

## 买入

2024 年 9 月 6 日

### 中医连锁龙头，商业模式和行业空间支持其持续增长

- **全国性中医连锁诊所：**固生堂是一家中医医疗健康服务提供商，致力于传统中医诊疗、中西医结合诊疗及中医药健康产品销售等。自 2010 年在广州成立以来。持续深耕中医领域，并通过外延扩张持续将业务扩展到全国。截止 24 年 7 月，公司已在 15 个国内城市和新加坡拥有 74 家诊所。
- **24 年上半年公司经调整利润+45%：**24 年 H1 公司收入同比增长 38.4%至 13.6 亿元，毛利率同比上升 0.7 个百分点至 29.4%，销售和管理费率同比下降 0.5 和增长 1 个百分点至 11.7%和 8.1%，有效税率同比增长 1.3 个百分点至 14.2%。综上所述，公司归母净利润同比增长 15.2%至 1.1 亿元，如果除去股份支付影响，公司经调整利润同比增长 45.3%至 1.5 亿元。
- **中医医疗服务行业快速发展：**中医行业在人口老龄化、居民健康意识增强、政府政策大力支持的背景下，迎来蓬勃且快速的发展。23 年全国中医类医疗卫生机构总数 92531 个，同比增加 13.2%。其中中医类门诊部诊所 86317 个，同比增长 13.8%。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%。诊疗人次最多的省份为广东、浙江、四川、江苏和山东，5 大省份合计占中医总诊疗人次的 40%，前十大省及直辖市合计占总诊疗人次的 62%。预计民营中医医疗服务 2030 年行业规模达 2400-3200 亿元，年复合增长率达 15%。
- **独特的商业模式，打造中医服务第一品牌：**固生堂连锁中医门诊的扩张借助于持续地获取核心医师资源，并做好中药材药剂的供应链管理。公司通过品牌建设、设立名医工作室、医生入股门店、健全管理系统等方式吸引优质名医加盟，并通过完善供应链等措施控制成本以获取合理利润。
- **目标价 55.6 港元，买入评级：**固生堂在民营中医门诊量的市占率 1.9%，预计门店数量+单位坪效仍可持续提升。线下医生数量 5425 人，医生渗透率不足 1%，医生人数+人均贡献仍可持续提升，这将为公司带来持续增长空间。我们以 12%的折现率和 1%的永续增长率为公司估值，得出公司的合理价值为 136.1 亿港币，目标价为 55.6 港元，较昨日收市价有 53.9%的上升空间，对应公司 24 和 25 年 PE 分别为 37.9 和 25.3 倍 PE，首次给予买入评级。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

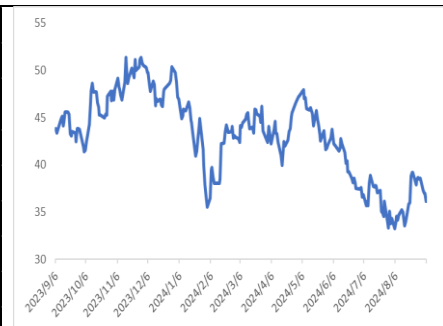
|         |                     |
|---------|---------------------|
| 行业      | 医疗服务                |
| 股价      | 36.1 港元             |
| 目标价     | 55.6 港元<br>(+53.9%) |
| 股票代码    | 2273                |
| 已发行股本   | 2.43 亿股             |
| 总市值     | 87.56 亿港元           |
| 52 周高/低 | 52.27 港元/32.57 港元   |
| 每股净资产   | 10.5 港元             |
| 主要股东    | 涂志亮 34.69%          |

表：盈利摘要

| 截止12月31日      | 2022实际  | 2023实际 | 2024预测 | 2025预测 | 2026预测 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额（百万）       | 1,625   | 2,323  | 3,038  | 3,916  | 4,937  |
| 变动（%）         | 18.4    | 43.0   | 30.8   | 28.9   | 26.1   |
| 净利润（百万）       | 181     | 253    | 330    | 493    | 681    |
| EPS（元）        | 0.79    | 1.06   | 1.34   | 2.01   | 2.77   |
| 变动（%）         | (118.0) | 34.2   | 26.8   | 49.5   | 38.0   |
| 市盈率@36.1港元（倍） | 45.7    | 34.1   | 26.9   | 18.0   | 13.0   |
| 每股股息（港元）      | 0.00    | 0.41   | 0.44   | 0.66   | 0.91   |
| 股息现价比率（%）     | 0.0     | 1.1    | 1.2    | 1.8    | 2.5    |

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

# 全国中医连锁诊所龙头

## 公司简介

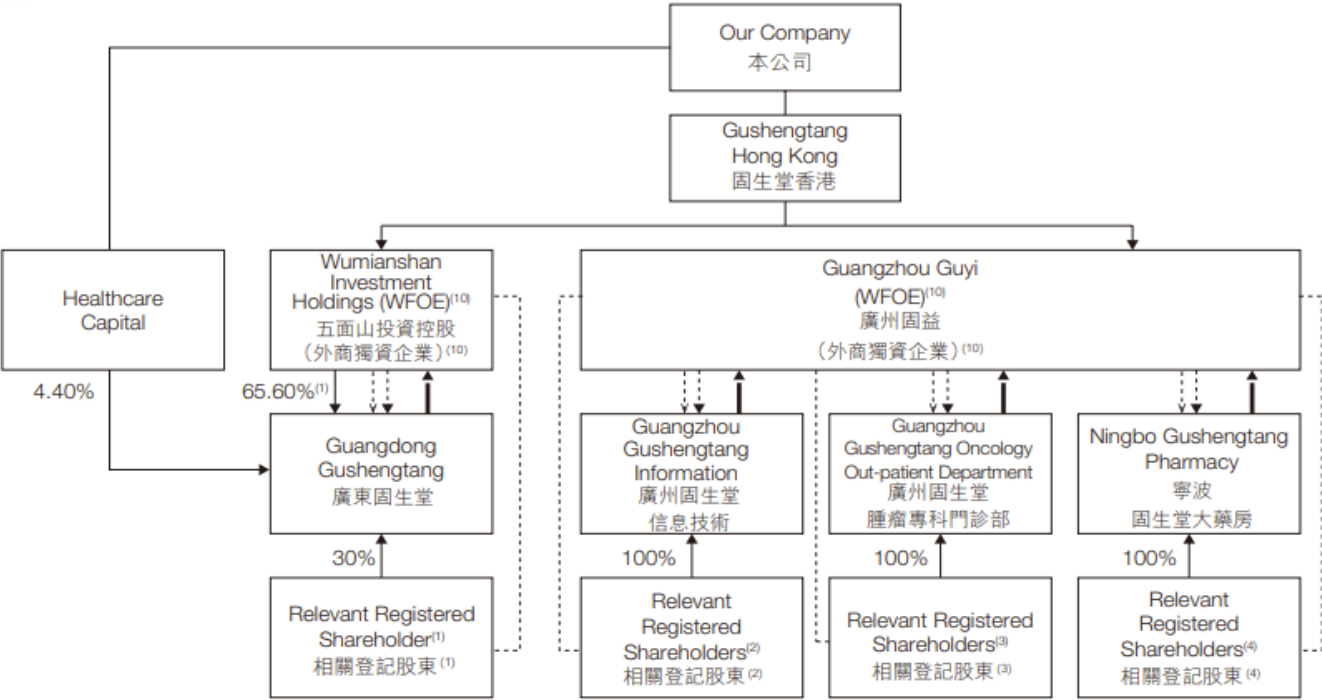
固生堂为中医医疗健康服务龙头。

固生堂是一家中医医疗健康服务提供商，致力于传统中医诊疗、中西医结合诊疗及中医药健康产品销售等。通过线下医疗机构及线上医疗健康平台，为客户提供贯穿疾病诊疗和医疗健康管理全过程的全面中医医疗健康解决方案及产品。

自 2010 年在广东广州成立以来，公司专注于基础医疗，深耕中医医疗服务行业已有十余年。经过多年的发展与积淀，固生堂已成长为国内民营中医服务龙头企业，业务区域覆盖广泛。截至 2024 年 7 月，固生堂在全国 19 个城市及新加坡拥有及经营 74 家医疗机构，已建立了覆盖全国 300 多个城市的线上线下基层医疗服务网络。

截至 2024 年 6 月，公司线上线下执业中医师达 3.9 万名，线下医生 5425 名，目前已经和 10 位国医大师合作，省级学会主委 50 多名。其中，国医大师 10 位，副高级职称以上中医师占比近 40%，公司自有医生 604 名。

图表 1: 固生堂的股权结构



附註：

(1) 廣東固生堂由五面山投資控股、Healthcare Capital 及涂先生分別擁有 65.60%、4.40% 及 30%。Healthcare Capital 由本公司全資擁有。

(2) 廣州固生堂信息技術由嚴峻及鄭項分別擁有 99% 及 1%。

(3) 廣州固生堂腫瘤專科門診部由嚴峻及鄭項分別擁有 99% 及 1%。

(4) 寧波固生堂大藥房由嚴峻及鄭項分別擁有 99% 及 1%。

(5) 「——>」指股權的直接法定所有權

(6) 「- - ->」指合約關係

(7) 「- - ->」指提供技術及諮詢服務

(8) 「- - ->」指支付服務費

(9) 「- - ->」指外商獨資企業通過 (i) 行使境內控股公司所有股東權利的授權書；(ii) 收購境內控股公司全部或部分股權的獨家購買權；及 (iii) 境內控股公司股份質押來控制登記股東及境內控股公司。

(10) 五面山投資控股及廣州固益均主要從事投資管理。

资料来源：公司资料，第一上海

管理层介绍和公司发展  
历程。

公司创始人涂志亮先生为公司实控人，涂先生实际控制公司 34.69%股权。公司核心管理团队年轻，有着丰富的管理经验与医疗行业从业经验。创办固生堂之前，涂志亮在 2004 年至 2009 年在爱康健康任职，曾担任销售总监、深圳的执行副总经理等多个职位。2010 年从爱康国宾离职后，涂志亮凝练出“国人国养”、“辨证论治”的中医健康管理理念。继而将“上工治未病”这一中国传统医学的理念与西方的健康管理融合一致，以“向上、向善”的企业理念创办固生堂中医连锁服务机构。

图表 2: 固生堂核心管理层成员

| 姓名  | 年龄 | 职位             | 工作经历                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----|----|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 涂志亮 | 47 | 首席执行官、执行董事（主席） | 于 2010 年 9 月创办本集团，2014 年 5 月 8 日获委任为董事、于 2014 年 8 月 21 日获委任为本公司董事会主席兼行政总裁。涂先生在医疗行业拥有逾 18 年经验，自 2004 年 12 月至 2009 年 11 月在爱康健康科技集团有限公司任职广东分公司的销售总监、华南副总经理、销售总监、华北高级总监及副总经理、华东主席助理及副总经理以及深圳的执行副总经理。涂先生为第十三届中国人民政治协商会议广东省委员会委员及第十二届中国人民政治协商会议广东省委员会委员。于 2018 年 1 月获长江商学院录取进修高级工商管理硕士课程。<br>于 2014 年 8 月 21 日获委任为董事，并于 2021 年 5 月 25 日调任非执行董事，负责提供战略意见以及就财务管理及业务发展向董事会提出推荐建议。蒋先生有 17 年行业经验，与 2005 年担任美国全球风险投资公司 New Enterprise Associates, Inc. 开始投资生涯。2006 年，担任恩颐投资咨询（北京）有限公司中国分公司的董事总经理，负责中国投资工作长达 11 年。于 2016 年 8 月，蒋先生创办 Long Hill Capital Venture Partners 1, L.P. 并一直负责基金的投融资及管理工作。于 2001 年 5 月获美国伊利诺伊大学厄巴纳 — 香槟分校颁授计算机科学与技术硕士学位。 |
| 蒋晓冬 | 49 | 非执行董事          | 于 2019 年 8 月 5 日获委任为本集团首席财务官，主要负责监督并购及融资及主管本集团的财务管理及资本运作系统。邓先生于财务及会计方面拥有逾 20 年经验。邓先生分别于 1995 年 6 月及 2001 年 6 月自广东省广州市中山大学取得经济学学士学位（主修会计及审计）及工商管理硕士学位，于 2001 年 1 月成为中国注册会计师协会合格会员。<br>于 2019 年 10 月 16 日获委任为本集团副总裁，主要负责监督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。在医疗健康行业的营销及企业管理方面拥有逾 18 年经验。于 2012 年 6 月，李女士加入本集团，担任深圳地区总经理，并先后担任营销中心总经理、医务部总经理及本集团合伙人等职务。曾担任海王生物子公司深圳海王眼之宝的销售主管，赛诺菲（北京）的医院销售代表和产品专员。李女士于 2002 年 6 月获授武汉科技大学的学士学位，主修临床医学。彼还于 2019 年 4 月获厦门大学录取，学习工商管理，目前正攻读高级管理人员工商管理硕士学位。                                                                                                                                                 |
| 邓仕刚 | 51 | 首席财务官          | 于 2020 年 9 月 9 日获委任为本集团副总裁，主要负责主管技术系统的构建及开发，领导推广及扩张提供中医医疗健康服务的线上医院，以及监督本集团南京地区的整体业务营运。郑先生于互联网及医药行业拥有近 16 年经验。曾任职于 NR Electric Co., Ltd, 在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。后又任职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。郑先生于 2007 年 9 月取得南京理工大学信息与计算科学专业学士学位。彼于 2021 年 1 月获中欧国际工商管理学院录取，学习工商管理，目前正攻读高级管理人员工商管理硕士学位。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 李洁  | 45 | 副总裁            | 于 2018 年 1 月 1 日获委任为本集团区域总经理，主要负责监督本集团于上海及北京业务区域的整体业务营运。张女士于医疗健康行业约有 15 年经验。曾任深圳爱康卓悦快验保险门诊院长助理，后加入固生堂任北京、广州门店经理，后升至业务区副总经理，业务区总经理。张女士于 2013 年 1 月毕业于广东医科大学（前称广东医学院）的护理专业。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 郑项  | 40 | 副总裁            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 张秋敏 | 42 | 区域总经理          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

资料来源：公司资料，第一上海

自固生堂成立以来，公司的发展历程可以分为四个阶段：

发展初期（2009-2014 年）：2009 年固生堂在广州成立，开始了其中医药服务的初步探索。这一阶段固生堂主要集中在广州地区开设中医门诊，并逐步积累经验和声誉。

增长阶段（2015-2017 年）：固生堂加快了全国扩展的步伐，并在资本市场上获得了一定的融资支持。这一阶段，固生堂的门诊数量迅速增加，业务范围进一步扩大，包括中药饮片、健康管理等。公司开始注重品牌建设和服务标准化，逐步建立起较为完善的中医药服务体系。

优化阶段（2018 年至今）：面对市场竞争和外部环境的变化，固生堂开始注重内部管理优化和服务质量提升。公司加大了对信息化和智能化的投入，推出了线上咨询、预约挂号等服务，提升了患者的就医体验。同时，固生堂也在积极探索与医疗机构、科研机构的合作，推动中医药的创新和发展。

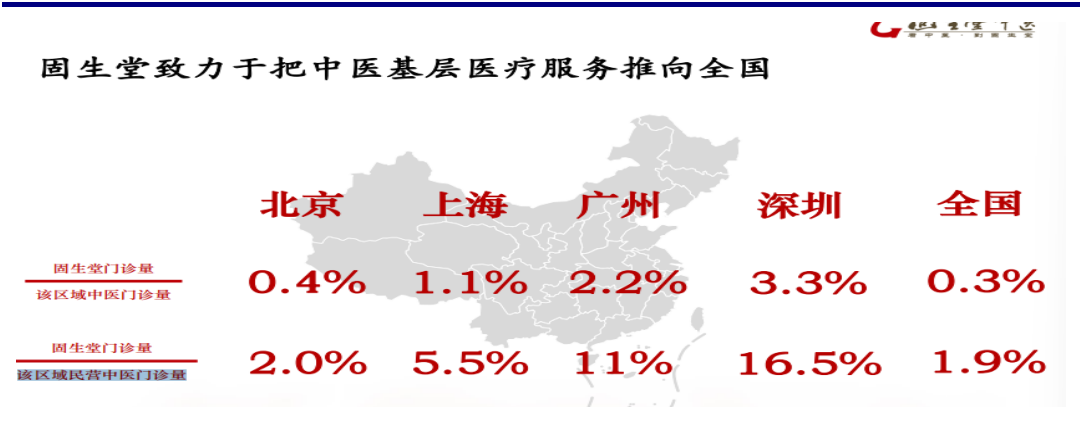
固生堂从北上广深一线城市出发，以“良心医、放心药”的策略，集结优质医生资源高举高打，2年多即在上海做到民营中医诊所第一，3年多做到广州第一，深圳公司有6家门店，并拥有3张名中医诊疗中心牌照（深圳市一共只有7张名中医诊疗中心牌照），未来预计2-3年北京也有望成为第一。一线城市成功后快速扩展至下线城市，并在各城市同业中快速脱颖而出。

图表 3: 固生堂业务发展历程



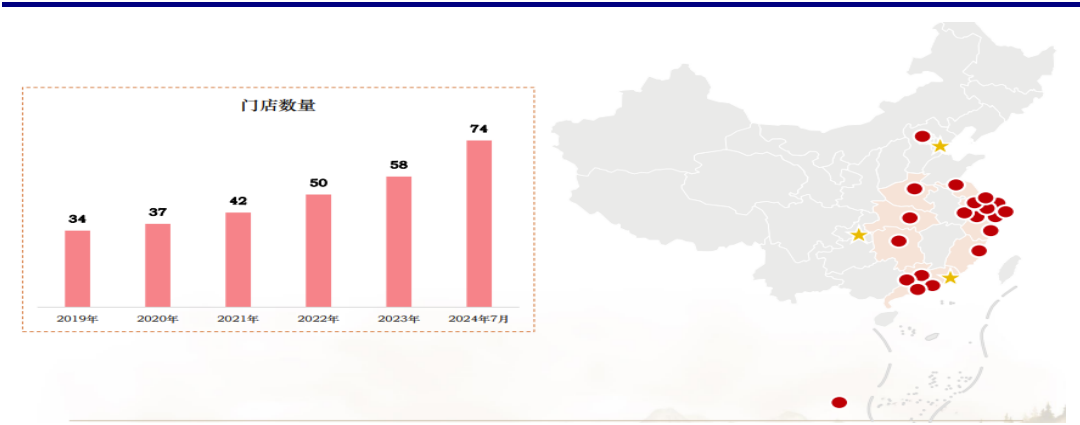
资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 固生堂市场份额



资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: 固生堂门店数量与分布



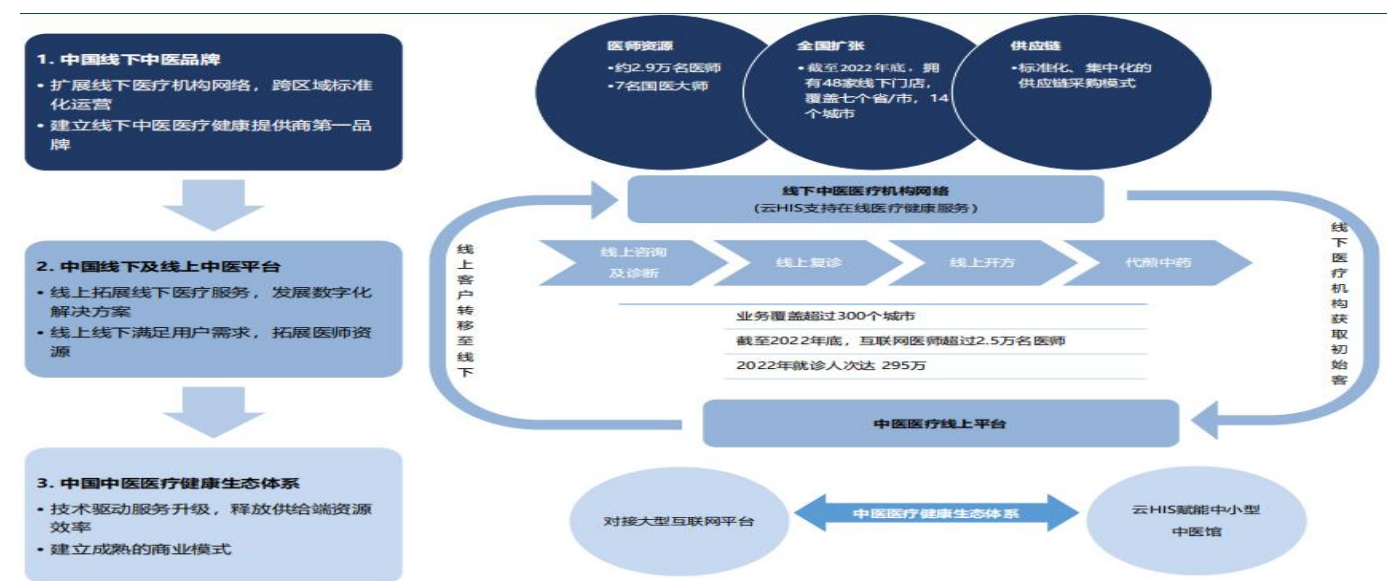
资料来源：公司资料，第一上海

公司业务分析

医疗健康解决方案

公司的医疗健康解决方案包括公司线上和线下平台，为客户提供全面的中医医疗服务，包括诊前准备、优质的问诊或诊断、理疗、中医处方及煎药服务，以及医疗健康产品。固生堂通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，成功构建了 online-merge-offline（OMO）服务模式。OMO 模式不仅扩大了公司运营的触及范围，积累了大数据帮助诊疗及运营分析，并能够有效地提升公司的服务能力。

图表 6: 固生堂医疗健康解决方案图示



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 固生堂用户与病种结构



资料来源: 公司资料, 第一上海

线下已有 74 家医疗机构。线下门诊业务是固生堂发展的根基，固生堂致力于扩展其线下中医医疗机构网络，并通过增加新的医疗机构，提升服务覆盖范围。截至 2024 年 7 月，公司已在北

京、上海、广州、深圳等 19 个城市及新加坡拥有及经营 74 家医疗机构，服务覆盖范围广泛。线下网络推行跨区域标准化运营，确保服务质量和流程的一致性，这包括医疗服务标准、运营管理模式、患者服务流程等方面的标准化，确保不同区域的客户都能享受到一致的高质量医疗服务。24 年 H1 公司线下收入同比增长 42.7%至 12.3 亿元，占收入比 90.2%，线下门诊人次+40.4%。

#### OMO 模式贯通线上线下，提升客户覆盖面。

随着互联网的发展、新冠疫情期间去医院有诸多不便，以及客户对线上消费的接受度提高，公司于 20 年推出线上业务。线上业务推出至今，公司致力于线上线下相融合，online-merge-offline (OMO) 已成为医疗行业发展的一大推手。固生堂通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，成功构建了“线上+线下”OMO 服务模式。公司的医疗方案服务步骤包括：客户触达及获取、诊前准备、咨询和诊断、理疗和药物治疗、跟进服务、回馈及推荐、复诊等。线上线下融合的模式解决了中医诊疗的诸多痛点，如线上的高获客成本、医师资源分配不均衡、后续复诊流程复杂、慢性病和客户健康管理的不便利性等。OMO 模式不仅扩大了公司运营的触及范围，积累了大数据帮助诊疗及运营分析，并能够有效地提升公司的服务能力。

在线上服务方面，咨询和诊断是该公司 OMO 模式的关键部分，主要通过电话和线上（网站、公司应用程序、微信小程序等）咨询进行。目标患者支付 80-200 元不等的咨询费，通过上传补充文本和图片，并进行至多 48 小时的持续对话完成咨询，这是吸引线上用户线下就医是一项重要举措。在初次咨询后，患者可能会前往线下医疗机构与医生面对面进行最终诊断，接受中医医疗服务（如针灸、按摩）和服用中药饮片等。顺应中国政府对「互联网+」中医药服务的政策鼓励，集团计划推出智能硬件设备（例如四诊仪）提升远程中医医疗健康服务中辅助诊疗能力，提供远程中医诊疗服务。24 年上半年公司线上收入同比增长 3.6%至 1.3 亿元，占收入比重 9.8%。

#### 固生堂开展标准化和数字化，赋能供应链与运营。

固生堂开发了多个数字化解决方案，以提高标准化和运营效率。2017 年开始，固生堂开发并使用基于云的中医诊所系统（HIS），一个将医疗机构日常运营的几乎所有方面精简于一身而达到管理效益的 SaaS 平台。HIS 帮助固生堂扩大业务规模和维持质量控制能力的同时，实现从上游采购到下游配送的全供应链管理，在上游，固生堂制定严格的常用药材挑选标准，与领先的中医制药公司合作，并建立外部顾问监督和协助盲检；在下游，固生堂在集团层面进行产品管理和配送，优化运营效率。此外，HIS 能够将客户的电子病历保存于云端，建立全面的客户画像，以便为客户提供后续服务及长期医疗健康管理。

固生堂在 2023 年专门增设了内控部门，以高于外部监管的标准，强化内部监察，通过组织风险管理和内部控制，确保门店运营及各项医疗服务的合规性和有效性。同时，公司已于 2023 年正式发布了中医行业首个智能处方监控管理平台，建立了涵盖事前、事中、事后全环节处方监控，并连通了 HIS 收费系统和医生工作站，为公司合规经营提供系统化、智能化、数字化保障。

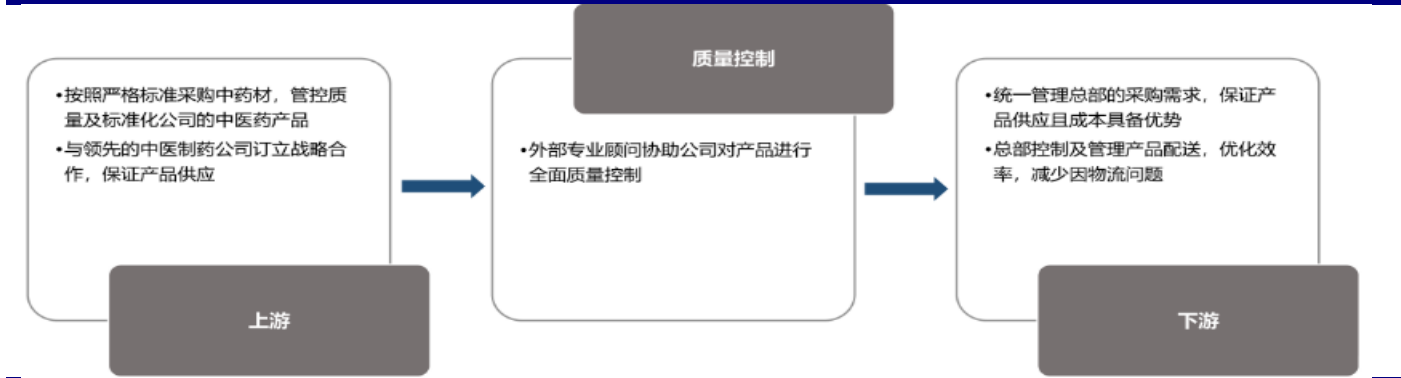
在运营管理方面，固生堂推出了医务 CRM 运营管理系统，用于管理网络医生、业务开发团队和中医医疗机构。同时，公司推出会员 CRM 数字化平台，集成了线上咨询、诊断、处方和客户管理流程。这有助于扩大医生资源，提高运营管理效率。围绕上述目标，固生堂还发布了自主研发的中医 APP 和智能处方监控管理平台。

随着集团的快速增长及扩张伴随着风险，集团将继续升级其 ERP 系统，以增强信息获取及管理的能力。集团亦将加强控制流程和信用风险管理，以应对多元化业务模式带来的日益增长的信用风险。随着业务的扩张，集团面临新兴市场原材料价格上涨

和供应不足的风险。根据市场研究和前瞻性估计，集团将建立中药材战略储备机制，并将业务延伸至上游采购，以应对上述风险。

固生堂将人才培养放在突出位置，2023 年总部职能、医务体系和运营体系持续引进了 250 多名高质量管理人才，其中特别重视储备总经理和储备运营总监的引进和培养，为业务拓展奠定人才基石。体系化建设方面，固生堂将「人力资源部」改组为「小固客户部」，专门上线小固 CRM 系统，把内部员工当成客户来对待，以创造价值的奋斗者为导向，搭建更为符合集团发展的人才管理机制，为公司实现百亿营收提供有力的人才和组织保障。

图表 8：固生堂 HIS 供应链管理



资料来源：公司资料，第一上海

销售医疗健康产品

固生堂除在医疗健康解决方案服务期间开出处方并销售的医疗健康产品外，还通过单独向客户销售医疗健康产品产生收入，销售的医疗健康产品主要包括：（1）贵细药材，例如阿胶、冬虫夏草、燕窝、石斛及西洋参；及(ii) 营养品，例如复方阿胶浆、阿胶糕、蜂蜜、养生茶、即食花胶及即食燕窝。这部分收入的占比在逐年下降。

中医连锁行业——散乱小现状，潜力巨大  
行业规模与增速

22 年民营中医医疗行业规模超 700 亿元，预计未来有望保持 15% 的行业增速。

根据 2022 中国卫生健康统计年鉴，2021 年我国中医医疗服务行业规模超 6000 亿元，其中公立中医医疗行业规模超 5300 亿元，民营中医医疗行业规模超 700 亿元。2016-2021 年 CAGR 约 9.5%。2021 年中医医疗服务行业呈明显复苏态势，民营、公立增速分别回升至 18% 与 16%。民营中医医疗行业增速显著更快，行业收入占比由 2016 年的 8.8% 提升至 2021 年的 12.1%。中医医疗服务行业存在明显的地区间差异，主要发达地区为东部沿海及广东、四川等地，诊疗人次最多的省份为广东、浙江、四川、江苏和山东 5 大省份合计占中医总诊疗人次的 40%，前十大省及直辖市（河南等）合计占总诊疗人次的 62%。根据有关数据，预计民营中医医疗服务 2030 年行业规模达 2400-3200 亿元，年复合增长率达 15%。

根据《23 年中国卫生统计公报》，全国中医类医疗卫生机构总数 92531 个，比上年同比增加 13.2%。其中中医类医院 6175 个，中医类门诊部诊所 86317 个，门诊部同比增长 13.8%。23 年全国中医药卫生人员总数 104.5 万人，同比增长 13.8%，其中中医类别执

业（助理）医师 86.8 万人，同比增长 13.6%。23 年全国中医类医疗卫生机构总诊疗人次 15.4 亿，同比增长 25.3%，其中中医类医院占 51.2%，中医类门诊部及诊所占 17.7%，非中医类医疗机构中医类临床科室占比 31%。预计 25 年中医占门急诊比重预计将提升至 29%。

图表 9：我国中医医疗服务行业规模（亿元）



资料来源：2022 中国卫生健康统计年鉴，第一上海

## 中医药行业发展政策支持

政策支持驱动中医  
大健康市场发展。

“十四五”发展规划中多次对中医大健康产业进行全方位规划。根据国家中医药管理局解读《“十四五”中医药发展规划》，关于建设优质高效中医药服务体系的解读，指出：推进中医馆建设，鼓励社会力量在基层办中医，实施名医堂工程。鼓励社会力量在县域举办中医类别医院，发展具有中医特色的康复医院、护理院（站），支持社会力量举办以中医特色为主的医养结合、康养结合、护养结合的医疗机构或养老机构，依托中医机构举办互联网中医机构，支持名老中医开办诊所，支持企业举办连锁中医医疗机构，保证社会办非营利性中医医疗机构和政府办中医医疗机构在准入、执业等方面享有同等权利。实施名医堂工程，以优势中医机构和团队为依托，创新政策措施，发挥示范带动作用，分层级规划布局建设一批名医堂，推动名医团队入驻，服务广大基层群众。

摘选中医支持政策如下：

2021 年 11 月，国家医保局下发《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，对开展医保支付方式改革明确目标任务：以加快建立管用高效的医保支付机制为目标，分期分批加快推进。其中中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行 DRG 和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，充分体现中医药服务特点和优势。

2021 年 12 月，国家医疗保障局与国家中医药管理局联合发布《关于医保支持中医药传承创新的指导意见》，当中提出 (i) 支持「互联网+」中医药发展并纳入医保计划；(ii) 调整中医医疗服务价格以体现其中包含的劳务价值；(iii) 允许中医医疗健康服务提供者于销售饮片时按不超过 25% 的加价进行销售；(iv) 允许中医医疗健康服务提供者

对院内制剂自主定价；(v)将院内制剂纳入医保计划；及(vi)中医医疗服务暂不执行诊断相关分组付费制等，在医保端加大了对中医药服务的支持。

2022 年 3 月，《中华人民共和国医师法》生效。该法鼓励医师定期定点到县级以上医疗卫生机构提供医疗卫生服务，医师的主执业机构应当支持。在同一个月，国家中医药管理局、国家卫生健康委员会及国家发展和改革委员会等 10 个政府部门联合印发《基层中医药服务能力提升工程「十四五」行动计划》，当中鼓励社会力量在基层举办中医医疗机构，支持企业举办连锁中医医疗机构，从而为其商业模式提供了进一步鼓励和支持。

于同月，国务院办公厅印发《「十四五」中医药发展规划》，对「十四五」时期中医药工作进行全面部署。该规划提出了一系列评估中医药发展的指标，建设优质高效中医药服务体系、提升中医药健康服务能力、建设高素质中医药人才队伍、建设高水平中医药传承保护与科技创新体系、推动中药产业高质量发展、发展中医药健康服务业、推动中医药文化繁荣发展、加快中医药开放发展、深化中医药领域改革、强化中医药发展支撑保障。

于 2022 年 5 月，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务的通知》，旨在(i)推进医保普通门诊统筹，逐步将多发病、常见病的普通门诊费用纳入统筹基金支付范围；(ii)推动中医药振兴发展；及(iii)持续推进分级诊疗和优化就医秩序。推进全国的医保普通门诊统筹，意味着未来中国的门诊服务将迎来较快增长。集团的门诊服务预期将因此蓬勃发展。

于 2022 年 6 月，国家中医药管理局、教育部、人力资源和社会保障部及国家卫生健康委员会联合发布《关于加强新时代中医药人才工作的意见》，提出了新时代中医药人才工作目标及重点任务，其核心在于加快解决中医药人才匮乏问题。该意见提出通过「西学中」战略、教育方式改革等增加中医药人才供给，鼓励中医药人才向基层流动。这将进一步解决集团在基层发展面临的医师供给不足的问题。

22 年 9 月，健康中国行动推进办、国家卫生健康委办公厅、国家中医药局办公室近日联合印发《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》提出发挥中医治未病的独特优势和重要作用，重点围绕全生命周期维护、重点人群健康管理、重大疾病防治，普及中医药健康知识，实施中西医综合防控，在健康中国行动中进一步发挥中医药作用。在妇幼保健机构全面开展中医药服务，到 2025 年，三级和二级妇幼保健院开展中医药专科服务的比例达到 90%和 70%。加强基本公共卫生服务儿童中医药健康管理，到 2025 年，儿童中医药健康管理率达到 85%。加强基本公共卫生服务老年人中医药健康管理，到 2025 年，65 岁以上老年人中医药健康管理率达到 75%。实施中医治未病干预方案“20+X”推广计划，在实施好国家发布的 20 个中医治未病干预方案基础上，各省（区、市）结合本地区疾病谱和地域特点，再制定推广一批中医治未病干预方案。面向家庭和个人推广四季养生、节气养生、食疗药膳等中医药养生保健知识、技术和方法，推广艾灸等一批简单易行、适宜家庭保健的中医适宜技术。到 2025 年，公民中医药健康文化素养水平提升到 25%。

于 2022 年 10 月，国家中医药管理局发布《「十四五」中医药人才发展规划》，从(i)完善中医药人才培养体系；(ii)扩大中医药人才规模；(iii)提升中医药人才质量；(iv)优化中医药人才结构分布；及(v)完善中医药人才评价机制等方面提供了政策支持。该规划有助于加快培养优质中医药人才，有助于集团获取更多医师资源。

于 2022 年 11 月，国家卫生健康委员会、国家中医药管理局及国家疾病预防控制局联合发布《「十四五」全民行动、智慧医院建设示范行动等》，进一步推进新一代信息技术与卫生健康行业深度融合。随着互联网技术被应用在中医药服务中，从诊前防未病到诊中治疗、诊后康复的「互联网+中医药健康服务」产业链正在形成。

于 2023 年 2 月，国务院办公厅发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，进一步加大「十四五」期间支持中医药发展的力度，以期推动中医药振兴及发展。 该方案统筹部署促进中医药健康服务高质量发展工程、加强中西医协同工程、中医药传承创新与现代化工程等八个重大工程，重点提升基层医疗机构中医药能力及培养优质中医药人才。

于 2023 年 4 月，国家中医药管理局、中共中央宣传部、教育部、商务部、文化 和旅游部、国家卫生健康委员会、国家广播电视总局及国家文物局联合发布 《「十四五」中医药文化弘扬工程实施方案》，旨在「十四五」期间推动中医药文化发展。

于 2024 年 6 月 6 日，国务院办公厅发布了《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》，聚焦医疗健康服务协同发展及治理。该项政府政策提出多项规划以支持中医医疗健康服务行业的发展，包括：(i) 深化国家医保改革，开展选定中医优势疗法付费试点；(ii) 深化紧密型医疗联合体改革，鼓励有条件的县级中医医院牵头组建紧密型县域医共体；(iii) 推进中医药传承创新发展，推进国家中医药传承创新中心建设，支持中药工业龙头企业探索全产业链布局；(iv) 提升卫生健康人才能力，实施培训计划，培养卓越中医药师；及(v) 深化药品审评审批制度改革，加快经典中药复方制剂审评审批，促进医疗机构中药制剂产品化。

随着政策支持、人口老龄化、亚健康人口增加、居民健康意识提升、中医药在某些治疗领域的优势、中医药的现代化和信息化建设、中医保健品的接受度及普及度不断提高且中医文化认同不断加深等因素导致中医诊疗服务快速增长。

图表 10: 《「十四五」中医药发展规划》主要发展指标

| 主 要 指 标                                   | 2020 年 | 2025 年         | 指标性质 |
|-------------------------------------------|--------|----------------|------|
| 1. 中医医疗机构数（万个）                            | 7. 23  | 9. 50          | 预期性  |
| 2. 中医医院数（个）                               | 5482   | 6300           | 预期性  |
| 3. 每千人口公立中医医院床位数（张）                       | 0. 68  | 0. 85          | 预期性  |
| 4. 每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）                   | 0. 48  | 0. 62          | 预期性  |
| 5. 每万人口中医类别全科医生数（人）                       | 0. 66  | 0. 79          | 预期性  |
| 6. 二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例（%）            | 51. 58 | 60             | 预期性  |
| 7. 二级以上中医医院设置康复（医学）科的比例（%）                | 59. 43 | 70             | 预期性  |
| 8. 三级公立中医医院和中西医结合医院（不含中医专科医院）设置发热门诊的比例（%） | —      | 100            | 约束性  |
| 9. 二级以上公立中医医院设置老年病科的比例（%）                 | 36. 57 | 60             | 预期性  |
| 10. 县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率（%）             | 85. 86 | 100            | 预期性  |
| 11. 公立综合医院中医床位数（万张）                       | 6. 75  | 8. 43          | 预期性  |
| 12. 二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例（%）              | 86. 75 | 90             | 预期性  |
| 13. 二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例（%）                 | 43. 56 | 70             | 预期性  |
| 14. 社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例（%）             | 81. 29 | 力争到 2022 年全部设置 | 预期性  |
| 15. 公民中医药健康文化素养水平（%）                      | 20. 69 | 25             | 预期性  |

资料来源：「十四五」中医药发展规划

中医行业供给分析

中国中医医疗服务行业根据消费场景划分为中医诊所、中医医院以及中医保健机构其中中医诊所和中医医院需要具备中医医疗机构执业许可证，而中医保健机构通常不需要拥有中医医疗机构执业许可证。

图 11：中医医疗服务分类



资料来源：弗若斯特沙利，公司资料，第一上海

根据《23 年中国卫生统计公报》，23 年全国中医药卫生人员总数 104.5 万人，同比增长 13.8%，其中中医类别执业（助理）医师 86.8 万人，同比增长 13.6%。中医类别执业（助理）医师占全部医师占比持续提升，2014 年中医类别执业（助理）医师 41.9 万人，占当年全部医师的 14.5%。2019 年中医类别执业（助理）医师 62.5 万人，占当年全部医师的 16%。而 2023 年，全国中医类执业（助理）医师 86.8 万人，占全部医师的 18%。而这其中中高级职称医生的占比只有约 18%，优质中医师仍为稀缺资源。

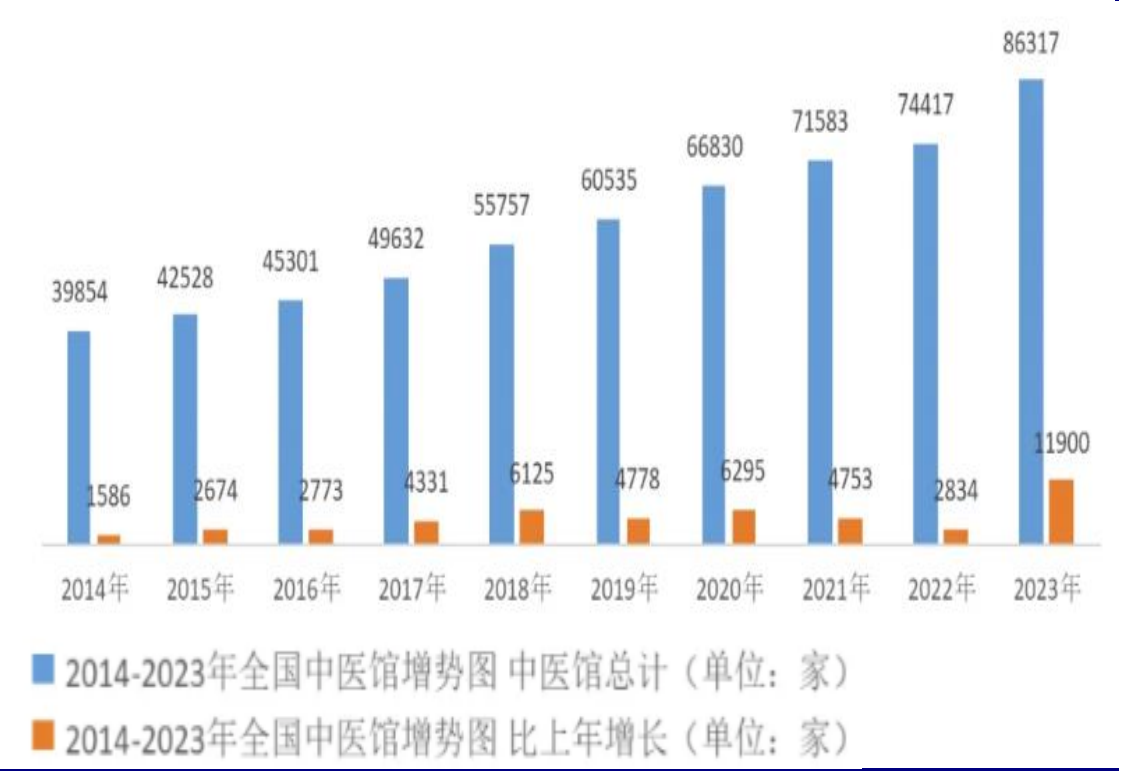
中国中医药领域的“国医大师”是中医的荣誉之最，是中国政府为了表彰在中医药领域有卓越贡献的老中医们而设立的荣誉称号。自 2009 年首次评选以来，已经进行了 4 轮评选，每轮评选都选出了 30 位左右的国医大师，均为我国德高望重、医术精湛的名医名家。

国家也在通过实施中医药人才岐黄工程，培养农村订单定向免费医学生（中医）1.46 万人、规范化培训中医类别全科医生 2.2 万人、培训中医馆骨干 3.6 万人；以县级中医医院为主要依托单位建设 1432 个全国基层名老中医药专家传承工作室，提升了基层中医药服务能力。

根据 23 年《中国卫生健康事业发展统计公报》，2023 年，全国中医类门诊部、诊所 86317 家，比上年增加 11900 家，相较于 2022 年民营中医馆 2834 家的增幅水平，2023 年的增幅水平爆发式增长 4.2 倍。中医馆的爆发性增长主要来自于以下因素：1、三年疫情，中医药的优异表现得到社会各层面的广泛关注；2、美业市场的中医养生机构转型升级；3、综合门诊在疫情期间的中医科不断做大。

从中医机构的竞争格局看，目前中医医疗服务赛道内玩家众多，规模不等，分布极其分散。固生堂目前在全国市占率只有 0.6%，在全国民营中医市场的市占率只有 1.9%。行业呈现小散乱格局，行业有很大的整合空间。

图 12：2014-2023 年全国中医馆数量



资料来源：卫健委，第一上海

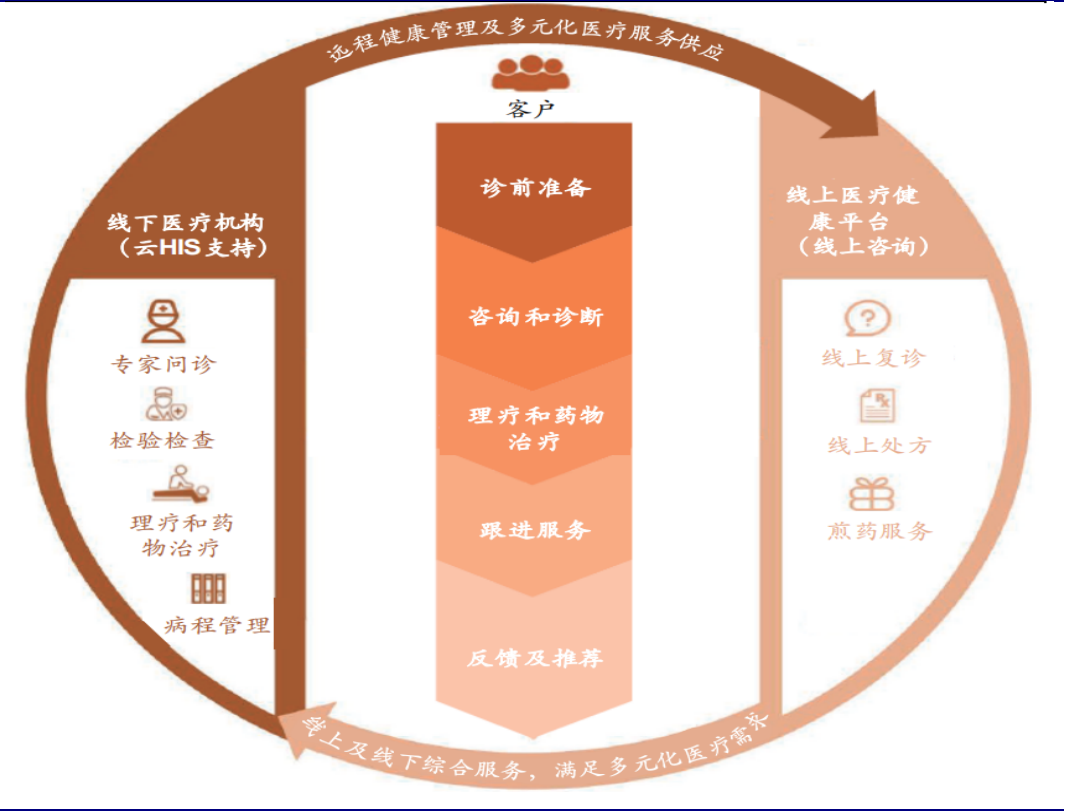
## 固生堂运营模式

固生堂通过名医、客流和优质管理能力的飞轮做大做强。

不同于单体的中医门诊，固生堂作为一家覆盖全国的连锁中医门诊机构，其核心商业模式为通过扩大全国名中医获取范围，依托名医的口碑与品牌效应，通过线上与线下综合服务的方式为更多的患者提供咨询诊断、理疗药物治疗等服务，并基于庞大的客户与对医生专业化的激励吸引更多的名医，从而建立更多的诊科以及在更多的地域实现加密扩张，为患者提供以下类别的服务：

- 诊疗服务：固生堂通过设立中医门诊部和医院，提供中医诊疗服务。这些服务包括针灸、推拿、草药治疗、拔罐等传统中医疗法。
- 中药销售：在诊疗服务之外，固生堂还提供中药的销售，包括草药、成药等。这些药品可以在诊所内直接购买，方便患者使用。
- 健康管理：固生堂提供全方位的健康管理服务，包括体质辨识、健康咨询、养生指导等，帮助患者进行全面的健康管理。
- 互联网+中医：固生堂利用互联网技术，开展线上问诊、远程医疗、健康咨询等服务，使得患者可以通过线上平台方便地获取中医服务。

图表 13：固生堂的商业模式图示



资料来源：公司资料，第一上海

在固生堂的商业模式下，获取医生资源并通过激励留住名医是商业模式中至关重要的一环；与此同时，药剂的销售是公司的重要收入来源，因此药材、药剂的供应链管理也同样至关重要。

医生资源与培养体系

名医资源丰富

固生堂以“良心医、放心药”为宗旨，建立以国际医药公司医药代表为主的获医团队，建立医生服务团队，逐渐建立行业的声誉和口碑。

24 年 H1 固生堂的医生数据库人数达到 8 万人，其中中高级职称医生约 4 万人。公司的医生人数为 39018 人，其中线上医生人数同比增长 24.6%至 33593 人，线下医生人数同比增长 22.4%至 5425 人，其中公司自有医生 604 名，自有医生的人数占比 11%，但是其贡献的收入占比达 36%。目前已经和 10 位国医大师合作，省级学会主委 50 多名。后面计划每年医师数增长 15-20%左右，主要以主任、副主任医师为主。

一线城市如深圳公司拥有 3 家名中医诊疗中心牌照，而深圳市一共只有 7 张名中医诊疗中心牌照。公司深圳门店的高级职称专家占比为 68%，而深圳市中医院高级职称专家占比只有 28%；公司门店的省市名医占比 11%，而深圳市中医院的占比只有 3%。深圳专家 300 多名，员工 300 多名，这些员工都会帮助服务专家资源。公司会为名中医成立名医工作室，青年医生以师徒制跟随名医学习，青年医生一般有 3-5 年临床培养周期。

固生堂以“良心医、放心药”为宗旨，建立以国际医药公司医药代表为主的获医团队，建立医生服务团队，逐渐建立行业的声誉和口碑。通过在一线城市和知名医师的合作，占领学术临床的制高点，也带动其下线城市获医能力。

## 医联体合作

以医联体为核心，通过多点执业方式在前期获得大量医师资源。公司与多间医院及中医药大学合作，将优质医疗资源有序引入基层。公司近年来积极践行国家大力倡导的构建分级诊疗格局、推进医师多点执业、医疗联合体、名医堂连锁建设等。与多地三甲医院和中医药大学开展深度合作关系，打开当地市场，推进高水准临床专科能力建设。医联体建设覆盖广泛的医疗网络，通过互惠互利、服务群众的模式，深化联办基层中医馆，让老百姓在家门口就能看到名医。

2024 年以来，公司新增 6 家医联体合作单位，累计医联体合作单位达 26 家。1 月，公司与黑龙江中医药大学共建医联体；3 月，与江阴市中医院达成医联体合作，并与河南推拿职业学院、广东潮州卫生健康职业学院、达州中医药职业学院签署战略合作；4 月，与中山市中医院签署战略合作，在人才培养、科学研究、医疗建设等多方面展开合作。

## 为医生营造良好的环境

中医医师退休后是黄金职业期，随着医疗反腐的推进，医生收入阳光化，多点执业的诉求更加积极。医生在选择民营执业平台，除了考虑分成，更会考量平台的流量、行业口碑、合规性和持续经营能力等指标。

「固生堂」名中医传承工作室拥有充足的医师资源，为全面的中医医疗健康服务（包括预防、治疗、健康管理等个性化医疗健康服务）提供质量保证，公司为医生配备了专业的医助团队，为开展诊疗工作节省了较多的时间和精力。让优秀的专家在诊疗过程中专注于临床疗效和客户体验，从而实现医师与客户双赢的服务模式。

中医师 60 岁退休，但实际上他们可以继续执业至少 15 年。他们可以选择被医院重新聘用，建立自己的诊所，也可以加入固生堂建立工作室。通过研究和实地考察，发现建立工作室对老年中医师来说是一种便捷的方式，他们不仅可以避免建立和管理业务的麻烦，而且可以获得基本上相当于自己执业的报酬。

## 股权深度绑定核心医师资源

公司推出“合伙人”机制，充分激励留存专家。对于具备一定客户资源，业务能力突出的医师，公司推出“合伙人”机制，合伙人医师可以参与中医馆的分红，并且公司围绕医生进行运营工作，帮助提高医生的门诊量，从而提高医生的粘性，降低了医生流失率。医师利益与门店业绩深度绑定，有利于激发股权医师的主观能动性，同时提升多点执业医师的稳定性，参与股权绑定的医生基本将公司作为唯一的院外执业点。23 年公司激励安排项下尚未行使的股份公允价值同比增长 45%至 8150 万元。

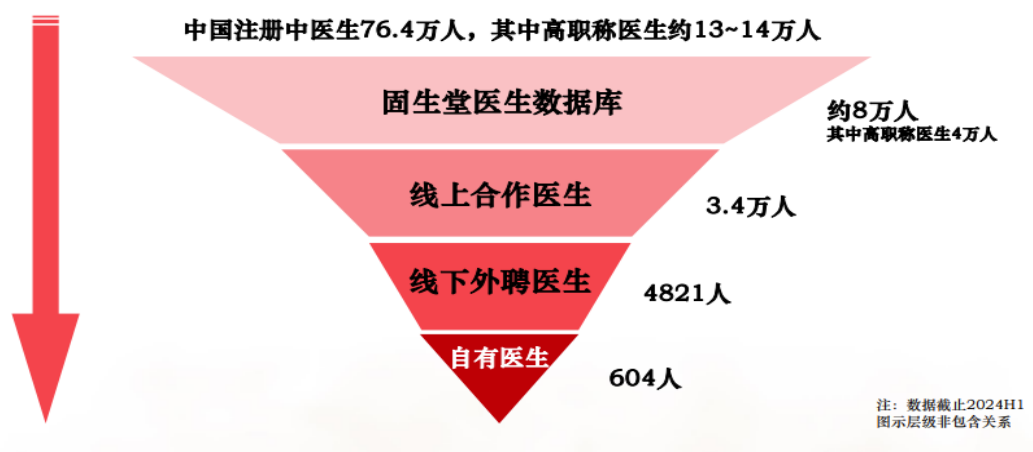
## 重视自有医生培养

针对青年医生最关心的职称晋升问题，公司打通了基层职称晋升的通道，解决了年轻医生晋升的后顾之忧。「固生堂」名中医传承工作室及集团的 OMO 平台对青年医师的培养已初见成效。OMO 平台已取消地域限制，并让来自不同地域的优秀专家与青年人才高效分享临床经验和学术成果，加速集团的专职医师队伍建设。

固生堂高度重视中医人才培养，已形成自有医生培养体系。目前已经搭建起「学术带头人（国医大师、全国和省市名中医）—骨干医生（全职、小区医生）-青年医生（硕博毕业生）三个梯队的人才培养体系。未来集团将继续采用师带徒模式培养中医药人才，培养打造高素质的青年医师团队。

图表 14：固生堂医生供给

## 医生供给：固生堂是优质医生资源驱动的高质量增长



资料来源：公司资源，第一上海

## 药材供应链管理有利，积极推广院内制剂

在药材市场行情上行的背景下，维持了药材成本的平稳，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。中药材主要是根据药物的来源不同划分为药用植物药、药用动物和药用矿物等。其中来自药用植物占比较大，达到 11,146 种，占比 87%；药用动物占比 12%；药用矿物占比 1%。相应的中药材种植为中国中医药发展提供了坚实的基础。中药材受气候、日照、自然灾害等影响，价格存在波动性。

中药饮片是指在中医药理论的指导下，根据辨证施治和调剂、制剂的需要，对“中药材”进行特殊加工炮制后具有一定形状、规格的制成品。2022 年中国中药饮片行业市场规模约为 2019 亿元，同比增长约 5%，市场及其分散。

图表 15：中药材综合指数变化情况



资料来源：WIND，第一上海

2021 年，中国线上中医诊疗服务患者药剂服务主要分为中药配方颗粒、中药饮片及中成药三类，各服务订单占市场全部药剂服务订单比例分别为 57.7%、41.4%、0.9%。

### 优秀的供应链管理能力

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具习惯，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 2022 年和 2023 年毛利率分别为 30.7%、30.1%，23 年 H1 和 24 年上半年的毛利率分别为 28.7%和 29.4%，在药材市场行情上行的背景下，维持了药材成本的平稳，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。

### 积极开发推广院内制剂

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。”

公司积极推广院内制剂，22 年 12 月公司首个中医院内制剂一通窍止涕鼻舒颗粒已取得医疗机构传统中药制剂备案凭证。2023 年公司的健脾化脂膏、松贞益发颗粒、养阳固精膏、益肾填精膏、河车固肾膏及孕保膏取得医疗机构传统中药制剂备案凭证。24 年 H1 新增 3 个药监局备案院内制剂，分别为岗桔清咽颗粒，香桃颗粒，参芪固本膏，公司目前院内制剂已有 10 个。公司希望通过院内制剂将名医协定方产品化，从而进行传承与创新。国家也在鼓励院内制剂，即将从之前的审批制变成了备案制。虽然目前院内制剂销售额仍比较小，但是公司将积极打通医疗机构进行推广。

集团的院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产，并已取得医疗机构制剂许可证，可用于量产已取得备案号的院内制剂。未来，集团预期进一步加大在此方面的投入，生产更多的院内制剂。同时也将进一步加大研发投入，实现医疗健康解决方案的产品化和标准化，在中医院内制剂发展以及推动医疗健康解决方案的产品化及标准化方面持续发力。

图表 16：国家关于发展中医院内制剂的政策汇总

| 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：弗若斯特沙利，公司资料，第一上海

快速门店复制扩张

门店扩展分为自建和收购，大部分为并购门店。

公司 24 年 H1 门店数为 72 家，覆盖 19 个国内城市和新加坡，22 年和 23 年公司每年新增 9 家门店，24 年 H1 新增 14 家门店, 预计 24 年全年将新增 18-25 家门店。24 年 H1 公司经营面积同比增长 24.7%至 98247 平米，平均门店面积为 1384 平米，H1 单位面积坪效为 1.4 万元（预计全年平均坪效在 3.1 万元左右）。

相比于其它种类的医疗连锁服务机构，公司门店可复制性强，单店模型优秀，新店盈亏周期及投资回收期较短，业务复制性强，受益于公司成熟的管理运营模式赋能（供应链管理、获客渠道管理、业务板块管理等）及品牌效应，公司新店盈亏周期及投资回收期较短，单店模型优秀。个别优秀门店，如广州岭南东山门店，创造过坪效 10.1 万元的记录，深圳广州其他成熟门店也普遍达到 6-8 万元。可见坪效提升空间巨大。目前公司约 60%门店为成熟门店（开业 3 年以上），贡献了 75%以上的营收。次新店（1-3 年）和新店（1 年以内）数量各约 20%。24 年 H1 公司 22 年以前开业的老店收入同比增长 34.5%至 11.1 亿元，占收入的 81%。

（1）对于自建新店：

根据招股说明书，公司自建门店筹建期为 3-6 个月，投资额只需要几百万，自建参考门店（广州荔湾固生堂）盈亏周期和投资回收期分别为 5 个月和 18 个月。公司新店盈亏平衡约为 3-6 个月，投资回收时间约为 1.5-2 年。

(2) 对于收购:

截止 24 年 H1, 公司共有 52 家并购门店, 目前市场的并购价格从过去的 1.5 倍 PS 降至 1 倍 PS, 一般 3-5 年收回投资成本。公司对于并购门店有一套成熟的整合模式, 包括供应链替换、人员支援、专家帮扶、获客渠道调整、品牌赋能等, 能帮助并购店实现业绩迅速增长。

## 优质医生资源获取支持增长

固生堂目前的门店扩张以核心市场的加密为主, 医师资源的获取是门店扩张的基础。目前来看, 固生堂在北京、上海、深圳、广州的医师渗透率分别为 1.6%、7.6%、6.7%、10.3%, 仍然有较大的提升空间。

公司 24 年 H1 线下医生数量同比增长 22.4%至 5425 人, 24 年自有医生人数为 604 人, 占线下医生的 11%, 预计全年将增长至约 680 人。线下医生的人均贡献也在逐年提升, 23 年增长 20%至 42 万元。未来预计医生数量将以每年 15-20%的速度提升, 且以主任、副主任医师为主, 预计医生数量和单人贡献的增长为公司带来可观的增速。

## 盈利预测与财务分析

### 财务回顾

24 年 H1 公司收入同比增长 38.4%至 13.6 亿元, 其中线下收入同比增长 43.7%至 12.3 亿元, 收入占比 90.2%, 线上收入同比增长 3.6%至 1.3 亿元。24 年 H1 公司毛利率同比下降 0.5 个百分点至 41.8%, 销售和管理费率同比下降 0.5 和增长 1 个百分点至 11.7%和 8.1%, 销售和管理费率分别为 1.6 亿和 1.1 亿元, 有效税率同比增长 1.3 个百分点至 14.2%。综上所述, 公司归母净利润同比增长 15.2%至 1.1 亿元, 如果除去股权费用的差异, 公司经调整利润同比增长 45.3%至 1.5 亿元。

### 盈利预测

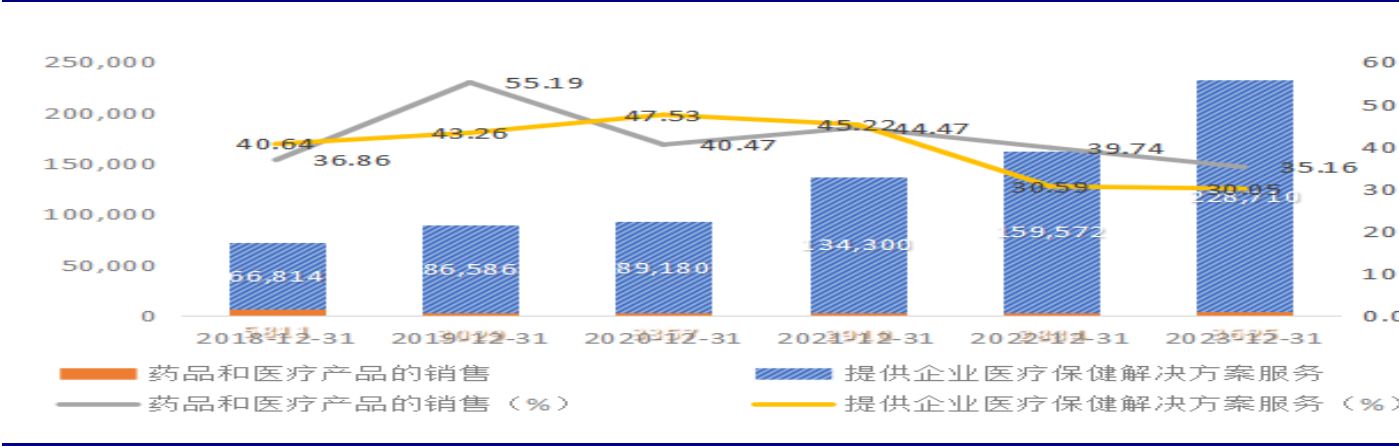
从门店角度, 考虑到公司计划每年通过在现有优势城市加密, 同时进入新城市, “内生增长+外延并购”相结合, 每年新增 10-15 家门店, 完善全国化中医医疗服务网络布局。同时, 目前平均门店的单位坪效只有 3 万元左右, 仍有提升空间。目前固生堂的全国市占率只有 0.3%, 民营中医门诊量的市占率只有 1.9%, 预计门店数量+单位坪效的提升将支持公司收入的进一步增长。

从医生角度看, 目前随公司在行业的口碑和影响力进一步加大, 加上公司专业的获医团队, 优秀的运营体系, 医联体合作模式, 过往医生的满意度口碑, 较好的客户流量, 这种业务模式将带来优秀中医医生资源和客流的循环增长。2023 年, 全国中医类执业(助理)医师 86.8 万人, 其中中高级职称医生约 14 万人。固生堂的医生数据库有 8 万人, 高级职称医生 4 万人, 公司 24 年 H1 线下医生数量同比增长 22.4%至 5425 人, 自有医生 604 人, 仍有较大开发空间。未来预计医生数量将以每年 15-20%的速度提升, 且以主任、副主任医师为主。线下医生的人均贡献也在逐年提升, 23 年增长 20%至 42 万元。未来随着医生人数+人均贡献的提升将支持公司收入的进一步增长。

综上所述我们预计 24 年-26 年公司收入分别增长 30.8%、28.9%、26.1%至 30.4 亿、39.2 亿、49.4 亿元。毛利率基本持平至 30%, 销售费率有所下降至 11.5%、10.5%

和 9.5%，管理费率持续下降至 6.3%、5.0%和 4.6%，导致公司归母净利润同比增长 30.4%、49.5%和 38.0%至 3.3 亿、4.9 亿和 6.8 亿元。

图表 17：公司近年来各项业务收入增长状况



资料来源：公司资料，第一上海

目标价 55.6 港元，买入评级

给予公司目标价为 55.6 港元。长期看无论从门店扩张还是医生扩张公司仍有较大发展空间，增长的天花板应该来自公司的管理能力和半径。我们以 12%的折现率和 1%的永续增长率为公司估值，得出公司的合理价值为 136.1 亿港币，目标价为 55.6 港元，较昨日收市价有 53.9%的上升空间，对应公司 24 和 25 年 PE 分别为 37.9 和 26.1 倍 PE, 首次给予买入评级。

图表 18: 公司 DCF 预测

| Free cashflow forecast (RMB thd)    | 2022A     | 2023A     | 2024E      | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 2028E     | 2029E     | 2030E     | 2031E      | 2032E      | 2033E      | 2034E      |
|-------------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Net Revenue                         | 1,624,561 | 2,323,351 | 3,037,935  | 3,915,729 | 4,936,764 | 5,929,902 | 6,923,761 | 7,901,017 | 8,914,618 | 10,034,223 | 11,124,138 | 12,209,685 | 13,350,691 |
| YoY                                 | 18.4%     | 43.0%     | 30.8%      | 28.9%     | 26.1%     | 20.1%     | 16.8%     | 14.1%     | 12.8%     | 12.6%      | 10.9%      | 9.8%       | 9.3%       |
| EBITDA                              | 336,117   | 463,931   | 590,633    | 747,691   | 923,331   | 1,074,546 | 1,229,954 | 1,382,548 | 1,540,142 | 1,712,946  | 1,882,007  | 2,051,024  | 2,228,632  |
| - Tax                               | -5,208    | -13,962   | -48,211    | -58,958   | -79,493   | -95,425   | -111,509  | -127,478  | -144,153  | -162,628   | -180,794   | -199,037   | -218,292   |
| - Change in working capital         | -49,914   | -39,827   | 35,187     | 22,274    | 25,909    | 25,201    | 25,219    | 24,798    | 25,720    | 28,410     | 27,657     | 27,546     | 28,953     |
| - Capex                             | -149,128  | -266,092  | -239,733   | -239,176  | -239,176  | -239,176  | -239,176  | -239,176  | -239,176  | -239,176   | -239,176   | -239,176   | -239,176   |
| Free Cash Flows                     | 131,867   | 144,050   | 337,876    | 471,831   | 630,571   | 765,145   | 904,488   | 1,040,692 | 1,182,533 | 1,339,552  | 1,489,693  | 1,640,357  | 1,800,117  |
| YoY                                 |           | 9.2%      | 134.6%     | 39.6%     | 33.6%     | 21.3%     | 18.2%     | 15.1%     | 13.6%     | 13.3%      | 11.2%      | 10.1%      | 9.7%       |
| 折现年限                                |           |           | -          | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7          | 8          | 9          | 10         |
| 折现值                                 |           |           | 300,669    | 421,278   | 502,688   | 544,615   | 574,819   | 590,517   | 599,108   | 605,945    | 601,662    | 591,529    | 579,589    |
| PV of FCF                           |           |           | 5,912,419  |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| PV of terminal value                |           |           | 5,321,685  |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Enterprise Value                    |           |           | 11,234,103 |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Net Cash/(Debt), Minority interests |           |           | 1,162,901  |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Equity value(RMB'000)               |           |           | 12,397,004 |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Equity value (HKD'000)              |           |           | 13,606,634 |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| TP (HKD)                            |           |           | 55.6       |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| 当前价格                                |           |           | 36.1       |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| 上升空间                                |           |           | 53.9%      |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| WACC                                |           |           | 12.0%      |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Perpetual Growth                    |           |           | 1.0%       |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| HKD/RM汇率                            |           |           | 1.098      |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |

资料来源：第一上海预测

图表 19: 同类公司估值情况

| 证券代码      | 证券简称  | 前收盘价                       | 总市值1                    | 净资产收益率ROE<br>[报告期] 2023年报<br>[单位] % | 总资产报酬率ROA<br>[报告期] 2023年报<br>[单位] % | 资产负债率<br>[报告期] 2023年报<br>[单位] % | 市盈率PE                 | 市盈率PE                 | 市盈率PE                 | 市盈率PE                 | 市净率PB                 | 市净率PB                 | 市净率PB                 | 市净率PB                 |
|-----------|-------|----------------------------|-------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|           |       | [交易日期] 最新收盘日<br>[复权方式] 不复权 | [交易日期] 最新收盘日<br>[币种] 港元 |                                     |                                     |                                 | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             | [交易日期] 最新             |
|           |       | [单位] 元                     | [单位] 亿元                 |                                     |                                     |                                 | [财政年度] 2020<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2021<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2022<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2023<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2020<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2021<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2022<br>[单位] 倍 | [财政年度] 2023<br>[单位] 倍 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科  | 10.8900                    | 1,131.3765              | 17.8134                             | 16.0345                             | 33.6635                         | 59.9507               | 44.4804               | 40.9405               | 30.7673               | 10.4876               | 9.1376                | 6.1988                | 5.4807                |
| 600763.SH | 通策医疗  | 45.3100                    | 225.0083                | 13.1529                             | 12.7032                             | 31.3578                         | 41.7212               | 29.2441               | 37.4870               | 41.0669               | 9.5589                | 7.1348                | 6.2079                | 5.4015                |
| 6078.HK   | 海吉亚医疗 | 21.8500                    | 129.4625                | 10.9563                             | 9.8918                              | 41.7315                         | 64.0625               | 23.9771               | 24.2552               | 17.1792               | 2.5531                | 2.3752                | 2.3440                | 1.8822                |
| 2273.HK   | 固生堂   | 33.7500                    | 84.0503                 | 10.9415                             | 9.7205                              | 31.7594                         | -27.6600              | -13.5523              | 40.9613               | 30.2012               | -6.2401               | 4.4367                | 4.3624                | 3.3045                |
| 2666.HK   | 环球医疗  | 4.3700                     | 82.0828                 | 12.8904                             | 3.5889                              | 74.6493                         | 4.1937                | 3.6573                | 3.8799                | 3.6812                | 0.6415                | 0.5122                | 0.5249                | 0.4745                |
| 1951.HK   | 锦欣生殖  | 2.5300                     | 68.6669                 | 3.4160                              | 3.4732                              | 31.6146                         | 22.9681               | 16.5172               | 50.6407               | 18.0514               | 0.7935                | 0.6570                | 0.7100                | 0.6166                |
| 1515.HK   | 华润医疗  | 3.1600                     | 40.8453                 | 4.4335                              | 4.2206                              | 48.6380                         | 11.0847               | 7.9909                | 26.2538               | 14.3647               | 0.5631                | 0.5177                | 0.5646                | 0.6369                |

资料来源：彭博

风险因素

- 医生资源流失的风险。
- 公司与三甲医院签订了医联体协议，确保公司旗下门店名医引流，如公司的待遇及条件未能使得医师满意，公司可能存在医师流失风险。
- 扩张不及预期风险。
- 考虑到公司的营业收入增长主要来源于现有门店的客流量增长以及公司同店和外延扩张，完善全国化的中医医疗服务网络布局，自建或并购医院可能出现盈亏反复，自建或并购扩张不及预期的风险。
- 药材成本的风险。
- 考虑到中药饮片加入了集采行列，集采可能降低非必要的流通成本，减少群众使用中药的成本，由于公司收入中有一部分来源于中药材，可能对公司的中药材收入产生一定的影响。另外药材的价格如果大幅增长也将给公司成本带来压力。
- 管理能力半径的风险。
- 全国性扩张需要系统高效的管理能力，扩张的天花板可能来自管理能力的半径。
- 医保控费和消费萎缩的风险。
- 医保控费对公司的合规管理提出更高要求，经济如果持续低迷，也将带来消费萎缩的风险。
- 竞争风险。
- 过去几年中医门诊部高速增长带来竞争压力。

主要财务报表

| 损益表              |             |             |             |             |             | 财务分析             |             |             |             |             |             |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 百万元，财务年度截至12月31日 |             |             |             |             |             | 百万元，财务年度截至12月31日 |             |             |             |             |             |
|                  | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |                  | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |
| 收入               | 1,624.6     | 2,323.4     | 3,037.9     | 3,915.7     | 4,936.8     | 盈利能力             |             |             |             |             |             |
| 毛利               | 499.5       | 700.0       | 911.4       | 1,174.7     | 1,481.0     | 毛利率              | 30.7%       | 30.1%       | 30.0%       | 30.0%       | 30.0%       |
| 销售费用             | (207.3)     | (281.4)     | (349.4)     | (411.2)     | (469.0)     | EBITDA 利率        | 19.9%       | 18.5%       | 16.8%       | 18.3%       | 19.1%       |
| 管理费用             | (100.2)     | (154.7)     | (189.9)     | (195.8)     | (227.1)     | 净利率              | 11.2%       | 10.9%       | 10.9%       | 12.6%       | 13.8%       |
| 其他收入             | 33.6        | 54.8        | 34.9        | 35.5        | 38.0        | ROE              | 11.1%       | 12.5%       | 13.4%       | 17.5%       | 20.8%       |
| 营业利润             | 225.6       | 318.7       | 407.0       | 603.3       | 822.9       | 营运表现             |             |             |             |             |             |
| 财务开支             | (17.6)      | (25.6)      | (16.4)      | (16.4)      | (16.4)      | SG&A/ 收入 (%)     | 18.9%       | 18.8%       | 17.8%       | 15.5%       | 14.1%       |
| 联营公司收益           | 0.6         | 0.1         | 1.1         | 1.2         | 1.3         | 实际税率 (%)         | 8.4%        | 10.7%       | 9.1%        | 10.4%       | 10.4%       |
| 税前盈利             | 208.5       | 293.3       | 391.7       | 588.1       | 807.9       | 股息支付率 (%)        | 0.0%        | 35.6%       | 30.0%       | 30.0%       | 30.0%       |
| 所得税              | (17.6)      | (31.2)      | (35.6)      | (61.0)      | (84.2)      | 库存周转天数           | 30          | 29          | 29          | 29          | 29          |
| 少数股东应占利润         | 0.3         | 0.7         | 1.0         | 1.5         | 2.0         | 应付账款天数           | 53          | 53          | 51          | 51          | 51          |
| 净利润              | 181.2       | 252.9       | 330.0       | 493.5       | 681.2       | 应收账款天数           | 20          | 28          | 28          | 28          | 28          |
| 经调整净利润           | 198.4       | 304.7       | 411.2       | 543.5       | 706.2       | 财务状况             |             |             |             |             |             |
| EBITDA           | 323.7       | 429.8       | 511.2       | 716.2       | 941.1       | 净负债/股本           | 0.5         | 0.5         | 0.5         | 0.5         | 0.5         |
| EPS (港元)         | 0.79        | 1.06        | 1.34        | 2.01        | 2.77        | 收入/ 总资产          | 0.62        | 0.69        | 0.79        | 0.89        | 0.96        |
| EPS增长            |             | 34.2%       | 26.8%       | 49.5%       | 38.0%       | 总资产/股本           | 1.53        | 1.47        | 1.46        | 1.47        | 1.46        |
| 总收入YOY (%)       | 18.4%       | 43.0%       | 30.8%       | 28.9%       | 26.1%       | 盈利对利息倍数          | 12.8        | 12.5        | 24.8        | 36.8        | 50.2        |
| 净利润 YOY (%)      |             | 39.6%       | 30.5%       | 49.5%       | 38.0%       |                  |             |             |             |             |             |
| 经调整利润yoy (%)     |             | 53.6%       | 34.9%       | 32.2%       | 29.9%       |                  |             |             |             |             |             |
| 资产负债表            |             |             |             |             |             | 现金流量表            |             |             |             |             |             |
| 百万元，财务年度截至12月31日 |             |             |             |             |             | 百万元，财务年度截至12月31日 |             |             |             |             |             |
|                  | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |                  | 2022年<br>预测 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |
| 现金               | 994         | 1,301       | 1,395       | 1,569       | 1,869       | EBITDA           | 324         | 430         | 511         | 716         | 941         |
| 应收账款             | 89          | 180         | 235         | 303         | 382         | 融资成本             | 18          | 26          | 16          | 16          | 16          |
| 存货               | 105         | 153         | 169         | 218         | 274         | 营运资金变化           | (50)        | (40)        | 35          | 22          | 26          |
| 其他流动资产           | 171         | 203         | 227         | 286         | 355         | 所得税              | (18)        | (31)        | (36)        | (61)        | (84)        |
| 总流动资产            | 1,360       | 1,838       | 2,026       | 2,376       | 2,880       | 其他营运活动           | 7           | 26          | 52          | 34          | 9           |
| 固定资产             | 71          | 110         | 147         | 177         | 202         | 营运现金流            | 281         | 410         | 579         | 727         | 908         |
| 使用权资产            | 268         | 334         | 388         | 431         | 465         | 资本开支             | (37)        | (76)        | (70)        | (70)        | (70)        |
| 商誉               | 817         | 985         | 1,155       | 1,325       | 1,495       | 其他投资活动           | (141)       | (187)       | (146)       | (169)       | (169)       |
| 其他固定资产           | 103         | 114         | 108         | 108         | 108         | 投资活动现金流          | (178)       | (264)       | (216)       | (239)       | (239)       |
| 总非流动资产           | 1,259       | 1,542       | 1,797       | 2,041       | 2,270       | 负债变化             | (18)        | (55)        | 1           | -           | -           |
| 总资产              | 2,618       | 3,379       | 3,824       | 4,417       | 5,151       | 股本变化             | -           | 479,516     | -           | -           | -           |
| 应付帐款             | 164         | 287         | 295         | 381         | 480         | 股息               | -           | (89,763)    | (98,697)    | (147,593)   | (203,745)   |
| 其他应付账款           | 300         | 295         | 389         | 502         | 633         | 其他融资活动           | (120)       | (389,541)   | 98,425      | 147,279     | 203,376     |
| 其他短期负债           | 90          | 127         | 100         | 100         | 100         | 融资活动现金流          | (138)       | 158         | (270)       | (314)       | (369)       |
| 总短期负债            | 554         | 708         | 785         | 983         | 1,213       | 现金变化             | (35.4)      | 304.0       | 93.4        | 174.4       | 299.9       |
| 租赁负债             | 223         | 277         | 287         | 287         | 287         | 期初持有现金           | 1,030.7     | 994.3       | 1,301.3     | 1,394.7     | 1,569.0     |
| 其他负债             | 123         | 88          | 132         | 132         | 132         | 期末持有现金           | 994.3       | 1,301.3     | 1,394.7     | 1,569.0     | 1,869.0     |
| 总负债              | 900         | 1,073       | 1,204       | 1,402       | 1,632       |                  |             |             |             |             |             |
| 少数股东权益           | 1           | 1           | 2           | 1           | 2           |                  |             |             |             |             |             |
| 股东权益             | 1,717       | 2,305       | 2,617       | 3,013       | 3,516       |                  |             |             |             |             |             |
| 每股账面值(港元)        | 8.2         | 10.7        | 11.7        | 13.5        | 15.8        |                  |             |             |             |             |             |

资料来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。