

固生堂 (02273.HK)

见微知著，医保监管促可持续发展，优质医生的虹吸能力持续提升

公司通过自建和并购进一步扩大市场份额，完善全国范围内的中医医疗服务网络布局，今年3月，迈出了中医国际化第一步，医生队伍持续壮大。

- 国家医保专项飞检检查从严，公司在医保方面合法合规，同行业违规门店逐步出清，竞争格局有望进一步优化。（1）2024年9月23日，根据国家医保局官网，国家医保局指导江苏省医保局，派出20个检查组进驻无锡市下辖所有区县，对100多家定点医药机构开展全面检查；2024年10月，部分医疗机构存在虚假就医等行为处以罚款及吊销医疗机构执业许可证的情况；（2）公司重点布局一线城市及省会城市为主，且在无锡市设有中医馆，因此我们以无锡市为例，根据2022年无锡市医疗保险基金（含生育保险基金）预算及执行公开信息，城镇职工基本医疗保险基金（含生育保险基金），基金收入情况：2022年基金收入预算204.48亿元；实际执行229.31亿元；基金支出情况：本期基金支出预算178.76亿元；实际执行165.28亿元；基金结余情况：当年基金结余64.03亿元，基金累计结余325.86亿元；（3）根据2022年无锡市医疗保险基金（含生育保险基金）预算及执行公开信息，城乡居民基本医疗保险基金收入情况，2022年基金收入预算29.98亿元；实际执行30.88亿元；基金支出情况：本期基金支出预算27.65亿元；实际执行26.75亿元；基金结余情况：当年基金结余4.13亿元，基金累计结余28.93亿元；可见，公司所在城市，2022年无锡城镇职工医保和城乡居民医保均有结余；（4）根据无锡市“十四五”医疗保障发展规划政策解读，《规划》部署了未来五年医保事业发展的主要任务，其中，四是要健全医保基金监管体制，我们认为监管体制进一步健全，利好合法合规企业经营。
- 公司与江阴市中医院达成战略合作，持续推进医联体建设，对优质医生的虹吸能力显著提升。（1）2024年7月24日，公司与江阴市中医院签署战略合作，并成立固生堂江阴专家委员会，持续推进医联体建设。目前公司在江苏南京、苏州、无锡、徐州、昆山等5市均设有线下门诊机构，本次医联体合作首次进驻江阴，是公司加快落实分级诊疗的重要举措，有利于进一步推动优质医疗资源下沉基层，方便老百姓在家门口就能看名中医。（2）以本次合作为契机，固生堂与江阴市中医院携手在**名医专科建设、中医药技术交流、人才培养科研创新**等方面开展合作，进一步通过市场化机制促进三甲医院优质资源有序流动。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司2024-2026年经调整净利润分别为4.11/5.51/7.38亿元，分别同比增长35%/34%/34%，当前市值对应PE分别为17.4/13.0/9.7倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：中医人才流失的风险、市场竞争格局加剧的风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1627	2327	3068	4000	5231
同比增长	18%	43%	32%	30%	31%
经调净利润(百万元)	198	305	411	551	738
同比增长	27%	54%	35%	34%	34%
每股收益(元)	0.80	1.06	1.69	2.27	3.04
PE	49.6	37.4	17.4	13.0	9.7
PB	5.2	4.0	3.6	3.1	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药
 目标估值：NA
 当前股价：31.3 港元

基础数据

总股本(百万股)	241
港股股(百万股)	241
总市值(十亿港元)	7.6
港股市值(十亿港元)	7.6
每股净资产(港元)	10.4
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	31.3%
主要股东	Wumianshan Ltd.
主要股东持股比例	13.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-19	-35
相对表现	-12	-32	-55



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《固生堂 (02273) — 医生队伍持续壮大，凭借多年的连锁运营经验赋能海外》2024-11-10
- 《固生堂 (02273) — 优质医生供给能力持续提升、固生堂中医出海落地生根》2024-11-09
- 《固生堂 (02273) — 民营中医医疗服务龙头，把握优质中医资源》2024-06-11

梁广楷 S1090524010001
 lianguangkai@cmschina.com.cn
 许菲菲 S1090520040003
 xufeifei@cmschina.com.cn
 张语馨 S1090524060002
 zhangyuxin3@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1359	1861	2378	3069	3963
现金及现金等价物	994	1324	1681	2170	2798
交易性金融资产	35	35	35	35	35
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	89	180	237	310	405
其它应收款	136	156	206	268	351
存货	105	153	202	263	344
其他流动资产	0	13	17	22	29
非流动资产	1254	1542	1545	1544	1544
长期投资	6	31	31	31	31
固定资产	71	110	113	112	112
无形资产	1113	1343	1343	1343	1343
其他	64	58	58	58	58
资产总计	2613	3403	3923	4613	5507
流动负债	554	708	895	1150	1486
应付账款	164	287	379	494	646
应交税金	29	57	57	57	57
短期借款	18	16	0	0	0
其他	343	348	459	599	783
长期负债	337	365	365	365	365
长期借款	53	0	0	0	0
其他	284	365	365	365	365
负债合计	891	1073	1260	1515	1851
股本	0	0	0	0	0
储备	1549	1721	2329	2661	3094
少数股东权益	1	1	2	4	6
归属于母公司所有者权益	1721	2329	2661	3094	3650
负债及权益合计	2613	3403	3923	4613	5507

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	281	410	502	616	753
净利润	183	252	337	439	565
折旧与摊销	108	120	146	150	149
营运资本变动	(50)	(40)	42	53	70
其他非现金调	40	78	(23)	(27)	(31)
投资活动现金流	(178)	(264)	(124)	(121)	(116)
资本性支出	(38)	(78)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	0	1	1	1	1
投资增减	2427	3302	0	0	0
其它	(109)	(173)	25	28	33
筹资活动现金流	(138)	158	(21)	(7)	(9)
债务增减	(87)	(132)	(16)	0	0
股本增减	(20)	405	0	0	0
股利支付	0	90	5	7	9
其它筹资	(31)	(26)	(0)	0	0
其它调整	0	(179)	(9)	(13)	(18)
现金净增加额	(36)	307	357	489	628

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1627	2327	3068	4000	5231
主营收入	1625	2323	3065	3997	5228
营业成本	1125	1623	2141	2793	3652
毛利	500	700	923	1205	1575
营业支出	317	445	587	759	993
营业利润	185	259	339	448	585
利息支出	18	26	0	0	0
利息收入	14	18	12	15	20
权益性投资损益	1	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	13	13	13	13
非经常项目损益	17	19	16	19	19
除税前利润	199	283	380	495	637
所得税	15	31	42	54	70
少数股东损益	0	1	1	2	2
归属普通股股东净利润	184	251	337	439	565
调整项目	14	54	74	112	173
经调整净利润	198	305	411	551	738
EPS(元)	0.80	1.06	1.69	2.27	3.04

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	18%	43%	32%	30%	31%
营业利润	-303%	40%	31%	32%	31%
净利润	-136%	36%	34%	30%	29%
获利能力					
毛利率	30.7%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
净利率	11.3%	10.8%	11.0%	11.0%	10.8%
ROE	10.7%	10.8%	12.7%	14.2%	15.5%
ROIC	10.3%	11.0%	12.2%	13.7%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	31.5%	32.1%	32.8%	33.6%
净负债比率	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
速动比率	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	12.4	12.6	12.1	12.0	12.0
应收帐款周转率	8.0	8.3	7.9	7.8	7.8
应付帐款周转率	6.9	7.2	6.4	6.4	6.4
每股资料(元)					
每股收益	0.80	1.06	1.69	2.27	3.04
每股经营现金	1.22	1.73	2.05	2.52	3.08
每股净资产	7.48	9.84	10.86	12.63	14.90
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
估值比率					
PE	49.6	37.4	17.4	13.0	9.7
PB	5.2	4.0	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	29.2	21.9	17.6	14.4	11.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。