

内生增长保持良好， 外延扩张贡献增量

核心观点

公司发布 2024Q3 经营数据，Q3 单季度客户就诊总数 148.5 万人次，同比+25.0%。拆分来看，新增门店贡献 6.5%的就诊人次增速，存量门店内生增长贡献 18.5%的就诊人次增速，内生增长良好，并购整合贡献增量。公司加速省会城市规模化布局，全国扩张计划稳步推进。与美团医疗达成战略合作，拓展线上线下融合经营模式。股份回购彰显长期发展信心，持续回报投资者。展望未来，门店经营有望保持良好经营趋势，叠加公司医疗资源整合和全国扩张加速，区域渗透力和规模效应有望持续提升，看好存量及新增门店共同推动公司业绩保持快速增长趋势。

事件

公司发布 2024Q3 经营数据

10月28日，公司发布截至9月30日的三个月经营数据，24Q3 单季度客户就诊总数 148.5 万人次，同比+25.0%。其中公司新成立的医疗机构客户就诊合计 7.7 万人次，占上述客户就诊人次增长率 25.0%中的 6.5%。

简评

内生增长良好，并购整合贡献增量

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,625	2,323	3,045	3,978	5,174
YoY(%)	18.4	43.0	31.1	30.6	30.1
净利润(百万元)	183	252	343	457	605
YoY(%)	136.1	37.6	36.0	33.2	32.5
毛利率(%)	30.7	30.1	31.0	31.4	31.9
净利率(%)	11.3	10.9	11.3	11.5	11.7
ROE(%)	10.7	10.9	13.2	15.2	17.1
EPS(摊薄/元)	0.75	1.03	1.41	1.87	2.48
P/E(倍)	44.5	32.3	23.8	17.8	13.5
P/B(倍)	4.7	3.5	3.1	2.7	2.3

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至 2024 年 10 月 31 日

固生堂 (2273.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070007

发布日期：2024 年 11 月 03 日

当前股价：36.55 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-14.60/-13.08	9.76/-9.73	-23.54/-40.26
12 月最高/最低价 (港元)		51.40/33.25
总股本 (万股)		24,370.85
流通 H 股 (万股)		24,370.85
总市值 (亿港元)		89.08
流通市值 (亿港元)		89.08
近 3 月日均成交量 (万)		101.12
主要股东		
Action Thrive Group Limited		11.98%

股价表现



公司 24Q3 单季度客户就诊总数 148.5 万人次，去年同期为 118.8 万人次。拆分来看，公司新增门店（自 2023 年 10 月 1 日至 2024 年 9 月 30 日新收购及自建）在 24Q3 客户就诊共 7.7 万人次，贡献 6.5% 的就诊人次增速；存量门店内生增长贡献 18.5% 的就诊人次增速，合计实现 25% 的就诊人次增长。公司内生增长良好，同时外延并购和门店扩张持续贡献增量。我们看好存量及新增门店共同推动公司业绩保持快速增长趋势。

加速省会城市规模化布局，全国扩张计划稳步推进

10 月 18 日，公司郑州金水英协分院开业，该分院是公司在河南郑州开设的第二家中医门诊，标志着省会城市规模化发展战略布局上又迈出坚实一步。目前公司已在国内外 20 个城市（含新加坡）开设 74 家线下中医诊疗机构，“连锁化、集团化、规模化、品牌化”发展稳步推进。公司具有较强的并购整合及标准化管理能力，我们看好新增门店对公司业绩产生的增量贡献。

与美团医疗达成战略合作，拓展线上线下融合经营模式

24 年 9 月，公司与美团医疗达成战略合作，公司旗下 70 余家中医医疗机构及 3 万多名中医师将全面入驻美团，为用户提供预约挂号及在线咨询服务。本次合作为公司拓展线上线下融合经营模式打开了新局面，符合公司此前持续通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能的经营战略，有助于促进优质中医资源持续下沉，推动中医医疗健康服务面向更广泛的用户高效延伸。

股份回购彰显长期发展信心

2024 年 9 月，公司斥资约 2167 万港元共 8 次回购公司股份，合计回购约 61.6 万股。我们认为，公司持续进行股份回购，有望推动股东利益、公司利益和专家医生个人利益的紧密结合，有利于增强公司凝聚力与调动积极性，推动公司在未来更好地实现规模化和创新化发展；展望未来，公司将持续推进股份回购用于股权激励计划，逐步建立长效的人才激励机制，彰显公司长期发展信心。

盈利预测及投资评级

我们预计，公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 30.45 亿元、39.78 亿元和 51.74 亿元，归母净利润分别为 3.43 亿元、4.57 亿元、6.05 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.41 元/股、1.87 元/股和 2.48 元/股，同比增长分别为 36.0%、33.2%、32.5%，对应 PE 分别为 23.8x、17.8x 及 13.5x，公司是国内中医医疗服务龙头企业，看好存量及新增门店共同推动公司业绩保持快速增长趋势，维持“买入”评级。

风险分析

1、政策变化风险：公司的主营业务所属较为新颖的医疗服务范围，必须遵守国家的各项法律法规，若国家政策发生变化，将会对公司日常业务的运营等产生影响进而影响公司整体业绩；2、人才短缺风险：公司提供的医疗问诊服务需要相当大体量的专业医务人员，若该类专业医务人员短缺会对公司业绩造成影响；3、公司门店扩张不达预期风险：公司目前正在推进全国门店扩张计划，若扩张计划受到影响，将会对公司业绩产生影响；4、行业竞争加剧风险：目前中医问诊服务刚刚兴起，日后行内可能会出现更多同类型的医疗服务机构，加剧行业竞争风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO细分领域。

2023年（第21届）、2022年（第20届）、2021年（第19届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk