

# 固生堂 (2273 HK)

## 打造第一民营中医服务连锁品牌

固生堂是国内领先的民营中医医疗服务机构。截至2023年6月底，固生堂的医疗服务网络已拥有53家线下门店，覆盖全国16个城市；公司网络内聚集超过3.1万名中医师（截至1H23），其中包括1.2万名高级职称医师。基于公司不断扩大的门店网络和医师资源，固生堂已成长为国内头部民营中医医疗服务机构之一。

- 利好政策推动中医药产业快速发展。**根据 Frost & Sullivan (F&S) 数据，中医诊疗服务占2019年中国中医大健康市场的31.8%，预计中医诊疗服务将在2019-2030期间以18.2%的CAGR增长，至2030年将占中医大健康市场的61.9%。根据F&S，民营机构占2020年中医诊疗服务市场的42.0%，且民营中医诊疗服务市场极度分散，意味着广阔的市场整合空间，将有利于龙头公司的长期发展。我国对中医药发展的政策支持是一贯的，在2020年新冠疫情爆发后的支持力度进一步提升，全方位支持中医药产业的健康发展，涉及中药注册审评、提升中医药人才培养、多点执业、鼓励综合医院的中西医协同、中医药医保报销和定价等。
- 把握优质医生资源构建深厚护城河。**固生堂已经与多家国内知名三甲中医院和多所知名中医药大学达成合作，为优质医生多点执业打通渠道。截至2023年6月底，固生堂的平台内有超过3.1万名中医医生，其中具有高级职称的医生数量超过1.2万人。此外，固生堂合作的名中医达到571位，其中包括9位国医大师和79位全国名中医，这也为公司开发院内制剂提供坚实的学术基础。截至2023年6月底，固生堂已有三个院内制剂获得药监局备案许可，在2023年进行了12个制剂研发工作，并计划在2024年继续研发7个。同时，公司持续扩充自有医生团队；截至2023年6月底，固生堂拥有421位自有医生。自有医生团队收入贡献占比大幅提升，2023年上半年占公司线下收入的34% (vs 2020年：13%)。
- 成功的跨区域复制能力。**成立以来，固生堂持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络。公司传统优势领域广深地区在2020年贡献公司整体收入的52.4%，在1H23减少到了35.7%，证明公司成功的跨区域复制能力。2018至今，固生堂收购了26家门店。根据我们的测算，以标的在被收购当年的全年收入计算，2018年至2023年上半年，公司所有收购交易的P/S估值介于0.8-1.5倍，远低于医疗服务行业其他交易的估值，体现固生堂优秀的并购和议价能力。公司的门店网络已覆盖全部4个一线城市，以及12个二线核心城市。在2023年上半年，一线城市贡献公司整体收入的63.4%。然而，公司在一线城市的渗透率远未到达天花板，例如，公司在广州/上海的门诊渗透率仅为1.8%/0.8%。
- 首次覆盖给予买入评级，目标价70.77港元。**我们预计固生堂在2023E/24E/25E的收入增长42.9%/34.9%/32.9%，经调整净利润增长46.0%/37.5%/36.8%。基于10年DCF模型(WACC: 10.3%; 永续增长率: 3.0%)，给予目标价70.77港元；目标价对应38倍24年经调整PE。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	1,372	1,625	2,322	3,133	4,164
同比增长(%)	48.3	18.4	42.9	34.9	32.9
调整后净利润(百万人民币)	156.7	200.8	293.2	403.0	551.5
调整后每股收益(人民币)	1.35	0.87	1.22	1.68	2.30
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.11	1.48	1.97
市盈率(调整后)(倍)	na	48.4	34.5	25.1	18.4

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

### 买入

目标价	港元 70.77
潜在升幅	51.0%
当前股价	港元 46.85

### 中国医药

#### 武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

#### 黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	11,249.5
3月平均流通量(百万港元)	46.5
52周内股价高/低(百万港元)	60.00/37.15
总股本(百万)	240.1

资料来源：FactSet

### 股东结构

涂志亮	35.1%
Gushengtang Ltd.	6.5%

资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	2.4%
3-月	0.4%	12.4%
6-月	-2.8%	11.7%

资料来源：FactSet

### 股价表现



资料来源：FactSet

## 目录

投资亮点.....	3
政策推动我国中医药产业进入发展快车道.....	6
中医药行业规模大但分散，龙头公司享受整合发展机遇.....	6
中医药行业获得持续政策支持.....	7
中医需求快速增长，基层医疗机构成为中医服务的基石.....	10
中医供给稳步提升，民营机构领先增长.....	12
中医供给结构性短缺；东部地区中医消费潜力大.....	14
固生堂成长为全国头部民营中医连锁服务商.....	16
会员体系维持高度的客户粘性.....	17
持续强化供应链能力.....	19
把握核心医生资源，构建深厚护城河.....	21
合作医生队伍持续扩大，与核心医生专家深度绑定.....	21
自有医生团队快速成长为中坚力量.....	23
依托丰富的名医资源开拓院内制剂发展机会.....	24
跨区域复制能力持续得到验证.....	26
跨区域复制能力强，门店网络覆盖经济发达区域.....	26
固生堂在一线城市具备巨大的市场渗透提升潜力.....	27
并购助力公司快速跨城扩张.....	28
自建门店有效提升线下网络覆盖密度.....	31
发力中医线上服务，打开第二增长极.....	33
预计 2022-25E 收入/经调整净利润复合增速为 36.9%/40.0%.....	35
首次覆盖给予买入评级，目标价 70.77 港元.....	38
投资风险.....	40
附录.....	41

## 投资亮点

### 政策推动我国中医药产业进入发展快车道

根据 Frost & Sullivan 数据，中国中医大健康市场规模从 2015 年的 5,790 亿元增长至 2019 年的 9,170 亿元，年复合增长率（CAGR）为 12.2%，其中中医诊疗服务、中药和中医保健品为最大的三个细分板块，分别占 2019 年市场份额的 31.8%、54.7% 和 10.9%。Frost & Sullivan 预计中医诊疗服务将在 2019-2030 期间以 18.2% 的 CAGR 增长，远高于中药和中医保健品的同期增速，至 2030 年将占中医大健康市场的 61.9%。根据 Frost & Sullivan，民营机构占 2020 年中医诊疗服务市场的 42.0%，且民营中医诊疗服务市场极度分散，Top 10 公司收入仅占 11.2% 的市场份额（其中固生堂市场份额为 0.6%），意味着广阔的市场整合空间，将有利于龙头公司的长期发展。

我国对中医药发展的政策支持是一贯的，在 2020 年新冠疫情爆发后的支持力度进一步提升，全方位地支持中医药产业的健康发展，在我国医疗健康领域发挥更大的作用。政策支持已经涵盖中医药发展的众多方面，包括中医药在我国医疗卫生体系的战略定位、中医药文化传承、优化中药注册审评体系、提升中医药人才培养、多点执业，鼓励综合医院的中西医协同、中医药医保报销和定价、中医药国际合作与发展、鼓励社会资本发展中医药等。

中医供给稳步提升，其中民营机构增长领先。2010-2021，中医医院数量和床位数量的复合增速均快于综合医院，其中民营中医医院的发展速度显著快于公立中医医院，至 2021 年，民营中医医院占全部中医医院的 49.3%（2010：16.2%），占全部中医医院床位数的 14.5%（2010：5.5%）。中医需求快速增长。伴随着国民对中医药知识的认知提升以及医疗机构的中医药服务能力的扩大，患者对中医服务的需求增速快于整体医疗服务需求，中医类诊疗量在全部诊疗量的比重从 2010 年的 10.5% 提升至 2021 年的 14.2%。在中医类诊疗中，中医医院的诊疗量增速（2010-2021 CAGR：5.6%）快于综合医院（2.4%），而民营中医医院的增速（15.0%）又显著快于公立中医医院（5.0%）。

我国中医诊疗的供需面临严重的错配。从医疗机构的类别来看，中医类医院占全部医疗机构的 1.4%，但是承担了 57.3% 的中医类诊疗量。分区域看，东部地区的中医类医院数、中医类床位数、中医类执业医师数分别占全国总数的 39.4%、34.6%、42.8%。虽然东部地区的中医供给较多，均为全国最高占比，但东部地区的诊疗量占全国的 51.7%，明显高于东部地区医疗资源供给的全国占比，我们认为这与东部地区较高的人均收入有关，也表明东部地区的中医医疗供给的结构性不足，预示中医消费的显著巨大市场增长潜力。

### 固生堂成长为全国头部民营中医药连锁服务商品牌

固生堂于自 2010 年在广州建立第一家线下中医药门店。通过外延并购和内生自建的方式，截至 2023 年 6 月底，固生堂的医疗服务网络已拥有 53 家线下门店，覆盖全国 16 个城市；公司网络内聚集超过 3.1 万名中医师（截至 1H23），其中包括 1.2 万名主任/副主任医师。基于公司不断扩大的门店网络和优质的医师资源，固生堂已成长为国内头部民营中医药医疗服务机构之一。

固生堂通过吸引优秀中医师的加盟、高品质的医疗服务和产品、持续强化的品牌效应，已在消费者中建立一定的品牌壁垒，因此维持了高度的客户粘性。固生堂在2019年3月推出会员体系，进一步强化客户管理效率。根据公司数据，公司的整体客户回头率从2018年的50.9%持续提升至1H23的67.3%；同期的会员客户回头率远高于整体客户回头率，会员客户的回头率维持在85%以上。

固生堂建立了垂直整合的供应链体系以确保医疗产品的质量和供应。在供应链上游，固生堂与国内大型的中药公司签订战略合作以确保符合公司需求的产品的供应。在少数情况下，固生堂会直接从原产地采购部分中药材，并同可靠的中药饮片供应商合作加工，以便更好的控制中药饮片的品质。在下游，固生堂通过总部进行集中采购，同时公司在集团层面控制和管理产品配送，以确保物流的稳定可控。在近几年国内中药材原材料价格上涨的背景下，有利于公司控制成本。

### 把握核心医生资源，构建深厚护城河

我国政策明确鼓励和支持公立医院的医生到基层医疗机构以及民营医疗机构从事多点执业，固生堂通过与公立医疗机构和大学成立医疗联合体，为公立医疗机构的优质医生在固生堂平台执业打通渠道。至今，固生堂已经与多家国内知名三甲中医院和多所知名中医药大学达成合作。截至2023年6月底，固生堂的平台内有超过3.1万名中医医生，其中具有高级职称（主任/副主任）的医生数量超过1.2万人，占公司全部医生人数的39%。此外，固生堂合作的名中医达到571位，其中包括9位国医大师和79位全国名中医。

自有医生团队是对合作医生的有效补充，不仅能够弥补合作医生工作时间不固定带来的服务断点问题，也可帮助公司降低医师人员成本，提升运营效率和患者满意度。公司的自有医生数量从2020年的160位持续快速增长；截至2023年6月底，固生堂拥有421位自有医生。随着自有医生服务能力的不断提升，自有医生对固生堂收入贡献逐渐增长。在1H23，自有医生创造了34%的线下收入，高于2020年的13%和2022年的26%。

医疗机构的中药制剂大多来自本院名老中医的协定方，是名老中医学术思想和多年诊疗经验的智慧结晶。同时，中药院内制剂也成为医疗机构为患者提供差异化服务的手段。固生堂的名中医医生资源为公司开发院内制剂提供坚实的学术基础。截至2023年6月底，固生堂已有三个院内制剂获得药监局备案许可，固生堂在2023年进行了12个制剂研发工作，并计划在2024年继续研发7个院内制剂。

### 跨区域复制能力持续得到验证；快速且稳健的线下门店扩张

成立以来，公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络。收购策略助力公司迅速进入目标市场，而自建门店则在门店选址、装修布局、投入资金方面给予公司更灵活的选择。对于收购标的，固生堂倾向于经济发达、人口密度高以及中医药服务需求高的区域。对于自建标的，公司会优先考虑已有线下门店的区域或者公司线上服务所覆盖的区域，通过线上平台所积累的行业洞见、经验、数据及医生资源，让公司更好的识别线下扩张机会。在过去的发展中，固生堂证明了强劲的跨区域拓展能力。公司传统优势领域广深地区在2020年贡献公司整体收入的52.4%，而这一比例在23年上半年下降到了35.7%。



公司的门店网络覆盖全部 4 个一线城市，以及 12 个二线核心城市（全部为省会城市或经济重镇），绝大部分覆盖城市的人均 GDP 远高于全国平均，且人口规模大，医疗消费需求和潜力大。23 年上半年，4 个一线城市贡献公司整体收入的 63.4%。然而，四个一线城市作为固生堂业务发展最为成熟的区域，市场渗透还远未达到天花板。在 2023 年上半年，固生堂的线下中医师数量（包括自有和外部医师）在广州、上海、深圳和北京分别仅占各个城市总中医师数量的 10.3%、7.6%、6.7%和 1.6%，而固生堂的门诊量分别相当于四个城市的 1.8%、0.8%、3.0%和 0.3%。从长远来看，随着固生堂对优质中医师资源的渗透提升，固生堂的门诊量份额将有更大的成长空间。

固生堂 2018 至今收购了 26 家门店，绝大多数位于长三角区域（20 家，占收购门店数比例为 77%）。公司对于收购标的估值控制在非常合理的水平。根据我们的测算，以标的在被收购当年的全年收入计算，2018 至 2023 上半年，公司所有收购交易的 P/S 估值介于 0.8-1.5x。我们通过比较近三年国内医疗服务行业内重大收购交易的估值水平，发现固生堂的并购估值远低于同业交易的估值水平。我们认为这体现了固生堂优秀的并购能力。此外，公司作为迄今唯一上市的国内中医服务集团，在中医行业并购方面也具备较强的议价能力。

固生堂不仅拥有优秀的并购能力，更重要的是，公司可以快速整合并购资产并加速业绩释放。公司的并购整合措施包括管理层入驻、调整科室设置、引入优质医生、IT 系统升级以及并入公司集中采购体系等。因此，并购门店可以快速释放业绩潜力。截至 2023 年 6 月，固生堂有 27 家收购门店已收回投资成本，平均投资回收耗时为 4 年。

### 首次覆盖给予买入评级，目标价 70.77 港元

我们预计固生堂收入在 2023E/24E/25E 分别同比增长 42.9%/34.9%/32.9%（复合增速为 36.9%），将分别达到 23.2/31.3/41.6 亿元，主要驱动因素包括：1) 大众对中医药的认知不断提升，带动中医药医疗健康消费需求增长；2) 固生堂依靠线下门店网络和线上服务网络扩张不断吸引优质医生资源，利用优质医疗服务提升消费者认可和客户粘性，促进所在城市门诊渗透率的提高；3) 通过不断丰富的医疗服务和医疗产品销售，包括院内制剂的潜在销售潜力，提高消费者的消费频次以及单次消费金额。我们基于 10 年的 DCF 模型（WACC: 10.3%，永续增长率: 3.0%），首次覆盖固生堂给予目标价 70.77 港元。

### 投资风险

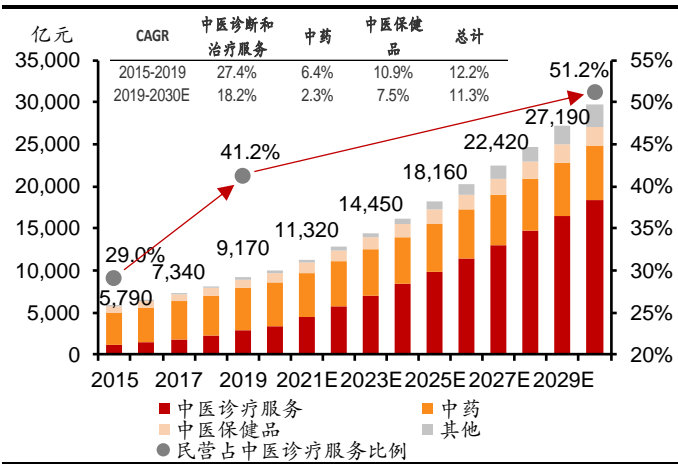
1) 政策变化对运营的影响，比如医保报销、互联网医疗、中药饮片定价、公立医院医生的多点执业等。2) 收购门店整合效果以及自建门店运营爬坡速度不及预计。3) 上游原材料供应短缺和价格波动对运营效率的影响。4) 潜在医疗纠纷。

## 政策推动我国中医药产业进入发展快车道

### 中医药行业规模大但分散，龙头公司享受整合发展机遇

我国中医大健康市场包括中医诊疗服务、中药、中医保健品、中医信息技术基础设施、中医健康监测设备以及中医诊断和治疗设备。根据 Frost & Sullivan 数据，中国中医大健康市场规模从 2015 年的 5,790 亿元增长至 2019 年的 9,170 亿元，年复合增长率（CAGR）为 12.2%，中医诊疗服务、中药和中医保健品为最大的三个细分板块，分别占 2019 年市场份额的 31.8%、54.7%和 10.9%。得益于近年来我国医疗体制改革对医疗服务的重视以及医疗系统内药占比的下降，中医诊疗服务的市场份额占比从 2015 年的 19.2%提升至 2019 年的 31.8%，而中药市场份额从 2015 年的 67.7%下降至 2019 年的 54.7%。Frost & Sullivan 预计中医诊疗服务将在 2019-2030 期间以 18.2%的 CAGR 增长，远高于中药和中医保健品的同期增速，至 2030 年将占中医大健康市场的 61.9%。

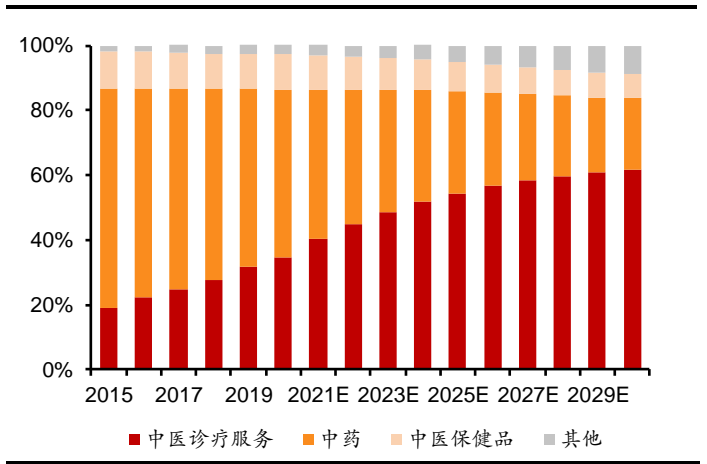
图 1: 我国中医大健康产业市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 招银国际环球市场

注: 其他包括中医信息技术基础设施、中医健康监测设备以及中医诊断和治疗设备。

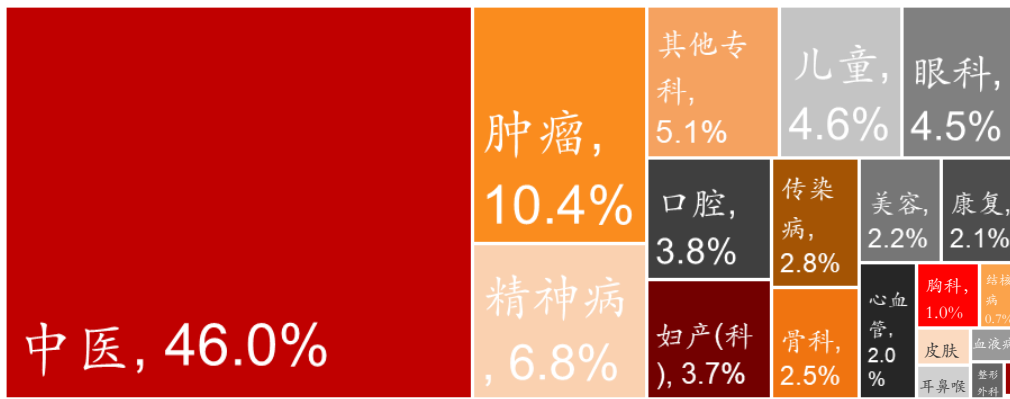
图 2: 我国中医大健康产业市场拆分



资料来源: Frost & Sullivan, 招银国际环球市场

医院系统是我国医疗服务体系的核心，其中综合医院承担主要角色（占 2021 年全国医院收入的 71.2%），中医医院及专科医院作为综合医院的主要补充。如果剔除综合医院，中医医院的合计收入与所有专科医院的合计收入基本相当，表明中医市场的巨大规模。

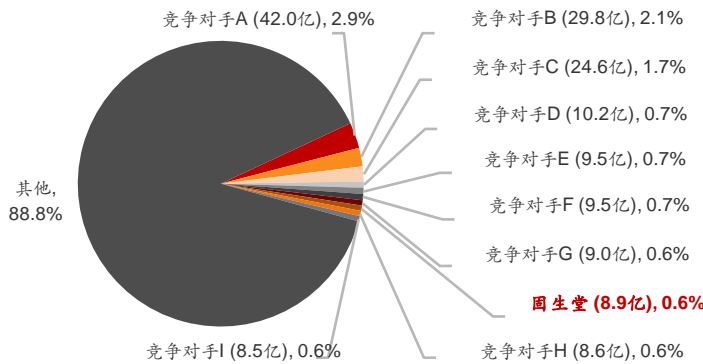
图 3: 我国中医医院和专科医院收入占比拆分 (2021)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

根据 Frost & Sullivan, 民营机构占 2020 年中医诊疗服务市场的 42.0%, 且民营中医诊疗服务市场极度分散, Top 10 公司收入仅占 11.2% 的市场份额 (其中固生堂市场份额为 0.6%), 意味着广阔的市场整合空间, 将有利于龙头公司的长期发展。

图 4: 中国民营中医诊疗市场份额拆分 (2020)



资料来源: 公司招股书, 招银国际环球市场  
注: 括号内为对应公司收入

### 中医药行业获得持续政策支持

我国对中医药发展的政策支持是一贯的, 在 2020 年新冠疫情爆发后的支持力度进一步提升, 全方位地支持中医药产业的健康发展, 在我国医疗健康领域发挥更大的作用。我们梳理了国家层面自 2016 年以来的支持中医药发展的政策文件, 政策支持已经涵盖中医药发展的众多方面, 包括中医药在我国医疗卫生体系的战略定位、中医药文化传承、优化中药注册审评体系、提升中医药人才培养、多点执业, 鼓励综合医院的中西医协同、中医药医保报销和定价、中医药国际合作与发展、鼓励社会资本发展中医药等。例如, 在国务院最新公布的《关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案的通知》中统筹部署 8 项重点工程, 安排 26 个建设项目, 对中医药发展的多个方面提出具体的量化发展目标。我们认为我国未来的中医药支持政策将长期延续。

图 5: 我国支持中医药发展政策

日期	政策	发布机构	相关内容
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)》	国务院	到2020年,实现人人基本享有中医药服务,中医药产业成为国民经济重要支柱之一。到2030年,中医药服务领域实现全覆盖。
2016年12月	《中华人民共和国中医药法》	第十二届全国人大第二十五次会议	我国第一部全面、系统体现中医药特点和规律的基本性法律。
2017年10月	《关于支持社会力量提供中医医疗和健康服务的意见》	国家中医药管理局	力争到2020年,非公立中医医疗机构提供的中医服务量达到20%,打造形成一批有较强服务竞争力的社会办中医机构。
2018年7月	《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	国家中医药管理局、科技部	到2030年,建立以预防保健、医疗、康复的全生命周期健康服务链为核心的中医药健康服务科技创新体系,完善“产学研医”协同创新机制。
2019年7月	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国家中医药管理局、国家卫健委	推进中医医院牵头组建多种形式的医联体,提升县级中医医院综合能力。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	加快构建中医药理论、人用经验和临床试验相结合的中药注册审评证据体系,优化基于医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药审评技术要求,加快中药新药审批。
2020年12月	《关于促进重要传承创新发展的实施意见》	国家药监局	健全符合中药特点的审评审批体系。探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市。建立与古代经典名方中药复方制剂特点相适应的审评模式,实施简化审批。
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	提出7个方面28条政策,提出布局建设100个左右中医药类一流本科专业建设点,用5-10年时间,培育10万名左右中医药骨干人才。积极探索建立中药真实世界研究证据体系。
2021年6月	《中医药文化传播行动实施方案(2021-2025年)》	国家中医药管理局、中央宣传部、教育部、国家卫健委、国家广电总局	到2025年,中医药对中华文化传播发展的贡献度明显提高。中医药养生保健知识和方法更便捷服务群众健康需要,中小学中医药文化教育不断加强。
2021年6月	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	国家中医药管理局,国家卫健委、中央军委后勤保障部卫生局	进一步完善综合医院中西医协同相关制度,卫生健康行政部门要将中西医结合工作纳入医院评审和公立医院绩效考核。进一步加强综合医院中医临床科室建设。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药管理局	加强中医药服务价格管理,公立医疗机构从正规渠道采购中药饮片,严格按照实际购进价格顺加不超25%销售。非饮片的中药严格按照实际购进价格“零差率”销售。
2022年1月	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划(2021-2025年)》	国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室	到2035年,与共建“一带一路”国家合作建设30个高质量中医药海外中心,颁布30项中医药国际标准,打造10个中医药文化海外传播品牌项目,建设50个中医药国际合作基地和一批国家中医药服务出口基地。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	国务院	提出15项主要发展指标,比如到2025年中医医疗机构数相比2022年增加31%。
2022年10月	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	提出14项主要发展指标,比如到2025年医疗卫生机构中医药人员总数突破100万人,相比2022年增加21%。
2023年2月	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院	到2025年,统筹部署8项重点工程,安排26个建设项目。

资料来源:政府网站,招银国际环球市场

我国政策积极支持社会办医的发展,充分肯定民营医疗作为我国多层次医疗体系建设的重要地位。具体来看,我国政策已取消对社会办医疗机构的具体数量和地点限制,鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体,鼓励发展专业性医院管理集团。作为我国医改排头兵的福建,福建省人民政府办公厅在2022年1月发布《福建省卫生健康发展建设三年行动计划(2021-2023年)》,提出对符合条件的社会办医院持续运营给予补助,力争到2023年社会办医院床位数占医院床位总数比例达到25.3%,充分表明了政策层面对民营医疗的明确支持态度。



图 6: 我国支持社会办医政策

日期	政策	发布机构	相关内容
2015年6月	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	国务院	加快推进社会办医疗机构规模、上水平发展；按照“非禁即入”原则，全面清理、取消不合理的前置审批事项；在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医疗机构的具体数量和地点限制；合理控制公立医疗机构数量和规模，拓展社会办医发展空间。
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	推动非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	国家卫健委、国家发改委等10个部门	拓展社会办医空间、扩大用地供给、推广政府购买服务、落实税收优惠政策。
2020年6月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议	国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构；在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	第十三届全国人大第四次会议	以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。
2021年6月	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	人社部、国家卫健委及国家中医药局	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制。
2021年12月	《“十四五”公共服务规划》	国家发改委、医保局等多部委	鼓励支持社会力量重点加强养老、托育、教育、医疗等领域普惠性规范性服务供给；在资格准入、职称评定、土地供给、财政支持、政府采购、监督管理等方面公平对待民办与公办机构；鼓励发展专业性医院管理集团。
2022年1月	《医疗机构设置规划指导原则(2021-2025年)》	国家卫健委	政府对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。
2022年1月	《福建省卫生健康发展建设三年行动计划(2021-2023年)》	福建省人民政府办公厅	对符合条件的社会办医院持续运营给予补助；力争到2023年社会办医院床位数占医院床位总数比例达到25.3%。
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	中共中央、国务院	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务，鼓励发展全科医疗服务，增加专科医疗等细分服务领域有效供给。
2023年3月	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	中共中央、国务院	社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体；支持通过社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量。
2023年7月	《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》	中共中央、国务院	构建高水平社会主义市场经济体制，持续优化稳定公平透明可预期的发展环境，充分激发民营经济生机活力。

资料来源：政府网站，招银国际环球市场

医师多点执业是破解我国医疗资源分布不均、促进优质医疗资源平稳有序流动和科学配置、发展多层次医疗体系的顶层制度设计。国家卫计委、发改委、人社部、中医药局、保监会在2014年11月发布《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》，标志着我国正式实施医师多点执业制度。2022年3月开始执行的《中华人民共和国医师法》明确提出“国家鼓励医师定期定点到县级以上医疗卫生机构，包括乡镇卫生院、村卫生室、社区卫生服务中心等，提供医疗卫生服务，主执业机构应当支持并提供便利”，以法律的形式确定了医师多点执业的合法性。

图 7: 我国支持医生多点执业政策

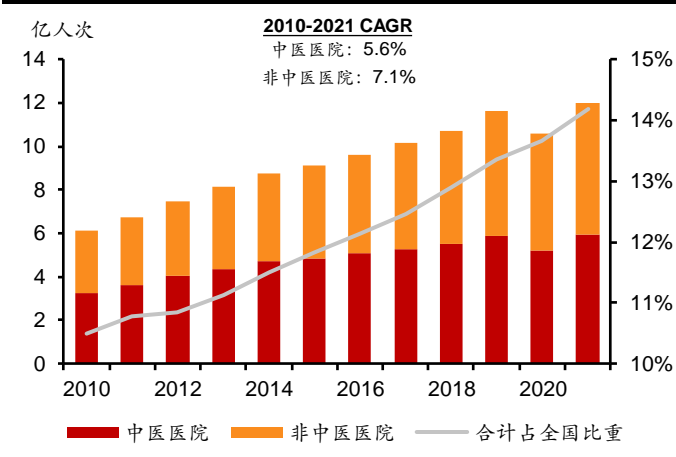
日期	政策	发布机构	相关内容
2014年11月	《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》	国家卫计委、发改委、人社部、中医药局、保监会	鼓励医师到基层、边远地区、医疗资源稀缺地区和其他有需求的医疗机构多点执业。医师多点执业实行注册管理，相应简化注册程序，同时探索实行备案管理的可行性。第一执业地点医疗机构应当支持医师多点执业并完善内部管理。对到基层医疗卫生机构多点执业的，要明确政策给予支持和鼓励。多点执业医师的薪酬，根据实际工作时长、工作量和工作业绩等因素，由执业地点医疗机构与医师协商确定。
2017年4月	《医师执业注册管理办法》	国家卫健委	在同一执业地点多个机构执业的医师，应当确定一个机构作为其主要执业机构，并向批准该机构执业的卫生计生行政部门申请注册；对于拟执业的其他机构，应当向批准该机构执业的卫生计生行政部门分别申请备案，注明所在执业机构的名称。
2017年10月	《关于支持社会力量提供中医医疗和健康服务的意见》	国家中医药管理局	全面实行医师执业区域注册，中医类别医师个人以合同（协议）为依据，可在多个机构执业，促进医师有序流动和多点执业。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	国家卫健委、国家发改委等10个部门	制定多机构执业医师与主要执业医疗机构聘用（劳动）合同参考范本和其他医疗机构的劳务协议参考范本，合理约定执业期限、时间安排、工作任务、医疗责任、薪酬、相关保险等，明确双方人事（劳动）关系和权利义务，支持和规范医师多机构执业。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	第十三届全国人大第四次会议	实施医师区域注册，推动医师多机构执业。
2022年3月	《中华人民共和国医师法》	第十三届全国人大第三十次会议	国家鼓励医师定期定点到县级以上医疗卫生机构，包括乡镇卫生院、村卫生室、社区卫生服务中心等，提供医疗卫生服务，主执业机构应当支持并提供便利。
2023年3月	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	中共中央、国务院	鼓励医师到基层、边远地区、医疗资源稀缺地区和其他有需求的医疗机构多点执业。

资料来源：政府网站，招银国际环球市场

## 中医需求快速增长，基层医疗机构成为中医服务的基石

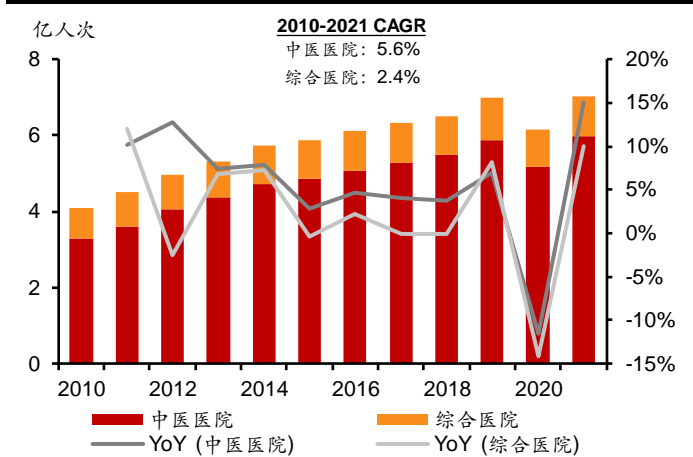
中医诊疗需求快速增长。伴随着国民对中医药知识的认知提升以及医疗机构的中医药服务能力的扩大，患者对中医服务的需求增速快于整体医疗服务需求，中医类诊疗量在全部诊疗量的比重从2010年的10.5%提升至2021年的14.2%。在中医类诊疗中，中医医院的诊疗量增速（2010-2021 CAGR: 5.6%）快于综合医院（2.4%），而民营中医医院的增速（15.0%）又显著快于公立中医医院（5.0%）。需要注意的是，民营中医医院仍处在发展初期，整体规模仍然较小，民营中医医院的诊疗量占全部中医医院诊疗量的比例从2010年的3.5%快速提升到2021年的7.9%，但仍然显著低于全国民营医院诊疗量占全国总诊疗量的比重（2021年：15.8%）。在国家鼓励社会资本参与医疗卫生建设和鼓励中医药发展的背景下，我们认为民营中医医院将获得更为广阔的发展空间。

图 8: 我国历年中医类诊疗量



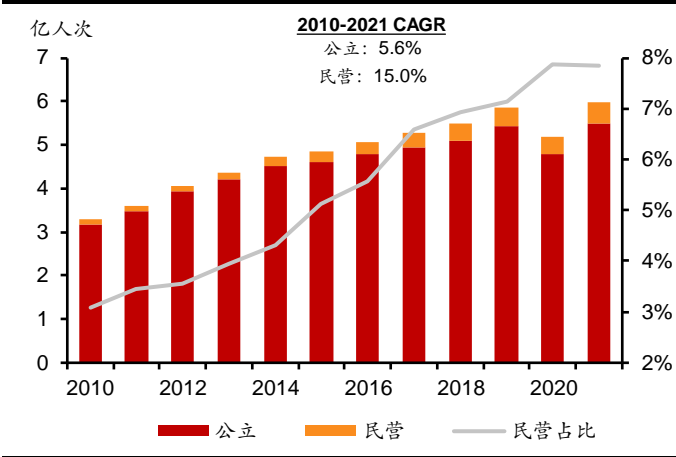
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场  
注: 非中医医院包括中医类门诊部、中医类诊所以及非中医类医疗机构中医类临床科室。

图 9: 我国历年中医类总诊疗量按医院类别拆分



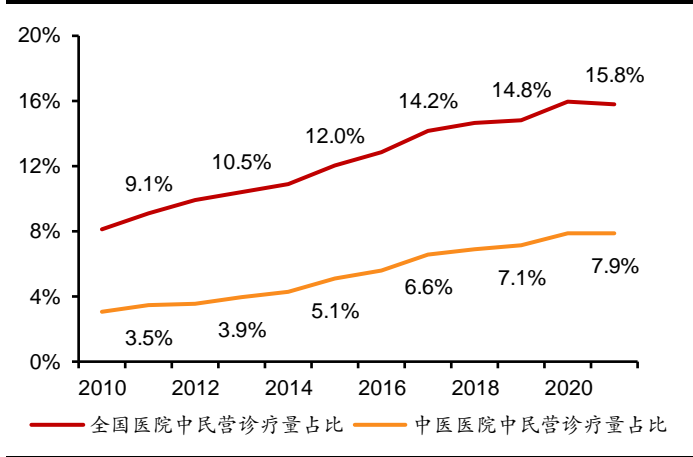
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

图 10: 我国历年中医医院总诊疗量按医院性质拆分



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

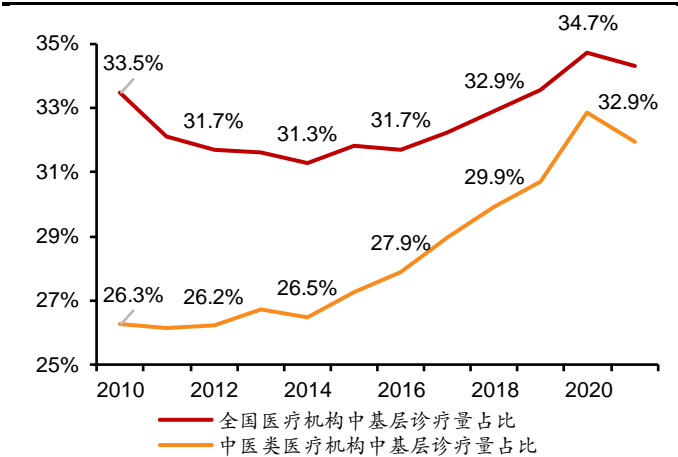
图 11: 民营医院占医院总诊疗量对比



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

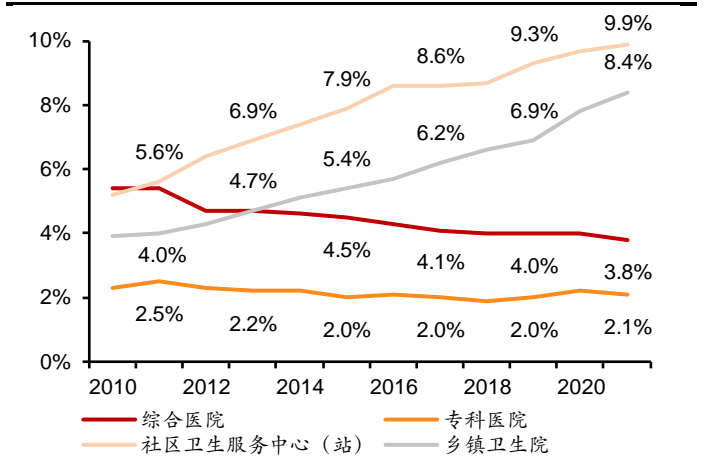
基层医疗卫生机构的中医药服务需求增长更快。基层卫生医疗机构的中医诊疗量占全国中医诊疗量的比重快速提升, 从 2010 年的 26.3% 提高至 2021 年的 31.9% (vs 全国基层卫生医疗机构诊疗量占全国诊疗量比例从 2010 年的 33.5% 提高至 2021 年的 34.3%)。另外, 基层医疗机构的中医诊疗量占其总诊疗量的比重也在不断提升, 比如乡镇卫生院的中医诊疗量占其全部诊疗量的比重从 2010 年的 3.9% 提高至 2021 年的 8.4%; 相比之下, 综合医院的中医诊疗量占其全部诊疗量的比重有所下降, 从 2010 年的 5.4% 降至 2021 年的 3.8%。我们认为基层医疗卫生机构将在未来的中医诊疗体系中扮演更重要的角色。

**图 12: 我国历年基层医疗卫生机构中医诊疗量占全国中医诊疗量比重**



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场  
注: 基层医疗卫生机构诊疗量不包括村卫生室诊疗量。

**图 13: 我国历年非中医类医疗机构中医类临床科室诊疗量占同类机构诊疗量的比重**

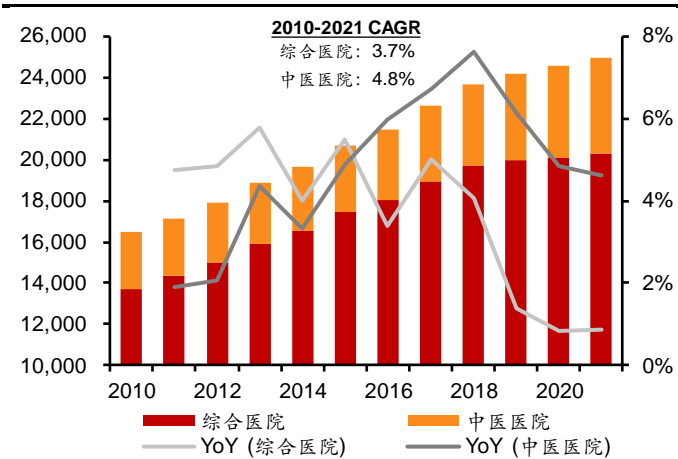


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

### 中医供给稳步提升, 民营机构领先增长

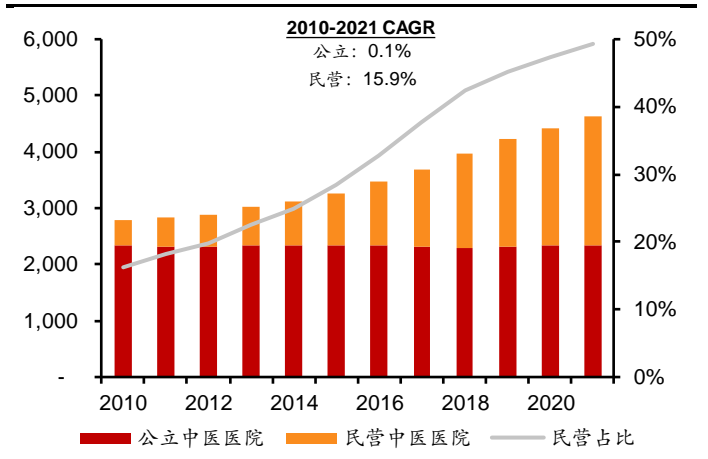
医院是我国医疗卫生系统提供医疗服务的主要渠道, 其中综合医院承担主要角色 (占 2021 年全国医院收入的 71.2%)。中医医院在医院数量和床位数量上, 均远小于综合医院, 但在 2010-2021 期间中医医院数量和床位数量的复合增速均快于综合医院。值得注意的是, 民营中医医院的发展速度显著快于公立中医医院, 至 2021 年, 民营中医医院占全部中医医院的 49.3% (2010 年为 16.2%), 占全部中医医院床位数的 14.5% (2010 年为 5.5%)。

**图 14: 我国历年医院数量**



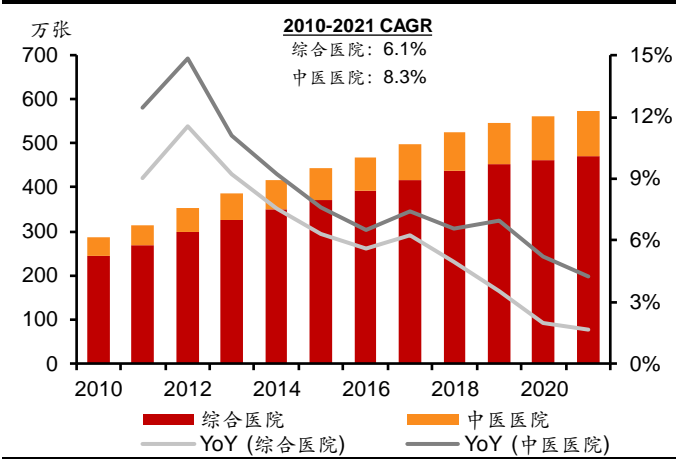
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

**图 15: 我国历年中医医院数量按医院性质拆分**



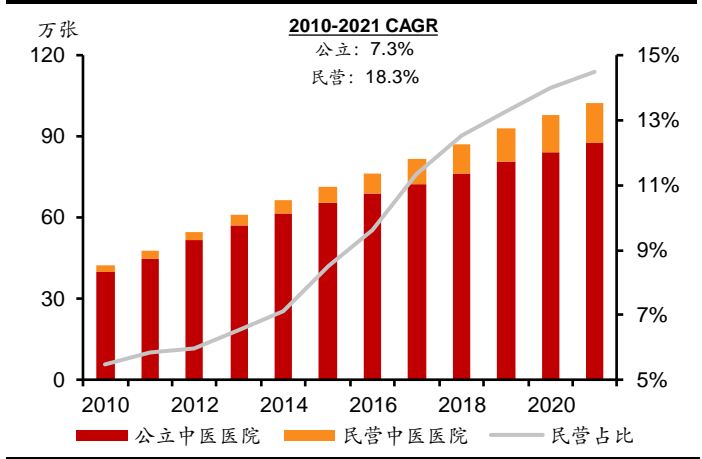
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

图 16: 我国历年医院床位数



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

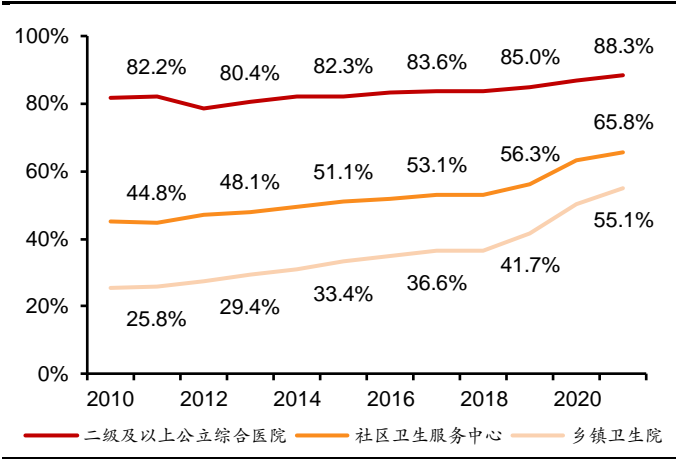
图 17: 我国历年中医医院床位按医院性质拆分



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

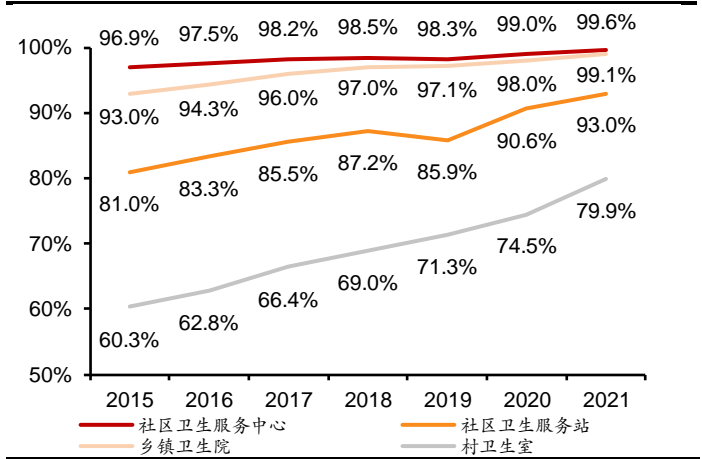
由于政府持续推动综合医院内的中西医协同以及提高基层医疗机构的中医药服务能力，越来越多的非中医类医疗机构增设中医类临床科室，为患者提供中医诊疗和药品相关服务。根据国家卫健委数据，截至 2021 年，有 88.3% (2010 年为 82.2%) 的二级及以上公立综合医院、65.8% (2010 年为 44.8%) 的社区卫生服务中心以及 55.1% (2010 年为 25.8%) 的乡镇卫生院设有中医类临床科室，其中社区卫生服务中心和乡镇卫生院增设中医类临床科室的速度明显快于二级及以上公立综合医院，表明国家层面在支持中医药发展上对基层医疗机构的政策倾斜。

图 18: 设有中医类临床科室的机构占同类机构总数的占比



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

图 19: 提供中医服务的基层医疗卫生机构数



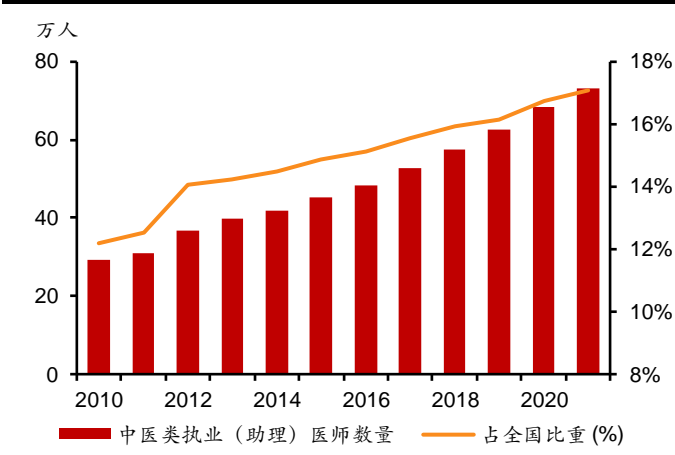
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

注: 按配备中医类别执业 (助理) 医师、有中草药收入、中医处方、开展中医医疗技术和中医药健康管理的社区卫生服务中心 (站)、乡镇卫生院数及以中医、中西医结合、民族医为主、有中药柜、开展中医医疗技术和中医药健康管理的村卫生室统计。

中医执业医师是发展中医药事业的基础。随着我国政策持续支持中医药发展，中医类执业医师的数量快速增长，占全国执业医师数量的比例从 2010 年的 12.2% 提升至 2021 年的 17.1%。同时，相比其他科室，中医科室也有更多的资历丰富的“资深医生”，年龄在 55 岁以上的执业医师的数量占中医科室执业医师数量的 23.4%，高于整体的 19.1%、临床科室的 18.6% 以及口腔科室的 12.6%。

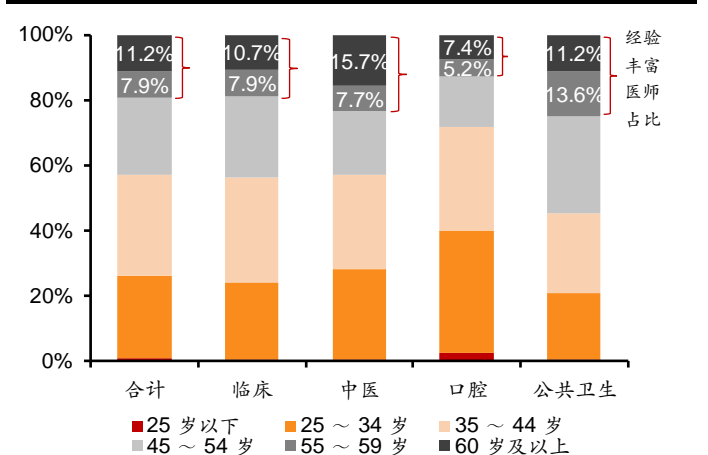


图 20: 我国历年中医类执业 (助理) 医师数量



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

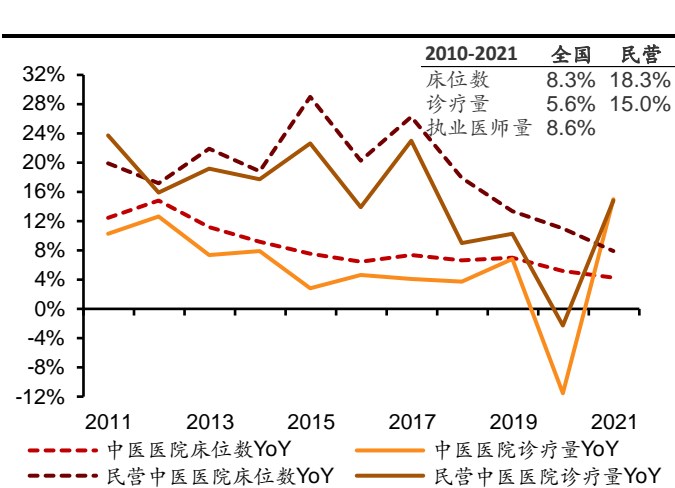
图 21: 执业 (助理) 医师按年龄拆分 (2021)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

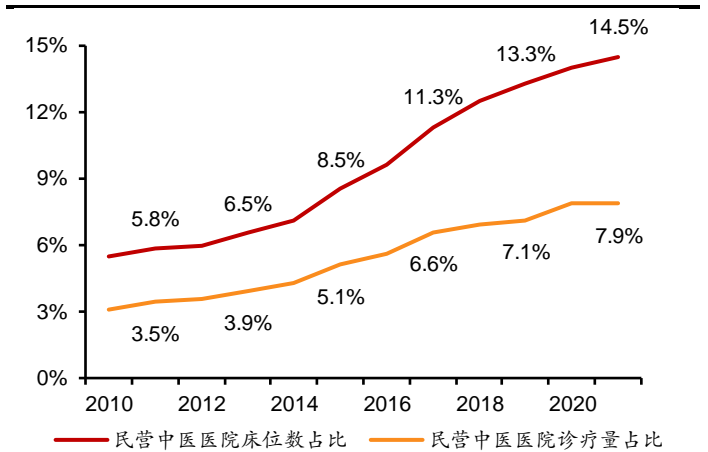
近年来, 我国中医医院的床位数和执业医师数 (即中医服务的供给) 增长略高于诊疗量的增长。因此, 我们预计未来中医服务结构性短缺的状况将逐步得到缓解。然而, 我们认为优质中医资源的供给仍处于持续短缺的状态。

图 22: 我国历年中医医院床位数和诊疗量增长



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

图 23: 我国历年民营中医医院床位数和诊疗量占全部中医医院比重

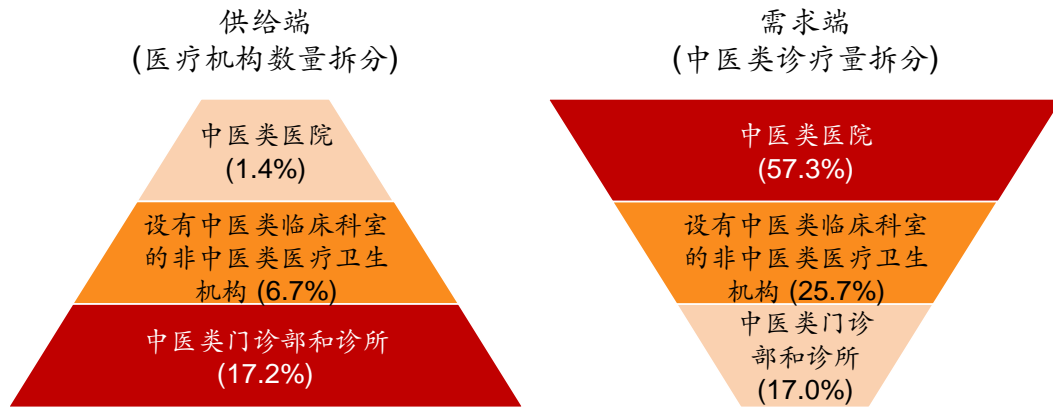


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 招银国际环球市场

### 中医供给结构性短缺; 东部地区中医消费潜力大

我国中医诊疗的供需面临严重的错配。从医疗机构的类别来看, 中医类医院占全部医疗机构的 1.4%, 但是承担了 57.3% 的中医类诊疗量。

图 24: 我国中医诊疗的供需按照医疗机构类型拆分 (2021)

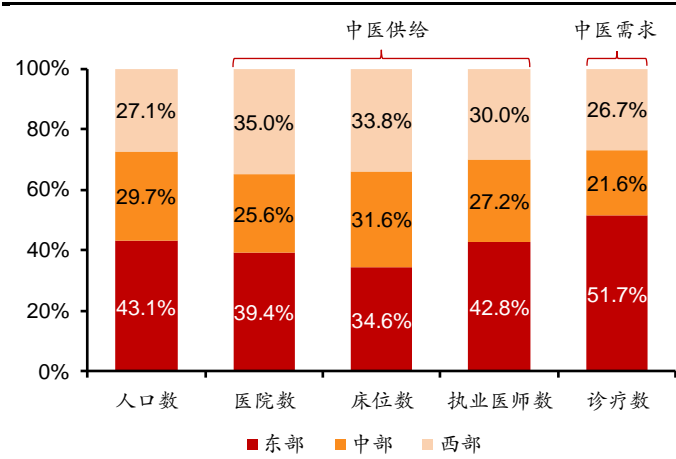


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，招银国际环球市场

注：医疗机构数占比计算基于全国医院数量加剔除村卫生室的基层医疗卫生机构数量。中医类医院包括中医医院、中西医结合医院和民族医院。设有中医类临床科室的非中医类医疗卫生机构包括二级及以上公立综合医院、社区卫生服务中心和乡镇卫生院。

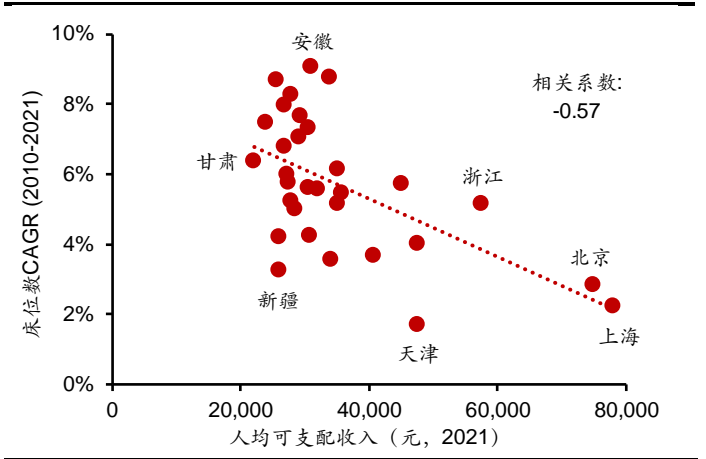
分区域来看，中医医疗资源在东、中、西部地区的分配存在不均衡现象，东部地区的中医类医院数、中医类床位数、中医类执业医师数分别占全国总数的 39.4%、34.6%、42.8%。虽然东部地区的中医供给较多，但东部地区的诊疗量占全国的 51.7%，明显高于东部地区医疗资源供给的全国占比，同时在 2010-2021 期间东部的中医类床位增长速度慢于中西部地区，表明东部地区的中医医疗供给的结构性不足。考虑到东部地区较高的人均收入，预示中医消费的显著增长潜力。

图 25: 我国中医医疗供需按照区域拆分 (2021)



资料来源：中国统计年鉴，中国卫生健康统计年鉴，招银国际环球市场

图 26: 我国分地区人均可支配收入与床位数增速的关系



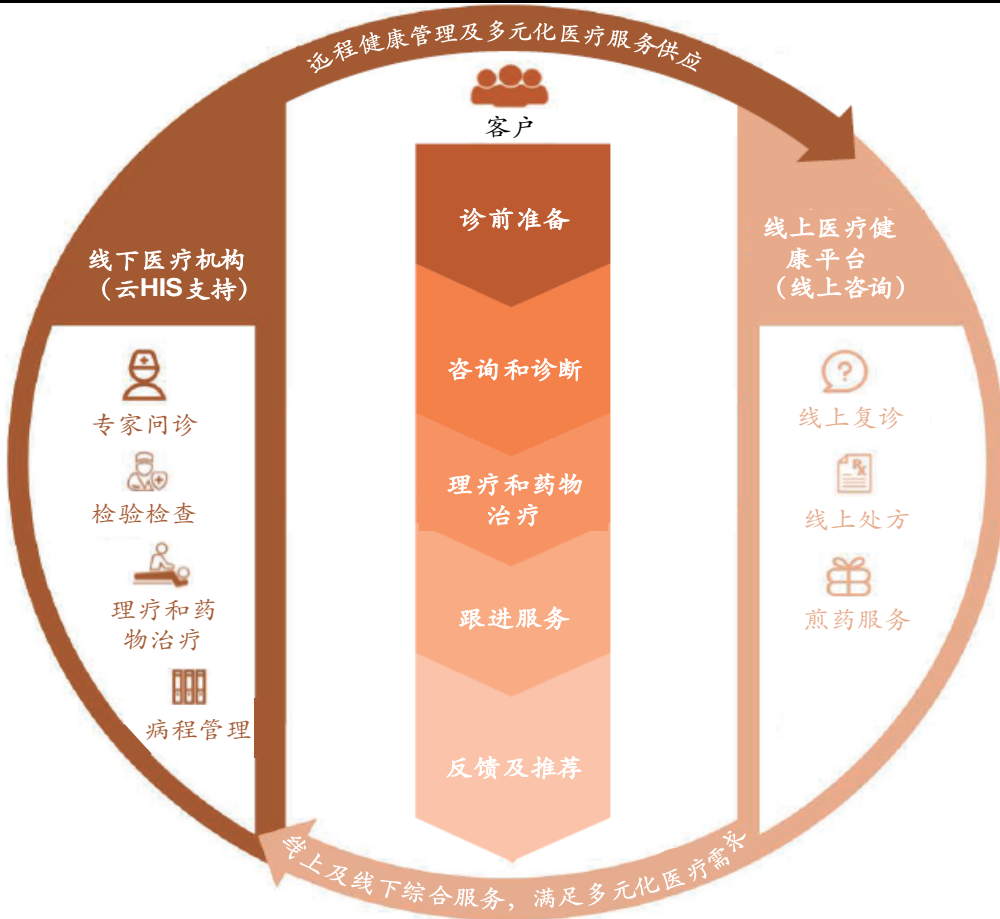
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，招银国际环球市场

## 固生堂成长为全国头部民营中医连锁服务商

固生堂于 2010 年在广州建立第一家线下中医药门店。通过外延并购和内生自建的方式，截至 2023 年 6 月底，固生堂的医疗服务网络已拥有 53 家线下门店，覆盖全国 16 个城市；公司网络内聚集超过 3.1 万名中医师，其中包括 1.2 万名主任/副主任医师。基于公司不断扩大的门店网络和优质的医师资源，固生堂已成长为国内头部民营中医药医疗服务机构。

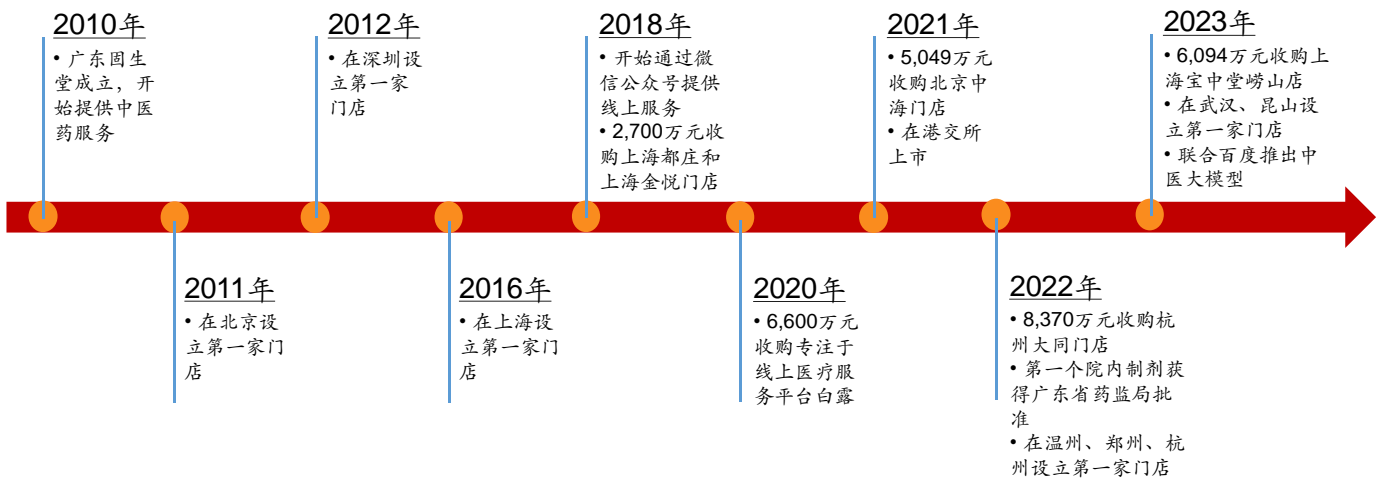
固生堂秉持“良心医，放心药”的理念，为客户提供专业的、多元化的中医药医疗服务，包括线下专家问诊、检验检查、理疗和药物以及线上问诊和处方等一体化的综合服务。此外，固生堂也在积极开拓 2B 业务，通过与保险金融机构的合作，为企业员工提供健康增值服务（例如定制化中医服务）。固生堂创始人涂志亮先生拥有丰富的中医药行业从业和管理经验，曾在中华中医药学会、世界中医药学会联合会和广东省中医药学会任职，具备带领固生堂在我国中医药服务行业长期发展的能力。

图 27: 固生堂的业务模式



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

图 28: 固生堂的发展历史

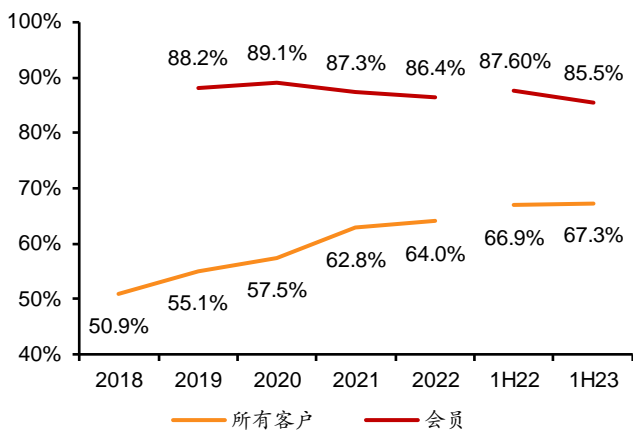


资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

### 会员体系维持高度的客户粘性

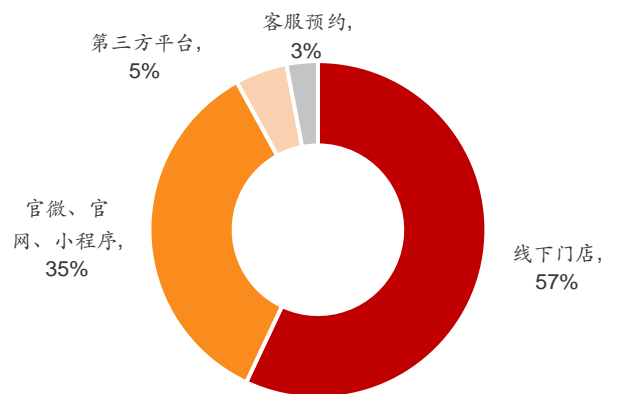
固生堂通过吸引优秀中医师的加盟、高品质的医疗服务和产品、持续强化的品牌效应, 已在消费者中建立一定的品牌壁垒, 因此维持了高度的客户粘性。固生堂在2019年3月推出会员体系, 进一步强化客户管理效率。根据公司数据, 公司的整体客户回头率从2018年的50.9%持续提升至1H23的67.3%; 同期的会员客户回头率远高于整体客户回头率, 会员客户的回头率维持在85%以上。在客户获取方面, 1H23约95%的新客户是通过固生堂的自有门店、药房和线上平台获得的, 对第三方平台的依赖低。同时, 口碑获客也是固生堂的重要获客模式。根据固生堂招股书, 在1H21, 固生堂有24.2%的新客户是通过客户推荐获得的。因此, 固生堂的整体引流成本非常低, 自2018年以来, 引流成本占收入的比例持续维持在0.5%以下, 证明固生堂高效获客模式的可持续性。

图 29: 固生堂: 按客户类型拆分的回头率



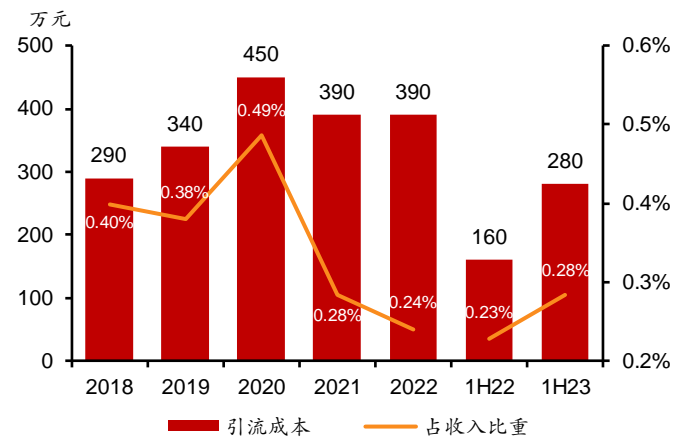
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 30: 固生堂: 新用户来源拆分



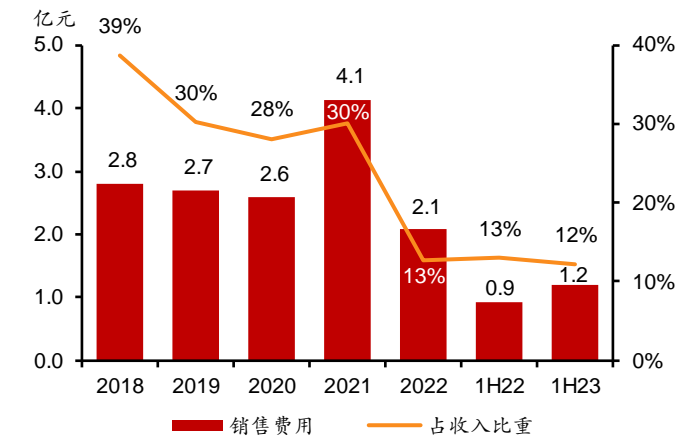
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 31: 固生堂: 引流成本



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

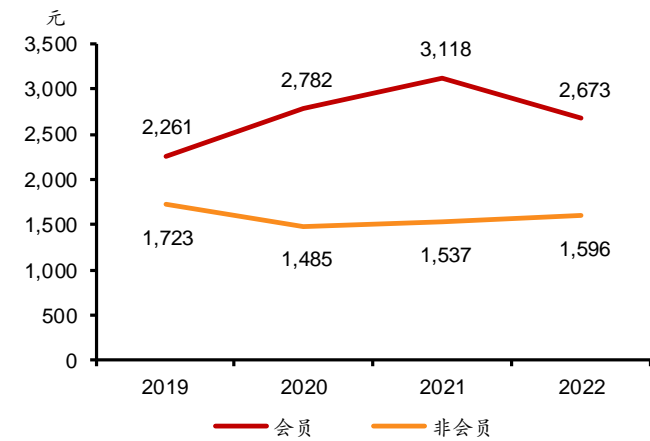
图 32: 固生堂: 整体销售费用



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场  
注: 销售费用包含引流成本

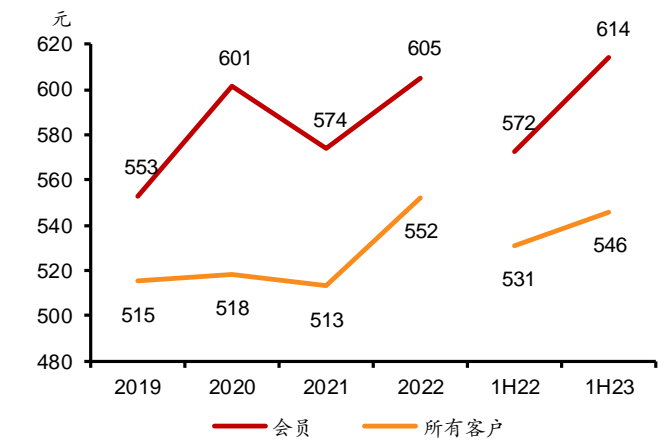
会员体系不仅带来更高的客户回头率, 也带来更高的客户消费金额和就诊量, 拉高客户粘性。在 2019 至 2022 期间, 固生堂的会员年度消费金额平均为 2,707 元, 明显高于非会员的 1,585 元。固生堂的会员客户客单价 (即单次消费金额) 也一直高于公司整体客户群的平均水平。在 2019 至 1H23 期间, 会员客单价相比整体平均高 11.5%。会员就诊人次占总就诊人次的比重从 2019 年的 8% 提高至 1H23 的 34%, 会员贡献收入占总收入的比重也从 2019 年的 8% 提升至 1H23 的 39%。

图 33: 固生堂: 按客户类型拆分的年度消费金额



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

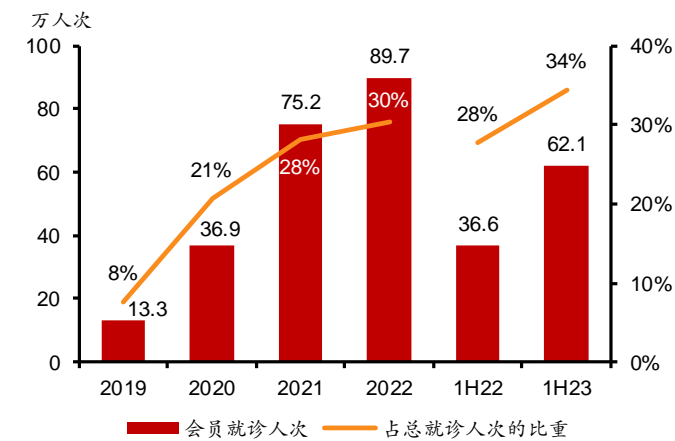
图 34: 固生堂: 按客户类型拆分的客单价



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

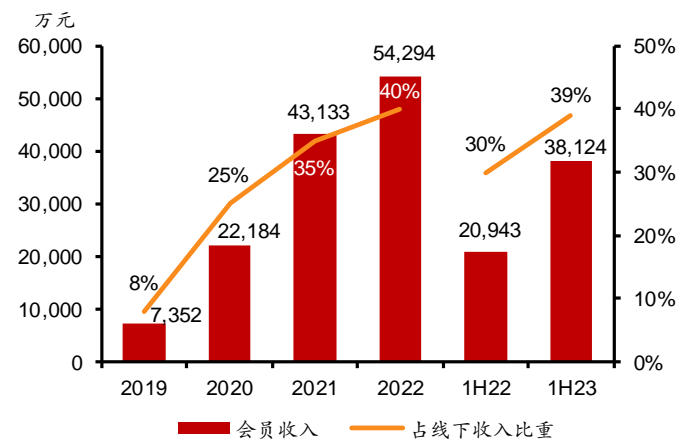


图 35: 固生堂: 会员就诊人次占总就诊人次比重



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 36: 固生堂: 会员收入占线下收入比重



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

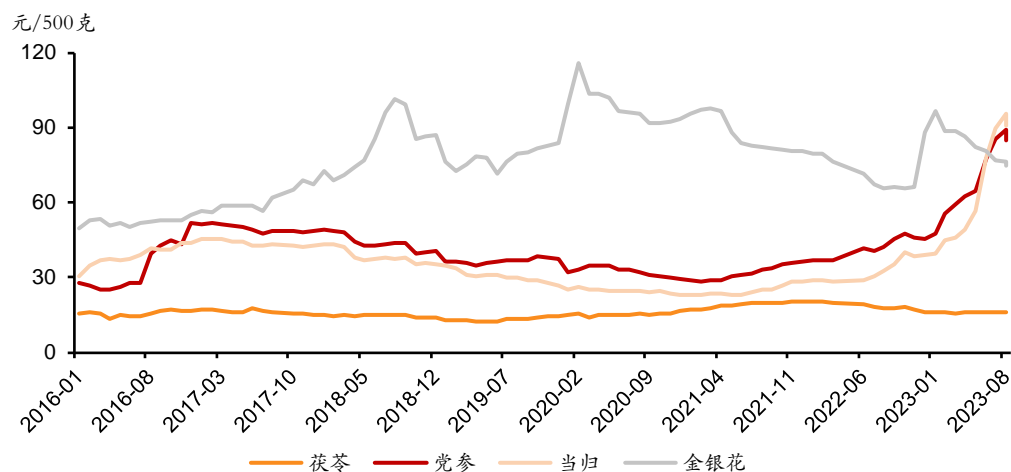
## 持续强化供应链能力

固生堂建立了垂直整合的供应链体系以确保医疗产品的质量和供应, 在近几年国内中药材原材料价格上涨的背景下, 有利于公司控制成本。中医药行业内现行的供应链流程一般较长, 效率不高。此外, 由于《中国药典》和其他中医药相关权威文献所刊载的标准不同, 导致了中药材和中药饮片的选品和检查的难度增加。为了更好的管理客户需求以及适应医师的开方习惯, 固生堂依托其云 HIS 系统整合了广泛的供应商网络并覆盖了多元化的 SKU, 实现了数字化和集中化的供应链管理。

在供应链上游, 固生堂与国内大型的中药公司签订战略合作以确保符合公司需求的产品的供应。在少数情况下, 固生堂会直接从原产地采购部分中药材, 并同可靠的中药饮片供应商合作加工, 以便更好的控制中药饮片的品质。在下游, 固生堂通过总部进行集中采购, 同时公司在集团层面控制和管理产品配送, 以确保物流的稳定可控。

2023 年以来, 由于供应的瓶颈以及需求旺盛, 部分中药材出现了价格猛涨。即使在具有挑战的经营环境下, 固生堂的毛利率水平仍然基本稳定, 公司 2023 年上半年的毛利率为 28.7%, 与 2022 年上半年 28.3% 的毛利率基本持平。这体现了公司优秀的成本管控能力, 以及较强的供应链管理能力和较强的供应链管理。

图 37: 我国部分主要中草药材批发价



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2023 年 10 月

## 把握核心医生资源，构建深厚护城河

### 合作医生队伍持续扩大，与核心医生专家深度绑定

我国政策明确鼓励和支持公立医院的医生到基层医疗机构以及民营医疗机构从事多点执业，固生堂通过与公立医疗机构和大学成立医疗联合体，为公立医疗机构的优质医生在固生堂平台执业打通渠道。至今，固生堂已经与多家国内知名三甲中医院和多所知名中医药大学达成合作。公司的合作中医院包括上海中医药大学附属曙光医院、上海中医药大学附属龙华医院、中国中医科学院广安门医院、河南中医药大学第一附属医院、广东省中医院；这些中医院在智研咨询 2022 中国中医院综合实力榜中排名前 5。公司的合作高校包括上海中医药大学、广州中医药大学；分别在软科 2022 全国中医药大学排名中列为第二名、第四名。

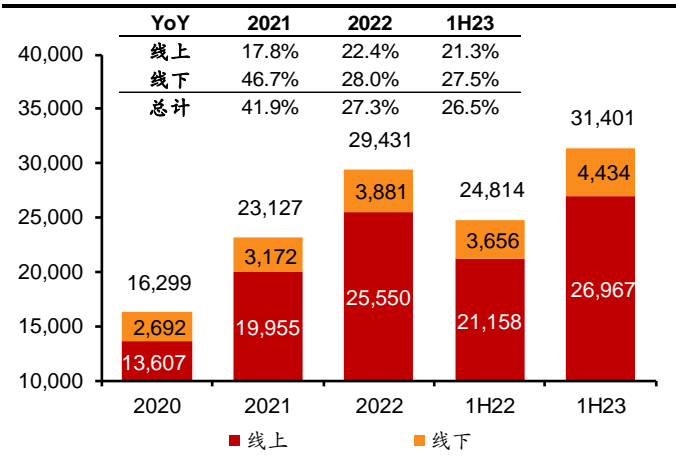
医生队伍的壮大是固生堂发展的核心驱动因素。基于不断强化的与知名中医医院和中医高校的合作以及固生堂平台知名度和业务规模的提升，固生堂的医生团队不断快速增长。固生堂的医生团队包括网络医生以及自有医生。网络医生是与固生堂签订专家合作协议的医生，自有医生是固生堂全职雇佣的医生，两类医生同时在线下门店和线上平台为患者提供服务。

截至 2023 年 6 月底，固生堂的平台内有超过 3.1 万名中医医生，相当于我国中医执业医师数量的 4.3%（基于国家卫健《中国卫生健康统计年鉴》中的 2021 年中医类执业医师数），相比 2020 年的 1.6 万名医生数量接近翻番。由于固生堂线下门店的覆盖城市仍然有限，大部分的中医医生通过固生堂的互联网平台为患者服务。截至 2023 年 6 月底，线上医生占固生堂全部医生数量的 86%。线上平台是固生堂吸引优质中医师去其线下门店执业的高效引流通道。

我们认为，资深中医师是高质量医疗服务的基石，也是保证高客户粘性的基础。固生堂拥有丰富的资深中医师资源。截至 2023 年 6 月底，固生堂平台内具有高级职称（主任/副主任）的医生数量超过 1.2 万人，占公司全部医生人数的 39%，相当于我国拥有高级职称中医医生总量的 7.3%（基于国家卫健《中国卫生健康统计年鉴》中的 2021 年公立中医医院正、副高级职称执业医师占比）。此外，截至 2023 年 6 月底，固生堂合作的名中医达到 571 位，其中包括 9 位国医大师和 79 位全国名中医。固生堂还成立了“名医传承工作室”，为名中医提供团队支持，提升诊疗效率和患者体验，也有利于固生堂内部医生梯队的建设。

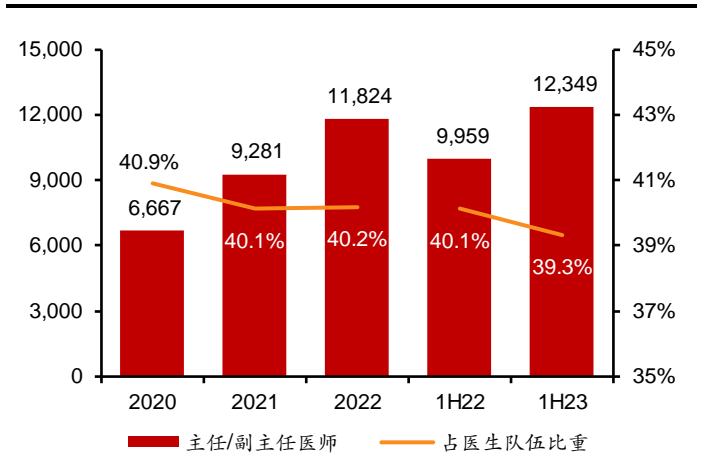
“国医大师”的称号是中医药行业的最高荣誉，自 2009 年开始由人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局授予，每 5 年评选一次，每次评选 30 人，至今共授予 120 人国医大师称号。全国名中医称号由国家卫生健康委、国家中医药局授予，至今共授予 200 人全国名中医称号。固生堂与 9 位国医大师、79 位全国名中医达成合作，体现了公司在中医领域的强大影响力。这也将有助于公司持续吸引优秀的中医师加入平台。

图 38: 固生堂: 医生团队数量



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

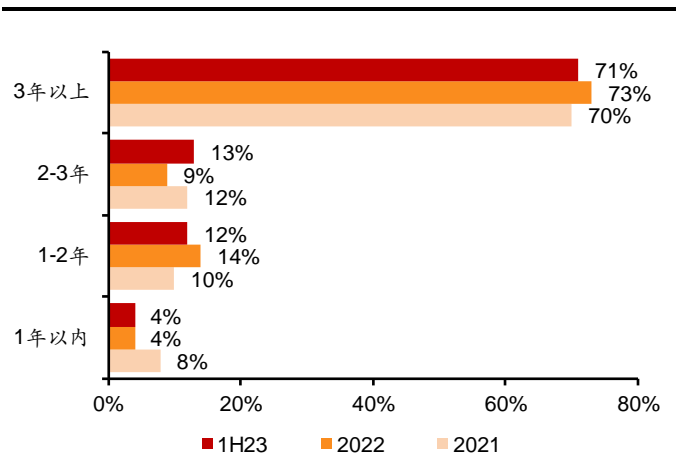
图 39: 固生堂: 具有高级职称的医生数量及占比



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

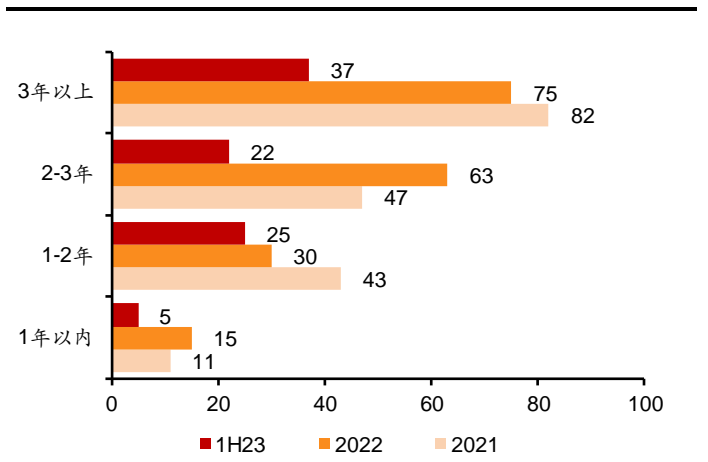
由于固生堂具备广泛的平台知名度、高度的医疗合规性、丰富的患者流量, 固生堂已与网络医生形成稳定的合作关系, 并且为网络医生提供合规、合理、阳光化的收入。合作 3 年以上的医生贡献了公司超过 70% 的收入, 且平均每位医生创造的收入也随着合作年限的增长而提升, 意味着公司为医生带来的阳光化收入也逐步提升。固生堂平台和合作医生显著共赢。

图 40: 固生堂: 不同合作年限医生的收入占比



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 41: 固生堂: 不同合作年限医生为公司贡献的收入

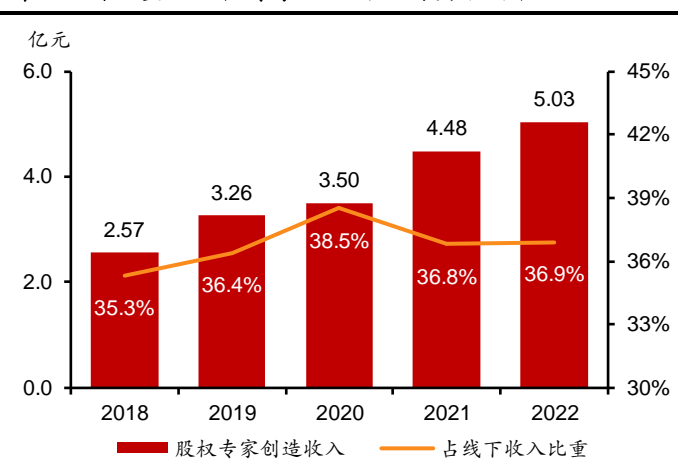


资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

固生堂还通过股权的形式进一步绑定优质中医医生资源, 让医生共享固生堂的成长。固生堂在 2023 年推出专家股权期权奖励方案, 根据专家学术任职、职称职务、在固生堂产生的业绩或预估年业绩、业绩增量等维度, 对应奖励不同数量的期权股权。2023 年 7 月 18 日, 固生堂发布公告, 向 175 名服务提供者授出 110.3 万股期权 (行权价 50.50 港元/股) 以及向 167 名服务提供者授出 147.7 万股限制性股票 (购买价 25.25 港元/股)。2022 年, 股权专家医生共为公司贡献收入 5.03 亿元, 占固生堂线下收入的 36.9%。股权医生是公司医生团队的核心力量。

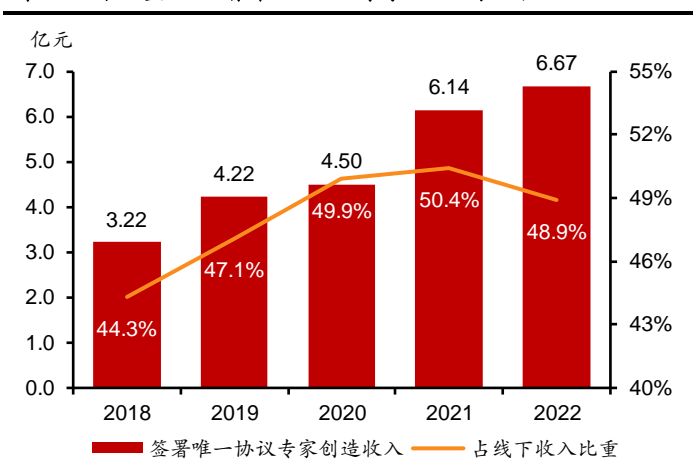
此外，部分深度合作的中医学专家与公司签订唯一合作协议（其中包含股权医生）。2022年，与公司签署唯一合作协议的中医学专家贡献了公司48.9%的收入。

图 42: 固生堂：股权专家医生为公司贡献的收入



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 43: 固生堂：签署唯一协议专家医生创造收入



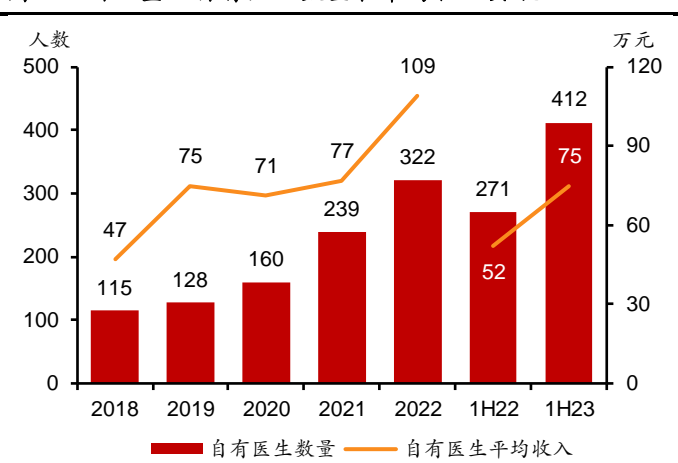
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

### 自有医生团队快速成长为中坚力量

自有医生团队是对合作医生的有效补充，不仅能够弥补合作医生工作时间不固定带来的服务断点问题，也可帮助公司降低医师人员成本，提升运营效率和患者满意度。固生堂的全职医生队伍包括知名中医药大学毕业生、中青年医生以及返聘的退休医生。固生堂成立“名医传承工作室”，年轻医生在协助专家医生的过程中更快地获得自我提升。

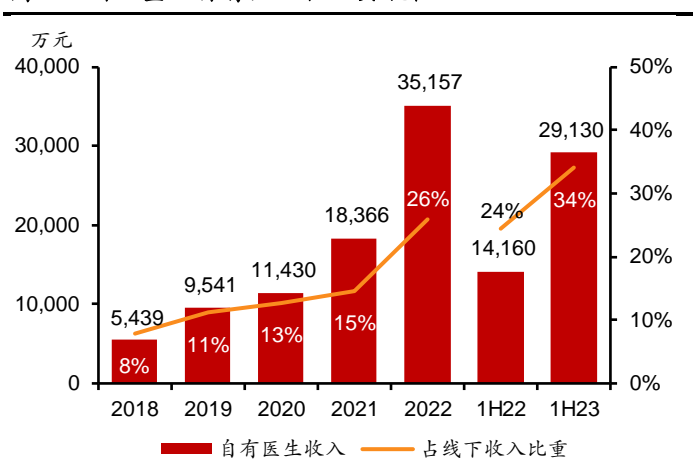
公司的自有医生数量从2020年的160位持续快速增长；截至2023年6月底，固生堂拥有421位自有医生。随着自有医生的服务能力的不断提升，自有医生对固生堂收入贡献逐渐增长。在1H23，自有医生创造了34%的线下收入，高于2020年的13%和2022年的26%。

图 44: 固生堂：自有医生数量和平均收入贡献



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 45: 固生堂：自有医生收入贡献占比



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场



## 依托丰富的名医资源开拓院内制剂发展机会

院内制剂是指医疗机构根据本单位临床需要经批准而配制、自用的固定处方制剂，是市场上没有供应的品种，但需经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准。院内制剂有较长的临床应用历史，疗效和安全性均有可靠保证。我国在政策方面也对中药院内制剂给与多种政策支持。2016年颁布的《中华人民共和国中医药法》提出“国家鼓励医疗机构根据本医疗机构临床用药需要配制和使用中药制剂”；2019年国家药监局发布的《关于促进重要传承创新发展的实施意见》提到“推动古代经典名方中药复方制剂研制。加大对来源于古代经典名方、名老中医验方、医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药安全性评价技术标准的研究”；2022年国务院发布的《“十四五”中医药发展规划》提到“医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价。探索中药饮片备案、审批管理，优化医疗机构中药制剂注册管理。”

图 46: 我国支持中药院内制剂发展的政策

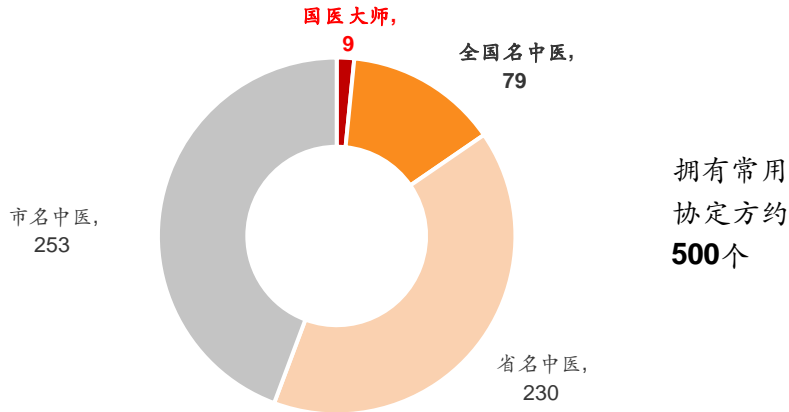
日期	政策	发布机构	相关内容
2016年12月	《中华人民共和国中医药法》	第十二届全国人大第二十五次会议	国家鼓励医疗机构根据本机构临床用药需要配制和使用中药制剂，支持应用传统工艺配制中药制剂，支持以中药制剂为基础研制中药新药。
2017年10月	《关于支持社会力量提供中医医疗和健康服务的意见》	国家中医药管理局	鼓励社会办中医医疗机构根据本机构临床用药需要配制和使用中药制剂。
2019年7月	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国家中医药管理局、国家卫健委	鼓励有条件的中医医院成立区域中药制剂中心，促进区域医疗机构中药制剂研发申报、委托配制和推广运用等。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	优化基于古代经典名方、名老中医方、医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药审评技术要求，加快中药新药审批。优化和规范医疗机构中药制剂备案管理。
2020年12月	《关于促进重要传承创新发展的实施意见》	国家药监局	推动古代经典名方中药复方制剂研制。发挥医疗机构中药制剂传承创新发展“孵化器”作用，鼓励医疗机构制剂向中药新药转化。加大对来源于古代经典名方、名老中医验方、医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药安全性评价技术标准的研究。
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	优化古代经典名方中药复方制剂注册审批。医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按规定纳入医保支付范围。
2021年6月	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	国家中医药管理局、国家卫健委、中央军委后勤保障部卫生局	持有条件的综合医院设置中药制剂室，积极研制开发使用中药制剂。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药管理局	医疗机构炮制使用的中药饮片、配制的中药制剂实行自主定价。各地应根据基金承受能力和临床需要，按程序将符合条件的民族药、医疗机构中药制剂和中药饮片纳入本地医保支付范围。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	国务院	医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按程序纳入基本医疗保险支付范围。探索中药饮片备案、审批管理，优化医疗机构中药制剂注册管理。推进古代经典名方目录制定发布，加快收载方剂的关键信息考证。
2022年10月	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	鼓励医疗机构中药师应用传统工艺进行中药临方炮制加工、研究开发医疗机构中药制剂，满足临床中医特色服务需求。
2023年2月	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院	落实中医药服务价格、医保支付倾斜政策，鼓励在中药制剂和中医技术应用等方面制定更加灵活的政策

资料来源：政府网站，招银国际环球市场

医疗机构的中药制剂大多来自本院名老中医的协定方，是名老中医学术思想和多年诊疗经验的智慧结晶。同时，中药院内制剂也成为医疗机构为患者提供差异化服务的手段。截至2023年6月底，固生堂合作的名中医达到571位，其中包括9位国医大师和79位全国名中医，拥有常用协定方约500个，为公司开发院内制剂提供坚实的学术基础。

截至 2023 年 6 月底，固生堂已有三个院内制剂获得药监局备案许可，分别是 2022 年 12 月获批的“通窍止涕鼻舒颗粒”、2023 年 2 月获批的“健脾化脂膏”以及 2023 年 7 月获批的“松贞益发颗粒”。固生堂在 2023 年进行了 12 个制剂研发工作，并计划在 2024 年继续研发 7 个院内制剂。固生堂在 2023 年 7 月与四川大学华西医院中国循证医学中心达成战略合作，推动院内制剂向创新中成药的转化。为了配合院内制剂的高标准生产要求，固生堂正在建设院内制剂中心，现已完成工程建设、设备验收和试生产，并已取得《医疗机构制剂许可证》。我们预期院内制剂将逐步贡献可观的收入。

图 47: 固生堂知名中医专家团队



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

注：国医大师称号由人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局授予，每 5 年评选一次，每次评选 30 人，2009 年进行第一节评选，至今共授予 120 人国医大师称号。全国名中医称号由国家卫生健康委、国家中医药局授予，至今共授予 200 人全国名中医称号。

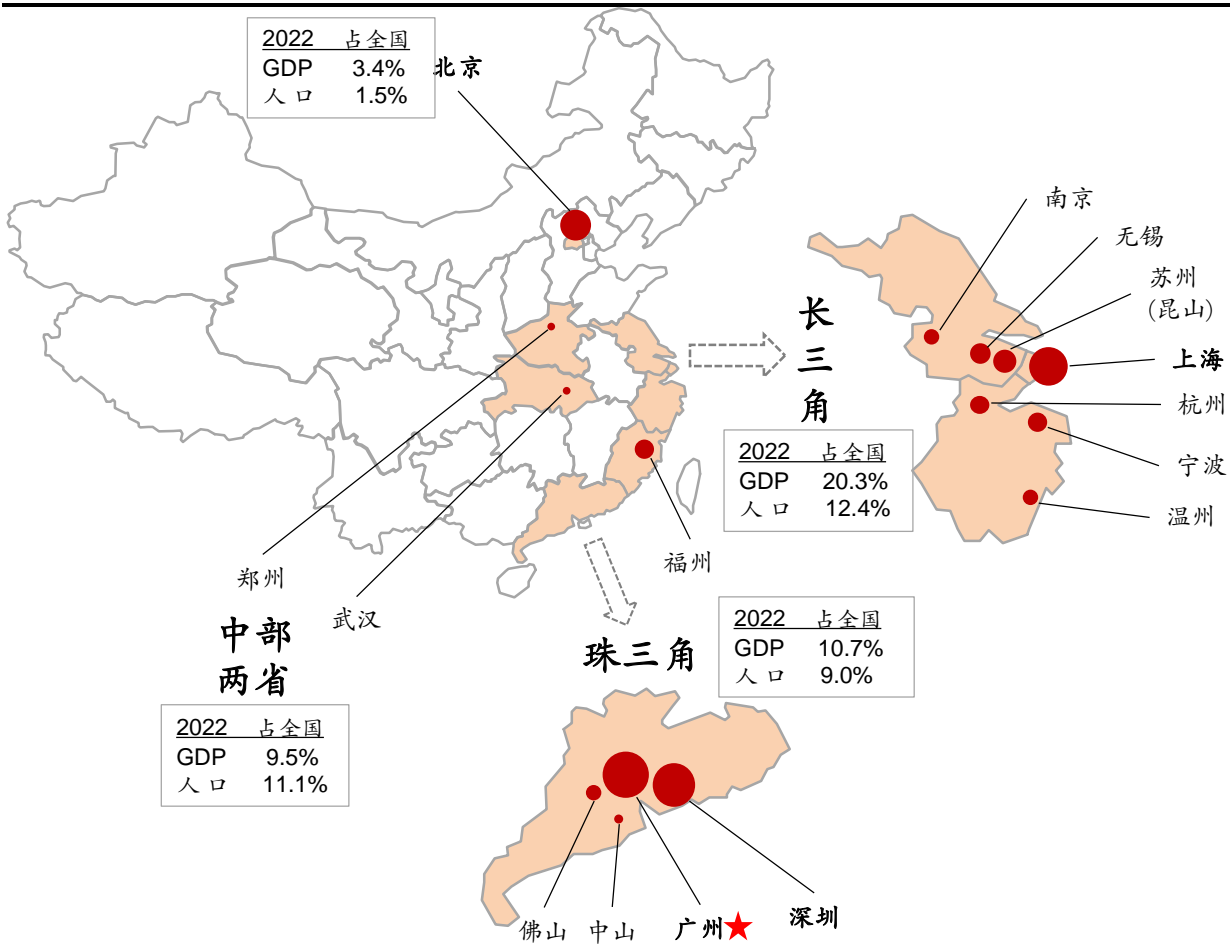
## 跨区域复制能力持续得到验证

### 跨区域复制能力强，门店网络覆盖经济发达区域

自成立以来，公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络。收购策略助力公司迅速进入目标市场，而自建门店则在门店选址、装修布局、投入资金方面给予公司更灵活的选择。对于收购标的，固生堂倾向于经济发达、人口密度高以及中医药服务需求高的区域。对于自建标的，公司会优先考虑已有线下门店的区域或者公司线上服务所覆盖的区域，通过线上平台所积累的行业洞见、经验、数据及医生资源，让公司更好的识别线下扩张机会。

公司目前的收入来源主要来自于经济发达的珠三角和长三角区域。截至2023年6月，固生堂共有53家线下门店，门店数相比2018年增长55.9%。公司的门店网络覆盖全部4个一线城市，以及12个二线核心城市（全部为省会城市或经济重镇），绝大部分覆盖城市的人均GDP远高于全国平均，且人口规模大，医疗消费需求和潜力大。23年上半年，4个一线城市贡献公司整体收入的63.4%。公司新进入中部两个城市（郑州和武汉），未来预计将在中部地区也形成一定的区域集中效应。在经济发达区域的密集门店布局为公司带来明显的规模效应，为公司在医生资源、品牌认知度、供应链采购等方面创造便利。

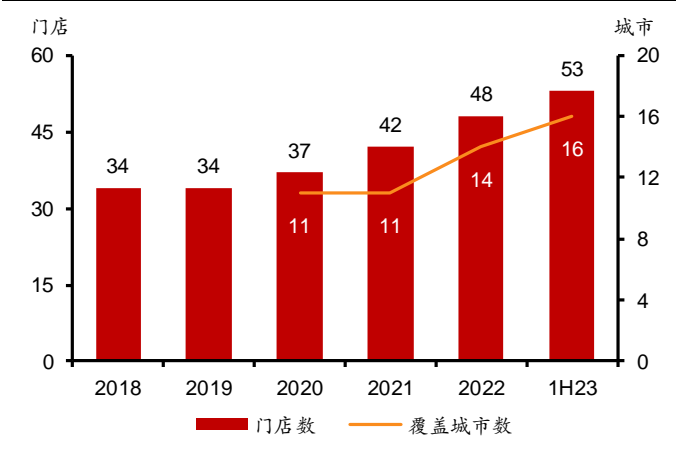
图 48: 固生堂的线下门店网络



资料来源：公司官网，公司财报，招银国际环球市场

注：红色圆圈的大小表明固生堂在该城市的门店收入占整个公司收入的相对比重。地图中门店覆盖城市数据截至2023年9月19日。

图 49: 固生堂的门店数量



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

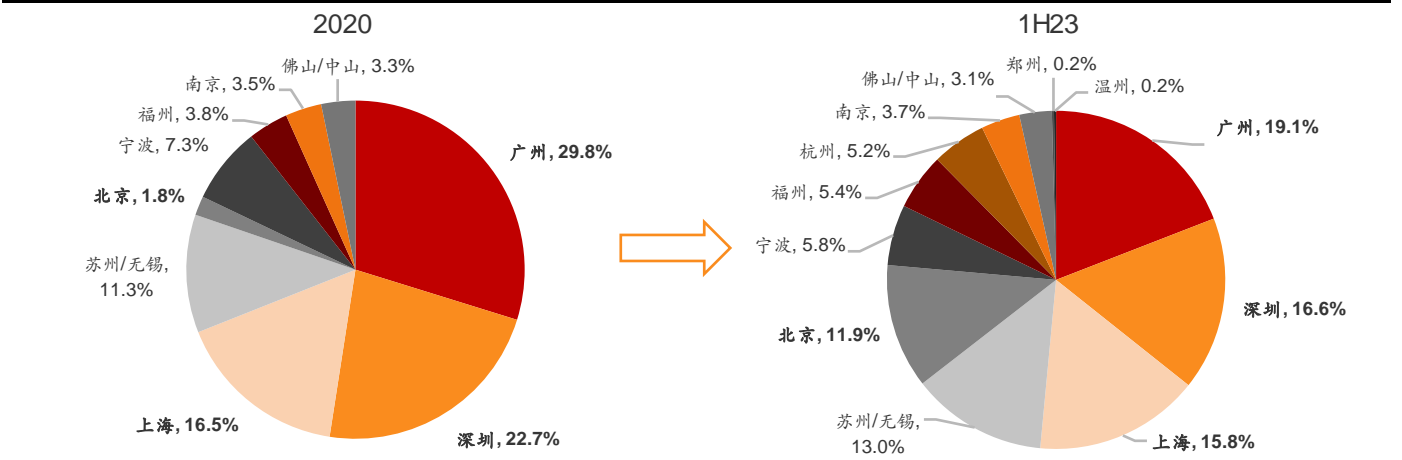
图 50: 固生堂门店覆盖城市经济发展情况

2022	人均 GDP (万元)	年末常住人口 (万人)
无锡	19.8	749
北京	19.0	2,184
苏州	18.6	1,291
深圳	18.3	1,766
上海	18.0	2,476
南京	17.8	949
宁波	16.3	962
广州	15.4	1,873
杭州	15.2	1,238
福州	14.6	845
武汉	13.7	1,374
佛山	13.3	955
郑州	10.1	1,283
温州	8.3	968
中山	8.2	443
<b>全国</b>	<b>8.6</b>	<b>141,260</b>

资料来源: 各省市统计局, 招银国际环球市场

在过去的发展中, 固生堂证明了强劲的跨区域拓展能力。公司传统优势领域广深地区在 2020 年贡献公司整体收入的 52.4%, 而这一比例在 23 年上半年下降到了 35.7%。未来公司计划每年将新进入 3-5 个城市。我们预期, 固生堂未来将继续拓展全国的门店网络, 包括持续拓展新城市以及在现有城市加深覆盖, 从而成长为全国性的中医连锁平台。

图 51: 固生堂的收入按照城市拆分 (2020 vs 1H23)



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

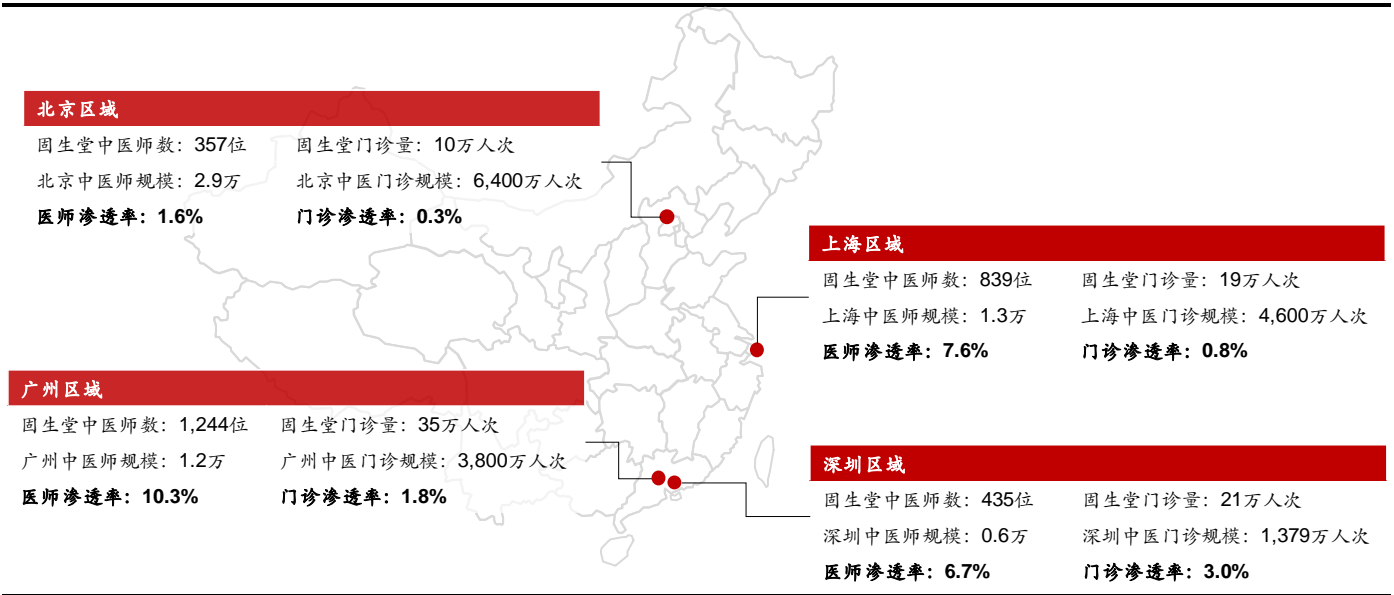
### 固生堂在一线城市具备巨大的市场渗透提升潜力

四个一线城市作为固生堂业务发展最为成熟的区域, 合计贡献超过 60% 的固生堂收入, 然而这些城市的市场渗透还远未达到天花板。在 2023 年上半年, 固生堂的线下中医师数量 (包括自有和外部医师) 在广州、上海、深圳和北京分别仅占各个城市总中医师数量的 10.3%、7.6%、6.7% 和 1.6%。特别是在中医医疗资源丰富的北京, 固生堂的医师资源开拓仍有巨大的提升空间。随着固生堂规模和品牌效应的不断提升, 伴随着国家对医生多点执业的支持政策, 我们认为固生堂网络将持续吸引更多优秀的中医师。

此外, 固生堂在门诊端的渗透率有更大的成长空间。在 2023 年上半年, 固生堂的门诊量分别相当于广州、上海、深圳和北京总中医门诊量的 1.8%、0.8%、3.0% 和 0.3%。我们认为

优秀中医师是支撑诊疗量增长的最重要的驱动力。从长远来看，随着固生堂对优质中医师资源的渗透提升，固生堂的门诊量份额将有更大的成长空间。

图 52: 固生堂的市占率空间



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

注：固生堂中医师数和门诊量为 2023 年上半年数据；各城市中医师规模为 2022 年数据；各城市中医门诊规模为 2021 或 2022 年数据。

### 并购助力公司快速跨城扩张

并购是固生堂拓展线下门店网络的重要手段，尤其能够助力公司快速在新进城市站稳脚跟。对于收购标的，固生堂倾向于经济发达、人口密度高以及中医药服务需求高的区域。遴选并购标的时，公司重点考虑标的的所处位置、周边医生资源、周边居民对中医服务的偏好程度、标的的医保资质、标的的监管和业务合规性、标的在供应链/医生资源/管理系统上跟固生堂现有系统的协同效应、以及预期运营资金投入等。根据公司招股书，从 2012 年到 2021 年 6 月，公司共收购了 32 家线下门店，总收购对价约为 6.4 亿元；截至 2021 年 6 月，公司共计 42 家线下门店中有 32 家来自收购。

图 53: 固生堂收购标的选择标准

收购考虑因素	详情
所处位置	通常选择位于或毗邻大型住宅小区或其他交通便利、客流量大的地区的收购标的，同时考虑公司现有线下门店与收购标的之间的距离，避免对现有门店运营产生重大冲突。
周边医生资源及居民对中医服务的偏好	通常选择位于公司已建立品牌知名度及声誉的地方的收购标的。
医保资质	对于定点医疗机构须遵守由地方医保机构根据国家医保报销方案批准的年度配额的地区，公司通常选择收入水平较高的标的，因为这些标的有更大机会获得及维持相对较高的医保配额。
监管和业务合规性	公司审查标的的合规历史，仅考虑已获得其营运所需的所有重要执照、许可证及批文的标的。
供应链/医生资源/管理系统跟现有系统的协同效应	包括标的的医疗专业人员的充足性及质量，以及与公司整合后的潜在成本及供应链协同效应。
预期运营资金投入	基于公司对场地、现有设施及设备的维护质量以及所需的翻新及升级的评估。

资料来源：公司数据，招银国际环球市场



我们汇总了固生堂 2018 年至今的 26 家门店收购交易。历史上，公司已经完成的收购标的绝大多数位于长三角区域（20 家，占收购门店数比例为 77%）。珠三角区域是公司的发源地，公司通过收购在此区域增加了 3 家门店（占比 12%）。公司在北京的 4 家门店有 3 家是通过并购获得的。此外，公司对于收购标的估值控制在非常合理的水平。根据我们的测算，以标的在被收购当年的全年收入计算，2018 至 2023 上半年期间，公司所有收购交易的 P/S 估值介于 0.8-1.5x。我们通过比较近三年国内医疗服务行业内重大收购交易的估值水平，发现固生堂的并购估值远低于同业交易的估值水平。我们认为这体现了固生堂优秀的并购能力。此外，公司作为迄今唯一上市的国内中医服务集团，在中医行业并购方面也具备较强的议价能力。

图 54: 固生堂门店收购历史

收购日期	城市	区域	被收购门店	业务	收入 (万元)	利润 (万元)	收购对价 (万元)	收购 P/S
2018年1月	上海	长三角	上海都庄和上海金悦	中医服务			2,700	
2018年1月	上海	长三角	上海同保康	中医服务			740	
2018年2月	宁波	长三角	宁波桐君堂	中医服务			1,650	
2018年8月	苏州	长三角	苏州大儒	中医服务			700	
2018年10月	深圳	珠三角	深圳香竹	中医服务			550	
<b>2018年完成收购汇总</b>					<b>5,080</b>	<b>(468)</b>	<b>6,340</b>	<b>1.25x</b>
2019年4月	广州	珠三角	广州达医	在线中医服务			307	
2019年8月	上海	长三角	上海真安堂	中医服务			1,600	
<b>2019年完成收购汇总</b>					<b>1,598</b>	<b>(522)</b>	<b>1,907</b>	<b>1.19x</b>
2020年4月	广州	珠三角	广州悦心	中医服务			350	
2020年4月	上海	长三角	上海众益达	中医服务			720	
2020年8月	苏州	长三角	苏州同安	中医服务			2,800	
2020年8月	南京	长三角	南京白露	在线中医服务			6,600	
2020年8月	宁波	长三角	镇海满山	中医服务			220	
<b>2020年完成收购汇总</b>					<b>12,952</b>	<b>1,290</b>	<b>10,690</b>	<b>0.83x</b>
2021年1月	上海	长三角	上海神华	中医服务			815	
2021年1月	北京	京津冀	北京昆仑	中医服务			500	
2021年2月	宁波	长三角	宁波柳汀	中医服务			933	
2021年4月	福州		福州袖里春	中医服务			1,560	
2021年4月	福州		连江袖里春	中医服务			300	
2021年4月	上海	长三角	上海万联	在线中医服务			3,311	
2021年6月	北京	京津冀	北京中海	中医服务			5,049	
<b>2021年完成收购汇总</b>					<b>12,681</b>	<b>(951)</b>	<b>12,467</b>	<b>0.98x</b>
2022年5月	北京	京津冀	北京国宗济世	中医服务			5,372	
2022年11月	杭州	长三角	杭州大同	中医服务			8,370	
<b>2022年完成收购汇总</b>					<b>10,813</b>	<b>(769)</b>	<b>13,742</b>	<b>1.27x</b>
2022年11月	上海	长三角	上海千诚护理院	医疗卫生服务			4,200	
2022年11月	杭州	长三角	杭州回元堂	医疗卫生服务			1,446	



2023年3月	苏州	长三角	昆山明泰	中医服务	1,620
2023年3月	无锡	长三角	无锡李同丰	中医服务	2,300
<b>2023年上半年完成收购</b>					<b>3,144</b>
<b>其他收购</b>					<b>(356)</b>
					<b>9,566</b>
					<b>1.52x</b>
<b>其他收购</b>					
2023年7月	上海	长三角	上海宝中堂崂山	中医服务	6,094
2023年7月	上海	长三角	上海宝中堂峨山	中医服务	783

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

注：年度收购汇总中的收入和利润均指假设收购发生在当年1月1日下的当年全年收入和利润，P/S估值基于总收购对价和收购当年的全年收入。2023年上半年P/S估值基于上半年收入的年化值。2022年及之前的收购时间指收购的完成时间，之后的收购指收购的公告时间。

图 55: 国内医疗服务行业并购案例

收购方	被收购方	主要业务	收购公告日期	收入 (亿元)	收购对价 (亿元)	收购比例	P/S
锦欣生殖	云南九洲医院及昆明和万家医院	辅助生殖	2022年4月	2.85	9.54	96.5%	3.47x
	锦欣妇儿医院	妇产儿科	2021年10月	3.53	30.00	90.0%	9.45x
海吉亚	西安长安医院	以肿瘤为重点科室的综合医院	2023年7月	6.92	16.60	100.0%	2.40x
	苏州永鼎医院	以肿瘤为特色科室的综合医院	2021年4月	4.92	17.35	98.0%	3.60x
华润医疗	辽宁华润健康	综合医院	2023年2月	31.81	33.95	76.1%	1.40x
	淮安淮阴医院	综合医院	2021年3月	4.94	8.83	80.0%	2.24x
爱尔眼科	19家医疗机构	眼科医院	2023年8月	5.12	8.36	多数股权	2.48x
	14家医疗机构	眼科医院	2021年12月	2.42	5.01	多数股权	3.13x

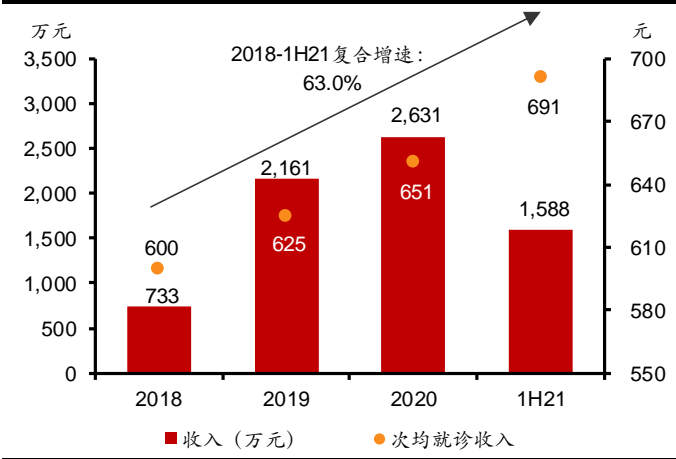
资料来源：各公司公告，招银国际环球市场

注：除辽宁华润健康对应收入为2021年外，其他被收购方收入均为收购事项宣布时上一个完整财年的收入。

我国的中医药市场仍然分散，为固生堂提供了较大的并购整合机遇。根据 Frost & Sullivan 数据，截至2021年6月，国内有超过4万家民营中医药医疗机构，其中中大型机构的占比约为5%。江苏、广东、四川、北京、上海和重庆是拥有民营中医药医疗机构最多的地区，而公司至今在四川和重庆仍未开设线下门店。国内分散的市场格局为公司收购提供良好机遇。

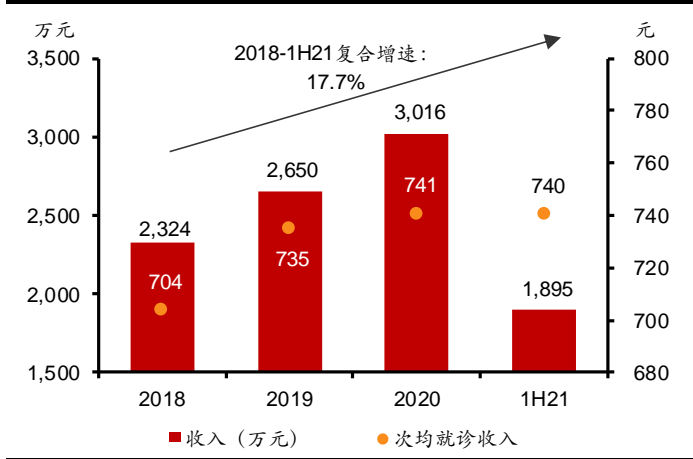
固生堂不仅拥有优秀的并购能力，更重要的是，公司可以快速整合并购资产并加速业绩释放。公司的并购整合措施包括管理层入驻、调整科室设置、引入优质医生、IT系统升级以及并入公司集中采购体系等。因此，并购门店可以快速释放业绩潜力。例如，固生堂在2018年1月收购了上海金悦门诊部，收购时该标的达到盈亏平衡，收购后35个月公司收回投资成本，2018-1H21的收入复合增速达到63.0%（即1H21的年化收入相对于2018年收入的复合增速，下同）。固生堂在2016年12月收购了南京宁西门诊部，该门店2018-1H21的收入复合增速达到17.7%。截至2023年6月，固生堂有27家收购门店已收回投资成本，平均投资回收耗时为4年。

图 56: 固生堂: 上海金悦门店收入



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场  
 注: 上海金悦门店于 2018 年 1 月收购。2018-1H21 的收入复合增速为 1H21 收入\*2 相对于 2018 年收入的复合增速。

图 57: 固生堂: 南京宁西门店收入



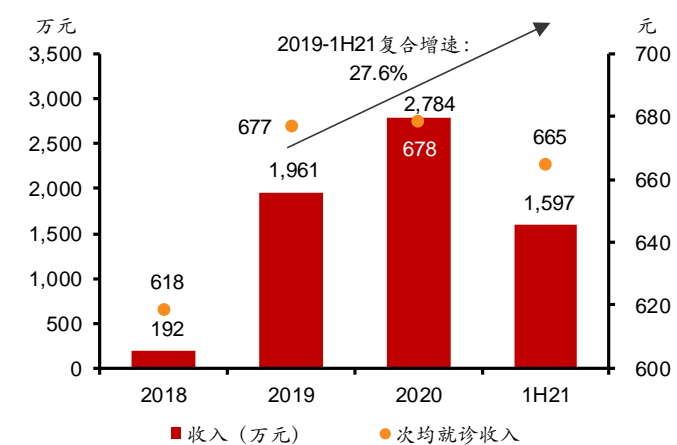
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场  
 注: 南京宁西门店于 2016 年 12 月收购。2018-1H21 的收入复合增速为 1H21 收入\*2 相对于 2018 年收入的复合增速。

虽然收购是公司门店扩张的重要战略, 但公司的业绩增长仍然主要由内生增长拉动。根据公司招股书, 在 2018/ 2019/ 2020 年, 收购门店分别贡献公司总收入的 5.2%/ 4.6%/ 2.2%。2021/ 2022 年固生堂所有并购门店全年共计产生收入 1.3/ 1.1 亿元, 相当于固生堂 2021/ 2022 年确认总收入的 9.2%/ 6.7%, 但如果考虑并表时间, 对公司收入的真实贡献比例将更低。

### 自建门店有效提升线下网络覆盖密度

自建门店是固生堂扩张策略的重要补充。固生堂在选择自建门店时, 会优先考虑已有线下门店的区域或者公司线上服务所覆盖的区域。自建门店主要设立在交通便利和客流量大的社区。成立新门店一般涉及多个步骤, 包括初步规划、市场研究、选取地点、可行性研究、监管审批过程、建造及装修处所、招聘所需人员及准备开展运作。根据固生堂的过往经验, 成立新门店一般需 3-6 个月完成。固生堂自建门店收入往往能够快速增长。比如, 广州五山门店 (于 2018 年 5 月开始营运) 2019-1H21 的收入复合增速为 27.6%; 广州荔湾门店 (于 2018 年 5 月开始营运) 5 个月实现收支平衡、18 个月收回投资; 深圳龙华门店 (于 2022 年 12 月开始营运) 3 个月实现盈亏平衡; 佛山禅城门店 (于 2023 年 6 月开始营运) 2 个月实现盈亏平衡。

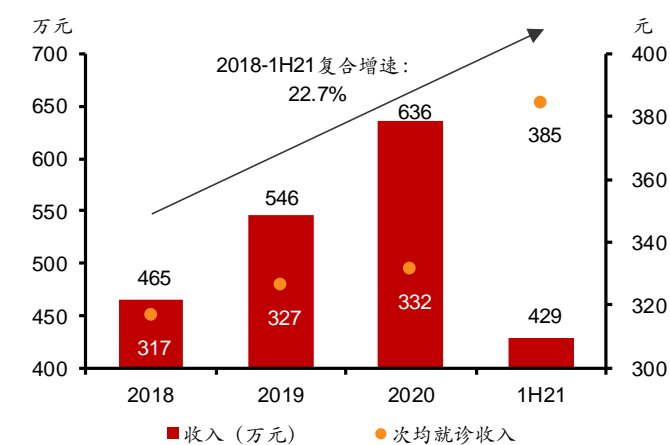
图 58: 固生堂: 广州五山门店收入



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: 广州五山自建门店于 2018 年 8 月开始运营。2019-1H21 的收入复合增速为 1H21 收入\*2 相对于 2019 年收入的复合增速。

图 59: 固生堂: 中山门店收入



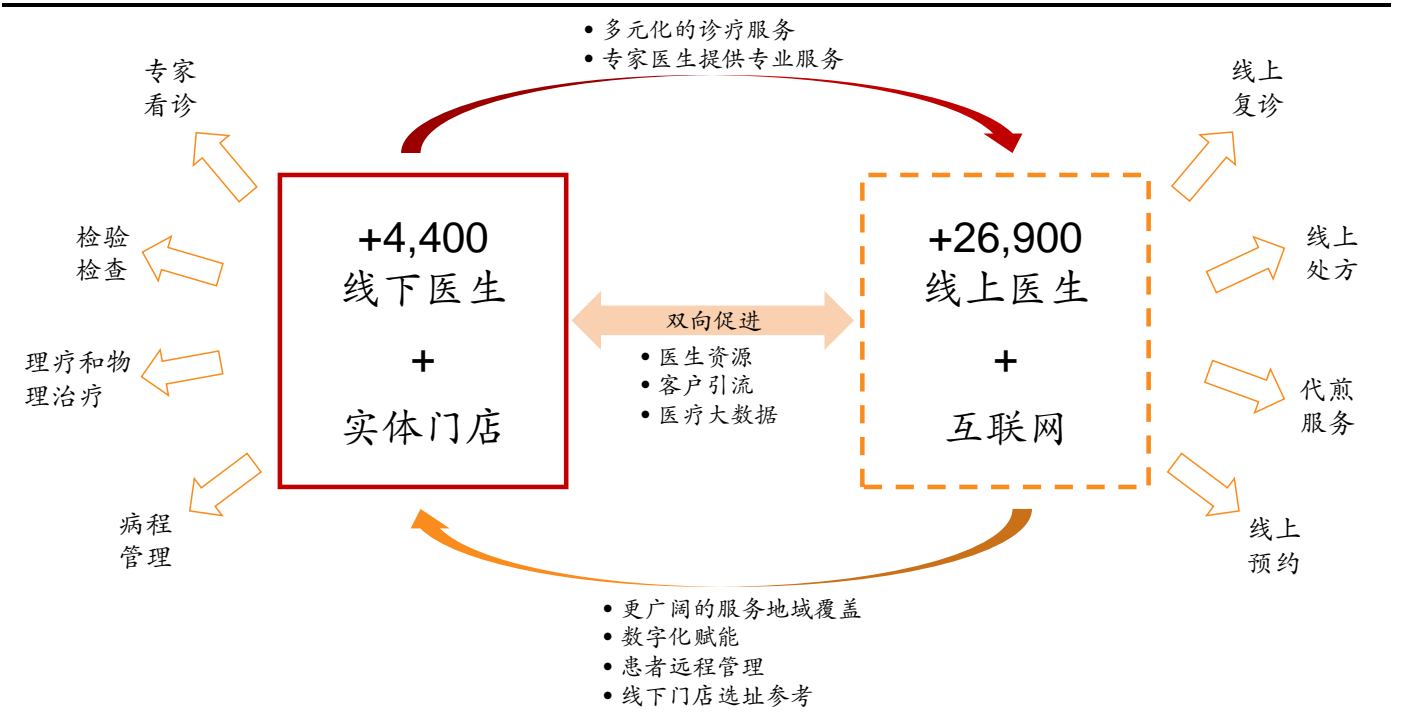
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: 中山自建门店于 2016 年 6 月开始运营。2018-1H21 的收入复合增速为 1H21 收入\*2 相对于 2018 年收入的复合增速。

## 发力中医线上服务，打开第二增长极

随着互联网技术的普及，线上线下的医疗融合（OMO，即 Online-Merge-Offline）已成为行业发展的重要推动力。在中医药行业，线上线下融合可以缓解中医诊疗过程中的诸多痛点，比如医生有限的客户触及范围、不均衡的医师资源分配、繁琐的复诊流程以及长期客户健康管理等。根据 Frost & Sullivan，固生堂是国内中医药领域内第一批提供线上医疗服务的机构之一。固生堂自 2018 年起开始提供互联网医疗服务，公司通过其微信官方公众号为客户提供线下门诊预约、在线复诊、诊断以及处方等服务。固生堂于 2021 年 2 月在广州设立固生堂互联网医院管理有限公司，用于管理其收购的白露和万家互联网医院平台。此外，固生堂也运营其他线上医疗平台，比如其官网、手机端应用和微信小程序，也同 17 家（截至 2023 年 6 月底）第三方互联网医疗平台合作为客户提供在线预约服务。

图 60: 固生堂的 OMO 模式



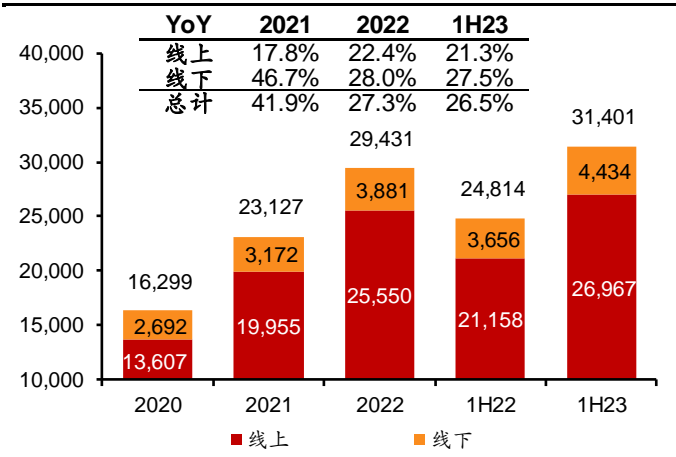
资料来源：公司数据，招银国际环球市场  
注：医生数量截至 2023 年 6 月

固生堂的 OMO 模式有效连接其线上+线下的医疗服务资源和能力，发挥线上、线下双向促进的作用。在医生资源上，固生堂线上平台依托第三方平台汇集了大量的优质医生资源，可以满足消费者不同时段的就诊需求。截至 2023 年 6 月，固生堂的线上平台有 26,967 位医生，远远超过公司线下门店的医生数量（4,434 位）。线上平台极大地扩展了中医服务的覆盖范围。根据固生堂招股书，截至 2021 年 11 月，公司的互联网医疗服务已覆盖全国 31 个省份的 343 个城市。在客户获取上，固生堂的 OMO 模式拥有线上线下双向导流作用。通过线上问诊和线上预约，固生堂的线上平台可为线下门店有效引流，消费者在固生堂的互联网平台获得中医药服务后，可以在固生堂的线下门店接受更专业和多元化的中医药诊疗服务，线上医生可以在固生堂的线下门店为消费者提供持续服务。而线下的医生也可通

过固生堂平台将线下患者带到线上平台，方便进行后续的长期患者管理工作。因此固生堂通过 OMO 模式进一步强化业绩增长。

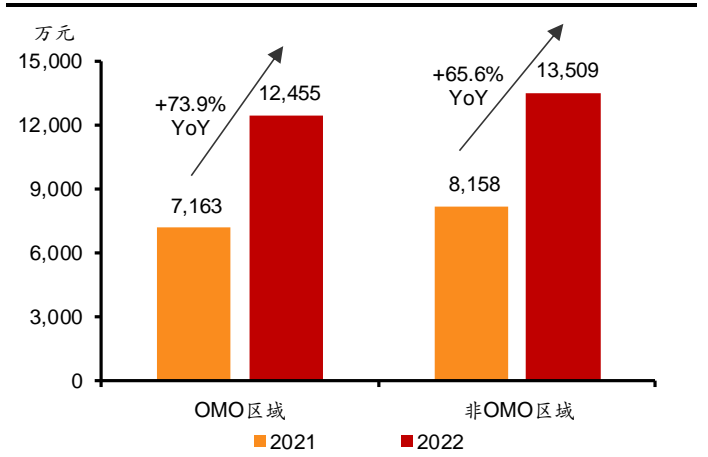
2022年，公司支持OMO服务地区的线上医疗健康平台收入同比增长73.9%，快于非OMO地区的65.6%。线上收入占全部收入的比重提升至2022年的16.2%。此外，从2023年起，固生堂开始从线上向线下导流医生，至2023年7月，线上导流至线下医生创造的单月收入已超过200万元。

图 61: 固生堂的线上医生团队人数



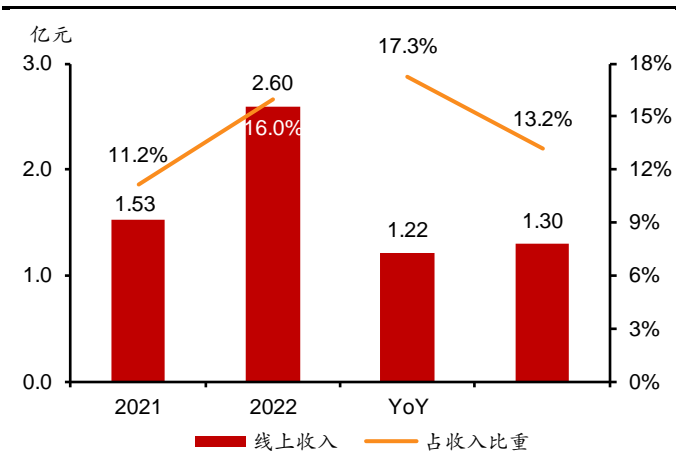
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 62: 固生堂的线上医疗健康平台收入



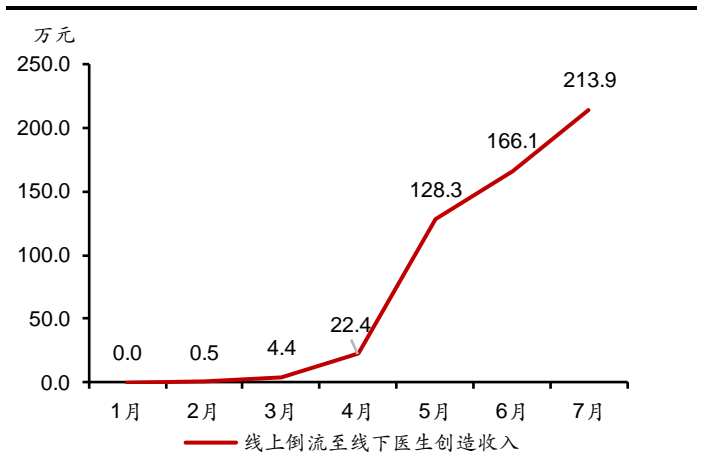
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 63: 固生堂: 线上收入



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 64: 固生堂: 线上导流至线下医生创造收入 (2023年)

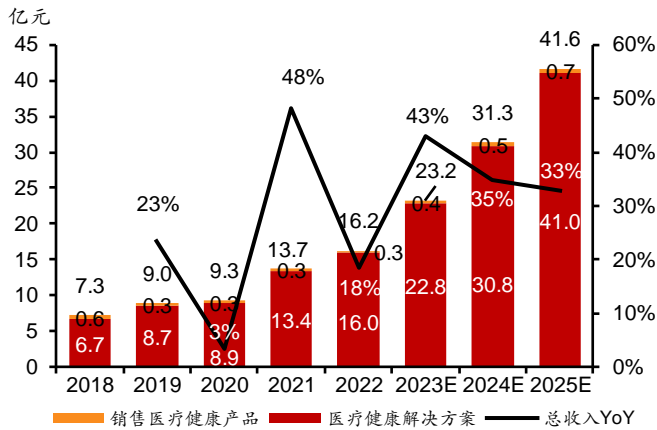


资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

## 预计 2022-25E 收入/ 经调整净利润复合增速为 36.9%/ 40.0%

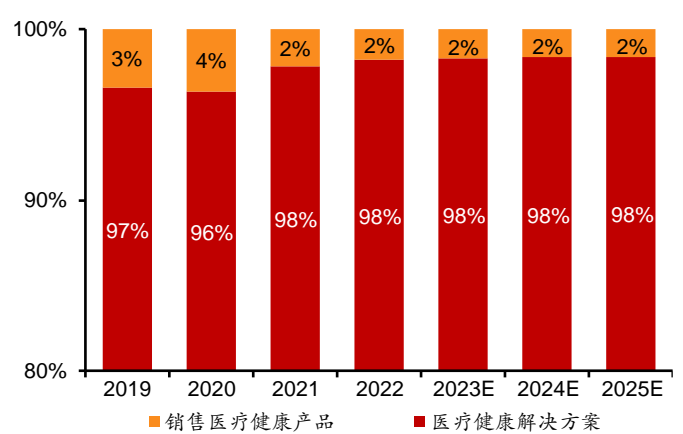
我们预计固生堂的收入在 2023E/ 24E /25E 分别同比增长 42.9%/ 34.9%/32.9%（复合增速为 36.9%），将分别达到 23.2/ 31.3/ 41.6 亿元，主要驱动因素包括：1) 大众对中医药的认知不断提升，带动中医药医疗健康消费需求增长；2) 固生堂依靠线下门店网络和线上服务网络扩张持续吸引优质医生资源，凭借优质医疗服务提升消费者认可和客户粘性，促进公司市场份额的提高；3) 公司通过持续丰富医疗服务内容和提供差异化院内制剂等产品，提高消费者的消费频次以及单次消费金额。

图 65: 固生堂收入预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

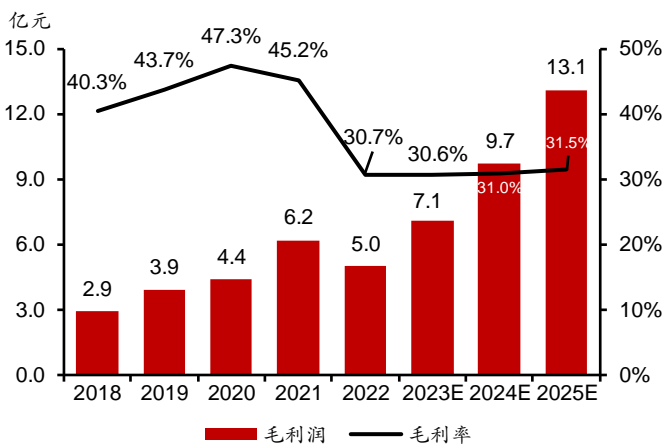
图 66: 固生堂收入拆分



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

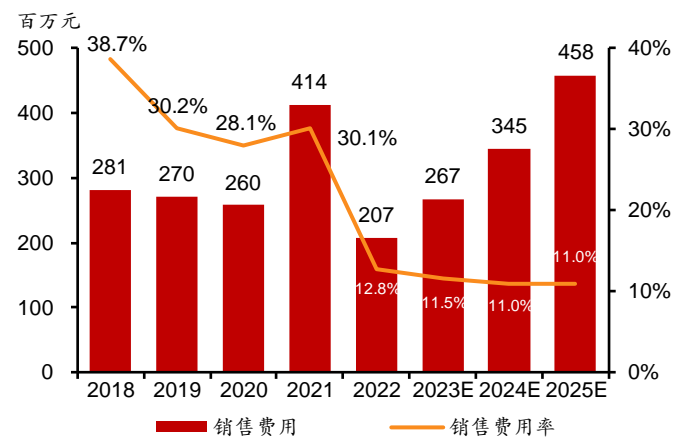
得益于固生堂对供应链的整合以及自有医生团队的增长，我们预计固生堂的毛利率将持续提升，预计公司在 2023E/ 24E /25E 的毛利率分别为 30.5%/ 31.0%/31.5%。考虑到公司规模效应的不断释放，我们预计固生堂在 2023E/ 24E /25E 的销售费用率分别为 11.5%/ 11.0%/11.0%，管理费用率分别为 6.5%/ 6.3%/ 6.3%。因此，我们预计固生堂的经营调整净利润在 2023E/ 24E /25E 分别同比增长 46.0%/ 37.5%/36.8%（复合增速为 40.0%），将分别达到 2.9/ 4.0/ 5.5 亿元。

图 67: 固生堂毛利率预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

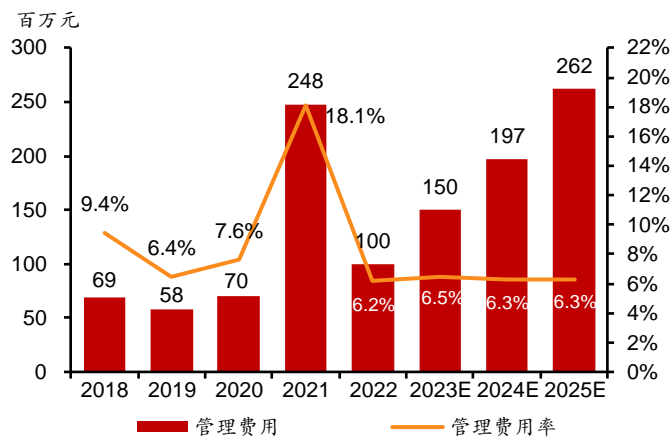
图 68: 固生堂销售费用率预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

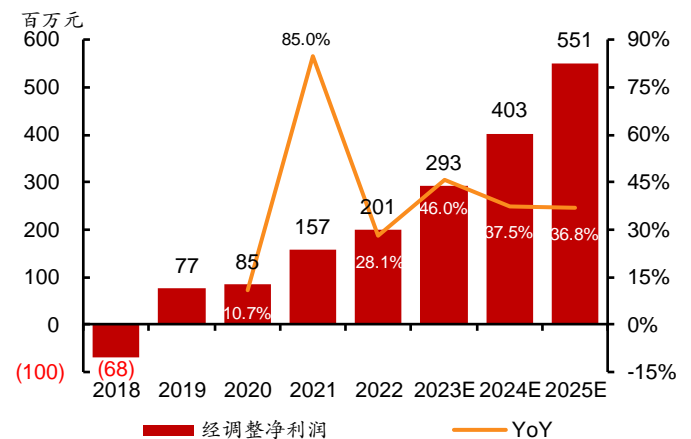


图 69: 固生堂管理费用率预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 70: 固生堂经调整净利润预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 71: 利润表预测 (2018-2025E)

(财年截至 12 月 31 日)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
人民币 百万元								
收入	726	896	925	1,372	1,625	2,322	3,133	4,164
同比			3.3%	48.3%	18.4%	42.9%	34.9%	32.9%
销售成本	(433)	(505)	(488)	(752)	(1,125)	(1,612)	(2,163)	(2,854)
%收入	-59.7%	-56.3%	-52.7%	-54.8%	-69.3%	-69.4%	-69.0%	-68.5%
毛利润	293	391	437	620	500	710	970	1,310
毛利率	40.3%	43.7%	47.3%	45.2%	30.7%	30.6%	31.0%	31.5%
销售费用	(281)	(270)	(260)	(414)	(207)	(267)	(345)	(458)
%收入	-38.7%	-30.2%	-28.1%	-30.1%	-12.8%	-11.5%	-11.0%	-11.0%
管理费用	(69)	(58)	(70)	(248)	(100)	(150)	(197)	(262)
%收入	-9.4%	-6.4%	-7.6%	-18.1%	-6.2%	-6.5%	-6.3%	-6.3%
其他收入	6	12	12	22	34	51	34	40
%收入	0.8%	1.4%	1.2%	1.6%	2.1%	2.2%	1.1%	1.0%
可转换优先股和可转债公允价值变化	(103)	(215)	(316)	(419)	0	0	0	0
%收入	-14.1%	-24.0%	-34.2%	-30.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他费用	(14)	(9)	(11)	(52)	(10)	(10)	(10)	(10)
%收入	-1.9%	-1.0%	-1.2%	-3.8%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
财务费用	(10)	(10)	(34)	(28)	(18)	(21)	(18)	(14)
%收入	-1.4%	-1.2%	-3.6%	-2.1%	-1.1%	-0.9%	-0.6%	-0.3%
应占联营公司利益	0	0	0	1	1	0	0	0
%收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润(亏损)	(177)	(159)	(242)	(518)	199	313	435	606
税前利润率	-24.4%	-17.7%	-26.1%	-37.8%	12.2%	13.5%	13.9%	14.6%
所得税(费用)/抵免	3	11	(14)	11	(15)	(40)	(56)	(82)
所得税率	1.9%	6.8%	-5.6%	2.1%	7.6%	12.9%	13.0%	13.5%
净利润(亏损)	(174)	(148)	(255)	(507)	184	272	378	524
少数股东权益	(1)	(0)	0	0	0	0	1	1
归属股东的净利润(亏损)	(173)	(148)	(256)	(507)	183	272	378	523
净利润率	-23.8%	-16.5%	-27.6%	-37.0%	11.3%	11.7%	12.1%	12.6%
经调整净利润(亏损)	(68)	77	85	157	201	293	403	551
经调整净利润率	-9.4%	8.5%	9.2%	11.4%	12.4%	12.6%	12.9%	13.2%

数据来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 72: 招银国际与市场预测比较

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	2,322	3,133	4,164	2,205	2,855	3,663	5.30%	9.72%	13.67%
毛利润	710	970	1,310	680	893	1,161	4.41%	8.62%	12.87%
运营利润	334	452	620	310	406	525	7.53%	11.33%	18.08%
经调整净利润	293	403	551	269	357	470	9.06%	12.94%	17.29%
经调整每股收益 (元)	1.22	1.68	2.30	1.11	1.48	1.97	9.77%	13.15%	16.69%
毛利率	30.58%	30.96%	31.46%	30.84%	31.27%	31.68%	-0.26ppt	-0.31ppt	-0.22ppt
运营利润率	14.38%	14.43%	14.89%	14.08%	14.23%	14.33%	+0.30ppt	+0.21ppt	+0.56ppt
经调整净利润率	12.62%	12.86%	13.24%	12.19%	12.50%	12.83%	+0.44ppt	+0.37ppt	+0.41ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

## 首次覆盖给予买入评级，目标价 70.77 港元

我们首次覆盖固生堂给予目标价 70.77 港元，基于 10 年的 DCF 模型 (WACC: 10.3%，永续增长率: 3.0%)。目标价对应 38 倍 2024 年经调整 PE、28 倍 2025 年经调整 PE。

图 73: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	308	418	580	790	987	1,224	1,505	1,836	2,222	2,667
税率	12.9%	13.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
息税前利润*(1-税率)	268	364	501	683	854	1,059	1,302	1,589	1,922	2,307
+折旧与摊销	100	97	95	93	93	93	93	93	93	93
-营运资金变化	(23)	(36)	(60)	(85)	(105)	(128)	(155)	(186)	(221)	(261)
-资本支出	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)
<b>自由现金流</b>	<b>95</b>	<b>174</b>	<b>286</b>	<b>441</b>	<b>592</b>	<b>774</b>	<b>991</b>	<b>1,246</b>	<b>1,544</b>	<b>1,889</b>
<b>终值</b>										<b>26,788</b>
永续增长率	3.0%									
加权平均资本成本 WACC	10.3%									
股本成本	13.50%									
债务成本	5.0%									
市场风险系数 $\beta$	1.00									
无风险利率	3.00%									
市场风险溢价	10.50%									
目标负债率	35.0%									
有效公司税率	15.0%									
终值现值	10,085									
总现值	14,042									
净负债	(1,252)									
少数股东权益	1									
股权价值	15,293									
股份数 (百万股)	16,992									
<b>DCF 每股价值 (港元)</b>	<b>70.77</b>									

资料来源：招银国际环球市场预测

图 74: DCF 估值敏感性分析

每股价格 (港元)	WACC				
	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
4.0%	96.53	86.83	78.74	71.90	66.04
3.5%	90.04	81.60	74.46	68.35	63.07
<b>3.0%</b>	<b>84.58</b>	<b>77.14</b>	<b>70.77</b>	<b>65.26</b>	<b>60.46</b>
2.5%	79.93	73.29	67.55	62.55	58.15
2.0%	75.92	69.94	64.72	60.14	56.09

资料来源：招银国际环球市场预测

图 75: 同业估值比较

公司	股票代码	评级	市值 (百万元)	2022-25 收入 CAGR	2022-25 经 调整净利润 CAGR	P/E(x)			净资产收益率	
						FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E
爱尔眼科	300015 CH	未评级	169,404	25.3%	24.8%	48.29	37.85	29.84	18.2%	19.7%
通策医疗	600763 CH	未评级	28,867	16.9%	21.3%	47.58	38.38	30.80	15.9%	16.6%
海吉亚医疗	6078 HK	未评级	29,584	28.7%	27.9%	39.44	29.21	23.29	13.5%	15.2%
固生堂	2273 HK	买入	10,745	36.9%	40.0%	36.66	26.67	19.49	13.5%	15.2%
锦欣生殖	1951 HK	买入	10,465	17.6%	36.2%	20.92	17.89	15.12	4.5%	5.5%
环球医疗	2666 HK	未评级	7,170	8.5%	9.5%	3.35	3.02	2.89	12.7%	12.5%
华润医疗	1515 HK	未评级	5,941	28.6%	33.8%	7.92	7.07	6.23	9.5%	10.1%
<b>平均值</b>				<b>23.2%</b>	<b>27.7%</b>	<b>29.17</b>	<b>22.87</b>	<b>18.24</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.5%</b>

数据来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 数据截至 2023 年 11 月 8 日。固生堂和锦欣的 2022-25 收入/ 经调整净利润 CAGR 和 PE 基于招银国际环球市场预测。

图 76: 固生堂 12 个月前瞻 PE



数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2023 年 11 月 8 日

图 77: 海吉亚 12 个月前瞻 PE



数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2023 年 11 月 8 日

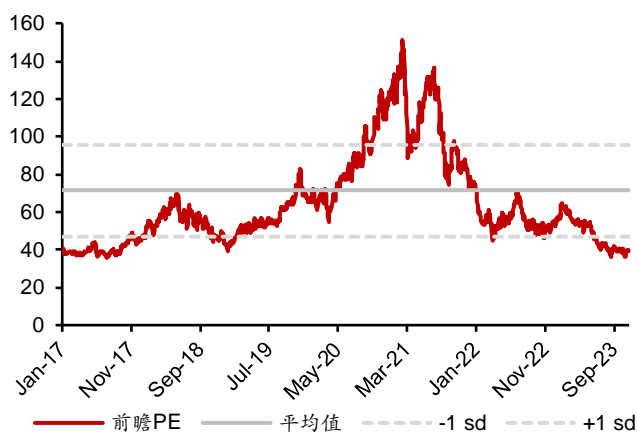
图 78: 锦欣生殖 12 个月前瞻 PE



数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2023 年 11 月 8 日

图 79: 爱尔眼科 12 个月前瞻 PE



数据来源: 彭博, 招银国际环球市场

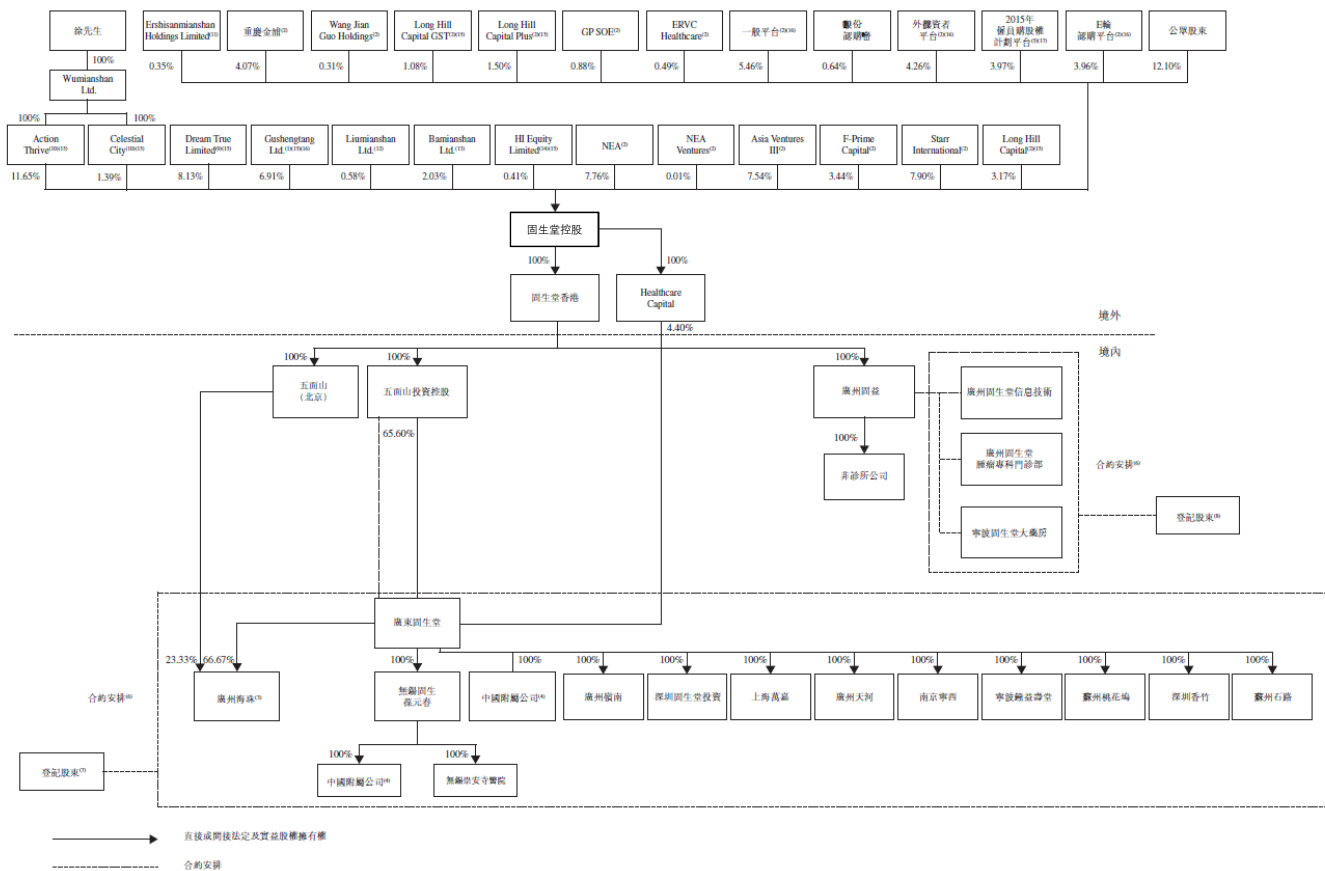
注: 数据截至 2023 年 11 月 8 日

## 投资风险

- 1) 政策改变对运营的影响，比如医保报销、互联网医疗服务监管、中药饮片定价、公立医院医生的多点执业等。
- 2) 收购门店整合效果以及自建门店运营爬坡速度不及预计。
- 3) 上游原材料供应短缺和价格波动对运营效率的影响。
- 4) 潜在医疗纠纷。

附录

图 80: 固生堂的股权结构 (紧随全球发售完成后)



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 81: 固生堂管理层介绍

姓名	职务	职责与履历
涂志亮先生	行政总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>制定整体公司及业务战略、监督本集团的管理及营运。</li> <li>在医疗行业拥有逾 15 年经验, 对医疗服务及产品具有深入了解, 并通过管理本集团及发展业务获得丰富的管理经验。</li> <li>在创办本集团之前, 涂先生曾于爱康健康科技集团有限公司担任多个职位, 包括广东分公司的销售总监、华南的副总经理、销售总监、华北高级总监及副总经理、华东的主席助理及副总经理以及深圳的执行副总经理。</li> </ul>
邓仕刚先生	首席财务官	<ul style="list-style-type: none"> <li>监督并购及融资事宜以及负责本集团的财务管理及资本营运系统。</li> <li>在财务及会计方面拥有逾 20 年经验。</li> <li>在进入本公司之前, 邓先生曾于锦兴国际控股有限公司担任副总经理, 此后在赢家时尚控股有限公司担任非执行董事。</li> </ul>
李洁女士	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>监管深圳业务区域的营运以及监督苏州、无锡、宁波及福州业务区域的营运。</li> <li>在医疗健康行业的营销及企业管理方面拥有逾 18 年经验。</li> <li>在进入本公司之前, 李女士曾于深圳市海王生物工程股份有限公司和深圳市新活力实业发展集团有限公司担任销售主管和市场部经理, 此后于杭州默沙东制药有限公司广州分公司担任医院代表, 后于赛诺菲(北京)制药有限公司担任医院销售代表及产品专员。</li> </ul>
郑项先生	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>负责技术系统的建立及开发, 通过中医医疗服务领导线上医院的推广及拓展, 并监督本集团南京业务区域的整体业务营运。</li> <li>在互联网及医药行业拥有近 13 年经验。</li> </ul>



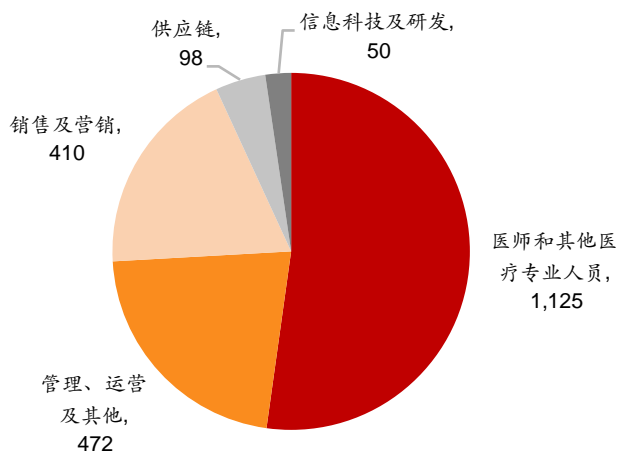
• 在进入本公司之前，郑先生曾于南京金创能网络技术有限公司担任首席运营官，并共同创立南京点赞网络科技有限公司，此后于正大天晴药业集团股份有限公司担任互联网产品运营经理，后成立南京一康信息技术有限公司。

张秋敏女士 区域总经理

- 监察本集团上海及北京业务区域的整体业务营运。
- 在医疗健康行业约有 14 年经验。
- 在进入本公司之前在深圳爱康卓悦快验保门诊部（前称深圳爱康国宾普济门诊部）工作，担任院长助理。

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

**图 82: 固生堂：员工结构（截至 2023 年 6 月 30 日）**



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

## 财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	925	1,372	1,625	2,322	3,133	4,164
销售成本	(488)	(752)	(1,125)	(1,612)	(2,163)	(2,854)
毛利润	437	620	500	710	970	1,310
运营费用	(646)	(1,111)	(284)	(376)	(518)	(690)
销售费用	(260)	(414)	(207)	(267)	(345)	(458)
行政费用	(70)	(248)	(100)	(150)	(197)	(262)
其他	(316)	(449)	24	41	24	30
运营利润	(208)	(491)	216	334	452	620
应占联营公司的(亏损)/溢利	0	1	1	0	0	0
净利息收入(支出)	(34)	(28)	(18)	(21)	(18)	(14)
税前利润	(242)	(518)	199	313	435	606
所得税	(14)	11	(15)	(40)	(57)	(82)
税后利润	(255)	(507)	184	272	378	524
净利润	(255)	(507)	184	272	378	524
调整后净利润	85	157	201	293	403	551
<b>资产负债表</b>						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	611	1,297	1,360	2,034	2,354	2,841
现金与现金等价物	250	1,031	994	1,603	1,834	2,207
应收账款	57	73	89	127	172	228
存货	58	77	105	132	178	235
预付款项	132	109	136	136	136	136
其他流动资产	114	7	35	35	35	35
非流动资产	835	1,095	1,254	1,409	1,567	1,727
物业及厂房及设备(净额)	41	65	71	74	76	77
Right-of-use assets	184	248	268	225	186	150
商誉	545	689	817	1,017	1,217	1,417
其他非流动资产	64	93	98	93	88	83
总资产	1,445	2,392	2,614	3,443	3,921	4,567
流动负债	2,038	521	554	611	686	781
短期债务	84	17	18	18	18	18
应付账款	113	161	164	221	296	391
其他流动负债	1,801	285	314	314	314	314
Lease liabilities	40	57	57	57	57	57
非流动负债	541	321	337	337	337	337
长期债务	61	67	53	53	53	53
融资租赁承担	158	204	223	223	223	223
其他非流动负债	321	51	62	62	62	62
总负债	2,579	842	891	948	1,023	1,118
留存收益	(1,134)	1,549	1,721	2,493	2,896	3,446
股东权益总额	(1,134)	1,549	1,721	2,493	2,896	3,446
少数股东权益	0	1	1	1	2	3
总负债和股东权益	1,445	2,392	2,613	3,443	3,921	4,567

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12月31日 (百万人民币)</b>						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	(242)	(518)	199	313	435	606
折旧摊销	66	94	108	100	97	95
税款	(2)	(5)	(5)	(40)	(57)	(82)
营运资金变化	(27)	(6)	(50)	(9)	(14)	(19)
其他	361	623	30	42	42	41
<b>净经营现金流</b>	<b>155</b>	<b>188</b>	<b>281</b>	<b>405</b>	<b>504</b>	<b>642</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(19)	(50)	(37)	(50)	(50)	(50)
收购与投资	(39)	(133)	(109)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	(53)	108	(29)	0	0	0
其他	(7)	26	(3)	(5)	(5)	(5)
<b>净投资现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>(49)</b>	<b>(178)</b>	<b>(255)</b>	<b>(255)</b>	<b>(255)</b>
<b>融资现金流</b>						
净借贷	127	(61)	(18)	0	0	0
发行股票所得现金	0	1,155	0	480	0	0
其他	(51)	(455)	(120)	(21)	(18)	(14)
<b>净融资现金流</b>	<b>76</b>	<b>639</b>	<b>(138)</b>	<b>458</b>	<b>(18)</b>	<b>(14)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	138	250	1,031	994	1,603	1,834
汇率变动	(2)	3	(1)	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>250</b>	<b>1,031</b>	<b>994</b>	<b>1,603</b>	<b>1,834</b>	<b>2,207</b>
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12月31日</b>						
销售收入	3.3%	48.3%	18.4%	42.9%	34.9%	32.9%
毛利润	11.8%	41.8%	(19.5%)	42.1%	36.6%	35.1%
经营利润	na	na	na	54.7%	35.5%	37.1%
净利润	na	na	na	48.4%	38.8%	38.6%
调整后净利润	10.7%	85.0%	28.1%	46.0%	37.5%	36.8%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12月31日</b>						
毛利率	47.3%	45.2%	30.7%	30.6%	31.0%	31.5%
营业利润率	(22.5%)	(35.8%)	13.3%	14.4%	14.4%	14.9%
调整后净利润率	9.2%	11.4%	12.4%	12.6%	12.9%	13.2%
股本回报率	na	(244.2%)	11.2%	12.9%	14.0%	16.5%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12月31日</b>						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	0.3	2.5	2.5	3.3	3.4	3.6
应收账款周转天数	17.2	18.2	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	32.8	29.6	30.0	30.0	30.0	30.0
应付帐款周转天数	87.6	66.6	52.8	50.0	50.0	50.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12月31日</b>						
市盈率 (调整后)	na	na	48.4	34.5	25.1	18.4
市帐率	na	1.8	4.1	4.2	3.6	3.0
市现率	na	14.9	25.1	25.9	20.8	16.3
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。