84
其他长期债务	321.26	50.83	50.83	50.83	50.83
总长期负债	540.67	321.25	298.22	300.44	313.66
股本	0.00	0.15	0.15	0.15	0.15
储备/其他项目	(1,134)	1,549	1,747	2,033	2,433
股东权益	(1,134)	1,549	1,747	2,034	2,433
少数股东权益	0.33	0.52	0.44	0.34	0.20
总权益	(1,133)	1,549	1,747	2,034	2,434

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(29.25)	(14.75)	37.46	25.94	18.63
PB	(6.60)	4.83	4.28	3.68	3.07
EV EBITDA	(42.41)	(13.88)	35.51	23.04	15.71
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(2.36)	(5.87)	1.96	3.19	5.43

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	(231.00)	(519.66)	199.71	298.59	413.84
融资成本	33.51	28.40	29.16	38.75	46.05
营运资本变动	32.68	53.32	(33.80)	(27.70)	28.57
税费	(13.57)	11.14	(4.07)	(5.88)	(8.19)
其他	333.28	3.28	8.08	(8.70)	(8.23)
经营活动现金流	154.90	(423.52)	199.06	295.05	472.03
CAPEX	(20.72)	(64.61)	(74.30)	(83.06)	(91.20)
其他投资活动	(96.75)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(117.47)	(64.61)	(74.30)	(83.06)	(91.20)
债务增加量	146.41	2.05	64.62	12.12	46.30
权益增加量	0.00	494.30	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(70.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	76.20	496.35	64.62	12.12	46.30
现金变动	113.64	8.22	189.38	224.11	427.13
年初现金	138.12	249.99	1,031	1,218	1,441
汇率波动影响	(1.76)	772.49	(1.76)	(1.76)	(1.76)
年末现金	249.99	1,031	1,218	1,441	1,866

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	3.26	48.28	27.70	31.31	28.75
毛利润	11.82	41.79	31.70	33.33	30.09
营业利润	40.36	135.42	(147.22)	43.12	36.99
净利润	72.94	98.27	(139.39)	44.41	39.25
EPS	72.94	98.27	(139.39)	44.41	39.25
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	47.28	45.21	46.62	47.34	47.83
EBITDA	(24.96)	(37.87)	11.40	12.98	13.97
净利润率	(27.64)	(36.96)	11.40	12.54	13.56
ROE	24.30	(244.22)	12.12	15.26	17.98
ROA	(20.08)	(26.43)	7.88	10.08	12.02
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(8.23)	(44.25)	(46.27)	(50.09)	(57.43)
流动比率	0.30	2.49	2.44	2.61	2.70
速动比率	0.27	2.34	2.31	2.46	2.54
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.73	0.72	0.69	0.80	0.89
应收账款周转天数	66.10	48.64	42.57	42.06	42.42
应付账款周转天数	243.70	193.87	173.05	147.42	140.77
存货周转天数	37.94	32.35	31.06	28.66	28.86
现金转换周期	(139.65)	(112.88)	(99.42)	(76.71)	(69.50)
每股指标 (人民币)					
EPS	(1.11)	(2.20)	0.87	1.25	1.74
每股净资产	(4.92)	6.72	7.58	8.83	10.56

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、沈卢庆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、沈卢庆本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司