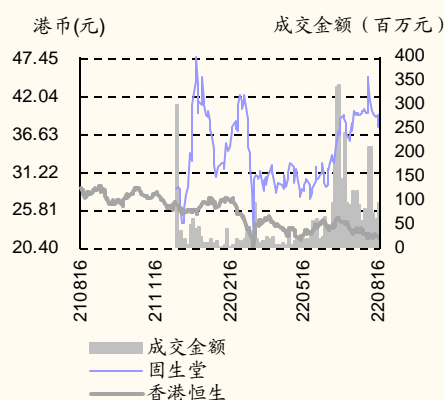


市价(港币): 37.800元

市场数据(港币)

收盘价(元)	37.800
流通港股(百万股)	230.40
总市值(百万元)	8,708.99
年内股价最高最低(元)	47.850/20.750
香港恒生指数	19830.52



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	32.17	2.02	
相对香港恒生	32.77	21.80	

相关报告

- 《优质医生壁垒高铸，中医服务网络逐步构建-固生堂公告点评》，2022.8.4
- 《牢牢把握优质医生资源的中医医疗服务龙头-固生堂深度报告》，2022.3.1

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

加点医院领域布局，中医服务网络逐步构建

主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	927	1,375	1,786	2,320	3,016
营业收入增长率	3.15%	48.35%	29.89%	29.93%	29.98%
归母净利润(百万元)	-256	-507	114	156	215
归母净利润增长率	72.94%	98.27%	n.a	36.33%	37.98%
经调整净利润(百万元)	85	155	220	310	434
摊薄每股收益(元)	-1.110	-2.201	0.496	0.676	0.933
每股经营性现金流净额	0.67	0.81	1.79	0.83	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.56%	-32.74%	6.89%	8.60%	10.61%
P/E	n.a	n.a	90.34	66.27	48.03
P/B	n.a	6.66	6.22	5.70	5.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022年8月16日，公司发布2022年中报，公司2022年上半年实现营业收入7.03亿元，同比增长17.5%；实现净利润5580万元，2021年同期亏损3.50亿元，扭亏为盈。
- 2022年上半年实现经调整净利润6430万元，较2021年同期增长40.1%，业绩增长超预期。

经营分析

- “自建+并购”双轮驱动，中医医疗服务网络逐渐完善。**公司通过“自建+并购”双轮驱动，广泛布局北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、宁波及无锡等城市。2022年上半年，公司加大在中医医院领域的布局，6月，固生堂北京昆仑医院正式开业，推进和完善公司在北京区域的中医健康产业布局。2022H1 毛利率为 28.3% (-0.1pct)，2022H1 经调整净利率 9.2% (+1.5pct)，经调整净利率提升，主要是 2021H1 公司的可转换可赎回优先股及可转股债权产生公允价值亏损等，2022H1 的权益结算以股份为基础的付款开支减少。
- 优质医师资源壁垒高筑，公司牢牢把握优质医生资源。**公司与多家三甲医院签署战略合作协议，公司与广州中医药大学第一附属医院、上海中医药大学附属龙华医院、上海中医药大学附属曙光医院、北京广安门医院、河南中医药大学第一附属医院等多家医院签署合作协议，公立医院医生通过多点执业的方式与公司进行合作。
- 医保个人账户及统筹账户占比下降，自费占比有所提升。**2021H1 公司医保个人账户占比由 2021 年的 14.6% 下降至 14.1%，医保统筹账户占比由 2021 年的 13.2% 下降至 12.0%，相应的，自费占比从 2021 年的 72.2% 提升至 73.9%。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年经调整净利润分别为 2.20/3.10/4.34 亿元人民币，分别同比增长 82%/42%/41%，对应 EPS 分别为 0.50/0.68/0.93 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 并购扩张不及预期风险、医保政策变化风险、医生流失风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	898	927	1,375	1,786	2,320	3,016	货币资金	138	250	1,031	1,198	1,042	1,092
增长率	23.5%	3.2%	48.4%	29.9%	29.9%	30.0%	应收款项	119	154	182	359	503	673
主营业务成本	505	488	752	976	1,279	1,658	存货	45	58	77	139	197	276
%销售收入	56.2%	52.6%	54.7%	54.6%	55.1%	55.0%	其他流动资产	85	149	7	152	306	460
毛利	391	437	620	808	1,040	1,357	流动资产	387	611	1,297	1,849	2,048	2,502
%销售收入	43.6%	47.2%	45.1%	45.2%	44.8%	45.0%	%总资产	35.1%	42.3%	54.2%	60.7%	61.2%	64.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	6	11	17	22	27
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	50	41	65	111	157	203
销售费用	270	260	414	501	626	814	%总资产	4.5%	2.9%	2.7%	3.6%	4.7%	5.2%
%销售收入	30.1%	28.0%	30.1%	28.1%	27.0%	27.0%	无形资产	632	752	968	1,018	1,068	1,118
管理费用	58	70	248	143	179	235	非流动资产	715	835	1,095	1,197	1,298	1,399
%销售收入	6.4%	7.6%	18.0%	8.0%	7.7%	7.8%	%总资产	64.9%	57.7%	45.8%	39.3%	38.8%	35.9%
研发费用	3	3	0	6	8	11	资产总计	1,102	1,445	2,392	3,046	3,346	3,901
%销售收入	0.4%	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	979	1,617	17	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	54	95	-91	144	218	284	应付款项	121	113	161	348	291	368
%销售收入	6.0%	10.2%	n.a	8.1%	9.4%	9.4%	其他流动负债	210	308	342	621	807	1,049
财务费用	7	30	25	-21	6	7	流动负债	1,311	2,038	521	969	1,098	1,417
%销售收入	0.8%	3.3%	1.8%	-1.2%	0.3%	0.2%	长期贷款	511	259	67	87	107	127
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	251	281	254	330	330	330
-	0	0	0	0	0	0	负债	2,072	2,579	842	1,386	1,535	1,874
投资收益	0	0	1	2	2	3	普通股股东权益	-971	-1,134	1,549	1,659	1,811	2,026
%税前利润	0.0%	-0.1%	-0.2%	1.4%	1.3%	1.2%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业利润	57	98	-91	144	218	284	未分配利润	-917	-1,159	1,487	1,597	1,749	1,964
营业利润率	6.3%	10.5%	n.a	8.1%	9.4%	9.4%	少数股东权益	1	0	1	1	1	1
营业外收支	-208	-309	-403	-50	-55	-60	负债股东权益合计	1,102	1,445	2,392	3,046	3,346	3,901
税前利润	-159	-242	-518	117	159	219	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	6.5%	6.9%	7.3%		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-11	14	-11	2	3	4	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	2.0%	2.0%	2.0%	每股收益	-0.642	-1.110	-2.201	0.496	0.676	0.933
净利润	-148	-255	-507	114	156	215	每股净资产	-4.215	-4.920	6.723	7.201	7.860	8.793
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.574	0.672	0.815	1.795	0.825	1.721
归属于母公司的净利润	-148	-256	-507	114	156	215	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	n.a	n.a	6.4%	6.7%	7.1%	回报率						
							净资产收益率	15.23%	22.56%	-32.74%	6.89%	8.60%	10.61%
现金流量表 (百万元)							总资产收益率	-13.42%	-17.69%	-21.20%	3.75%	4.65%	5.51%
							投入资本收益率	6.47%	9.75%	-4.71%	6.80%	9.50%	11.20%
净利润	-148	-256	-507	114	156	215	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	23.54%	3.15%	48.35%	29.89%	29.93%	29.98%
非现金支出	223	372	607	65	103	108	EBIT增长率	-173.60%	76.61%	-196.07%	-258.58%	51.40%	30.17%
非经营收益							净利润增长率	-14.51%	72.94%	98.27%	n.a	36.33%	37.98%
营运资金变动	-2	-27	-6	230	-73	70	总资产增长率	5.30%	31.16%	65.47%	27.34%	9.86%	16.58%
经营活动现金净流	132	155	188	414	190	397	资产管理能力						
资本开支	-6	-21	-52	-100	-100	-100	应收账款周转天数	17.2	22.3	19.3	26.1	28.1	30.4
投资	-28	-58	102	-155	-159	-159	存货周转天数	32.6	43.2	37.6	52.1	56.2	60.8
其他	-2	-39	-98	77	-53	-57	应付账款周转天数	87.5	84.6	78.3	130.4	83.0	81.1
投资活动现金净流	-35	-117	-49	-178	-312	-316	固定资产周转天数	20.1	16.3	17.2	22.6	24.7	24.5
股权募资	0	0	1,122	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-36	90	-455	20	20	20	净负债/股东权益	-159.81%	-158.24%	-44.87%	-54.18%	-46.56%	-49.03%
其他	-16	-14	-28	-84	-50	-50	EBIT利息保障倍数	7.5	3.1	-3.7	-6.9	35.7	40.7
筹资活动现金净流	-52	76	639	-64	-30	-30	资产负债率	188.04%	178.41%	35.22%	45.51%	45.86%	48.05%
现金净流量	45	112	781	167	-156	50							

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402