

固生堂(2273.HK)

公司稳步扩张，患者数量快速增长带来业绩高增速

强烈推荐（维持）

股价：46.2 港元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.gstzy.cn
大股东/持股	11.14%
实际控制人	涂志亮
总股本(百万股)	246.59
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	246.59
总市值(亿元)	103.33
流通 A 股市值(亿港元)	0
每股净资产(元)	9.35
资产负债率(%)	31.76

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
李颖睿	投资咨询资格编号 S1060520090002 LIYINGRUI328@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2023 年年报，2023 年实现收入 23.23 亿元（+43.0%，2022 年收入经过追述调整为 16.25 亿元）；扣非净利润 2.53 亿元（+39.6%，2022 年利润经过追述调整为 1.81 亿元）；经调整净利润 3.05 亿元（+53.6%）。公司业绩略超预期。

董事会已决议不派发截至 2023 年 12 月 31 日止财政年度的末期股息。

平安观点：

- **患者数量快速增长推动公司业绩增长：**2023 年，公司就诊人次达到 430 万（+46%），新客户达 80 万（+45%），均实现稳定增长。公司就诊人次数的提升，除现有门店的增长外，新门店亦起到重要作用。公司患者体验良好，回头率稳定提升至 65.2%，同比增长 1.22 个百分点。公司客单价小幅下滑，从去年同期的 552 元下降至 541 元。随着后续公司精制饮片销售的增长，客单价有望小幅增长。公司线上线下业务均实现增长，其中线下收入为 20.37 亿元（+49.2%），线上收入为 2.86 亿元（+10.2%）。
- **公司稳步扩张，为长期成长奠定基础：**截至 2023 年 12 月 31 日，公司在北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波、无锡、杭州、郑州、温州、昆山及武汉拥有及经营 56 家医疗机构。固生堂 2023 年相继收购昆山明泰、无锡李同丰医院、武汉颐德、宝中堂崂山、宝中堂峨山、上海巨行和爱民诊所。同时，公司积极拓展老店的收入上限，对老店进行扩张。公司医联体工作持续推进，上半年与湖北中医药大学签订合作协议，公司共签订医疗体超过 10 家，为后续的扩张做铺垫。
- **整体经营较好，经营数据基本维持稳定：**公司毛利率为 30.13%，与去年同期的 30.75% 相比略有下滑，原因或为客单价下滑叠加上游中药材涨价。公司获客效率提升，销售费用率从去年同期的 12.75% 下降至 12.09%。管理费用率略有上升，从去年同期的 6.16% 上升至 6.65%。23 年和 22 年剔除股息权影响，经调整净利润率分别为 13.1% 和 12.2%，23 年公司盈利能力提升。
- **盈利预测与评级：**固生堂为我国中医连锁的头部品牌，公司线下诊所通过

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,625	2,323	3,095	4,028	5,195
YOY(%)	18.4	43.0	33.2	30.1	29.0
净利润(百万元)	184	253	358	482	642
YOY(%)	136.2	37.6	41.4	34.8	33.2
毛利率(%)	30.7	30.1	30.8	31.1	31.5
净利率(%)	11.3	10.9	11.6	12.0	12.4
ROE(%)	10.7	10.9	13.4	15.3	16.9
EPS(摊薄/元)	0.74	1.02	1.45	1.95	2.60
P/E(倍)	56.4	41.0	28.9	21.5	16.1
P/B(倍)	6.0	4.5	3.9	3.3	2.7

标准化管理带来高质量扩张，线上问诊与患者管理结合，提升患者服务体验，打破医生的地域限制。强大的获医能力与充足的医师资源构建公司的核心护城河，保障公司扩张并引流患者。考虑公司业绩快速增长，我们上调公司的盈利预测（原预测2024-2025年净利润为3.55亿元和4.72亿元），预计公司2024-2026年的净利润分别为3.58亿元、4.82亿元和6.42亿元。公司长期成长逻辑不变，我们维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**1) 扩张不达预期的风险：公司的成长与扩张进度密不可分，扩张具有一定不确定性，低于预期将影响公司业绩;2) 疫情反复风险：公司业务主要为医疗服务，疫情反复或带来就医不便，从而影响公司业务开展;3) 医患纠纷风险：公司业务主要为医疗服务，若出现医患纠纷，或对公司口碑带来短期影响从而影响公司业务。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,838	2,624	3,500	4,615
现金	1,314	1,953	2,639	3,516
应收票据及应收账款合	180	191	249	321
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	156	237	309	399
存货	153	207	269	345
其他流动资产	35	35	35	35
非流动资产	1,542	1,465	1,388	1,311
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	110	92	75	58
无形资产	359	299	239	179
其他非流动资产	1,043	1,043	1,043	1,043
资产总计	3,379	4,089	4,888	5,926
流动负债	708	1,060	1,377	1,772
短期借款	16	0	0	0
应付票据及应付账款	287	384	497	638
其他流动负债	405	677	880	1,135
非流动负债	365	365	365	365
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	365	365	365	365
负债合计	1,073	1,425	1,742	2,137
留存收益	0	357	839	1,481
归属于母公司股东权益	2,305	2,662	3,144	3,786
负债和股东权益	3,379	4,089	4,888	5,926

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	204	746	773	962
净利润	253	358	482	642
折旧摊销	0	77	77	77
财务费用	26	-5	-8	-11
其他经营现金流	-74	317	222	253
投资活动现金流	0	-96	-96	-96
资本支出	-81	0	0	0
其他投资现金流	81	-96	-96	-96
筹资活动现金流	-2	-11	8	11
短期借款	-2	-16	0	0
长期借款	-53	0	0	0
其他筹资现金流	53	5	8	11
现金净增加额	202	639	686	877

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	2,323	3,095	4,028	5,195
营业成本	1,623	2,143	2,775	3,561
营业税金及附加	9	50	36	47
销售费用	281	266	383	520
管理费用	155	155	222	286
研发费用	26	-5	-8	-11
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	229	487	621	793
其他非经营损益	55	-103	-103	-103
利润总额	284	384	518	690
所得税	31	27	36	48
净利润	253	358	482	642
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	253	358	482	642
EBITDA	310	456	587	756
EPS (元)	1.02	1.45	1.95	2.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	43.0	33.2	30.1	29.0
净利润(%)	37.6	41.4	34.8	33.2
获利能力				
毛利率(%)	30.1	30.8	31.1	31.5
净利率(%)	10.9	11.6	12.0	12.4
ROE(%)	10.9	13.4	15.3	16.9
ROIC(%)	24.5	37.8	58.6	84.0
偿债能力				
资产负债率(%)	31.8	34.9	35.6	36.1
净负债比率(%)	-56.3	-73.3	-83.9	-92.8
流动比率	2.6	2.5	2.5	2.6
速动比率	2.4	2.3	2.3	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	12.9	16.2	16.2	16.2
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.45	1.95	2.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	3.03	3.14	3.90
每股净资产(最新摊薄)	9.35	10.80	12.75	15.35
估值比率				
P/E	41.0	28.9	21.5	16.1
P/B	4.5	3.9	3.3	2.7

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层