固生堂（02273.HK）

内生+外延促业绩增长，六大战略方向支撑高质量可持续发展

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1625	2323	3056	3990	5189
增长率 yoy（%）	18.4	43.0	31.5	30.6	30.1
归母净利润（百万元）	183.3	252.2	339.6	491.2	682.8
增长率 yoy（%）	136.1	37.6	34.6	44.6	39.0
经调整净利润（百万元）	198	305	400	536	713
增长率 yoy（%）	26.6	53.7	31.0	34.2	33.0
ROE（%）	10.7	10.9	13.0	16.2	18.8
EPS 最新摊薄（元）	0.75	1.03	1.39	2.02	2.80
P/E（倍）	45.7	33.2	24.7	17.1	12.3
P/E（经调整，倍）	42.3	27.5	21.0	15.6	11.8
P/B（倍）	4.9	3.6	3.2	2.8	2.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2024 年三季度经营数据公告，截至 2024 年 9 月 30 日止三个月的客户就诊人次总数约为 148.5 万人次，较 2023 年同期（客户就诊人次约 118.8 万人次）增长约 25.0%。

内生+外延并举，单季度客户就诊人次数不断攀升。根据公司 2024 年 Q3 经营数据报告，2024 年 Q3，公司客户就诊人次总数为 148.5 万人次，同比增长约 25.0%。其中，新店客户就诊人次总数约为 7.7 万人次，占上述就诊人次增长率 25%中的 6.5%；老店客户就诊人次总数约 140.8 万人次，占上述就诊人次增长率 25%中的 18.5%。根据公司 2024 年 Q1 经营数据报告、2024 年半年报、2024 年 Q3 经营数据报告，2024 年 Q1-Q3，客户就诊人次分别为 107.4 万人次、130.9 万人次、148.5 万人次。

确立六大战略方向，为公司长期高质量、可持续发展提供支撑。根据固生堂投资者关系，在固生堂 2024 年第三季度集团经营分析会上，董事长涂志亮先生对公司未来业务发展提出六大战略方向：1）在强医学中心城市，由医保支付优先转向医生供给优先，实现强医学中心城市的集团化发展；2）省会城市规模化发展；3）建立自费业务体系，实现有内涵、有效的、可持续的增长；4）稳妥有序推进规模性并购，预计每年新进 2-3 个城市；中医出海方面，计划组建体系化的高管团队，在新加坡开设规模性门诊，建立首个海外市场；5）通过自我迭代学习+外部赋能，让每一位固生堂员工持续成就辉煌；6）在组织结构上，计划成立数字化办公室和 AI 运营办公室，整合集团内的财务、人事、运营中心及医务中心，针对关键指标建立标准化管理模块，输出精准的诊断和解决方案。

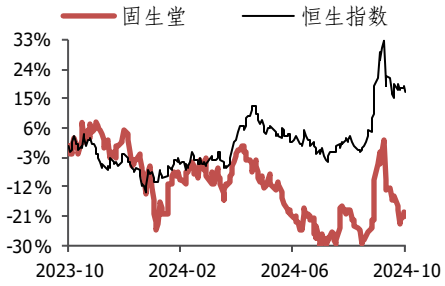
投资建议：公司是国内中医医疗健康服务龙头企业，随着公司“内生+外延”持续拓展业务版图，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 30.56 亿元、39.90 亿元、51.89 亿元，经调整净利润 4.00 亿元、5.36 亿元、7.13 亿元，当前股价对应的 PE 倍数（经调整）分别为 21.0X、15.6X、11.8X，维持“买入”评级。

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2024 年 10 月 30 日收盘价（港元）	37.450
总市值（百万港元）	9,126.88
流通市值（百万港元）	9,058.40
总股本（百万股）	243.71
流通股本（百万股）	241.88
近 3 月日均成交额（百万港元）	38.94

股价走势



作者

分析师 刘鹏
执业证书编号：S1070520030002
邮箱：liupeng@cgws.com
分析师 蔡航
执业证书编号：S1070522050002
邮箱：caihang@cgws.com

相关研究

1、《与美团医疗达成战略合作，进一步提升中医服务数字化》2024-09-12
2、《24H1 业绩增长强劲，线下门店布局加速》2024-08-22
3、《线下门店布局持续推进，业绩超市场预期》2024-04-01

风险提示：核心医师流失风险，医药行业政策不及预期，并购整合不及预期，自建门店不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,360	1,838	2,488	3,226	4,243
现金	994	1,314	1,851	2,462	3,324
应收票据及应收账款	89	180	218	262	313
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	136	128	193	240	299
存货	105	153	180	210	253
其他流动资产	35	63	47	51	55
非流动资产	1,254	1,542	1,465	1,388	1,311
长期股权投资	6	31	31	31	31
固定资产	71	110	92	75	58
无形资产	296	359	299	239	179
其他非流动资产	881	1,043	1,043	1,043	1,043
资产总计	2,614	3,379	3,953	4,614	5,554
流动负债	554	708	982	1,209	1,546
短期借款	18	16	0	0	0
应付票据及应付账款	164	287	379	459	619
其他流动负债	372	405	603	750	927
非流动负债	337	365	365	365	365
长期借款	53	0	0	0	0
其他非流动负债	284	365	365	365	365
负债合计	891	1,073	1,347	1,574	1,911
少数股东权益	1	1	2	4	6
股本	0	0	0	0	0
资本公积	1,721	2,305	2,305	2,305	2,305
留存收益	0	0	299	732	1,333
归属母公司股东权益	1,721	2,305	2,604	3,037	3,638
负债和股东权益	2,614	3,379	3,953	4,614	5,554

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	281	410	589	662	933
净利润	184	253	341	493	685
折旧摊销	108	120	77	77	77
财务费用	18	26	-5	-8	-10
其他经营现金流	-28	11	177	100	181
投资活动现金流	-178	-264	0	0	0
资本支出	8	-3	0	0	0
其他投资现金流	-186	-261	0	0	0
筹资活动现金流	-138	158	-52	-51	-71
短期借款	1	-2	-16	0	0
长期借款	-14	-53	0	0	0
其他筹资现金流	-125	212	-35	-51	-71
现金净增加额	-35	304	537	611	861

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,625	2,323	3,056	3,990	5,189
营业成本	1,125	1,623	2,119	2,742	3,551
营业税金及附加	10	9	10	13	17
销售费用	207	281	351	445	560
管理费用	100	155	199	243	301
财务费用	18	26	-5	-8	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	165	229	383	554	771
其他非经营损益	34	55	0	0	0
利润总额	199	284	383	554	771
所得税	15	31	42	62	86
净利润	184	253	341	493	685
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	183	252	340	491	683
EBITDA	324	430	454	623	838
EPS（元/股）	0.75	1.03	1.39	2.02	2.80

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入（%）	18.4	43.0	31.5	30.6	30.1
营业利润（%）	136.2	37.8	34.6	44.6	39.0
获利能力					
毛利率（%）	30.7	30.1	30.7	31.3	31.6
净利率（%）	11.3	10.9	11.1	12.3	13.2
ROE（%）	10.7	10.9	13.0	16.2	18.8
ROIC（%）	23.0	24.5	27.9	47.4	71.7
偿债能力					
资产负债率（%）	34.1	31.8	34.1	34.1	34.4
净负债比率（%）	-53.6	-56.3	-71.0	-81.0	-91.2
流动比率	2.5	2.6	2.5	2.7	2.7
速动比率	2.3	2.3	2.3	2.5	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	18.2	12.9	14.0	15.2	16.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.8	1.0	1.4	2.0	2.8
每股经营现金流（最新摊薄）	1.2	1.7	2.4	2.7	3.8
每股净资产（最新摊薄）	7.1	9.5	10.7	12.5	14.9
估值比率					
P/E	45.7	33.2	24.7	17.1	12.3
P/B	4.9	3.6	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	-2.4	-2.5	-3.5	-3.4	-3.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES