

固生堂(02273)

报告日期: 2022年08月18日

量价双升, 中医诊疗龙头展现强大业绩韧性

——固生堂 2022 年中报点评

投资要点

- 疫情下逆势增长凸显韧性, 经调净利润同增超 40%**
- 业绩概览: 经调利润同增 40.1%, 紧贴业绩预告上限**

22H1: 营收 7.0 亿元, 同比+17.5%; 净利润 5576 万元, 由亏转盈主要系非经损益减少。经调净利润 6432 万元, 同比+40.1%, 紧贴业绩预告上限, 主要系受业务扩张顺利(老店爬坡+新店增量)+偿还短期银行贷款融资成本减少影响。

收入拆分: 1) 按渠道: 线上业务迅速扩张。线下/线上收入 5.8/1.2 亿, 同比+7%/114%, 占比 83%/17%; 2) 按业务: 医疗健康服务/健康产品收入 6.9/0.2 亿, 同比+17%/65%, 占比 98%/2%。3) 按支付方式: 医保收入占比 26.1%, 同比-2pp, 主要系线上健康平台收入占比提升。
- 盈利能力: 口径变化致毛利率与销售费用率波动, 经调净利率稳步提升**

22H1: 毛利率 28.3% (同比-16.5pp), 净利率 7.9% (此前为负值), 经调净利率 9.2% (+1.5pp), 销售/管理/财务费用率为 13.0%/7.3%/1.2%, 同比-19.6pp/-2.8pp/-1.7pp。

1) **毛利率及销售费用率:** 公司今年将线下医疗机构额外经营开支由销售费用调至销售成本, 致毛利率与销售费用率均大幅下降。22H1 线下医疗机构额外经营开支为 1.15 亿, 包括与使用权资产及翻新线下医疗机构有关的折旧及摊销开支、线下医疗机构的非医师职员成本/水电费等。若按去年同口径计算, 22H1 毛利率为 44.6% (-0.2pp), 略有下降主要系受线上平台开展促销吸引客户, 销售医疗健康产品业务毛利率由 46.5% 降至 42.3%。

2) **经调净利率:** 若剔除股份支付、可转换可赎回优先股/可转换债券计入损益的公允价值变动、上市开支等非经损益, 公司在疫情下仍实现经调净利率实现稳步提升, 业绩韧性凸显。
- 就诊次数+回头率+客单价三大维度均有提升, 经营向好**

22H1 公司新客户 24.6 万人 (同比+8%), 就诊人次达 132 万次 (同比+12%); 客户回头率达 66.9% (同比+5.4pp); 客单价 531 元 (同比+5%), 三大维度经营向好。此外, 公司近年注重加强会员体系, 目前卓有成效, 高粘性+高客单价的会员占比持续提升。22H1 公司会员人数约 9.9 万人 (同比+32%), 就诊人次达 37 万次 (同比+12%, 占比 28%), 回头率高达 87.6% (同比+0.2pp)。
- 短期: 疫后修复+外延扩张持续推进, 全年业绩确定性较强**

22H1 公司北上广深等地共 23 家线下医疗机构平均停业约 36 天。6 月以来全国机构已陆续恢复正常营业, 看好疫后修复。今年 6 月北京昆仑医院正式营业, 4 月公司与温州市中医院成立医联体, 5 月收购北京国宗济世中医医院加码北京区域布局。截至目前公司已有 44 家医疗机构覆盖 11 个城市, 5 家线下药房。22H2 公司将持续推进全国扩张, 全年维持新增 8-10 家机构的预期, 业绩确定性较强。此外, 今年上半年公司有关脱发、鼻炎、不孕不育及消化症状等品种的院内制剂已完成试生产并取得《医疗机构制剂许可证》, 计划逐步申报备案号, 预计规模生产后将创造新增量。
- 中长期: 内生+外延增长强劲, 稳坐中医诊疗赛道龙头**

公司通过医联体等深度合作三甲医院, 自上而下打通中医医疗资源, 并以诊金分成+合伙人模式绑定医生核心利益, 核心竞争壁垒稳固。未来几十家机构坪效有望稳步提升(老店可达 6 万元+/平); 外延扩张保持每年 10 家左右, 驱动力强劲。此外, 公司未来还将重点发展院内制剂、完善会员体系、加码自有医生团队建设、持续进行线上平台扩张、发展家庭医生发展等, 有望持续优化收入结构, 立足长远发展。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

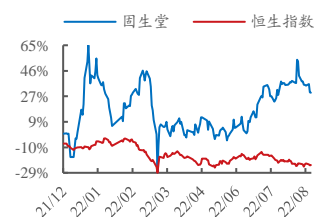
分析师: 王长龙
 执业证书号: S1230521020001
 wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$37.70
总市值(百万港元)	8,685.95
总股本(百万股)	230.40

股票走势图



相关报告

- 1 《固生堂: 经调利润超预期, 中医诊疗龙头展现强劲业绩韧性》 2022.08.04
- 2 《固生堂: 昆仑医院正式开业, 北京区域布局再下一城》 2022.06.07
- 3 《固生堂: 拟收购北京国宗济世中医医院, 加码一线城市布局》 2022.05.25

□ 盈利预测与估值

预计公司 22-24 年实现营业收入 18/24/31 亿元，同比增长 33%/31%/30%；实现归母净利润 2.0/2.9/4.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/26/18 倍。公司线下内生增长+外延扩张有序进行，线上业务高增，未来有望继续通过强大的三甲医院/医师绑定能力、以及精细化、标准化及数字化的管理运营，抢占市场份额，强化龙头地位。维持“买入”评级。

□ 风险提示

疫情反复影响营业情况；行业监督政策变化；门店扩张不及预期；医师资源流失；行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1375	1831	2389	3101
(+/-) (%)	48%	33%	31%	30%
归母净利润	-507	198	288	411
(+/-) (%)	-98%	/	45%	43%
每股收益(元)	-2.20	0.86	1.25	1.79
P/E	-15	38	26	18

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,297	1,834	1,777	2,700
现金	1,031	1,475	1,367	2,155
应收账款及票据	73	110	129	182
存货	77	104	130	205
其他	116	144	151	158
非流动资产	1,095	1,301	1,475	1,605
固定资产	65	110	138	138
无形资产	968	1,129	1,275	1,405
其他	62	62	62	62
资产总计	2,392	3,135	3,252	4,305
流动负债	521	1,066	895	1,537
短期借款	17	17	17	17
应付账款及票据	161	638	395	948
其他	342	410	483	572
非流动负债	321	321	321	321
长期债务	67	67	67	67
其他	254	254	254	254
负债合计	842	1,387	1,216	1,858
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,487	1,685	1,973	2,384
归属母公司股东权益	1,549	1,747	2,035	2,446
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1,549	1,748	2,035	2,447
负债和股东权益	2,392	3,135	3,252	4,305

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,372	1,831	2,389	3,101
其他收入	3	0	0	0
营业成本	752	999	1,291	1,678
销售费用	414	483	619	766
管理费用	248	116	144	177
研发费用	0	0	0	0
财务费用	25	22	21	31
除税前溢利	(518)	209	313	447
所得税	(11)	10	25	36
净利润	(507)	198	288	411
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(507)	198	288	411
EBIT	(39)	232	336	480
EBITDA	55	232	336	480
EPS (元)	(2.20)	0.86	1.25	1.79

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	48.28%	33.44%	30.50%	29.80%
归母净利润	-98.27%	139.12%	45.03%	42.96%
获利能力				
毛利率	45.21%	45.42%	45.96%	45.88%
销售净利率	-36.94%	10.83%	12.04%	13.26%
ROE	-32.74%	11.35%	14.14%	16.81%
ROIC	-2.31%	12.05%	14.56%	17.43%
偿债能力				
资产负债率	35.22%	44.25%	37.41%	43.16%
净负债比率	-61.08%	-79.56%	-63.03%	-84.63%
流动比率	2.49	1.72	1.98	1.76
速动比率	2.33	1.62	1.83	1.62
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.66	0.75	0.82
应收账款周转率	21.23	20.00	20.00	20.00
应付账款周转率	5.48	2.50	2.50	2.50
每股指标 (元)				
每股收益	-2.20	0.86	1.25	1.79
每股经营现金流	0.81	3.15	0.62	4.31
每股净资产	6.72	7.58	8.83	10.62
估值比率				
P/E	-15.19	37.86	26.10	18.26
P/B	5.26	4.30	3.69	3.07
EV/EBITDA	130.34	26.33	18.56	11.34

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	188	725	142	994
净利润	(507)	198	288	411
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	94	0	0	0
营运资金变动及其他	601	527	(145)	583
投资活动现金流	(49)	(223)	(174)	(130)
资本支出	(52)	(206)	(174)	(130)
其他投资	3	(17)	0	0
筹资活动现金流	639	(58)	(76)	(77)
借款增加	(1,792)	0	0	0
普通股增加	1,122	0	0	0
已付股利	0	(58)	(76)	(77)
其他	1,309	0	0	0
现金净增加额	781	444	(108)	788

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>