

业绩持续高增，外延扩张及医生储备保障后续增长

2024 年 08 月 23 日

8 月 20 日，公司发布公告：截至 2024 年上半年，公司营业收入收入达到 13.65 亿元 (yoy+38.4%)，毛利润 4.01 亿元 (yoy+41.8%)，净利润 1.07 亿元 (yoy+15.1%)，经调整净利润 1.48 亿元 (yoy+45.3%)。

业绩点评：

- 客户就诊量提升带来线下收入端快速增长。**公司营业收入提升主要系客户就诊提升 31.95% (238.3 万人次)，次均就诊费用提升 4.95% (次均费用 573 元)。线下业务收入 12.31 亿元 (yoy+43.7%)，线上业务 1.34 亿元 (yoy+3.6%)。毛利率由 28.7%提升至 29.4%。
 - 销售费用率以及财务费用率在规模效应下显著下降，管理费用率受股权激励费用影响有所提升。**销售费用率 11.73% (同期减少 0.46%)，管理费用 8.09% (同期增加 1.01%，主要系股权激励费用的影响)，财务费用 0.63% (同期减少 0.99%)，净利润与经调整净利润差额主要为股权激励费用 4061.3 万元 (前期 855.7 万元)。
 - 公司经营高质量发展，客户回头率持续提升。**截至 24H1，新增客户 42 万人 (yoy+21.14%)，客户回头率由 23H1 的 67.3%提升至今年的 69.5%，客户回头率进一步提升体现公司旗下医疗机构的用户认可度的进一步提升，公司业务呈现高质量发展。
 - 外延扩张高速发展，业务拓展至海外。**截至 24H1，公司经营 71 家医疗机构，新进入常熟、徐州及长沙等城市，并将业务拓展至海外。上半年新增 16 家门店，其中收购：昆山、上海宝中堂、北京亚运村、宁波固元堂 (3 家)、常熟南山堂、湖南名源堂 (2 家)、徐州百泰等；并新设立 4 家机构：上海长枫、苏州吴江、温州鹿城以及无锡上马墩中医院。
- 投资建议：
- 公司是连锁中医馆龙头，处于政策支持、空间广阔的基层中医医疗服务赛道，公司与多家知名三甲医院和高校密切合作，掌握核心名老中医资源，未来“自建+并购”模式布局驱动业绩高速增长。**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 30.20 亿元、39.11 亿元以及 50.46 亿元，同比增长 30.00%、29.50%、29.00%；同期净利润为 3.45 亿元、4.73 亿元以及 6.35 亿元，同比增长 36.7%、37.2%以及 34.2%；经调整净利润分别为 4.12 亿元、5.51 亿元以及 7.17 亿元，同比增长 35.08%、33.79%以及 30.00%，对应 PE 为 21/16/12 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：1) 行业竞争加剧风险；2) 营销模式无法顺应市场变化风险；3) 市场规模低于预期风险；4) 医患纠纷风险；5) 门店扩建不及预期风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,323	3,020	3,911	5,046
增长率(%)	43.0	30.0	29.5	29.0
经调整净利润	305	412	551	717
增长率(%)	0	35	34	30
EPS(基于经调整净利润)	1.24	1.68	2.25	2.92
P/E(基于经调整净利润)	29	21	16	12
P/B	3.8	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

39.15 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 乐妍希

执业证书：S0100523060003

邮箱：yueyanxi@mszq.com

相关研究

- 固生堂 (2273.HK) 2023 年年报业绩点评：年度业绩贴前期预告上限，需求旺盛持续高速增长-2024/03/29
- 固生堂 (2273.HK) 2023 年中报点评：品牌力逐步提升，上半年业绩高速增长-2023/08/27
- 固生堂 (2273.HK) 事件点评：中医数智化发展，公司加深战略合作-2023/07/24

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,838	2,466	3,157	3,980
现金及现金等价物	1,301	1,782	2,274	2,844
应收账款及票据	180	200	259	334
存货	153	197	253	326
其他	203	286	372	476
非流动资产合计	1,542	1,568	1,597	1,623
固定资产	110	113	116	119
商誉及无形资产	1,343	1,361	1,377	1,391
其他	89	94	104	114
资产合计	3,379	4,034	4,754	5,604
流动负债合计	708	963	1,239	1,594
短期借贷	16	16	15	15
应付账款及票据	287	339	435	562
其他	405	609	789	1,017
非流动负债合计	365	419	419	419
长期借贷	0	0	0	0
其他	365	419	419	419
负债合计	1,073	1,383	1,659	2,013
普通股股本	0	0	0	0
储备	2,305	2,650	3,094	3,589
归属母公司股东权益	2,305	2,650	3,094	3,589
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	2,306	2,651	3,095	3,591
负债和股东权益合计	3,379	4,034	4,754	5,604

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	410	668	776	978
净利润	252	345	474	637
少数股东权益	1	0	0	0
折旧摊销	120	154	156	158
营运资金变动及其他	37	170	146	183
投资活动现金流	-264	-136	-195	-195
资本支出	-78	-175	-175	-175
其他投资	-186	39	-20	-20
筹资活动现金流	158	-51	-90	-213
借款增加	-131	-1	-1	-1
普通股增加	405	0	0	0
已付股利	-90	0	-29	-142
其他	-26	-51	-61	-71
现金净增加额	307	481	491	570

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,323	3,020	3,911	5,046
其他收入	3	0	0	0
营业成本	1,623	2,099	2,699	3,482
销售费用	281	344	439	545
管理费用	155	196	252	325
研发费用	0	0	0	0
财务费用	7	32	35	38
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	24	2	1	0
除税前利润	284	351	487	656
所得税	31	51	71	95
净利润	253	300	417	561
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	252	345	474	637
EBIT	291	383	522	694
EBITDA	411	537	678	852
EPS (元)	1.03	1.41	1.93	2.60

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	43.01	30.00	29.50	29.00
归属母公司净利润	37.59	36.72	37.38	34.53
盈利能力(%)				
毛利率	30.13	30.50	31.00	31.00
净利率	10.86	11.42	12.11	12.63
ROE	10.94	13.01	15.31	17.75
ROIC	11.16	12.27	14.35	16.46
偿债能力				
资产负债率(%)	31.76	34.28	34.89	35.92
净负债比率(%)	-55.72	-66.64	-72.95	-78.78
流动比率	2.59	2.56	2.55	2.50
速动比率	2.36	2.35	2.33	2.28
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.81	0.89	0.97
应收账款周转率	17.25	15.90	17.04	17.01
应付账款周转率	7.20	6.71	6.97	6.98
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.41	1.93	2.60
每股经营现金流	1.67	2.73	3.17	3.99
每股净资产	9.41	10.81	12.63	14.65
估值比率				
P/E	35	26	19	14
P/B	3.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	18.63	14.28	11.30	8.99

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026