

固生堂 (02273.HK)

固本培元传承国粹，名医荟聚杏林春暖

政策利好与市场需求双重驱动，中医服务发展空间广阔：国务院办公厅印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》，提出要加快发展覆盖全生命周期的中医药健康服务，推进高素质人才队伍和优质高效中医药服务体系建设。同时在人口老龄化背景下，中医也是医疗服务的刚需，特别是在处理亚健康、妇科、疼痛等复杂、难治、慢性病症方面具有优势，即使出现消费降级，这部分需求受到的影响也较为有限。自2015年以来，我国中医医院数量持续上升，诊疗人次也保持增长态势，消费者对于高质量的中医服务具有旺盛需求。在政策利好的大背景下，中医医疗服务市场需求预计还将保持增长，但是优质中医服务依然具有稀缺性，私营中医服务潜力亟待释放。公司作为头部中医医疗服务集团，同店增长仍处于快速上升阶段，接诊量、会员数依然还有较大上升空间，未来有望迎来更广阔的发展空间。

打造核心竞争力，“强医资+强渠道+强运营”打通中医服务全流程：高质量的中医服务对医生的资质具有较高要求，由于优质医生资源的限制，高水平的中医连锁服务机构目前十分稀缺。公司医生团队由“国医大师”牵头，培养核心中医服务人才，积累骨干医生、青年医生等资源力量，保障服务质量，随着品牌力的提升，公司获医、运营成本有望进一步压缩，实现自身业务可持续增长。传统中医离不开望闻问切的面诊环节，服务覆盖面较窄。为扩大客户范围和市场影响力，公司采用“线上+线下”商业模式，利用信息化管理工具，将线上医疗健康平台与线下医疗机构紧密结合，打通中医医疗服务全流程。截至24年7月，公司在全国19个城市及新加坡拥有74家线下诊疗机构，覆盖区域广，提供全面的中医服务，满足不同患者的需求。在成本端，近年来中药饮片PPI持续提升，使得中医馆运营成本增加，而公司合作供应商数量庞大，截至2023年底公司在全国共有452个供应商，建立了垂直整合的供应链体系。

管理及医生团队资历深厚，股权激励计划凝聚核心人才：公司管理团队由具有医疗行业资深管理经验的人员组成；公司也积极地建立自有医生培养体系，打造名医工作室，打通自有医生职称晋升通道，长期培养核心人才，赋能业务发展。2023年7月，公司发布股权激励计划，进一步增强公司与核心医生的合作能力，团结和激励管理层完成业务发展目标，将股东利益、公司利益、专家利益与核心员工利益紧密结合，利好长远发展。

盈利预测与估值：公司有望受益于国家政策大力支持和市场需求持续增长的双重驱动，线上线下一体化的高效商业模式，以及兼具专业科学性和国际化视野的专家团队，都将成为助力公司快速发展的引擎。展望未来，公司有望积极推动客流量和客单价增长，提升人效、拓展海外业务资源、业务板块协同发展，共同推动公司经营持续向上。我们预计公司2024-2026年归母净利润为3.3, 4.8, 6.6亿元，对应增速为+30%, +47%, +36%，对应PE为24X、16X、12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、市场环境波动风险、监管风险等。

单位/百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1625	2323	3024	3966	5167
(+/-) (%)	18%	43%	30%	31%	30%
归母净利润	183	252	329	483	657
(+/-) (%)	136%	38%	30%	47%	36%
EPS	0.80	1.06	1.35	1.98	2.70
P/E	63.13	47.55	23.73	16.13	11.87

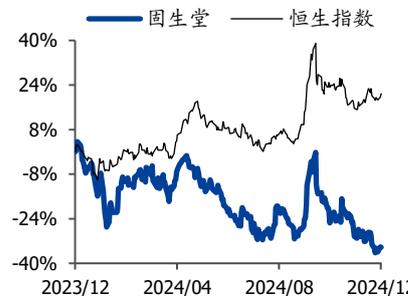
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年12月24日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	医疗服务
12月24日收盘价(港元)	32.00
总市值(百万港元)	7,798.72
总股本(百万股)	243.71
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.17

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 徐雨涵

执业证书编号：S0680524040006

邮箱：xuyuhan@gszq.com

相关研究

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	1360	1838	2,349	2,966	3,816
现金	994	1301	1,709	2,149	2,782
应收账款及票据	89	180	215	265	331
存货	105	153	196	260	330
其他	171	203	228	291	373
非流动资产	1254	1542	1,637	1,746	1,868
固定资产	71	110	149	188	227
无形资产	1113	1343	1,375	1,414	1,462
其他	70	89	113	144	179
资产总计	2614	3379	3,985	4,712	5,684
流动负债	554	708	929	1,168	1,479
短期借款	18	16	14	11	4
应付账款及票据	164	287	376	480	615
其他	372	405	538	677	860
非流动负债	337	365	419	419	419
长期债务	53	0	0	0	0
其他	284	365	419	419	419
负债合计	891	1073	1,348	1,587	1,899
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	1,667	2,258	2,589	3,075	3,734
归属母公司股东权益	1,721	2,305	2,636	3,122	3,781
少数股东权益	1	1	2	3	4
股东权益合计	1,722	2,306	2,638	3,125	3,785
负债和股东权益	2,614	3,379	3,985	4,712	5,684

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	487	616	826
净利润	183	252	329	483	657
少数股东权益	0	1	1	1	2
折旧摊销	108	120	76	80	84
营运资金变动及其他	-10	37	82	51	83
投资活动现金流	-178	-264	-78	-175	-188
资本支出	-38	-78	-147	-158	-172
其他投资	-141	-186	69	-17	-17
筹资活动现金流	-138	158	-3	-4	-7
借款增加	-87	-131	-3	-3	-7
普通股增加	-20	405	0	0	0
已付股利	0	-90	0	0	0
其他	-31	-26	-1	-1	0
现金净增加额	-36	307	408	440	633

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1625	2323	3,024	3,966	5,167
其他收入	2	3	4	5	6
营业成本	1125	1623	2,172	2,833	3,655
销售费用	207	281	342	456	594
管理费用	100	155	206	175	232
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	7	-25	-34	-43
除税前溢利	199	284	366	545	740
所得税	15	31	37	60	82
净利润	184	253	329	485	658
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	183	252	329	483	657
EBIT	202	291	341	511	698
EBITDA	310	411	417	591	782
EPS (元)	0.80	1.06	1.35	1.98	2.70

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	18.40%	43.01%	30.15%	31.14%	30.31%
归属母公司净利润	136.15%	37.59%	30.31%	47.11%	35.86%
获利能力					
毛利率	30.75%	30.13%	28.14%	28.51%	29.24%
销售净利率	11.28%	10.86%	10.87%	12.19%	12.71%
ROE	10.65%	10.94%	12.47%	15.49%	17.37%
ROIC	10.42%	11.16%	11.56%	14.50%	16.38%
偿债能力					
资产负债率	34.11%	31.76%	33.82%	33.69%	33.40%
净负债比率	-53.61%	-55.72%	-64.28%	-68.44%	-73.37%
流动比率	2.5	2.6	2.53	2.54	2.58
速动比率	2.3	2.4	2.31	2.31	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.82	0.91	0.99
应收账款周转率	20.0	17.3	15.30	16.49	17.33
应付账款周转率	6.91	7.20	6.55	6.62	6.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.80	1.06	1.35	1.98	2.70
每股经营现金流	1	2	2.00	2.53	3.39
每股净资产	7.5	9.3	10.82	12.81	15.51
估值比率					
P/E	63.1	47.5	23.73	16.13	11.87
P/B	6.76	5.39	2.96	2.50	2.06
EV/EBITDA	34.54	27.08	14.62	9.57	6.42

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价

内容目录

1. 中医医疗连锁服务机构第一股，提供优质中医诊疗服务	4
1.1 专注中医医疗健康服务，满足多样化医疗健康管理需求	4
1.2 董监高团队成熟稳定，全方位助力公司发展	5
1.3 经营规模稳步提升，长期发展能力优异	6
2. 中医医疗健康服务赛道：根植千年文化土壤，未来发展空间广阔	9
2.1 特色中医医疗服务体系，行业规模持续增长	9
2.2 需求端：疾病谱变化与健康意识增强，中医医疗服务需求旺盛	9
2.3 供给端：政策利好中医医疗服务，医疗资源配置进一步优化	10
3. 优质医生资源持续拓展，内生外延门店加速扩张	13
3.1 医生端：优质中医医师团队庞大，获医能力强大	13
3.2 门店端：核心城市拓店强劲，全国布局持续深入	14
3.3 成本端：合作供应商数量庞大，院内制剂开拓想象空间	15
盈利预测与估值	18
可比公司估值	19
风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历史	4
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024/12/20)	4
图表 3: 公司管理层简介	5
图表 4: 2018-2024H1 公司营收情况	6
图表 5: 2018-2024H1 公司净利润情况	6
图表 6: 2018-2024H1 公司毛利率、净利率	7
图表 7: 2018-2024H1 公司各项费用率	7
图表 8: 2018-2024H1 公司不同业务收入变化 (百万元)	7
图表 9: 2018-2024H1 公司不同业务毛利率情况	7
图表 10: 2020-2024H1 公司各渠道收入情况 (百万元)	8
图表 11: 2018-2032E 中国中医医疗服务行业市场规模	9
图表 12: 2012-2023 中国人口老龄化情况	10
图表 13: 2019 年 18 岁以上居民部分慢性病患病率	10
图表 14: 近年来中医医疗服务行业相关政策	10
图表 15: 2021 各类型中医医疗机构数量及占比	11
图表 16: 2021 年各类型中医机构门诊人次及占比 (百万人次)	11
图表 17: 2020 年私营中医医疗健康服务提供商市占率	11
图表 18: 2019-2023 年中医医师人数 (万人) 及占比	11
图表 19: 2022-2024H1 医疗雇员情况 (位)	13
图表 20: 2021-2024H1 线下营收及客单价 (百万元, 元)	13
图表 21: 公司旗下国医大师介绍	14
图表 22: 2024H1 公司线下业务拓展情况 (个)	15
图表 23: 2024H1 线上、线下营业收入占比	15
图表 24: 2022-2024H1 客户就诊人次及回头率情况 (人次)	15
图表 25: 2018 年-2024 年 H1 中药饮片价格变化情况	16
图表 26: 2023 年公司供应商数量	16
图表 27: 2022-2024H1 新增院内制剂情况	17
图表 28: 公司预期收入拆分 (百万元)	18
图表 29: 2024-2026 年公司费用率预测 (百万元)	18
图表 30: 可比公司估值情况	19

1. 中医医疗连锁服务机构第一股，提供优质中医诊疗服务

1.1 专注中医医疗健康服务，满足多样化医疗健康管理需求

中医服务行业标杆企业，提供“线上+线下”一体化OMO服务。公司成立于2010年，总部位于中国广州，是国内领先的集中医诊疗、药品研发、中医人才培养等于一体的中医连锁管理集团。公司以数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，构建了“线上+线下”OMO服务模式。截至2024年8月，公司在全国20个城市及新加坡开设77家线下中医诊疗机构，通过线上线下医疗平台服务网络覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、苏州等300余座城市。公司执业中医师超过3万名，累计服务客户超过1900万人次。2021年12月10日，公司在香港证券交易所挂牌上市。

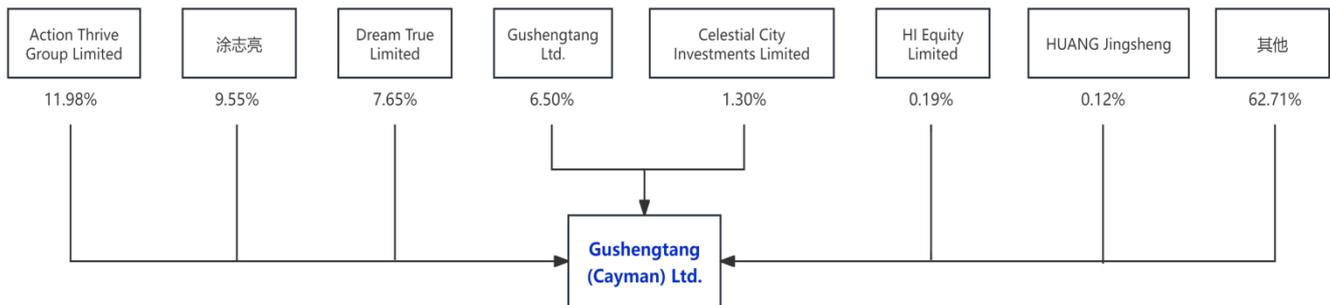
图表1: 公司发展历史



资料来源: 公司官网, 公司招股书, 国盛证券研究所

公司股权结构集中，实控人为涂志亮先生。公司创始人涂志亮先生为公司实控人，截至2024年12月20日，涂志亮先生直接持有公司9.55%股权，通过全资子公司Action Trive和Celestial City持有公司11.98%和1.30%的股权，通过家族信托持有的Dream True持有公司7.65%股权，此外还通过Gushengtang Ltd.间接持有公司6.50%股权。

图表2: 公司股权结构 (截至2024/12/20)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

1.2 董监高团队成熟稳定，全方位助力公司发展

公司董监高团队稳定，创始人具有多年医药经验。公司董事会由7名董事组成，包括一名执行董事、三名非执行董事、三名独立非执行董事，公司创始人兼执行董事涂志亮先生深耕于医药服务行业，曾任中华中医药学会常务理事等职，在中医药行业具有丰富资源，其他高管分别在财务、公司管理、计算机科学、法律等领域有多年经验。董监高团队相互协作，各司其职，助力公司长久发展。

图表3: 公司管理层简介

姓名	任职情况	从业经验
涂志亮	董事会主席、执行董事、行政总裁	在医疗行业拥有逾19年经验，对医疗服务及产品具有深入了解，并通过管理固生堂集团及发展业务获得丰富的管理经验，曾任职于爱康健康科技集团有限公司
张秋敏	助理总裁	在医疗健康行业拥有逾16年经验，负责北京业务区域的整体业务管理及团队管理，兼管上海及天津业务区域
邓仕刚	首席财务官	在财务及会计方面拥有逾24年经验，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
李洁	副总裁	在医疗健康行业的营销及企业管理方面拥有逾21年经验，负责监管深圳业务区域的营运。
郑项	副总裁	在互联网及医药行业拥有逾16年经验，负责主管技术系统的构建及开发，管理集团三方平台流量合作，领导推广及扩张提供中医医疗健康服务的线上医院整体业务营运
于鹏	法律事务总监、公司秘书	曾在国浩律师(广州)事务所、北京市金杜(广州)律师事务所担任律师，主要负责本集团的法律合规、董事会事务及企业管治事宜
张启昌	公司秘书	在公司秘书、会计及财务方面拥有超过20年的专业经验，为方圆的高级经理，负责协助上市公司从事专业公司秘书工作

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

两期股权激励凝聚核心人才，彰显长期发展信心:

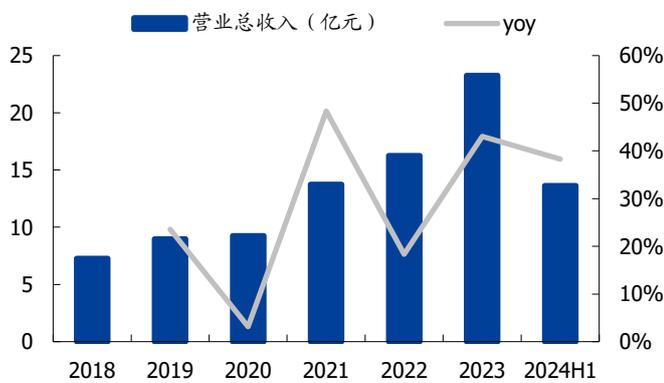
- 2023年7月18日，公司发布股权激励计划。1) 根据购股权计划，向36名雇员参与者及175名服务提供者授出购股权共134.36万股股份，占已发行股份总数的约0.56%，购股权行使价为每股50.50港元。2) 根据受限制股份奖励计划(新股份)，向36名管理层参与者及167名服务提供者授出182.82万份奖励，占已发行股份总数的约0.76%，购买价为每股25.25港元。3) 根据受限制股份奖励计划(现有股份)向8名服务提供者授出9.25万份奖励，占已发行股份总数的约0.04%，购买价为每股5元。该计划进一步增强公司与核心医生的合作能力，团结和激励管理层完成业务发展目标，将股东利益、公司利益、专家利益与核心员工利益紧密结合，利好长远发展。
- 2023年8月29日，公司发布股权激励计划。1) 根据购股权计划向137名雇员参与者授出购股权，以认购合共4,472,256股股份，占已发行股份总数的约1.86%，授出购股权的行使价为每股股份39.41港元。2) 根据受限制股份奖励计划(新股

份)向193名管理层参与者授出7,007,319份奖励,涉及合共7,007,319股受限制股份,占已发行股份总数的约2.91%,受限制股份的购买价为每股19.45港元。该计划进一步提升了核心员工的凝聚力和稳定性,有助于激励管理团队持续创新和奋斗。

1.3 经营规模稳步提升,长期发展能力优异

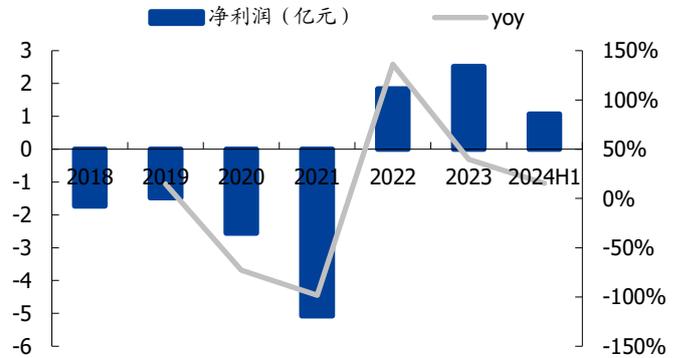
公司稳健增长,净利润2022年扭亏为盈后保持稳健增长。公司营业收入从2018年的7.27亿元增长至2023年的23.27亿元,CAGR为26.2%;净利润从2018年的-1.73亿元提升至2023年的2.52亿元。2023年公司营业总收入同比增加43.1%,主要源于线上医疗平台的业务扩张以及新收购及现有线下医疗机构收入增加。

图表4: 2018-2024H1 公司营收情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

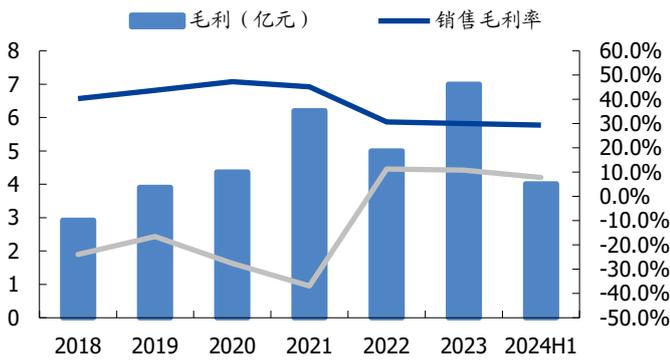
图表5: 2018-2024H1 公司净利润情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

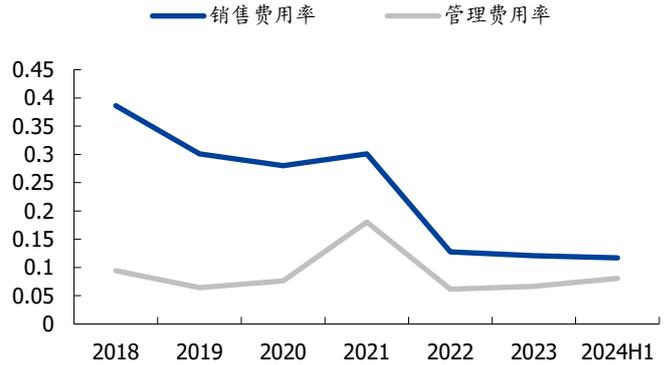
毛利率维持较高水平,费用率稳中有降。近五年公司销售毛利率稳定在30%以上,2018-2021年公司毛利率从40.3%增加至45.2%;2022年毛利率为30.8%,统计口径调整带来毛利率的变化,原口径下2022年毛利率约为45.6%,同比仍有小幅提升;2023年毛利率为30.1%,基本维持稳定。2018至2023年,销售费用率显著下降,管理费用率在提升后又实现回落,其中2021年费用率有所增加,主要是由于扩大业务规模导致线下诊所开支增加及上市开支等因素,费用控制进一步优化后费用率稳中有降。

图表6: 2018-2024H1 公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

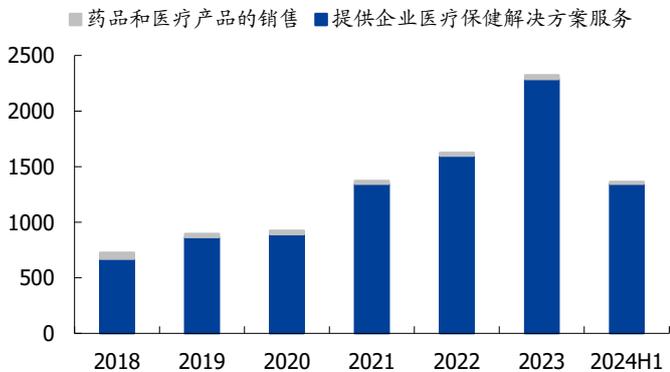
图表7: 2018-2024H1 公司各项费用率



资料来源: wind, ifind, 国盛证券研究所

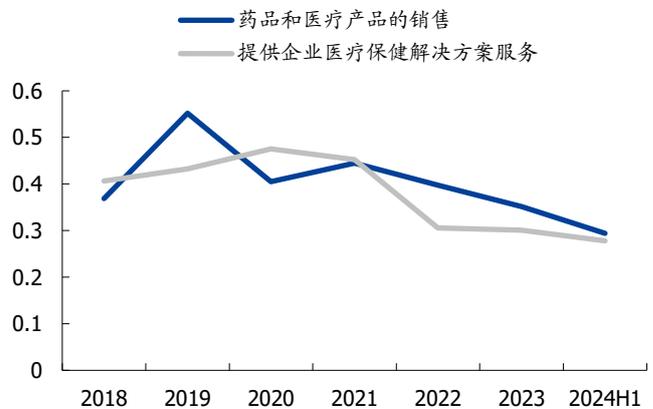
提供医疗健康解决方案服务贡献主要收入，各业务毛利率均维持高水平。公司主营两大业务为提供企业医疗保健解决方案服务与药品和医疗产品的销售。2018-2023 年提供医疗保健解决方案服务收入占比从 92% 增加至 98.4%，为主要收入来源；实际收入从 6.68 亿元增加至 22.87 亿元，收入增长迅猛；近五年毛利率始终维持 35% 以上的较高水平，保证了公司稳定良好的盈利能力。2018-2023 年药品和医疗产品销售同期占比均小于 10%，且 2023 年下降至 1.6%；2018-2021 年毛利率维持在 40% 以上，2022-2023 年下降至 30.1%。

图表8: 2018-2024H1 公司不同业务收入变化 (百万元)



资料来源: wind, ifind, 国盛证券研究所

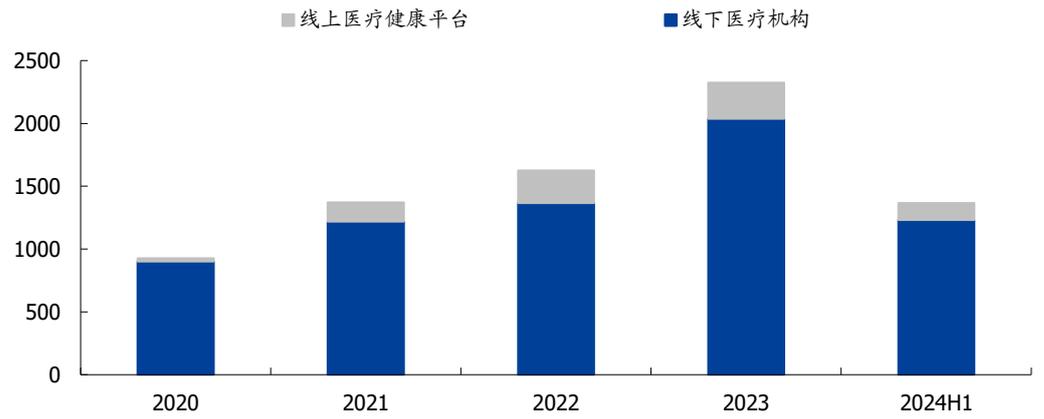
图表9: 2018-2024H1 公司不同业务毛利率情况



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

线下医疗机构收入占营收主体，线上业务迅速发展。2020 到 2023 年，公司线下医疗机构收入从 9.01 亿元持续增加至 20.37 亿元，贡献主要收入来源；线上医疗健康平台收入从 24.1 百万元迅速增加至 2.86 亿元，线上业务的增长主要源于公司于 2020 年 11 月和 2021 年 4 月先后收购线上平台“白露”和“万家”，提高了线上客户诊疗量。公司线上线下医疗服务网络联动发展，收入有望进一步提升。

图表10: 2020-2024H1 公司各渠道收入情况 (百万元)



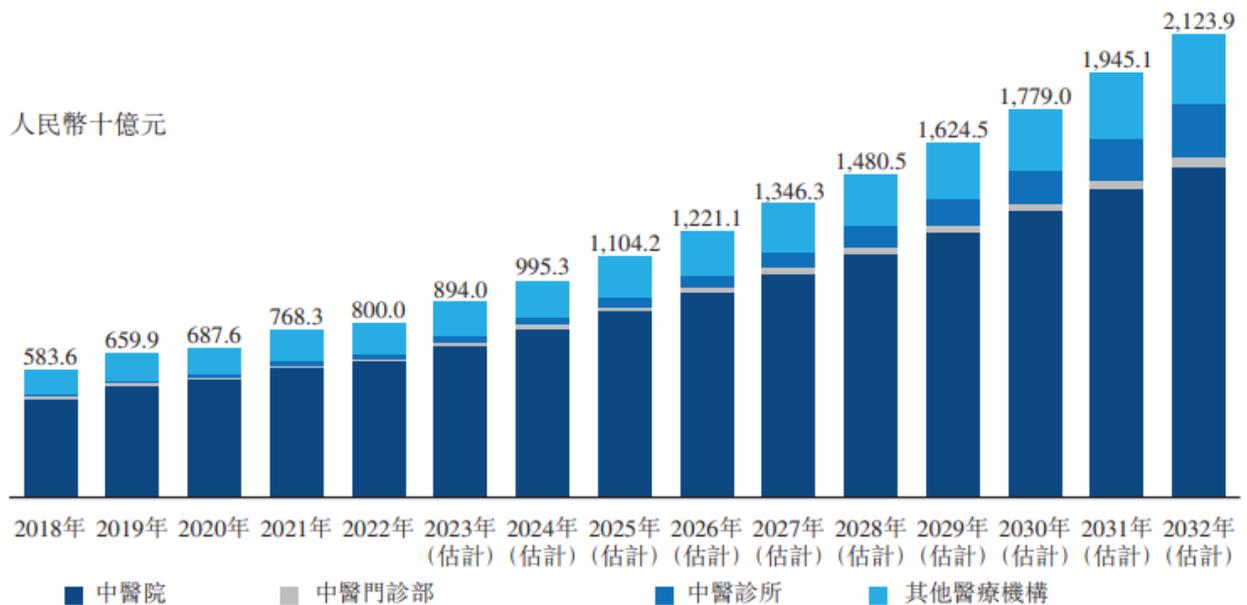
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 中医医疗健康服务赛道：根植千年文化土壤，未来发展空间广阔

2.1 特色中医医疗服务体系，行业规模持续增长

中医历史悠久，中医医疗服务市场规模逐步扩大。中医植根于中国古代哲学思想，通过整合药物资源和整体理疗来促进患者的身心健康。按中医医疗服务提供商创造的总收入计，中国中医医疗服务行业的市场规模从2018年的人民币5,836亿元增至2022年的人民币8,000亿元，复合年增长率为8.2%，占2022年中国医疗服务行业总市场份额的13.4%。根据弗若斯特沙利文的资料，该市场规模预计大幅增长，2032年有望达到人民币21,239亿元，2022年至2032年的复合年增长率有望达到10.3%，预计占2032年中国医疗服务行业总市场份额的19.3%。

图表11: 2018-2032E 中国中医医疗服务行业市场规模



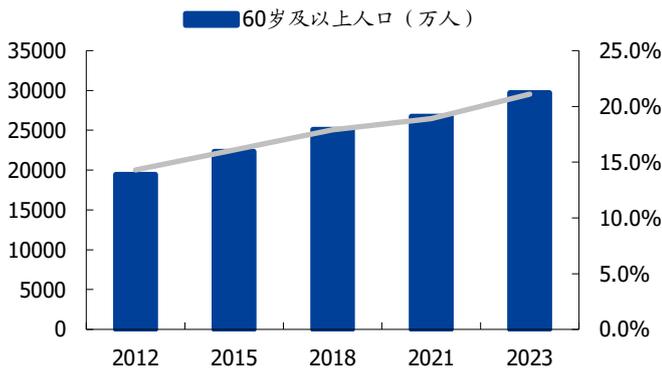
附註：《中國統計年鑑2023》尚未發佈，2022年的數據基於預測。

资料来源：wind，同仁堂医养招股说明书，国家卫健委，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

2.2 需求端：疾病谱变化与健康管理意识增强，中医医疗服务需求旺盛

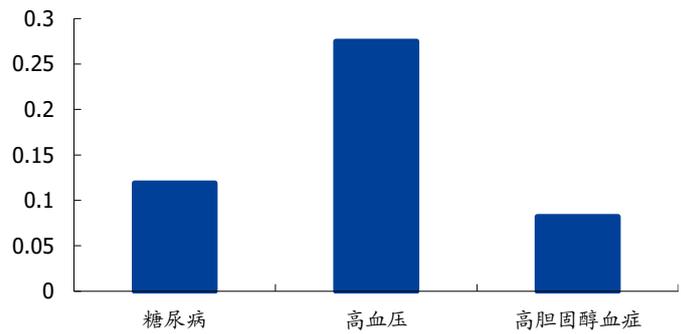
人口老龄化及慢性病发病率上升，中医契合全周期健康管理需求。中国老龄化趋势明显，人口的预期寿命不断延长，老年人对药物治疗和慢性病管理的需求普遍较高，且对中医疗法有较高信任度。此外，工作和生活压力的增大以及不健康的生活方式导致中国慢性病的患病率不断上升。例如，高血压年龄标化发病率从1993~1997年的40.8/千人年增加至2011~2015年的48.6/千人年。中医注重预防保健和长期健康管理，适用于慢性病的管理和疑难复杂疾病的治疗。预计人口老龄化与慢性病患病率的上升将继续刺激中国居民在中医医疗服务方面的支出，以满足慢性病管理的长期需求。

图表12: 2012-2023 中国人口老龄化情况



资料来源: 2022/2023 年度国家老龄事业发展公报, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表13: 2019年18岁以上居民部分慢性病患病率



资料来源: 中国居民营养与慢性病状况报告(2020年), 国盛证券研究所

中医医疗服务需求多样化, “线上+线下” 医疗接受度不断提高。随着经济发展及人均可支配收入的不断增长, 居民对预防保健、慢性病管理及整体健康的意识不断增加, 这推动了中医医疗服务需求。中医医疗服务作为一种全面的医疗方法, 在中国得到越来越多的认可。此外, 线上线下一体化中医医疗服务也被越来越多的人接受和认可。客户逐渐形成了在与中医医师进行线下初诊后, 寻求便捷的线上医疗服务的消费习惯, 表明了线上线下一体化中医医疗服务的可接受性。

2.3 供给端: 政策利好中医医疗服务, 医疗资源配置进一步优化

国家出台多项中医医疗服务行业利好政策, 激发中医医疗服务提供商增长潜力。2023年国务院发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》明确提出鼓励建设地市级中医院, 县级中医院建成特色优势专科, 建设基层中医医疗机构。2022年国务院发布的《“十四五”中医药发展规划》提出鼓励建设非公立医疗机构, 普遍开展社区中医医疗服务并推进互联网中医医疗机构的建设, 支持企业经营中医连锁医疗机构。政策利好加速中医医疗服务行业发展。

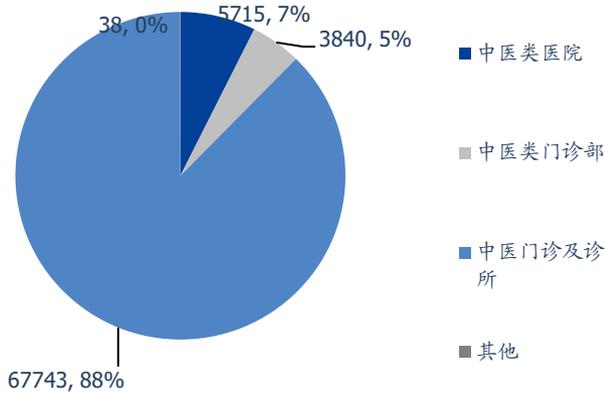
图表14: 近年来中医医疗服务行业相关政策

时间	政策名称	主要内容
2023年	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	鼓励建设地市级中医院; 鼓励县级中医院建成特色优势专科; 鼓励建设基层中医医疗机构
	《关于开展紧密型城市医疗集团建设试点工作的通知》	推进网格化布局建设紧密型城市医疗集团; 推动各级各类医疗机构的协调与合作, 落实功能定位。
2022年	《“十四五” 中医药发展规划》	普遍开展社区中医医疗服务; 推进互联网中医医疗机构的建设; 鼓励社会办医疗机构设置中医药科室。
	《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》	推动国有企业举办医疗机构的发展和扩张, 将医疗服务作为其主要业务, 旨在支持国有企业举办医疗机构高质量发展。
2021年	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点; 将开展互联网诊疗的定点中医医疗机构提供的“互联网+” 中医药服务纳入医保支付范围; 加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度; 鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围。

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

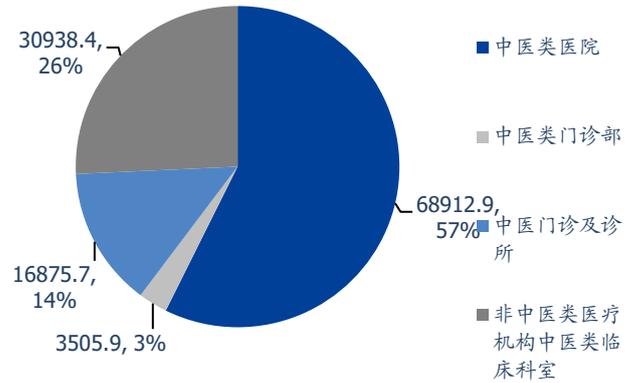
医疗资源供需失衡，私营中医服务市场潜力待释放。中医诊疗服务领域的市场参与者主要为公立综合国有医院和私营中医门诊部/诊所两类。公立中医院存在政府保证、医师资源充足，患者对其信任度高，承接了大部分的诊疗需求。2022年卫生统计年鉴数据显示，2021年国内各类中医医疗机构中，中医院、中医类门诊部、中医门诊和诊所的数量占比分别为7.4%、5%和87.6%，而承担的诊疗量占比分别为57.3%、2.9%和14%。供需失衡导致中国的中医医疗资源利用效率低下，公立医院供不应求，私立医院存在较大发展空间。随着普惠医疗政策的实施，医疗资源将更适当地重新分配予私营中医医疗机构。

图表15: 2021 各类型中医医疗机构数量及占比



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

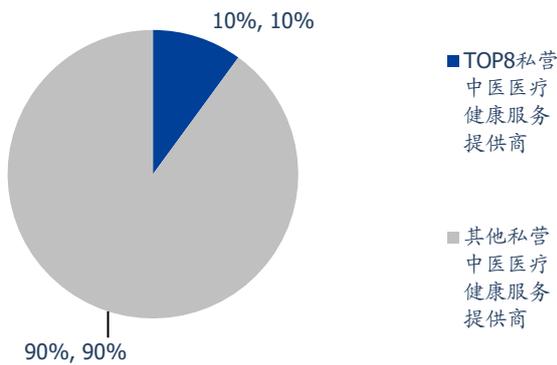
图表16: 2021 年各类型中医机构门诊人次及占比 (百万人次)



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

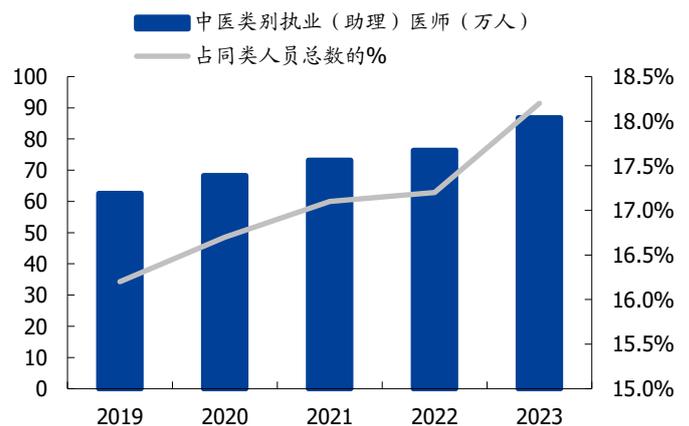
市场格局高度分散，竞争者数量繁多。根据弗若斯特沙利文的资料，按2020年的收入计算，提供中医诊疗服务的私营医疗提供商的市场规模占整个中医诊疗行业领域的42%。私立中医诊疗服务领域高度分散，龙头企业市占率低。按2020年提供医疗健康解决方案产生的收入计算，中国私营中医医疗服务提供商CR8为10%，TOP1企业市占率仅达2.9%。固生堂在私立中医诊疗服务领域的市场份额为0.6%，在中国所有私营中医医疗健康服务提供商中排名第八。

图表17: 2020 年私营中医医疗健康服务提供商市占率



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表18: 2019-2023 年中医医师人数 (万人) 及占比



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

私营中医医疗服务进入壁垒主要包括：

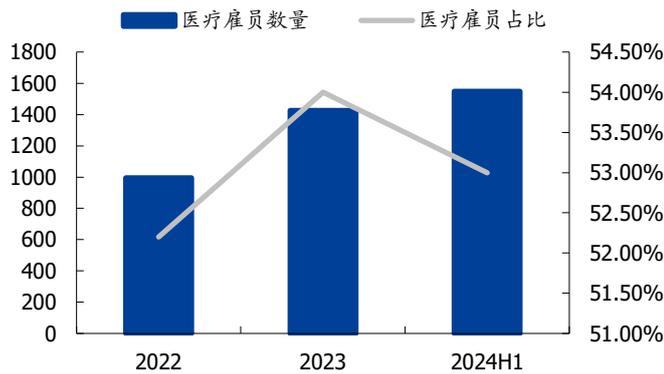
- 1. 经验丰富的中医医师资源竞争激烈。**中医人才培养需要长期培训，多年学术研究和临床培训的昂贵投资，以及传授诊疗经验的师承带教制度。截至2023年，中国的中医医师数量仅占同类医师总数的18.2%。经验丰富的中医医师稀缺，表明对优秀中医医疗服务的需求尚未得到满足。新进入市场的企业难以招募到数量足够的一流中医医师。
- 2. 建立品牌知名度需要较长时间。**公立中医医疗机构与经营历史较长、品牌历史悠久的私营中医医疗机构一般都拥有广泛的客户基础，对其服务具有忠实度。新进入中医医疗服务行业的企业通常需要较长的时间才能建立广受认可和信赖的品牌。
- 3. 以闭环服务能力分级运营医疗机构的综合要求。**由于在分级部署医疗机构及供应链运作方面缺乏集中管理专长及经验，新的市场进入者普遍面临以闭环服务能力分级运营医疗机构的困难。龙头企业优势稳固，有望通过收购进一步淘汰中小竞争者，提升市占率。

3. 优质医生资源持续拓展，内生外延门店加速扩张

3.1 医生端：优质中医医师团队庞大，获医能力强大

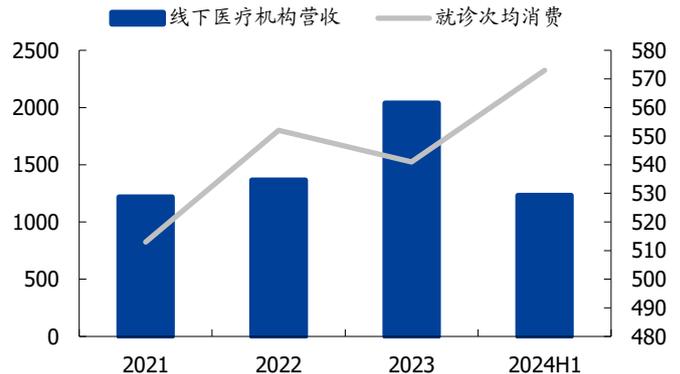
公司医疗团队庞大，医师供给充足。近年来，公司医疗团队迅速扩张，截至2024年8月，固生堂执业中医师总数超过3.9万名，截至2024H1，公司自雇医师及其他医疗专业人员达1548人，占比超50%。目前，公司合作国医大师总数达七位，医师团队力量强大，获医能力较强。

图表19: 2022-2024H1 医疗雇员情况 (位)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 2021-2024H1 线下营收及客单价 (百万元, 元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上线下结合运营，医疗年产出呈上升态势。截至2024年7月，公司共建立了覆盖全国19个城市及新加坡的线下基层医疗服务网络。2024年H1公司线下医疗机构实现营收12.30亿元，同比增长43.7%；客单价达573元，医疗雇员人均产出79.49万元，同比增长4.4%。

医生治疗经验丰富，权威性强，坚持可持续发展。国医大师是中医药工作者的杰出代表，“国医大师”的称号是中医药行业的最高荣誉。国医大师评选于2009年召开第一届评选会，每四年评选一次，每次评选国医大师30位。至今国内共评选出120位国医大师。公司合作的国医大师主治疾病涵盖心脑血管系统疾病，疑难杂症以及妇科病症等等，通过与国医大师、国家级和省市级名中医搭建起中医学学术高地，保障自身服务质量，实现自身业务可持续增长。

图表21: 公司旗下国医大师介绍

姓名	任职情况/主治项目
许润三	卫生部中日友好医院主任医师、教授。擅长: 不孕症、子宫内膜异位症、盆腔炎、乳腺增生、子宫肿瘤、月经不调、痛经、闭经等妇科疾病, 男性不育症、精子异常及阳痿、早泄等性功能障碍
周岱翰	广州中医药大学第一附属医院主任医师。擅长: 肝癌、肺癌、肠癌、乳腺癌等晚期癌瘤, 长期致力于中医治疗肿瘤研究, 通过改善身体状况, 提高患者生存质量; 追求医病先医心, 帮患者建立信心; 坚持中西医结合, 以创新推动中医发展。
施杞	上海中医药大学教授、主任医师。临床擅长医治各类脑病和脊椎病, 对脑外伤、脑瘤、颈椎病、腰椎间盘突出症、骨折不愈合、骨质增生、骨质疏松及各类风湿痹证有较深入的研究。
严世芸	上海中医药大学终身教授。擅长中医内科, 对中医治疗心脑血管疾病及疑难杂症, 疗效显著。从事中医各家学说、中医学术发展史、中医历代医家学术思想及学术经验、藏象辨证论治体系、中医学方法论和人才培养规律, 以及中医心血管疾病临床和基础研究工作
林毅	广州中医药大学第二附属医院(广东省中医院)主任医师、教授。擅长乳腺良恶性肿瘤尤其是三阴、双阴性乳腺癌, 乳腺炎性疾病尤其是肉芽肿性乳腺炎, 及乳腺增生性疾病、疑难病症中医、中西医结合治疗。
王庆国	北京中医药大学教授。治疗消化、内分泌、心脑血管系统疾病, 自身免疫性疾病具有显著疗效, 如胃炎、胃溃疡、急性慢性结肠炎、慢性肝炎, 肝硬化, 胆囊炎, 过敏性鼻炎, 睡眠障碍, 红斑狼疮、类风湿性关节炎, 糖尿病, 高血压, 冠心病等。同时治疗其他内科, 儿科, 妇科等常见病。
葛琳仪	浙江中医学会副会长。临床上以擅治肺系病、脾胃病、老年病、疑难杂症而著称。擅长采用中西医结合方法治疗呼吸系统疾病: 慢性支气管炎、支气管哮喘、肺气肿、肺源性心脏病等和消化系统疾病: 慢性胃炎、消化性溃疡、消化道出血等疾病及疑难杂症。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

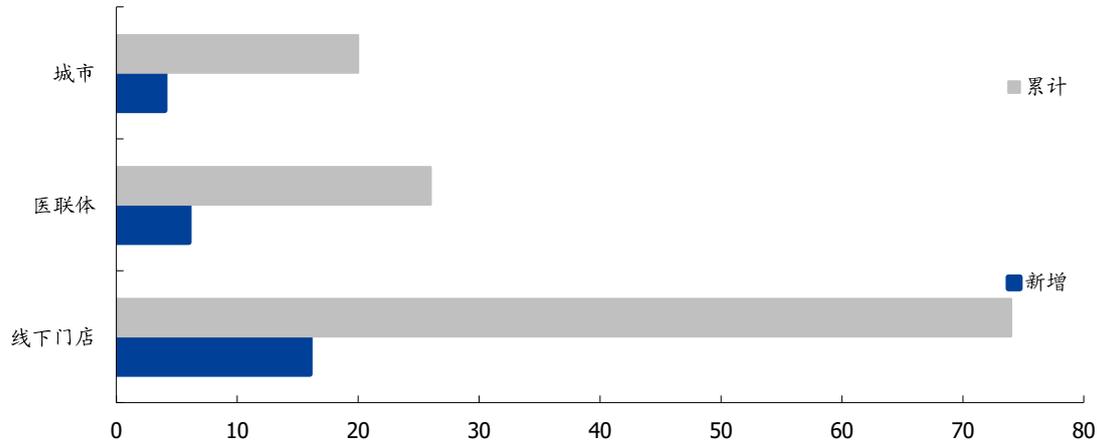
积极响应国家政策, 强化医疗团队建设, 加强中医人才培养。《十四五中医药发展规划》要求, 截至 2025 年每千人口中医类别执业人数要从 0.48 提升至 0.62, 明确表示对中医发展的支持。目前公司已搭建起学术带头人(国医大师、全国与省市名医)-骨干医生(全职、社区医生)-青年医生(硕博毕业生)的三个梯度人才培养体系。2023 年公司共计招募了 100 余名中医药大学硕博毕业生, 致力于培养青年医生的临床实践能力, 使其逐步成为骨干医生。

3.2 门店端: 核心城市拓店强劲, 全国布局持续深入

服务网络持续拓展, 新店扩张顺利推进。公司线下服务平台(医联体、门店)建设持续推进。2024 年 H1, 与黑龙江中医药大学、中山市中医院等知名医院和科研院校建立合作关系, 新增 6 家医联体合作单位, 累计合作单位达 26 家。服务网络遍及全国, 辐射东南亚。截至 2024 年 7 月, 拥有遍布全国 19 座城市及新加坡、由 74 家门店组成的线下中医服务网络。2024H1, 公司自建 4 家、并购 12 家门店。线下业务新拓展至新加坡、

长沙等4座城市，战略布局持续扩大，推动优质医师资源下沉与共享。后续，公司还将继续推进扩张计划，扎实推进国内外服务网络布局。

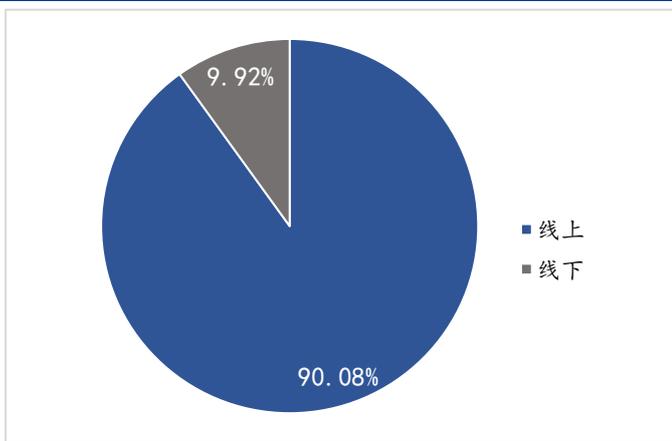
图表22: 2024H1 公司线下业务拓展情况 (个)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

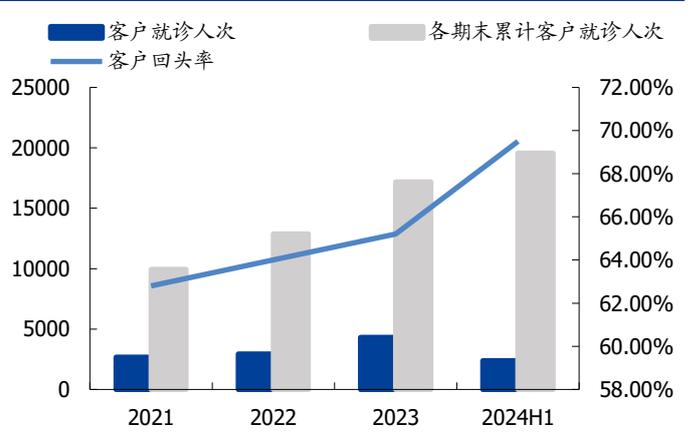
线下业务增收显著, 客户粘性拉动营收增长。近年来, 公司的线下收入持续高增长。2024年H1, 线下收入12.31亿元, 占总体营收90.08%, 同比增长43.7%, 在深圳、广州、上海等地知名度出众。2024H1, 客户群稳定增长, 客户回头率达69.5%, 人均消费573元, 较上年同期增长4.95%, 反映出不俗的客户粘性和营收实力。

图表23: 2024H1 线上、线下营业收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 2022-2024H1 客户就诊人次及回头率情况 (人次)



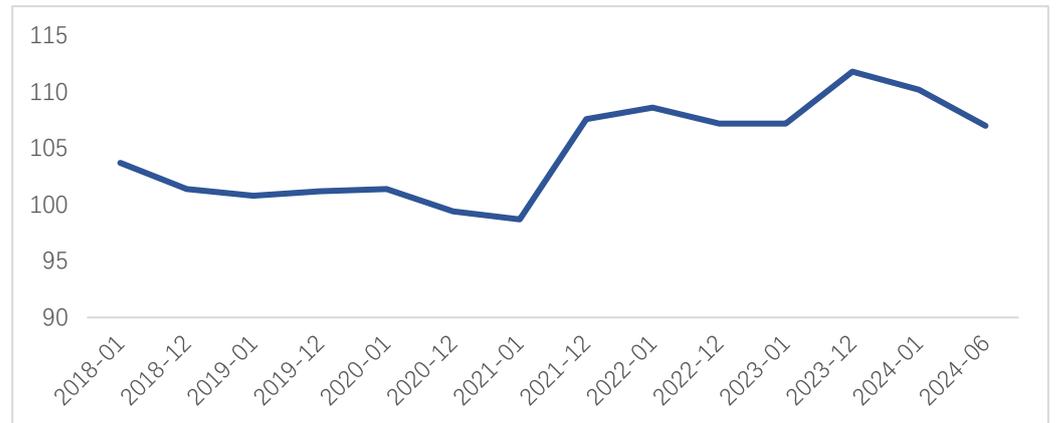
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 成本端: 合作供应商数量庞大, 院内制剂开拓想象空间

近年来中药饮品价格提高, 进而提高中医馆的成本。根据国家统计局数据, 上游中药饮片PPI已经从2018年1月份的103.7上涨到2023年12月份的111.8。随着中药知识的普及和养生的增强, 民众对中药材的需求增多, 同时部分中药材因产量小、规模小的问题, 市场需求的波动会对价格造成较大影响, 导致价格上涨。同时随着国家对中药材规范化种植的要求提高, 导致中药材种植成本上升, 也推动了价格的上涨。除此之外, 由于资本的炒作、生产工艺标准提升、自然灾害和减产、盲目无序种植等原因的存在,

也会导致中药材价格的波动程度加大。而中药饮片价格的上涨也使得一些中医馆的成本增加。

图表25: 2018年-2024年H1 中药饮片价格变化情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

公司具有良好的供应链系统,可以降低成本。从公司合作供应商的情况来看,截至2023年底公司在华南、华东、华北、华中、东北、西南、西北共有452个供应商。公司建立了垂直整合的供应链体系,与国内大型中药公司签订战略合作,极大程度上确保了符合公司需求的产品供应,可以实现规模效应,从而降低采购成本。同时与更多的供应商合作可以增加公司的议价能力,从而在采购价格上获得更优惠的条件。

图表26: 2023年公司供应商数量

地区	供应商个数
华南	139
华东	193
华北	48
华中	32
东北	11
西南	20
西北	9
港澳台	0
海外	0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2024年上半年公司新增三个院内制剂获得药监局备案许可,进一步增强公司成本优势。分别是岗桔清咽颗粒(2024)、香桃颗粒(2024)、参芪固本膏(2024),累计已有10个产品获药监局备案。院内制剂的开放和推广不仅能够提供更多的治疗选择,还能通过内部生产控制成本,减少对外依赖,进一步增强公司的成本优势。

图表27: 2022-2024H1 新增院内制剂情况

2022	2023	2024H1
通窍止涕鼻舒颗粒	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	岗桔清咽颗粒、香桃颗粒、参芪固本膏

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

我们对公司各项业务的核心假设如下：

(1) 线下业务：现有门店增长主要来自客流量提升和客单价增长，中医市场仍未百分之百触达大众，且中医医疗服务为终身制，目前固生堂单店收入体量和经营效率提升空间充足，预计未来三年仍有望保持 35% 左右的增速空间。公司通过内生自建和外部收购有序扩大门店数量，医师队伍强大，有能力在短期内实现盈亏平衡和业绩增长。综上，预计 2024-2026 年线下业务收入增速分别为 33%、33%、32%。

(2) 线上业务：公司拥有并经营多重线上渠道，包括官方网站、手机应用、官方微信公众号及小程序等，线上医疗健康服务平台客户诊疗量有望快速增长。预计 2024-2026 年线下业务收入增速分别为 10%、13%、14%。

图表28: 公司预期收入拆分 (百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	925.4	1372.1	1624.6	2323.4	3023.8	3965.5	5167.4
yoy		48%	18%	43%	30%	31%	30%
营业总收入	926.7	1374.8	1626.5	2326.7	3027.9	3970.7	5173.5
yoy	3%	48%	18%	43%	30%	31%	30%
毛利率	47%	45%	31%	30%	28.1%	28.5%	29.2%
毛利	438.1	621.5	500.2	701.0	851.9	1132.2	1512.8
线下医疗机构	901.3	1218.9	1364.9	2037.1	2708.5	3610.5	4762.7
yoy		35%	12%	49%	33%	33%	32%
毛利					803.4	1075.8	1450.0
毛利率					30%	30%	30%
线上医疗健康平台收入	24.1	153.2	259.6	286.2	315.3	355.0	404.7
yoy		536%	69%	10%	10%	13%	14%
毛利率					15%	16%	16%
毛利					48.6	56.4	62.7
其他收入	1.3	2.7	2.0	3.3	4.1	5.2	6.1
yoy		102%	-26%	69%	23%	27%	17%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

(3) 销售费用：随着公司费用端控制逐渐稳定，我们预计销售费用率将会保持稳定，预计 2024-2026 年销售费用保持在 11-12% 的区间。

(4) 管理费用：公司管理体系逐渐优化，预计管理费用将呈下降趋势，但同时考虑到短期股权激励费用增加导致的管理费用提升，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 6.8%、4.4%、4.5%。

图表29: 2024-2026 年公司费用率预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营销费用	413.5	207.3	281.4	341.7	456.0	594.3
占销售收入%	30.1%	12.8%	12.1%	11.3%	11.5%	11.5%
管理费用	248.0	100.2	154.7	205.6	175.3	232.0
占销售收入%	18.1%	6.2%	6.7%	6.8%	4.4%	4.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

可比公司估值

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 30.3/39.7/51.7 亿元，对应增速为 30%/31%/30%；归母净利润为 3.3/4.8/6.6 亿元，对应增速为 30%/47%/36%。

公司是国内领先的集中医诊疗、药品研发、中医人才培养等于一体的中医医疗健康服务商，主营业务涵盖提供医疗解决方案及药品销售。爱尔眼科、通策医疗和海吉亚医疗分别是民营眼科、口腔医疗服务和肿瘤医疗服务的龙头，同属于医疗服务提供商，因此我们选择这三家公司作为可比公司。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 28X、24X、21X，我们模型计算得到公司对应 PE 分别为 24X、16X、12X，低于可比公司平均水平，考虑到公司在中医医疗服务优质提供商的市场地位，且近年来公司展现出的强劲增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿元/亿港元)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300015.SZ	爱尔眼科	1,305	0.4	0.5	0.5	34.5	29.7	25.8
600763.SH	通策医疗	211	1.2	1.4	1.6	38.4	33.6	29.2
6078.HK	海吉亚医疗	91	1.3	1.6	2.0	10.1	8.4	6.8
均值						27.7	23.9	20.6
2273.HK	固生堂	78	1.3	2.0	2.7	23.7	16.1	11.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所 可比公司采取 wind 一致预期数据, 市值数据为 2024.12.24 数据

风险提示

行业竞争加剧风险：当前中医医疗服务市场参与者众多，竞争格局分散，企业为争夺市场份额，可能采取激进的价格策略或营销手段，导致利润空间压缩，行业竞争加剧。

市场环境波动风险：中医医疗服务需求增长可能存在波动性，上下游价格变化也可能导致资金压力端承压，企业盈利能力存在波动风险。

政策监管风险：医疗机构需遵守严格的法规，不合规现象将面临罚款、声誉损失等结果，影响公司业绩以及市场信誉度，进而导致公司企业形象与业绩受损。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com