

固生堂 (02273.HK)

24Q3 就诊人次同比增加 25%，内生外延协同增长

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 医药生物 · 医疗服务

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张佳博	021-60375487	zhangjiabo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523050001
证券分析师:	张超	0755-81982940	zhangchao4@guosen.com.cn	执证编码: S0980522080001
联系人:	贾瑞祥	021-60875137	jiaruixiang@guosen.com.cn	

事项:

公司公告: 2024 年第三季度公司客户就诊人次总数约 148.5 万, 同比增长 25%。其中新成立(含自建+收购)的医疗机构客户就诊人次总数约 7.7 万, 占上述客户就诊人次 25%增长中的 6.5%。

国信医药观点:

1、公司 24Q3 就诊量数据同比增速亮眼, 维持上半年就诊量高速增长的趋势(Q1/Q2 诊疗人次分别为 107.4/130.9 万, 同比+42%/+25%)。在整体消费景气度不足的环境下, 公司依然保持诊疗量的持续增长, 展现出公司作为民营中医连锁服务龙头的业务韧性。

2、风险提示: 并购整合进度不达预期、竞争加剧风险、政策风险。

3、投资建议: 固生堂定位基层中医服务龙头, 已初步建立了覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络, 积累了富有经验和覆盖面广泛的医师资源, 自身建立了完善的中医师培养体系, 拥有良好的异地复制扩张和内生成长动力, 维持“优于大市”评级。维持盈利预测, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 30.59/39.92/51.29 亿元, 同比增长 31.7%/30.5%/28.5%; 2024-2026 年经调整归母净利润分别为 4.14/5.23/6.59 亿, 同比增长 35.9%/26.3%/26.0%, 当前股价对应 24.1/19.1/15.1 倍 PE。维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 公司公布 24Q3 经营数据, 就诊人次总数同比增长 25%, 其中 6.5%由新成立医疗机构贡献

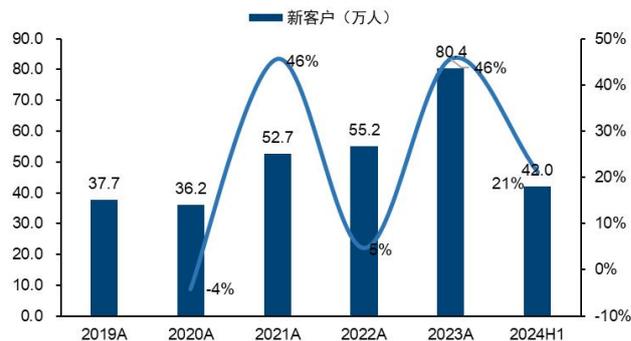
根据公司公告, 2024 年第三季度公司客户就诊人次总数约 148.5 万, 同比增长 25%。其中新成立(含自建+收购)的医疗机构客户就诊人次总数约 7.7 万, 占上述客户就诊人次 25%增长中的 6.5%。根据公司中报数据, 2024H1 新客户 42.0 万人, 同比增长 21%。Q3 在整体消费景气度不足的环境下, 公司依然保持诊疗量的持续增长, 展现出公司作为民营中医连锁服务龙头的业务韧性。公司 2024 前三季度客户就诊人次累计 386.8 万, 同比增长 29%。

图1: 客户就诊人次情况 (单位: 万人次; 2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 新客户情况 (单位: 万人; 2019A-2024H1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 中医服务网络扩展有序推进, 持续股票回购提振股东信心

根据公司投资者关系公众号, 2024 年前三季度公司门店扩张已达全年目标, 累计新增门店 19 家 (自建 4 家+并购 15 家), 主要集中于长三角和中部强省会城市。目前公司已在多个重点城市形成一城多院格局。截至目前, 公司今年已增加全国名中医超 30 位, 省级名中医超 100 位, 医师队伍不断发展壮大, 医疗服务水平持续提升。此外, 截至 2024 年 10 月 31 日, 公司年内已累计回购 446.77 万股股份, 金额 1.77 亿港元, 并于 4 月和 9 月合计注销约 288 万股, 给予投资人稳定回报。

◆ 投资建议: 诊疗量稳健增长, 巩固民营中医连锁服务龙头地位, 维持“优于大市”评级

固生堂定位基层中医服务龙头, 已初步建立了覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络, 积累了富有经验和覆盖面广泛的医师资源, 自身建立了完善的中医师培养体系, 拥有良好的异地复制扩张和内生成长动力, 维持“优于大市”评级。维持盈利预测, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 30.59/39.92/51.29 亿元, 同比增长 31.7%/30.5%/28.5%; 2024-2026 年经调整归母净利润分别为 4.14/5.23/6.59 亿, 同比增长 35.9%/26.3%/26.0%, 当前股价对应 24.1/19.1/15.1 倍 PE。维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

并购整合进度不达预期、竞争加剧风险、政策风险。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 24/11/07	总市值 亿元	经调整 EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300015	爱尔眼科	16.50	1539	0.36	0.38	0.46	0.55	45.8	43.6	36.1	30.2	20%	1.8	优于大市
301267	华厦眼科	23.67	199	0.79	0.75	0.88	1.03	29.9	31.7	26.8	22.9	12%	1.5	无评级
301239	普瑞眼科	50.70	76	1.85	0.78	1.28	1.71	27.4	64.6	39.6	29.7	9%	-25.9	无评级
600763	通策医疗	54.90	246	1.12	1.23	1.41	1.62	49.1	44.5	38.9	33.8	14%	2.7	无评级
2273.HK	固生堂	40.45	99	1.03	1.68	2.12	2.67	35.9	24.1	19.1	15.1	12%	0.6	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	3.59	91	0.13	0.14	0.17	0.20	26.4	22.9	19.4	16.6	4%	1.4	无评级
6078.HK	海吉亚医疗	19.28	111	1.09	1.33	1.60	1.99	16.2	13.3	11.1	8.9	11%	0.6	无评级

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 华厦眼科、普瑞眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖为 Wind 一致预测

相关研究报告：

《固生堂（02273.HK）-2024H1 收入同比增长 38%，巩固民营中医服务龙头地位》——2024-08-26

《固生堂（02273.HK）-中医连锁龙头地位不断巩固，宣派特别股息提振信心》——2023-10-26

《固生堂（02273.HK）—2022 年年报点评：中医诊疗服务龙头快速成长，经营管理韧性强》——2023-04-06

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	994	1301	1696	2063	2629	营业收入	1625	2323	3059	3992	5129
应收款项	225	336	419	558	703	营业成本	1125	1623	2128	2766	3544
存货净额	105	153	186	271	367	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	13	0	0	0	销售费用	207	281	364	471	600
流动资产合计	1360	1838	2337	2934	3749	管理费用	100	155	333	388	457
固定资产	71	110	167	212	244	财务费用	(19)	(26)	32	42	51
无形资产及其他	1113	1343	1209	1125	1045	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	64	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	6	31	46	61	76	其他收入	(29)	(25)	186	192	199
资产总计	2614	3379	3816	4389	5172	营业利润	181	265	388	518	675
短期借款及交易性金融负债	18	16	20	18	18	营业外净收支	17	19	0	0	0
应付款项	193	344	406	490	667	利润总额	199	284	388	518	675
其他流动负债	343	348	427	555	710	所得税费用	15	31	43	57	74
流动负债合计	554	708	853	1063	1395	少数股东损益	0	1	1	1	2
长期借款及应付债券	53	0	30	50	50	归属于母公司净利润	183	252	344	460	599
其他长期负债	284	365	385	405	435						
长期负债合计	337	365	415	455	485	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	891	1073	1268	1518	1880	净利润	183	252	344	460	599
少数股东权益	1	1	2	3	5	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1721	2305	2546	2868	3287	折旧摊销	(108)	(120)	147	149	152
负债和股东权益总计	2614	3379	3816	4389	5172	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(19)	(26)	32	42	51
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(18)	71	57	8	122
每股收益	0.75	1.03	1.40	1.86	2.43	其它	0	0	1	1	2
每股红利	0.00	0.37	0.42	0.56	0.73	经营活动现金流	58	203	550	618	874
每股净资产	7.02	9.41	10.32	11.63	13.33	资本开支	0	81	(70)	(110)	(105)
ROIC	10%	12%	14%	20%	26%	其它投资现金流	(32)	0	0	(7)	(8)
ROE	11%	11%	14%	16%	18%	投资活动现金流	(27)	57	(85)	(132)	(128)
毛利率	31%	30%	30%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	7%	9%	10%	负债净变化	(14)	(53)	30	20	0
EBITDA Margin	5%	6%	12%	13%	13%	支付股利、利息	0	(90)	(103)	(138)	(180)
收入增长	48%	18%	31%	30%	29%	其它融资现金流	(39)	332	4	(2)	0
净利润增长率	—	-136%	36%	32%	31%	融资活动现金流	(67)	46	(70)	(120)	(180)
资产负债率	35%	34%	27%	29%	31%	现金净变动	(36)	307	395	366	566
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1031	994	1301	1696	2063
P/E	47.8	34.8	25.6	19.2	14.7	货币资金的期末余额	994	1301	1696	2063	2629
P/B	5.7	5.1	3.5	3.2	2.9	企业自由现金流	0	267	331	360	622
EV/EBITDA	74	(54)	54	41	33	权益自由现金流	0	568	370	385	630

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032