

固生堂 (02273.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

行业需求高景气，门店扩张节奏加快

业绩简评

2024年8月20日，公司发布24年中期业绩公告。公司1H24实现收入13.65亿元（同比+38%），溢利净额1.07亿元（同比+15%），经调整溢利净额1.48亿元（同比+45%）。

经营分析

线下就诊人数高速增长，就诊次均消费保持稳定。收入按照业务拆分，1H24公司按照医疗健康解决方案业务实现收入13.44亿元（同比+39.3%）。收入高速增长主要系1）量：线下医疗机构客户就诊人次增加。1H24公司客户就诊次数为238.3万次（同比+32%）。；2）价：就诊次均消费保持稳定，1H24公司就诊次均消费573元（同比+5%）。1H24公司销售医疗健康产品收入2041万元（同比-2%），收入稍有下滑主要受销售的贵细药材和营养品的类型和数量影响，其单价可能存在较大差异，销售结构变化下整体收入稍有波动。

门店扩张节奏加快，业务网络进一步扩大。截至1H24，公司合计拥有及经营71家医疗机构（23年经营56家），覆盖了19个城市（23年覆盖16个）。在公司新增15家线下医疗机构中，收购11家，自建4家，随公司不断外延扩张，其医疗服务网络的地理覆盖范围及市场份额有望逐步提升。

毛利率稳中有升，费用控制良好。1H24公司毛利率为29.4%（同比+0.7pct）。拆解来看，提供医疗健康解决方案的毛利率为29.4%（同比+0.6pct），整体毛利率相对稳定；销售医疗健康产品的毛利率为27.8%（同比+2.6pct），主要是由于1H24毛利率相对较高的医疗健康产品的销售增加所致。费用方面，1H24公司销售及分销开支为1.6亿元，销售费用率为11.7%（同比-0.46pct），费用控制良好。

盈利预测、估值与评级

公司是中医医疗服务龙头，我们看好其规模效应逐步释放，盈利能力向好发展，长期发展前景可期。预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.43/4.60/6.03亿元，同比增长36%、34%、31%，EPS分别为1.35/1.80/2.28元，现价对应PE为26/19/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

并购整合不及预期；市场竞争加剧风险；医疗人才短缺风险；商誉减值风险。

医药组

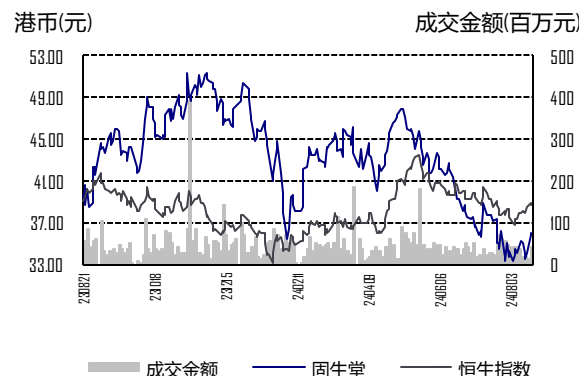
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（港币）：36.000元

相关报告：

- 《固生堂公司点评：线下收入高增，扩张有序进行》，2024.3.28
- 《固生堂公司点评：持续布局上海苏州，打造区域影响力》，2023.12.29
- 《固生堂公司点评：线下布局效果显现，品牌力逐渐打响》，2023.8.22



公司基本情况（人民币）

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,625	2,323	3,090	4,048	5,230
营业收入增长率	18.40%	43.01%	33.00%	31.00%	29.20%
归母净利润(百万元)	183	252	343	460	603
归母净利润增长率	136.15%	37.59%	36.01%	34.02%	31.06%
摊薄每股收益(元)	0.748	1.029	1.400	1.876	2.459
每股经营性现金流净额	1.15	1.67	1.35	1.80	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.65%	10.94%	12.97%	14.83%	16.27%
P/E	48.13	34.98	25.72	19.19	14.64
P/B	5.13	3.83	3.34	2.85	2.38

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,372	1,625	2,323	3,090	4,048	5,230
增长率	48.3%	18.4%	43.0%	33.0%	31.0%	29.2%
主营业务成本	752	1,125	1,623	2,155	2,819	3,635
%销售收入	54.8%	69.3%	69.9%	69.8%	69.6%	69.5%
毛利	620	500	700	935	1,229	1,595
%销售收入	45.2%	30.7%	30.1%	30.3%	30.4%	30.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	414	207	281	380	486	617
%销售收入	30.1%	12.8%	12.1%	12.3%	12.0%	11.8%
管理费用	248	100	155	204	259	324
%销售收入	18.1%	6.2%	6.7%	6.6%	6.4%	6.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-91	184	258	337	476	641
%销售收入	n.a	11.4%	11.1%	10.9%	11.8%	12.3%
财务费用	25	4	7	-27	5	-2
%销售收入	1.8%	0.2%	0.3%	-0.9%	0.1%	0.0%
-	0	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	2	2	2
%税前利润	-0.2%	0.3%	0.0%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	-91	184	258	337	476	641
营业利润率	n.a	11.4%	11.1%	10.9%	11.8%	12.3%
营业外收支	-403	17	33	20	45	35
税前利润	-518	199	284	386	518	681
利润率	n.a	12.2%	12.2%	12.5%	12.8%	13.0%
所得税	-11	15	31	42	58	78
所得税率	n.a	7.6%	11.0%	11.0%	11.2%	11.4%
净利润	-507	184	253	344	460	603
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	-507	183	252	343	460	603
净利率	n.a	11.3%	10.9%	11.1%	11.4%	11.5%

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-507	183	252	343	460	603
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
非现金支出	607	40	78	-5	3	13
非经营收益						
营运资金变动	-6	-50	-40	-11	-26	-61
经营活动现金净流	188	281	410	331	441	559
资本开支	-52	-38	-78	-60	-48	-31
投资	102	-31	-14	0	0	0
其他	-98	-109	-172	-33	47	37
投资活动现金净流	-49	-178	-264	-93	0	7
股权募资	1,122	-20	405	0	0	0
债权募资	-455	-87	-131	0	0	0
其他	-28	-31	-116	-13	-50	-50
筹资活动现金净流	639	-138	158	-13	-50	-50
现金净流量	781	-36	307	221	387	515

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,031	994	1,301	1,523	1,910	2,425
应收款项	182	225	336	391	514	666
存货	77	105	153	205	271	353
其他流动资产	7	35	48	41	43	45
流动资产	1,297	1,360	1,838	2,161	2,738	3,490
%总资产	54.2%	52.0%	54.4%	57.5%	62.5%	67.7%
长期投资	11	6	31	31	31	31
固定资产	65	71	110	116	124	130
%总资产	2.7%	2.7%	3.2%	3.1%	2.8%	2.5%
无形资产	968	1,113	1,343	1,393	1,429	1,449
非流动资产	1,095	1,254	1,542	1,598	1,641	1,668
%总资产	45.8%	48.0%	45.6%	42.5%	37.5%	32.3%
资产总计	2,392	2,614	3,379	3,758	4,379	5,158
短期借款	17	18	16	0	0	0
应付款项	161	164	287	332	437	568
其他流动负债	342	372	405	451	510	554
流动负债	521	554	708	783	947	1,122
长期贷款	67	53	0	0	0	0
其他长期负债	254	284	365	330	330	330
负债	842	891	1,073	1,113	1,277	1,452
普通股股东权益	1,549	1,721	2,305	2,644	3,100	3,702
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	1,487	1,667	2,258	2,597	3,053	3,655
少数股东权益	1	1	1	2	2	3
负债股东权益合计	2,392	2,614	3,379	3,758	4,379	5,158

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-2.069	0.748	1.029	1.400	1.876	2.459
每股净资产	6.321	7.023	9.406	10.790	12.650	15.109
每股经营现金净流	0.766	1.147	1.674	1.353	1.800	2.279
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-32.74%	10.65%	10.94%	12.97%	14.83%	16.27%
总资产收益率	-21.20%	7.01%	7.46%	9.13%	10.50%	11.68%
投入资本收益率	-4.71%	8.20%	8.56%	10.07%	12.32%	14.08%
增长率						
主营业务收入增长率	48.28%	18.40%	43.01%	33.00%	31.00%	29.20%
EBIT 增长率	-196.07%	-303.07%	40.11%	30.29%	41.40%	34.68%
净利润增长率	-98.27%	136.15%	37.59%	36.01%	34.02%	31.06%
总资产增长率	65.47%	9.27%	29.30%	11.22%	16.52%	17.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.3	20.1	28.3	24.3	25.2	26.1
存货周转天数	37.6	34.0	34.4	34.8	35.1	35.4
应付账款周转天数	78.3	53.3	64.4	56.2	56.6	57.0
固定资产周转天数	17.2	15.9	17.2	13.7	11.1	9.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.87%	-39.16%	-41.41%	-46.41%	-52.06%	-57.49%
EBIT 利息保障倍数	-3.7	51.8	36.4	-12.5	93.3	-270.1
资产负债率	35.22%	34.11%	31.76%	29.61%	29.16%	28.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	24
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-24	买入		N/A
2	2023-07-20	买入		N/A
3	2023-08-22	买入		N/A
4	2023-12-29	买入		N/A
5	2024-03-28	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐与股价
人民币(元)

 36
33
30
27
24
21
18
15
12
9
6
3
0

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806