

2025年1月27日

民营医疗服务 稳中求进， 关注老龄化+供需错配 格局下的投资机会

分析师 ■ 丁政宁 | 诸葛乐懿

- ⊕ **为何在当前时点关注投资民营医疗服务板块？** 1) 估值已跌至历史底部，业绩增速复苏可期；2) 改革短期影响有望逐步出清，长期支持民营医疗服务大方向不改；3) 人口结构变化是板块成长的关键长期驱动力。
- ⊕ **关注老龄化+供需错配格局下的社会资本投资方向。** 在民营医疗服务板块选择投资标的时，应同时关注**短期业绩确定性和风险、长期成长能力、**兼顾当前**估值水平**。
- ⊕ 我们对各专科的偏好排序：**中医>肿瘤>眼科>口腔>妇产/辅助生殖>骨科/康复>美容**。
- ⊕ 首次覆盖**固生堂**和**锦欣生殖**，看好细分赛道成长空间及标的作为各自赛道龙头的持续受益潜力；亦看好**海吉亚医疗**较高的内生增长能见度，以及新院区建成落地后的业绩增量贡献。

首次
覆盖

固生堂

2273 HK

锦欣生殖

1951 HK

行业评级
领先

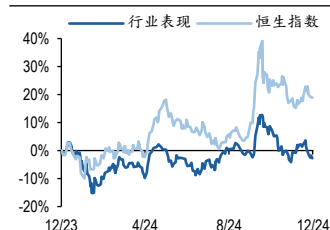
2025年1月27日

医药行业

民营医疗服务：稳中求进，关注老龄化+供需错配格局下的投资机会

- 为何在当前时点推荐投资民营医疗服务板块？我们认为当前板块估值水平极具投资吸引力，港股和A股民营医疗服务板块的平均前瞻市盈率均已低于历史均值1个标准差以上，且为过去五年来的最低水平，前瞻PEG也同样远低于历史平均水平。同时，改革短期影响有望逐步出清，医保支付改革的边际影响正逐步减弱，后续政策落地有望持续改善医保回款压力对企业业绩的短期影响。长期来看，政策支持社会办医的大方向不改，叠加人口结构变化的大趋势，我们认为民营医疗板块在医疗服务体系中的规模和地位将与日俱增，相关企业的长期基本面向好，趋势能见度较强。
- 关注老龄化+供需错配格局下的社会资本投资方向：结合过往社会资本投资该领域的偏好、老龄化趋势以及医疗资源供需错配的大背景，我们看好以下细分赛道发展前景：1) 肿瘤医院所需初始投入最大、进入壁垒最高，现有龙头有望受益于强者恒强格局；2) 中医医院投入规模略高于专科医院，利润率、资产回报率稳步提升且与专科医院基本持平，快速扩张的龙头有望受益于诊疗意识增强；3) 眼科、美容等专科进入壁垒较低，我们预计行业竞争可能会逐步加剧，我们持相对谨慎态度。
- 选股逻辑及专科偏好排序：在民营医疗服务板块选择投资标的时，我们认为应同时关注短期业绩确定性和风险、长期成长能力、兼顾当前估值水平。我们对各专科的偏好排序如下：中医>肿瘤>眼科>妇产/辅助生殖>骨科/康复>美容。我们首次覆盖固生堂(2273 HK)和锦欣生殖(1951 HK)，均给予买入评级，看好细分赛道的成长空间及标的作为各自赛道龙头的持续受益潜力；继续给予海吉亚医疗(6078 HK)买入评级，看好其较高的内生增长能见度，以及新院区建成落地后的业绩增量贡献。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com

(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com

(852) 3766 1845

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率 (%)
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	
阿斯利康	AZN US	买入	93.30	68.60	3.969	4.606	17.2	14.8	2.54	2.31	NA
百济神州	6160 HK	买入	159.00	130.40	-0.523	-0.229	NA	NA	7.05	6.61	NA
翰森制药	3692 HK	买入	24.00	17.28	0.735	0.683	22.0	23.7	3.28	2.88	NA
康方生物	9926 HK	买入	87.00	60.90	-0.302	0.934	NA	61.0	11.03	9.32	NA
传奇生物	LEGN US	买入	76.00	37.44	-0.757	-0.269	NA	NA	NA	NA	NA
中国生物制药	1177 HK	买入	4.80	2.87	0.234	0.178	11.5	15.1	1.67	1.59	NA
信达生物	1801 HK	买入	60.00	31.65	-0.472	0.220	NA	134.8	3.93	3.68	NA
科伦药业	002422 CH	买入	42.50	28.13	1.853	1.956	15.2	14.4	2.27	2.11	NA
和黄医药	13 HK	买入	44.00	20.95	-0.007	0.461	NA	5.8	NA	NA	NA
药明合联	2268 HK	买入	44.00	28.80	0.277	0.711	97.2	37.9	5.05	4.13	NA
金斯瑞生物	1548 HK	买入	28.75	10.56	1.082	0.030	1.3	44.8	0.80	0.78	NA
先声药业	2096 HK	买入	10.00	6.87	0.360	0.432	17.9	14.9	2.01	1.77	NA
通化东宝	600867 CH	买入	14.00	7.71	0.635	0.733	12.1	10.5	1.88	1.66	NA
荣昌生物	9995 HK	买入	24.00	13.44	-2.521	-1.963	NA	NA	1.94	2.20	NA
云顶新耀	1952 HK	买入	56.20	37.85	-3.104	-0.462	NA	NA	2.84	2.90	NA
康诺亚	2162 HK	买入	66.00	29.70	-2.969	-3.003	NA	NA	3.59	5.84	NA
海吉亚医疗	6078 HK	买入	24.50	12.48	1.257	1.483	9.3	7.9	1.41	1.08	NA
锦欣生殖	1951 HK	买入	3.05	2.49	0.103	0.149	22.5	15.7	0.62	0.61	2.0
固生堂	2273 HK	买入	42.00	26.60	1.387	1.831	17.9	13.6	2.21	1.86	NA
德琪医药	6996 HK	买入	4.40	0.83	-0.677	-0.349	NA	NA	NA	NA	NA
恒瑞医药	600276 CH	中性	45.00	43.96	0.896	0.980	49.1	44.8	6.42	5.78	NA
药明生物	2269 HK	中性	12.30	17.56	0.869	1.061	18.9	15.5	1.53	1.39	NA
石药集团	1093 HK	中性	5.80	4.37	0.425	0.425	9.6	9.6	1.33	1.24	NA
康宁杰瑞制药	9966 HK	中性	5.00	3.26	0.169	-0.100	18.1	NA	1.11	1.16	NA
百时美施贵宝	BMJ US	沽出	33.10	59.14	-2.480	4.045	NA	14.1	4.13	3.64	NA
平均							22.6	27.7	3.12	2.93	2.0

资料来源: FactSet、交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

执行摘要	4
为何在当前时点推荐投资民营医疗服务板块？.....	4
选股逻辑及偏好排序.....	7
民营医院在医疗服务体系中的规模和地位与日俱升	10
从数量上看，民营医院已经占据我国医疗机构半壁江山.....	10
运营效率稳中向好，外部环境变化中显韧性.....	12
社会资本投资方向——聚焦轻资产、高成长专科	14
综合医院 vs. 专科医院：后者所需投入更小、利润率/回报率更高.....	14
不同专科间的选择：口腔、眼科、美容在轻资产模式下增长较快，肿瘤进入壁垒最高.....	15
政策鼓励社会资本办医大方向不改，DRG/DIP 加速优胜劣汰	18
医保支付体系（DRG/DIP）改革对民营医院的的启示和影响.....	19
老龄化+供需错配格局下民营医疗服务的发展趋势	22
老年人口增长将驱动医疗服务需求持续扩大.....	22
供需错配指引未来社会办医潜力方向.....	24
公司分析	28
固生堂 (2273 HK)：中医诊疗服务龙头，全球版图快速扩张驱动业绩高增长，首予买入	29
锦欣生殖 (1951 HK)：辅助生殖行业空间可期，龙头标的业绩增长能见度高，首予买入	57

执行摘要

为何在当前时点推荐投资民营医疗服务板块？

① 估值已跌至历史底部，业绩增速复苏可期

在经历了两年多的股价下行后，港股和 A 股民营医疗服务板块的平均前瞻市盈率（滚动 12 个月）分别来到 8.3 倍/29.0 倍，均已低于历史均值 1 个标准差以上，且为过去五年来的最低水平。即使考虑业绩增速下修的因素，港股前瞻 PEG 倍数也仅有 0.4 倍，同样远低于历史平均水平。因此，我们认为当前港股民营医疗服务板块估值水平极具投资吸引力。

图表 1: 港股民营医疗服务板块前瞻市盈率低于历史平均水平



资料来源: 彭博, 交银国际。前瞻 PE 为基于 BF1 EPS 计算

图表 2: A 股民营医疗服务板块前瞻市盈率低于历史平均水平



资料来源: 彭博, 交银国际。前瞻 PE 为基于 BF1 EPS 计算

图表 3: 港股民营医疗服务板块前瞻 PEG 低于历史平均水平



资料来源: 彭博, 交银国际。前瞻 PEG 为基于 BF2/BF1 EPS 增速计算

图表 4: A 股民营医疗服务板块前瞻 PEG 低于历史平均水平

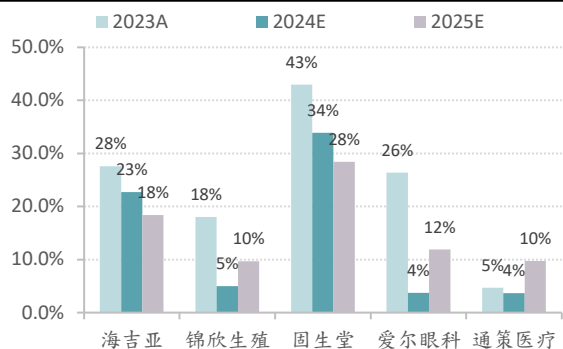


资料来源: 彭博, 交银国际。前瞻 PEG 为基于 BF2/BF1 EPS 增速计算

在板块的主要上市公司中，大部分 2024 年预期收入增速相比 2023 年有所下滑，我们认为主要由于：1) 部分地区医保坏账率增加、整体医疗消费需求也出现波动；2) 医保支付改革持续在各地落地，花费较高、住院时间较长的疾病专科受到一定影响；3) 2023 年医疗需求集中释放，导致高基数效应。但随着这

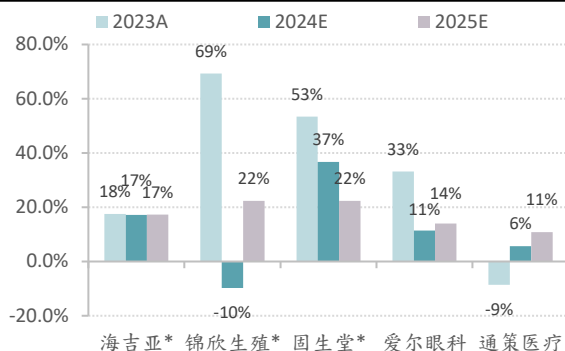
些影响逐渐常态化，各公司的内生增速有望从 2025 年起逐步修复；以海吉亚为例，我们预计 2024 年内生收入增速不到 5%（包括新收购医院的整体收入增速为 23%），但 2025 年有望恢复至 18%。利润端和利润率也有望呈现类似复苏趋势。

图表 5: 2025 年，上市民营医疗服务公司收入增速预计将显著修复或保持较高水平



资料来源: 彭博, 交银国际 E = 交银国际预测 (海吉亚、锦欣生殖、固生堂) 或彭博卖方一致预测 (其他公司)

图表 6: 2025 年，上市民营医疗服务公司净利润增速预计将显著修复或保持较高水平



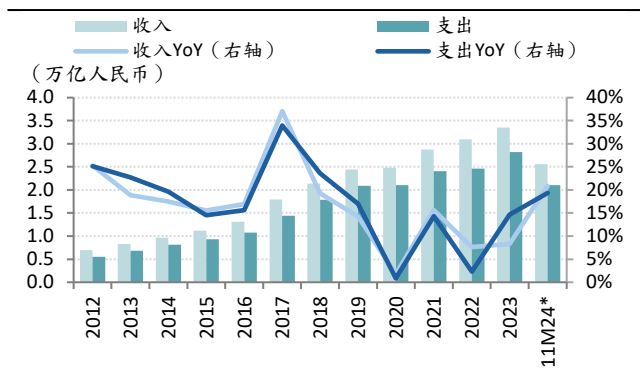
*基于经调整净利润计算
资料来源: 彭博, 交银国际 E = 交银国际预测 (海吉亚、锦欣生殖、固生堂) 或彭博卖方一致预测 (其他公司)

⊕ 改革短期影响有望逐步出清，长期支持民营医疗服务大方向不改

2024 年是《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》的最后一年，DRG/DIP 2.0 分组方案持续优化分组策略，对临床或疾病的分组愈发细化，医保资源进一步向外科手术项目倾斜，同时基金预付机制也有望改善医院现金流。各家上市公司旗下的医疗机构对于 DRG/DIP 分组和治疗手段选择越来越纯熟。我们认为，短期内医保支付改革的边际影响正逐步减弱。从长期来看，改革势必将引导行业更加健康发展，同时国家持续推出利好民营医疗服务的政策，坚定不移地支持社会办医（图表 37）。

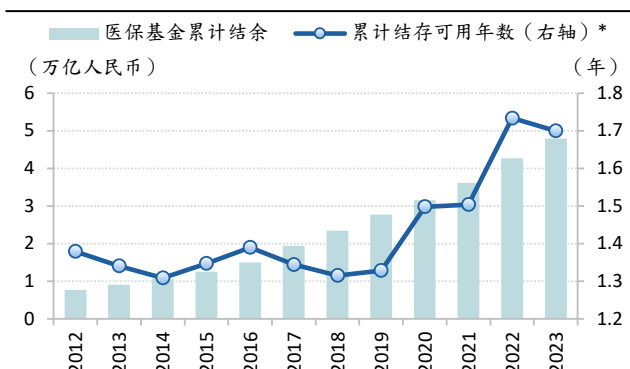
长期来看，随着宏观经济稳中向好、全国层面医保基金收支和结余同步提升，我们预计局部地区的医保坏账率有望逐步改善。2023 年，医保收入增长 8%，而随着医疗服务的恢复，医保支出有 15% 的增长；基金结余稳步提升，截至年末的结余为 4.8 万亿元（人民币，下同），可支撑 1.7 年的支出（根据 2023 年支出计算）。2024 年 1-11 月，医保收入略超支出增速，结余波动有望趋于稳定。

图表 7: 2024 年 1-11 月全国基本医疗保险基金收支增速持平



*从 2024 年开始，公布数据为基本医疗保险统筹基金收入、支出，不含职工基本医保个人账户收入、支出；资料来源：国家统计局、国家医保局、交银国际

图表 8: 医保基金结余稳步提升



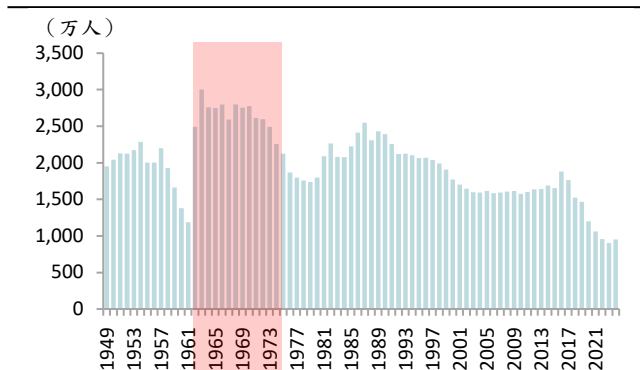
*累计结存可用年数=当年累计结存/当年医保基金支出
资料来源：国家统计局、国家医保局、交银国际

⊕ 人口结构变化是板块成长的关键长期驱动力

过去十年内，65 岁及以上人口数量从 2013 年的 1.33 亿增长至 2023 年的 2.17 亿，CAGR 达 5.0%，占总人口比例也从 9.7% 快速上升至 15.4%。值得注意的是，中国曾在 1962-75 年迎来一波出生潮，每年新生儿数量在 2,000 万人以上，以 85% 的 65 岁存活率计算，未来十年内，每年将有至少近 2,000 万人口达到 65 岁。2022 年的人口抽样调查结果也印证了这一点：2021 年全国 55-64 岁人口数量约 1.9 亿人，其中绝大部分将于未来 10 年内达到 65 岁。根据全国老龄办的预测，全国 60 岁及以上老年人口将于 2033 年超过 4 亿，对应 3.3% 2022-33 年 CAGR，推动严肃医疗和处方药的需求增长。

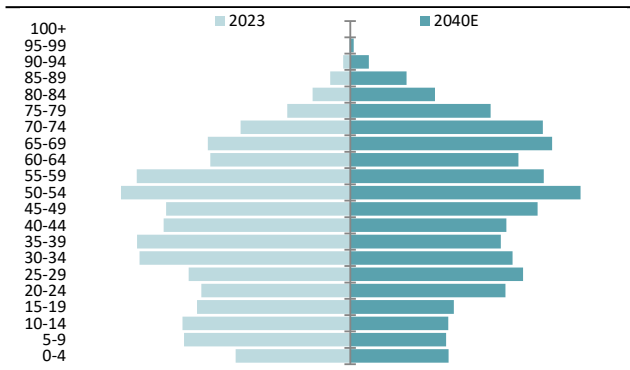
随着国人平均年龄不断升高，患病率可能会相应提升。同时，随着中国人均可支配收入不断提升（从 2013 年的 1.8 万元增长至 2023 年的 3.9 万元）和国人生活质量和健康意识提升，患者对创新药和医疗服务的购买力和购买意愿也在不断增强，进一步促进高价医药产品的渗透率提升。

图表 9: 中国于 1962-75 年迎来人口出生高峰



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 10: 中国人口结构及预测 (2023 vs. 2040E)



资料来源：Population Pyramid，交银国际 E = Population Pyramid 预测

选股逻辑及偏好排序

在民营医疗服务板块选择投资标的时，我们认为应同时关注短期业绩确定性和风险、长期成长能力、兼顾当前估值水平，具体来看：

- * **政策因素：**我们坚信国家长期支持社会办医的大方向不改。在宏观环境和医保支付改革持续深入下，我们认为具备以下条件的标的在短期内医保支付改革影响较为可控、长期内持续受益于改革引导的行业健康发展：1) 改革相关收入敞口较低，如医保收入占比较低、门诊业务收入占比较高、或低线城市收入贡献较低；2) 自身有政策利好的专科，如中医、辅助生殖、外科手术比例较大的专科等。
- * **长期扩张能力：**不同专科在我国的长期扩张潜力不同，监管更严、相对重资产的专科自建新院的难度更大、潜在收并购标的数量也相对有限。同时也要考虑：1) 连锁模式跨区域复制的难度、新进入市场的特性和市场空间；2) 快速扩张对资金的占用及新增债务压力；3) DRG/DIP 改革持续深入，药品日益成为医院的成本而非利润，需要大力发展受改革影响较小的门诊及创新业务。
- * **人口和经济周期：**我们认为，顺应人口和经济发展的专科有望在长期内享受较高的需求确定性/市场空间扩大。在老龄化深化的背景下，我们建议关注偏严肃医疗属性、年龄正相关性较强的疾病专科，如中医、肿瘤、康复、骨科等；反之，妇产、美容等专科可能面临一定的需求端压力。
- * **潜在供需缺口：**床位使用率/病床工作日或医师负担门诊诊疗人次数较高的专科往往存在一定的医疗资源供需缺口。结合需求变化趋势，在这些专科领域进行投资，新增产能的利用率有望较快爬坡（详见章节“老龄化+供需错配格局下民营医疗服务的发展趋势”）。
- * **增速复苏预期下的估值修复机会：**港股和 A 股民营医疗板块的整体估值均显著低于历史均值、且处于底部区间（图表 1-4），板块内港股标的估值又显著低于 A 股可比公司，但 2024-26 年间利润增速有望复苏至 20% 左右（图表 12）。固生堂、海吉亚等港股上市龙头标的的 2025 年 PEG 倍数均在 0.5 倍左右，相比同行仍有较大的修复空间。

⊕ 民营医院专科偏好顺序

综上，我们对专科的偏好顺序如下表所示。

图表 11: 民营医院专科偏好排序

专科	对该专科看好/谨慎原因
中医	多项利好政策支持中医药振兴发展，轻资产诊所模式便于扩张，人口老龄化推动需求持续扩张，供需结构较好。
肿瘤	作为专科，对资产、技术和人员投入要求较高，但作为高度年龄相关疾病，有望受益于老龄化趋势和治疗手段创新。
眼科	短期内一定程度上受到整体环境影响，但长期来看轻资产模式仍有较大扩张空间，且老龄化+眼病诊疗意识提升持续驱动需求，门诊端供给仍有不足。
口腔	轻资产模式易扩张，门诊端存在一定的供需缺口，改革影响暂时出清/趋于稳定，但可能一定程度上受整体环境的影响。
妇产/辅助生殖	短期内利好政策有望密集落地，但人口结构和生育习惯变化趋势下，需求端面临不确定性。
骨科/康复	集采、DRG/DIP等改革下短期压力较大；供需结构相对稳定，并无显著的供需错配情况。
美容	轻资产模式极易扩张，但此前较高的利润率和增速和较低的进入壁垒导致行业同质化竞争日趋加剧，且消费属性较强且缺乏监管，后续受整体环境和政策变化的影响较大。

资料来源: 交银国际

⊕ 首予覆盖固生堂、锦欣生殖买入评级；维持海吉亚医疗买入评级

我们首次覆盖固生堂（2273 HK），给予买入评级和 42.00 港元目标价。并选为民营医疗服务板块首推标的，看好：1）公司作为民营中医医疗服务连锁的龙头，目前核心市场份额仍较低、有较大提升空间；2）外延并购扩张提速，一线城市布局加密同时、经济实力较好的二三线城市覆盖持续扩大，全国综合服务网络逐步成形；3）我国中医师供给充足，公司差异化薪酬及培训体系有望持续吸引优质退休专家及青年医生；4）海外扩张启动，通过收购小型医馆切入中医渗透较好、医师资源丰富的新加坡市场，未来运营规模有望进一步扩大，成为中长期成长的重要引擎。

我们首次覆盖锦欣生殖（1951 HK），给予买入评级和 3.05 港元目标价，看好行业政策放开带动需求稳步增长、公司作为行业龙头进一步稳固并扩张市场份额的潜力，以及其在港股民营医疗服务上市标的中的稀缺性。

我们继续给予海吉亚医疗（6078 HK）买入评级及 24.50 港元目标价，看好其较高的内生增长能见度、以及并购医院整合完成/新院区建成落地后的业绩增量贡献。

图表 12: 医疗服务板块可比公司估值表

公司名称	股票代码	收盘价 (LC)	市值 (百万 LC)	P/S			收入 CAGR		P/E			净利润 CAGR		PEG		EV/EBITDA	
				2024E	2025E	2026E	2024-26E	2024E	2025E	2026E	2024-26E	2024E	2025E	2026E	2024E		
港股医疗服务																	
环球医疗	2666 HK	4.82	9,193	0.7x	0.7x	0.7x	3%	4.2x	4.0x	3.8x	8%	0.5x	16.7x	16.0x	15.4x		
海吉亚医疗	6078 HK	12.48	7,971	1.5x	1.3x	1.1x	18%	9.5x	8.1x	6.4x	22%	0.4x	6.8x	5.8x	4.7x		
锦欣生殖	1951 HK	2.49	6,917	2.2x	2.0x	1.8x	9%	22.9x	15.8x	13.7x	29%	0.5x	13.5x	10.0x	8.8x		
固生堂	2273 HK	26.60	6,519	2.0x	1.5x	1.2x	25%	18.2x	13.8x	10.7x	30%	0.5x	14.7x	11.4x	8.9x		
美中嘉和	2453 HK	7.43	5,294	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
华润医疗	1515 HK	3.70	4,837	0.4x	0.4x	0.4x	5%	6.3x	5.5x	5.2x	9%	0.6x	3.8x	3.5x	3.4x		
希玛医疗	3309 HK	1.92	2,411	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
朝聚眼科	2219 HK	2.98	2,123	1.3x	1.1x	1.0x	15%	7.3x	6.3x	5.7x	16%	0.4x	3.3x	2.9x	2.5x		
瑞尔集团	6639 HK	2.30	1,296	0.6x	0.5x	0.5x	16%	19.5x	10.5x	6.9x	68%	0.2x	4.0x	3.2x	2.6x		
市值加权平均				1.3x	1.2x	1.0x	12%	11.9x	9.1x	7.6x	21%	0.5x	11.0x	9.4x	8.3x		
A 股医疗服务																	
爱尔眼科	300015 CH	12.37	116,308	5.5x	4.9x	4.4x	12%	30.9x	27.3x	23.6x	15%	1.9x	18.5x	16.4x	14.5x		
通策医疗	600763 CH	41.19	18,710	6.3x	5.8x	5.2x	11%	35.4x	31.9x	28.4x	13%	2.4x	20.4x	18.6x	16.8x		
华夏眼科	301267 CH	17.71	14,977	3.5x	3.2x	2.9x	11%	24.3x	20.4x	17.6x	17%	1.2x	11.5x	10.4x	9.1x		
国际医学	000516 CH	4.86	11,008	2.0x	1.7x	1.4x	18%	NA	50.7x	30.4x	NA	NA	NA	NA	NA		
三博脑科	301293 CH	44.40	9,251	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
新里程	002219 CH	2.48	8,502	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
盈康生命	300143 CH	8.65	6,505	3.6x	3.1x	2.7x	16%	43.4x	36.2x	28.9x	24%	1.5x	NA	NA	NA		
普瑞眼科	301239 CH	42.00	6,344	2.3x	2.0x	1.7x	15%	NA	43.6x	25.5x	NA	NA	16.0x	10.1x	9.0x		
创新医疗	002173 CH	8.24	3,641	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
何氏眼科	301103 CH	18.47	2,919	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
皓宸医疗	002622 CH	2.64	2,251	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
光正眼科	002524 CH	3.48	1,804	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
市值加权平均				5.0x	4.5x	4.0x	12%	31.4x	29.6x	24.3x	15%	1.8x	17.9x	15.8x	14.0x		

资料来源: 交银国际预测 (海吉亚、锦欣生殖、固生堂), 彭博一致预测 (其他公司) *截至 2025 年 1 月 23 日

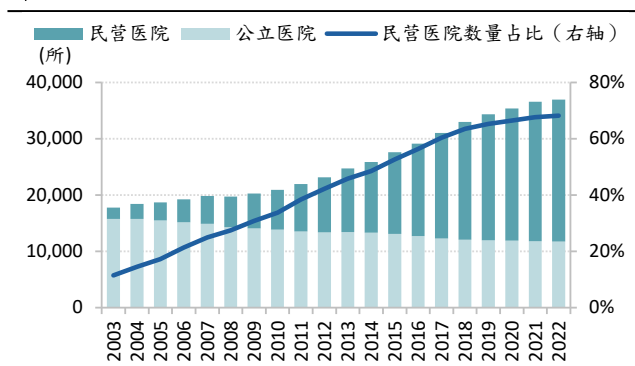
民营医院在医疗服务体系中的规模和地位与日俱升

在政策改革、人民健康需求增长等因素的持续推动下，民营医院迎来黄金发展机遇。虽然民营医院在单体床位规模和就诊人次等指标上仍和公立医院有较大差距，但增长势头明显更强、在中国医疗体系中的占比和地位快速提升，并在公共卫生事件期间对公立医疗服务形成重要补充，充分体现了社会资本办医的灵活性、必要性和优异资本回报。

从数量上看，民营医院已经占据我国医疗机构半壁江山

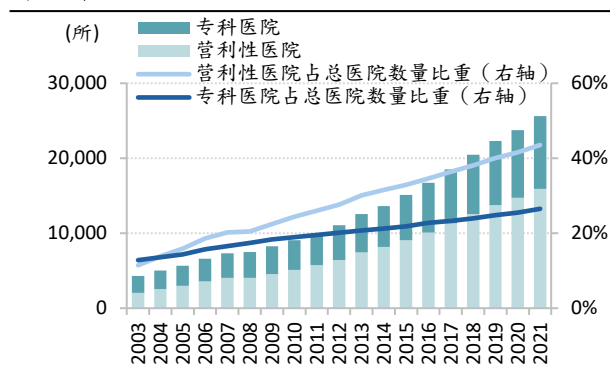
在中国，民营医院相对于公立医院存在，是指经济类型为国有和集体以外的医院，包括联营、股份合作、私营、中国港澳台/外国投资等医院形式。过去 20 年来，中国的民营医疗服务行业快速发展，民营医院数量从 2003 年的 2,000 余家快速增长至 2022 年的 25,000 余家，在中国医院总数中的占比也快速提升至近 70%。与此同时，营利性医院、专科医院也成为了民营资本重点聚焦的投资方向，数量在过去 20 年间分别增长 7 倍和 3 倍，增速远超非营利性医院和综合医院。

图表 13: 民营医院在中国医院总数中的占比快速提升



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 14: 营利性医院和专科医院是民营资本进入医疗服务领域的重点细分方向

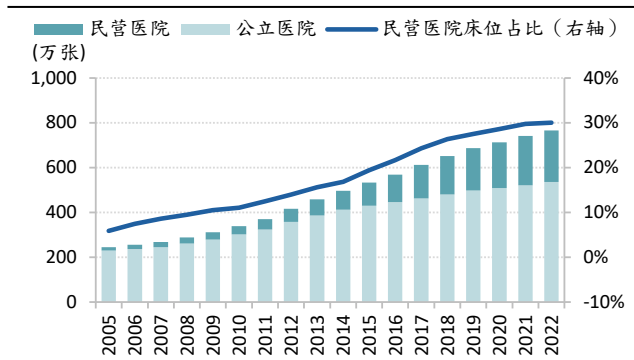


资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

⊕ 民营医院整体规模快速提升，内生+外延双轮驱动扩张

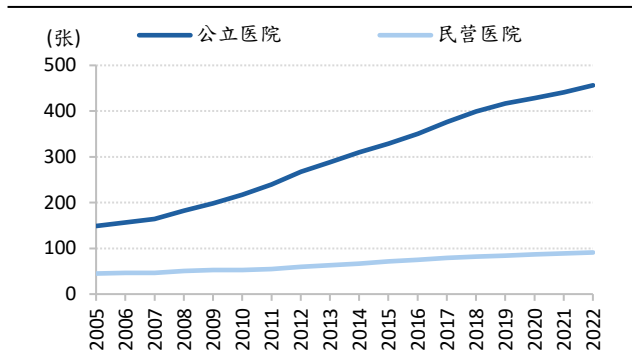
从床位数量上来看，民营医院的规模仍无法与公立医院同日而语，2022 年平均单院床位数量为 91 张，远低于公立医院的 457 张。与公立医院大而集中的发展模式不同，民营医院的体量和分布呈现小而散的特征。但是，同样靠着小而散的扩张模式，民营医院整体快速发展趋势明显：民营医院总床位数在过去 17 年间增长了近 15 倍，在中国医院总床位数中的比重也从 6% 提升至 30%。

图表 15: 医院床位数：民营医院增长迅猛



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 16: 民营医院平均床位数仍远低于公立医院



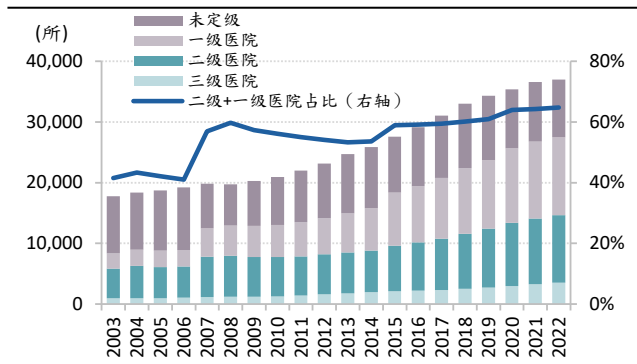
资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

民营医院扩张手段包括内生增长/自建新医院和对外收购, 如何选择取决于公司自身发展战略、在手现金及负债情况以及专科潜在收购标的数量等。以 A+H 中的市值龙头爱尔眼科为例, 纵观其发展历程, 公司品牌于 2002 年创立, 2014 年之前通过内生增长打好业务基础, 建立了完善的人才培养、质量控制、患者教育和风控管理体系。2014 年后公司充分发挥眼科医院轻资产、潜在收购标的较多的特点, 设立产业基金开启外延并购, 储备大量优质项目的同时, 也使公司取得先发优势, 旗下医院网点数量从 2014 年初的 49 家快速增长至 1H24 末的 311 家, 2013-23 年间的收入 CAGR 也达到 26%。爱尔的成功发展史是对社会资本办医投资回报的有力佐证。

⊖ 民营医疗服务高端化+下沉基层市场同步进行

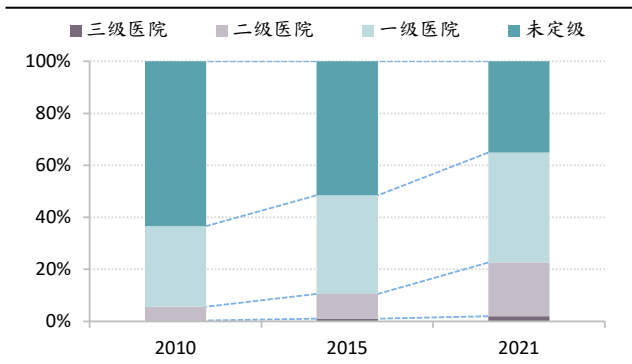
在国家大力推行分级诊疗、社会资本办医的大背景下, 体量小而精的民营医院迅速发展并渗透基层医疗市场。过去 20 年间, 二级和一级医院在中国医院总数中的占比不断提升, 并于 2022 年达到 65%, 增长主要来自民营医院。与此同时, 民营医院的自身发展也呈现高端化趋势, 2010 年以来, 民营医院中定级医院比例快速提升, 其中三级+二级医院占比从 5% 升至 20% 以上, 体现民营医院在规模、服务能力和效率上的持续进步。从单体医院的床位数变化也可以看出类似变化, 100 张床位以上 (二级综合医院的评定标准之一) 的民营医院比例从 2010 年的 12% 升至 2021 年的 25% (图表 19)。

图表 17: 二级+一级医院在中国医院总数中的占比呈上升趋势



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

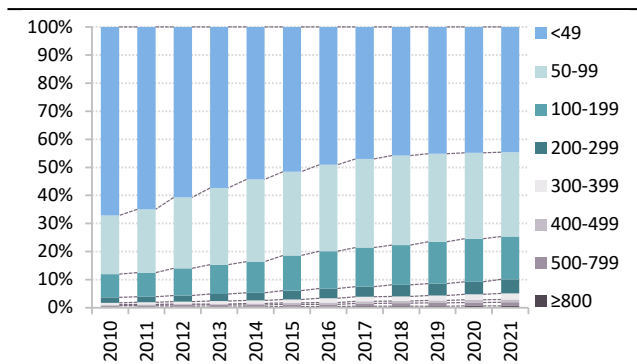
图表 18: 民营医院中三级和二级医院占比快速提升至 20% 以上



资料来源: 卫健委统计年鉴, 交银国际

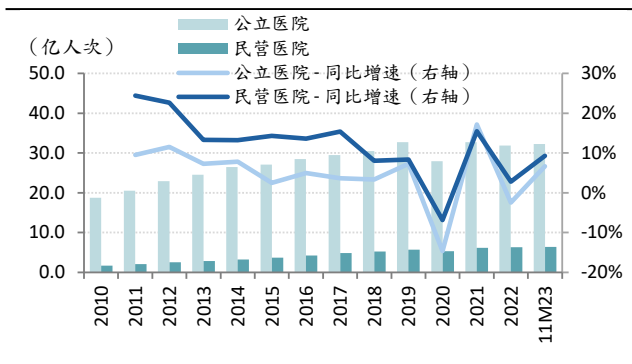
随着民营医疗的快速发展和医疗资源下沉加速, 大众对前往民营医院就诊的意愿逐步提升, 民营医院就诊人次增速明显快于公立医院。2022 年, 中国民营医院就诊人次达到 6.3 亿, 占有所有医院就诊人次的 16.6% (vs. 2010 年 8%), 2010-22 年 CAGR 达到 12%。考虑到公立医疗资源依旧较为紧张 (2023 年 1-11 月三级医院病床使用率恢复至 90% 以上), 我们看好民营医院渗透基层市场、获客能力持续提升的潜力。

图表 19: 不同床位数规模的民营医院数量分布



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 20: 民营医院就诊人次增长快于公立医院

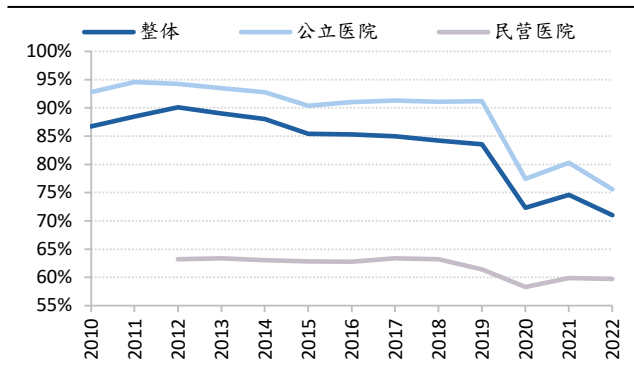


资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

运营效率稳中向好, 外部环境变化中显韧性

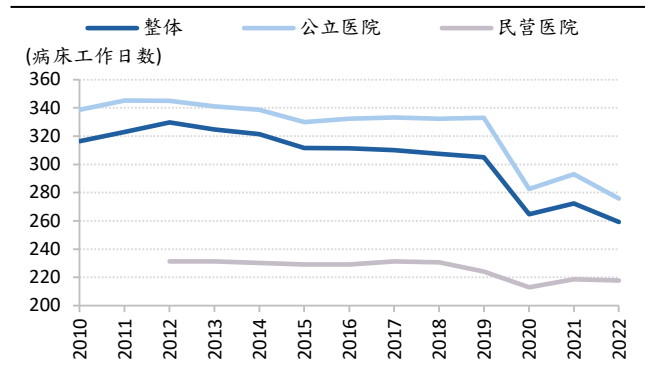
历史上, 民营医院床位使用率维持在 60% 以上, 即使在外部环境变化时, 使用率也并未如公立医院一般有大幅波动, 我们认为和公立医院服务短期受阻及单个患者住院时长增加有关。病床工作日也呈现相似变化, 整体波动明显小于公立医院, 体现民营医院在外部扰动因素下仍保持强大的经营韧性。

图表 21: 床位使用率：民营医院大致保持稳定



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

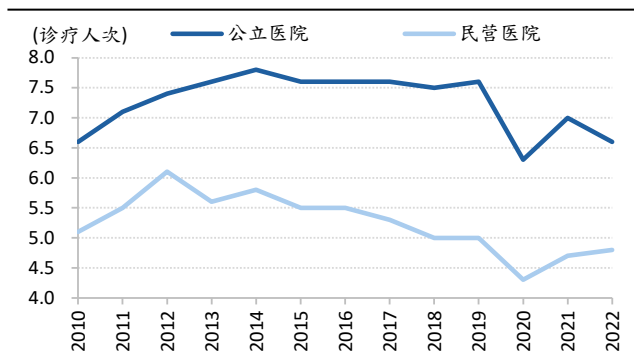
图表 22: 病床工作日：民营医院大致保持稳定



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

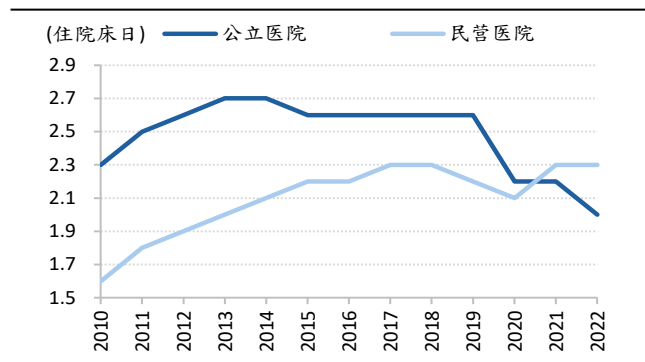
同时, 在变化的外部环境下, 民营和公立医院的医师效率差距也有收窄趋势。2022 年, 公立和民营医院的医师日均担负诊疗人次差距缩小至 1.8 人次 (2020 年前在 2.5 人次以上), 而民营医院的医师日均担负住院床日则实现了超越 (2.3 vs. 2.0 床日)。在经历 2020 年的短暂波动后, 民营医院医师效率在 2021-22 年取得较快恢复。

图表 23: 医师日均担负诊疗人次：民营与公立医院的差距有所收窄



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 24: 医师日均担负住院床日：民营超过公立医院



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

社会资本投资方向——聚焦轻资产、高成长专科

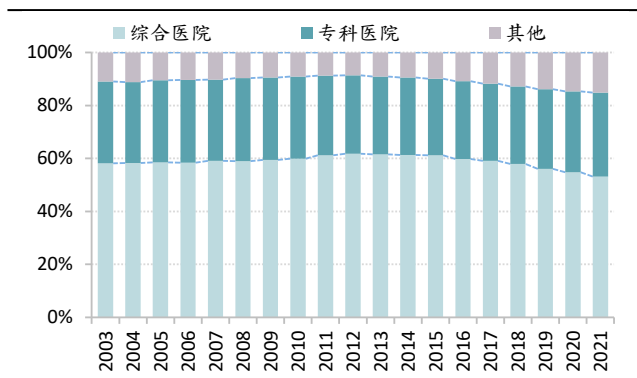
近年来，社会资本在投入民营医疗服务赛道时，主要选择体量相对较小、业务增速较快的中医医院和美容、口腔、眼科等专科医院。展望未来，我们看好以下细分赛道：

- ① **肿瘤医院**所需初始投入最大、进入壁垒最高，患者对高质量医疗服务的追求有望驱动需求端持续增长，现有龙头有望受益于强者恒强格局；
- ② **中医医院**投入规模略高于专科医院（图表 30），随着民营资本加入，利润率、资产回报率稳步提升且与专科医院基本持平，快速扩张的龙头有望受益于中医诊疗意识增强；
- ③ **眼科、美容**等专科进入壁垒较低，对人员和设备投入要求较少，我们预计行业竞争或会逐步加剧，且增速有逐步下行风险，我们持相对谨慎态度。

综合医院 vs. 专科医院：后者所需投入更小、利润率/回报率更高

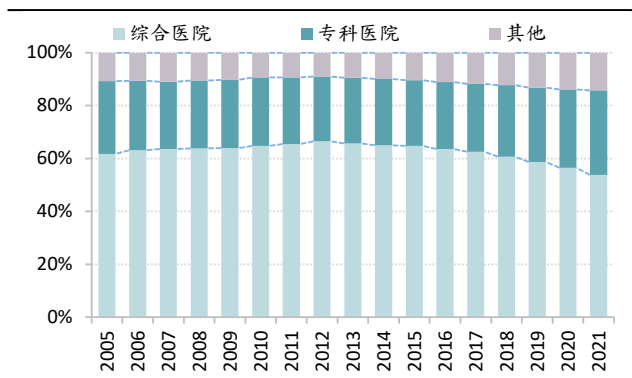
综合医院和专科医院是社会资本切入民营医疗服务赛道时的主要投资方向，从医院数量和床位数量来看，综合医院占比在一半以上，但近年来有下降趋势，而专科医院和其他类型（中医医院、护理院等）的比例稳中有升。2021 年，专科医院中，民营的床位总数已超过公立（机构数早在 2009 年便已超过），体现社会资本对专科医院的偏爱助力其快速发展壮大。

图表 25: 各类民营医院数量分布：综合医院和专科医院占 80% 以上



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

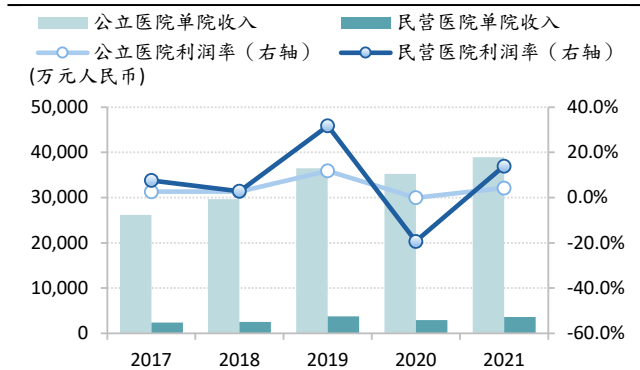
图表 26: 各类民营医院床位数分布：专科医院比重持续提升



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

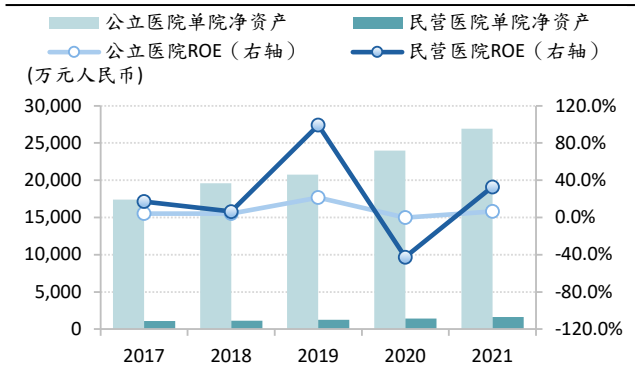
从投入规模和回报率的角度，我们进一步理解社会资本投入民营医疗服务的偏好。民营医院的平均收入远小于公立医院，但所需初始投入也明显更低，利润率和净资产回报率往往更高（除受外部影响较大的 2021 年以外）。类似的现象也发生在专科/中医医院和综合医院的对比上。此外，对于中医医院，得益于注重盈利的社会资本注入，利润率和 ROE 改善明显，ROE 已超越综合医院并接近专科医院水平。

图表 27: 民营医院单院收入明显低于公立医院，利润率更高但不同年份间波动较大



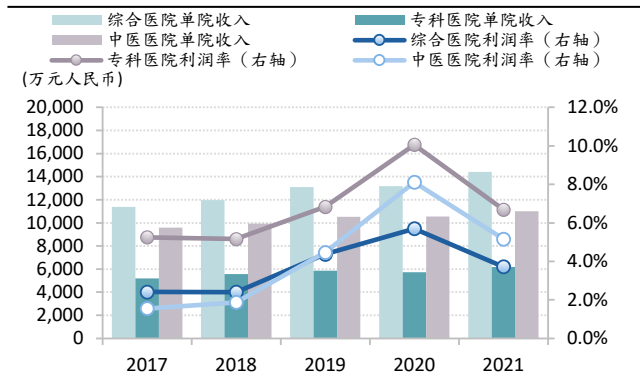
资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 28: 民营医院单院投入更小, ROE 更高但不同年份间波动较大



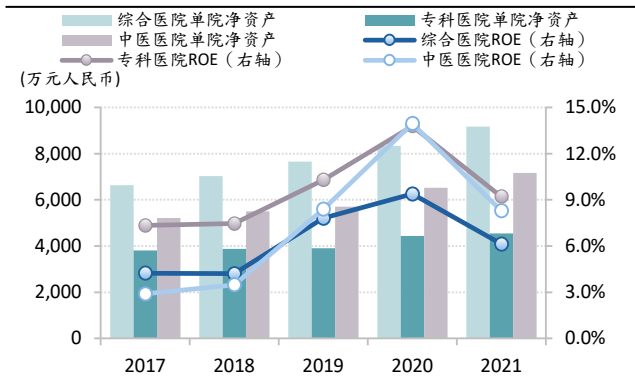
资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 29: 专科医院和中医医院单院收入低于综合医院, 但利润率更高 (民营+公立)



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 30: 专科医院和中医医院单院投入更小, ROE 也更高 (民营+公立)



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

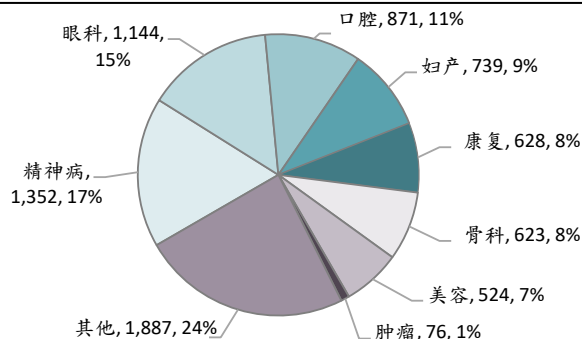
不同专科间的选择: 口腔、眼科、美容在轻资产模式下增长较快, 肿瘤进入壁垒最高

根据聚焦的细分专科, 专科医院可进一步分为口腔、眼科、精神病、肿瘤、美容等超过 20 个种类。我们从以下维度对不同专科进行分析:

④ 存量及扩张速度

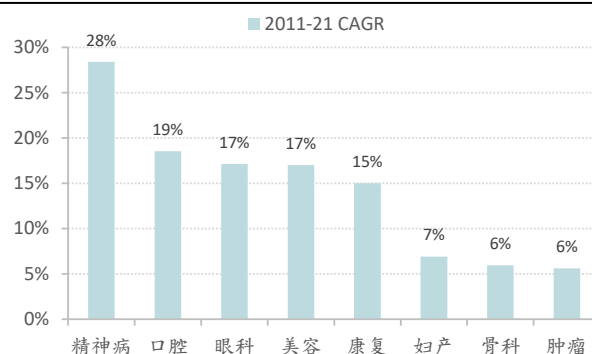
2021 年, 在中国所有民营专科医院中, 精神病、眼科、口腔等专科存量机构数较多; 过去十年间, 民营精神病医院数量增长速度最快、CAGR 接近 30%, 口腔、眼科、美容、康复等赛道增长 CAGR 也在 15% 以上。我们认为和这些赛道的巨大市场空间和高利润率有关, 它们也代表了社会资本在民营医疗服务领域中的重点投资方向。骨科和肿瘤医院数量增长速度较慢, 我们认为可能和进入壁垒较高、先期投入较大、投入回报率 (ROE) 较低、公立综合医院已有较好覆盖等因素有关。

图表 31: 不同民营专科医院的数量分布



资料来源: 2022 年卫生统计年鉴, 交银国际

图表 32: 不同民营专科医院数量 2011-21 年 CAGR

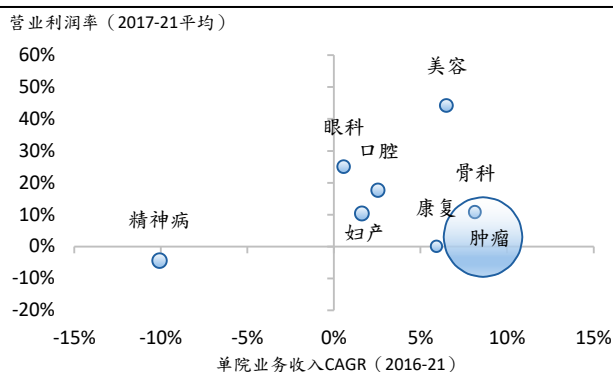


资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

④ 单体医院收入及投入规模

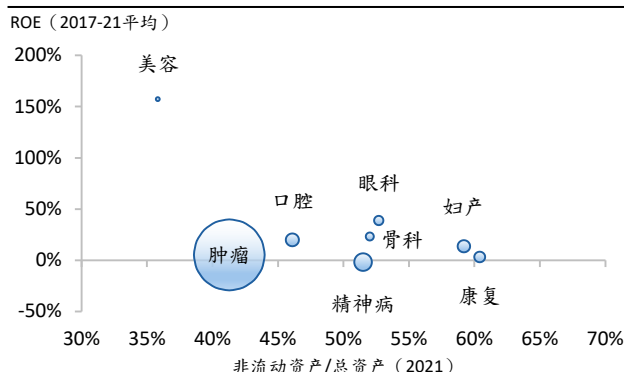
- * 在各主要专科中，肿瘤医院单院投入规模最大，进入壁垒较高，但单院收入规模也远高于其他专科（10 亿元以上 vs. 3,000-5,000 万元）、且增速最快；
- * 其他专科单院投入及收入规模较为相似，在相对轻资产的赛道中，美容兼具高增速、高利润率、高回报率特征；口腔和眼科利润率较高；骨科收入增速较快，这些均为过去十年间机构数增长较快的赛道。

图表 33: 不同专科医院收入增速及利润率（民营+公立，气泡大小代表 2021 年单院收入规模）



资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

图表 34: 不同专科医院资产组成及 ROE（民营+公立，气泡大小代表 2021 年单院净资产规模）

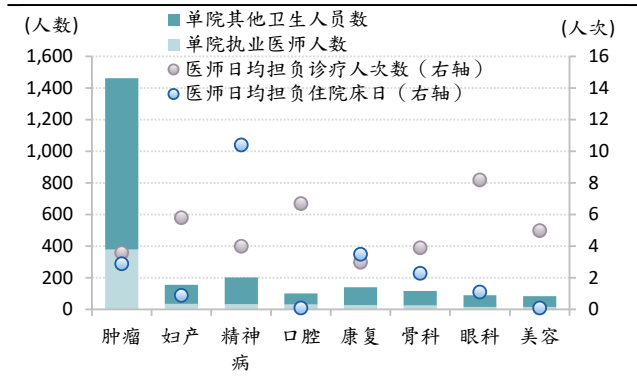


资料来源: 万得, 国家卫健委, 交银国际

④ 人员及设备壁垒

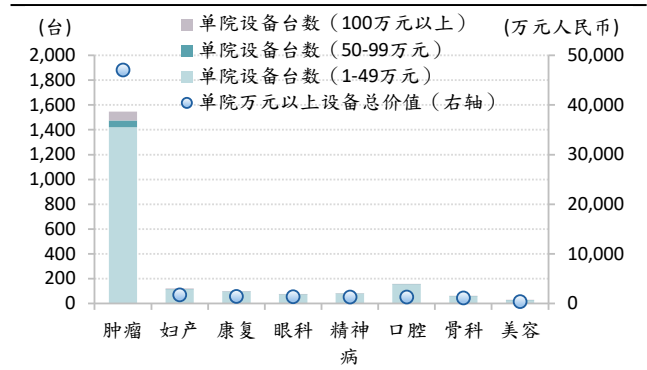
- * 在各主要专科中，肿瘤进入壁垒最高，对人员和设备要求远高于其他专科，而美容专科的壁垒则最低。
- * 其余专科对人员和设备的要求介于两者之间，且大致相似。

图表 35: 不同专科医院单院卫生人员数及运营效率 (民营+公立, 2021 年)



资料来源: 2022 年卫生统计年鉴, 交银国际

图表 36: 不同专科医院单院万元以上设备数及总价值 (民营+公立, 2021 年)



资料来源: 2022 年卫生统计年鉴, 交银国际

政策鼓励社会资本办医大方向不改，DRG/DIP 加速优胜劣汰

过去 10 年间，国家持续出台多项政策扶持社会资本办医和民营医院发展。在 2020-22 年的公共卫生事件后，民营医院对公立医院的重要补充作用再次凸显，各部委也顺势推进非营利医疗机构在医疗资源薄弱的地区和疾病领域中的渗透。我们预计，未来国家对于民营医院发展将保持鼓励态度，民营医院在填补医疗需求缺口、适度提升竞争、提高医疗资源使用效率的重要作用也将进一步强化。

在 DRG/DIP 付费改革持续深化、规则优化的背景下，我们看好运营效率优异、医保收入占比相对可控、药耗占比相对较低的医院，而创新药械使用较多的医院则有望边际受益。医疗资源使用效率、病床周转率低下下的医院将承受与日俱增的成本压力。

图表 37: 中国民营医院行业重点相关政策

发布时间	政策文件	主要内容
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系，推进紧密型医联体建设，强化基层医疗卫生服务。引导规范民营医院发展。
2023 年 2 月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务，并参与承接政府购买公共卫生服务。
2022 年 5 月	《“十四五”国民健康规划》	规划中鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。
2019 年 6 月	《关于印发促进社会办医持续健康发展规范发展意见的通知》	拓展社会办医空间。落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间。各地在新增或调整医疗卫生资源时，要首先考虑由社会力量举办或运营有关医疗机构。
2018 年 11 月	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	压缩营利性医疗机构设置审批时间，精简审批材料，优化医疗机构诊疗科目登记，逐步实实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。
2017 年 5 月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	打造有较强服务竞争力的社会医疗机构，形成具有影响力的特色健康服务产业集聚区。
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇，鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。
2015 年 6 月	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	明确并向社会公开公布举办医疗机构审批程序、审批主体和审批时限。各级相关行政部门要按照“非禁即入”原则，全面清理、取消不合理的前置审批事项，整合社会办医疗机构设置、执业许可等审批环节，进一步明确并缩短审批时限，不得新设前置审批事项或提高审批条件，不得限制社会办医疗机构的经营性质，鼓励有条件的地方为申办医疗机构相关手续提供一站式服务。

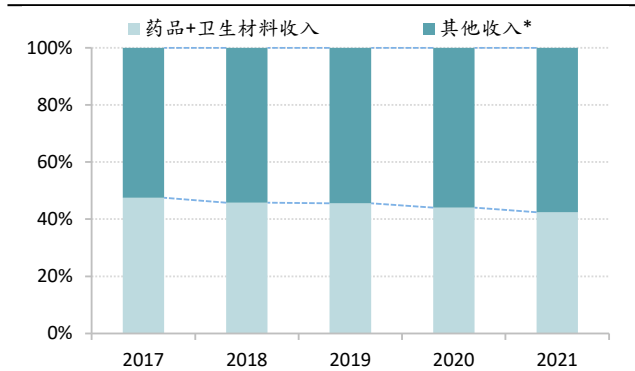
资料来源: 交银国际整理

医保支付体系（DRG/DIP）改革对民营医院的的启示和影响

2019 年 5 月，医保局等部委首次在 30 个城市推行 DRG 付费试点工作，2020 年 11 月又启动了 71 个城市的 DIP 付费试点工作。在此基础上，2021 年 11 月，国家医保局发布了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，要求：1）到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作；2）到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖（到 2024 年底分别完成 90%/70% 覆盖率，2024 年启动地区须于两年内完成）。对民营医院而言，DRG/DIP 对调整医疗收入结构具有重要的积极意义，包括：

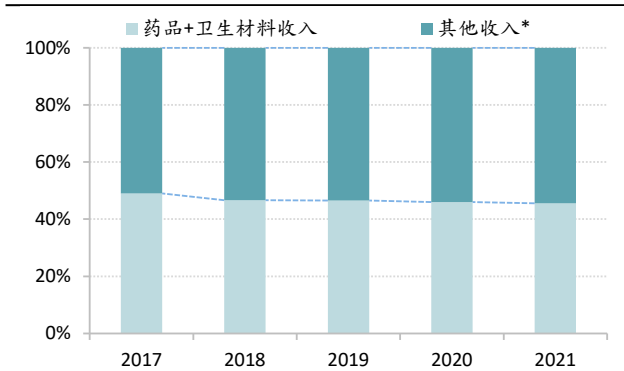
- ④ **推动进一步降低药耗占比：**DRG/DIP 支付方式改革的主要目的之一是强化成本控制。在预付费一定的条件下、叠加“零差率”销售要求，药耗占比过高必然会挤压医院利润空间、甚至出现亏损，因此医院有降低药耗占比、提高服务收入占比的动力。以公立医院披露的数据为例，2017-21 年门急诊收入中的药耗占比从 48% 下降至 42%，住院收入中的占比从 49% 下降至 46%，其中 2021 年的药耗占比大约为 30%，仍远高于美国（12%）和日本（20%）。随着 DRG/DIP 持续在全国推广以及分组规则的持续优化，我们预计这一比例将持续下降。

图表 38: 公立医院门急诊收入中药耗占比逐年下降



*主要包括检查收入、治疗收入、手术收入等
资料来源: 中国卫生统计年鉴, 交银国际

图表 39: 公立医院住院收入中药耗占比缓慢下降



*主要包括床位收入、检查收入、治疗收入、手术收入、护理收入等
资料来源: 中国卫生统计年鉴, 交银国际

- ④ **推动医疗服务能力提升和创新进步：**药耗占比不会无限制地降低，提高服务收入占比将成为调整医院收入结构的重点工作。医院需要通过技术创新和进步提升医疗服务能力、提高服务收入占比。
- ④ **推动管理能力和经营效率提升：**DRG/DIP 改革将促进民营医院管理逐步精益化，效率低下的医疗机构将面临较大的亏损/淘汰压力。在 DRG/DIP 付费制下，一味多做项目、过度延长住院时间会增加医院成本乃至出现亏损，医院有动力调整收入结构、提升病床周转率和单床产出、加强质量效益管理。

2019 年试点以来，DRG/DIP 分组方法也几经变迁，持续优化分组策略，对临床或疾病的分组愈发细化，同时进一步推动医保支付方式改革纵深发展。2024 年 7 月，DRG/DIP 2.0 版本分组方案推出，关键变化包括：

- ④ **DRG 2.0 版**分组重点对临床意见比较集中的重症医学、血液免疫、肿瘤、烧伤、口腔颌面外科等 13 个学科，以及联合手术、复合手术问题进行了优化完善。核心分组较上一版增加 33 组，回应了临床合理诉求，契合临床实际情况，细分组较上一版增加 6 组，代表分组效能的组间差异（RIV）为 71%，较上版提高了 3 个百分点，入组率为 92.8%，较上版提高了 1 个百分点，分组方案更加科学合理。
- ④ **DIP 2.0 版**病种库包含 9,250 组国家核心病种目录，与 1.0 版相比减少了 2,033 组，调整 3,471 组，其中因相关手术进行调整 558 组。另外，针对临床反映的 1.0 版病种库中缺少肿瘤基因治疗、分子治疗、免疫治疗以及部分放射治疗等情况，2.0 版病种库根据实际数据增补了对应病种，分组更加精细，覆盖更加全面。

图表 40: 各个版本 DRG 分组规则修订情况

相比上版修改内容	1.0 版/1.0 修订版	1.1 版	2.0 版
ADRG 数量	376	376	409
ADRG 内容修改	NA	对 101 个条目进行了修订，更改了 43 个 ADRG 组名称。	重点对临床意见比较集中的学科和问题进行了优化完善。
DRG 数量	618	628	634
DRG 内容修改	NA	细分组内涵有所变化。	有较大幅度变化，外科手术组、非手术室操作组数增加，内科诊疗组减少。
MCC/CC	NA	重新测算了并发症合并症（CC）表、严重并发症合并症（MCC）表及排除表，重建了 4,678 个 MCC 组。	引入了遗传算法、考虑了麻醉分级，更加符合临床医疗需求；MCC/CC 组数从 4,678/16,595 个减少至 4,477/8,009 个。

资料来源: 医保局, 交银国际整理

- ④ **机制创新**：2.0 版分组方案中大篇幅介绍了多种配套机制，有创新做法，也有对此前机制的完善和规范。重点关注**特例单议机制**，对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议。特例单议数量原则上不超过 DRG 出院总病例的 5% 或 DIP 出院总病例的 5%，同时要求医保部门定期组织专家审核评议、定期对审核情况进行公告公示。此外，**基金预付机制**提出各地医保部门可以根据基金结余情况，向定点医疗机构预付 1 个月左右的预付金，帮助其缓解运行压力。各地要加快推进年度基金清算工作，确保 2025 年 6 月底前全面完成清算。

我们分析，DRG/DIP 2.0 版分组将对民营医疗服务产生深远影响，具体包括：

- ④ **资源逐步向外科倾斜：**从 DRG 分组变化来看，外科手术组、非手术操作组数量增加，而内科诊疗组数量减少；此外 DRG/DIP 1.0 实施过程中，需要外科手术操作的病种往往需要更高的治疗费用、医院更有动力接收外科病人，收入也会更高。
- ④ **利好创新药械：**此前部分地区已对创新药、创新器械等治疗方式给予相应支持，2.0 版分组方案明确提出特例单议机制，未来全国范围内都有望参考该机制推动创新治疗手段的应用。
- ④ **医保资金使用进一步合理化：**2.0 版方案对 ADRG 和 DRG 都有更科学合理的分组，有助于优化临床治疗方案、精准控制医保基金支出。此外，基金预付机制也有助于进一步改善医院现金流，推动医院接受改革的意愿。

老龄化+供需错配格局下民营医疗服务的发展趋势

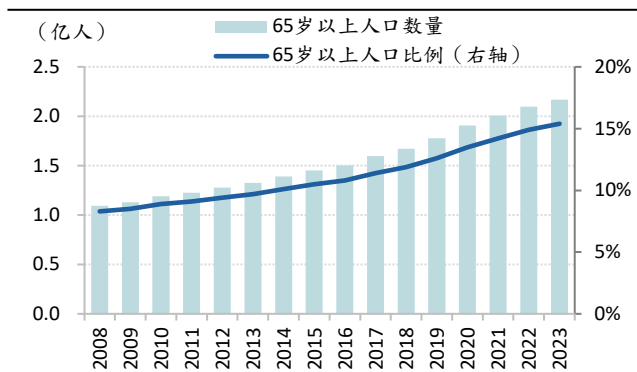
老龄人口占比持续提升的趋势将势必带来更迫切的医疗服务需求，对医疗服务行业的供给能力和专科结构提出了新要求，同时医疗资源在中国各个地区的分布也并不均衡，个别省市存在医院病床相对紧张的情况。

在这个大背景下，我们认为中国的整体医院和病床配置有望逐步向发达国家水平靠拢，建议从供需错配的角度，重点关注中医、肿瘤、眼科等年龄相关疾病专科，预计长三角、广西等省市病床紧张情况较其他地区更为紧迫，社会资本在这些专科和地区的医疗投资有望更好地匹配未满足需求、获得更合理的投资回报。

老年人口增长将驱动医疗服务需求持续扩大

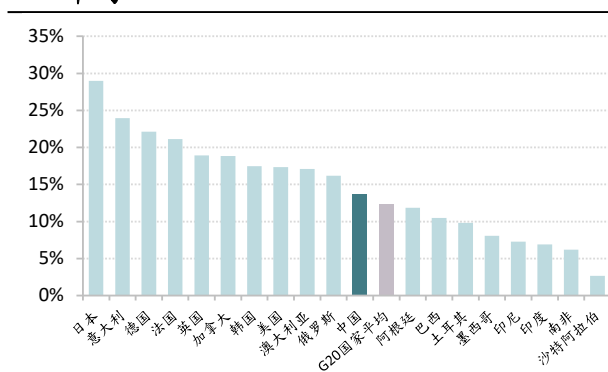
中国是世界人口和老龄人口第一大国，65 岁以上人口占比逐年提升且已接近发达国家水平。我们认为，随着老龄人口数量持续增加，医疗保健需求将维持高景气度，医疗服务市场的未来成长空间十分可观。2024 年 1 月，国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出“发挥民营经济作用，完善政企沟通联系机制，打破不合理的市场准入壁垒”“加强综合医院、中医医院老年医学科建设”“加强基层医疗卫生机构康复护理、健康管理等能力建设，鼓励拓展医养结合服务，推动建设老年友善医疗机构”等要求，足见国家对提升老龄人口医疗服务能力的重视程度和对民营资本的政策扶持力度。

图表 41: 中国 65 岁以上人口数量和占比逐年提升



资料来源: 万得, 国家统计局, 交银国际

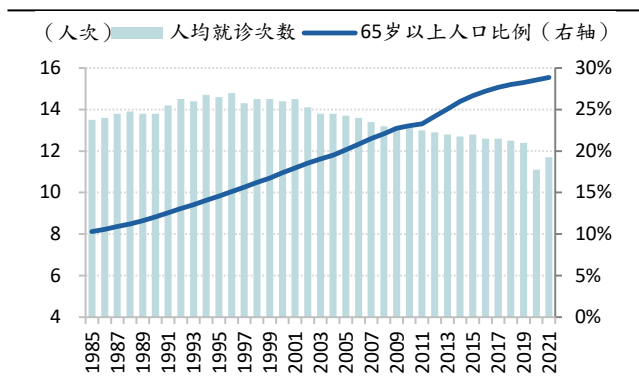
图表 42: 2022 年中国 65 岁以上人口占比已超过 G20 平均



资料来源: OECD, 交银国际

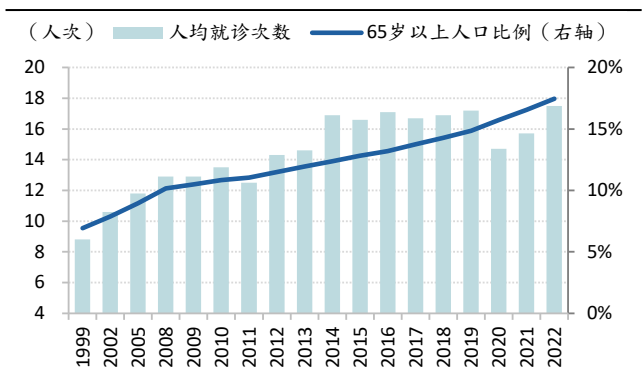
日韩就诊量变化的启示: 在日本和韩国两个老龄化进程较深的东亚邻国，我们发现：1) 随着老龄人口比重提升，日本每年的人均就诊次数呈现先升后降的趋势，主要和医保控费改革中自付比例提高、老年人福利减少有关；2) 韩国的就诊人次则与老龄人口比例呈现大致正相关关系。中国的这一数据在过去几年间没有发生明显变化。因此，我们认为中国人均就诊人次大概率会类似韩国、呈现逐年上升的态势，老龄人口对整体医疗服务的总需求将持续增长。根据中康 CMH 预测，到 2030 年，我国门/急诊总诊疗人次将达到 112 亿人次，对应约 4% 2022-30 年 CAGR。

图表 43: 日本人均就诊次数呈现先升后降趋势



资料来源: OECD, 交银国际

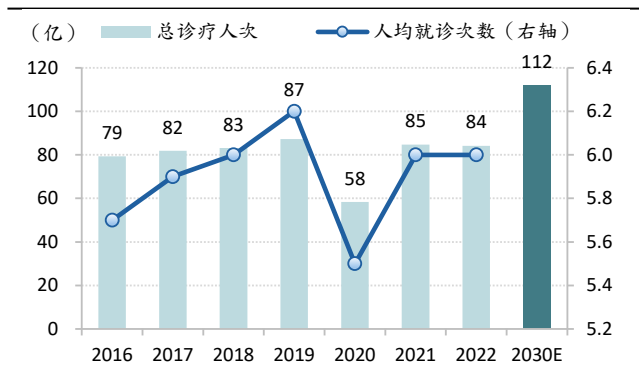
图表 44: 韩国人均就诊次数与老龄人口比例大致呈正相关



资料来源: OECD, 交银国际

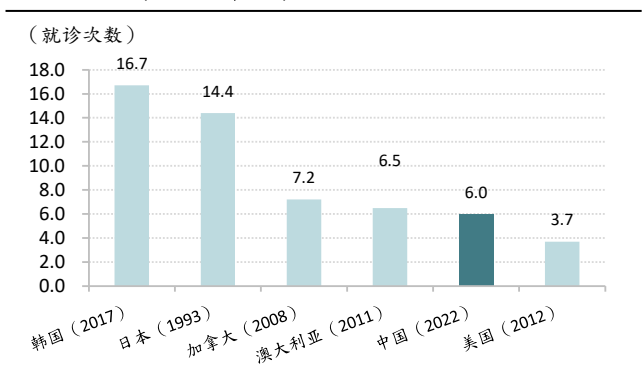
横向比较来看, 在发达国家 65 岁以上人口比例达到 13.7% 左右时 (中国 2022 年水平), 当年人均就诊次数大多高于中国, 其中日韩均在 10 次以上、远高于中国。由此可见, 中国老龄人口还存在巨大的潜在需求, 随着医疗机构基础设施不断完善, 这些需求有望得到释放, 推动民营医院整体病床利用率和就诊量持续上升。

图表 45: 中国总就诊人次和人均就诊次数变化



资料来源: 卫健委, 中康 CMH, 交银国际 E = 中康 CMH 预测

图表 46: 主要国家老龄人口达到 13.7% 当年的人均就诊次数 (1990 年后)



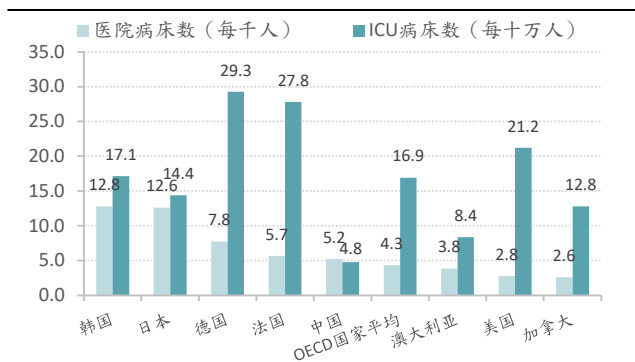
资料来源: OECD, 交银国际

供需错配指引未来社会办医潜力方向

① 医疗资源整体短缺

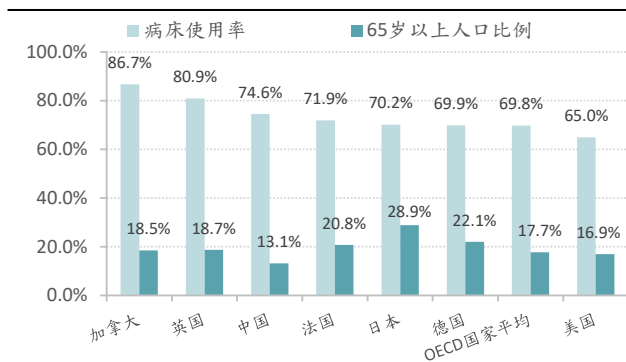
与发达国家横向对比，我国医疗资源存在以下情况：1) 虽然整体病床配备已超过美国、澳大利亚、加拿大等发达国家，但每10万人ICU病床配备数量仍远远不足，应对逐年增长的老齡人口仍有较大需求缺口。2) 相比发达国家，中国虽然老齡人口比例较低，但病床使用率已较高、公立医院使用率维持高位。

图表 47: 2021 年我国每 10 万人 ICU 病床配备数量有所不足



资料来源: OECD, 交银国际

图表 48: 2021 年我国病床使用率相比于发达国家较高

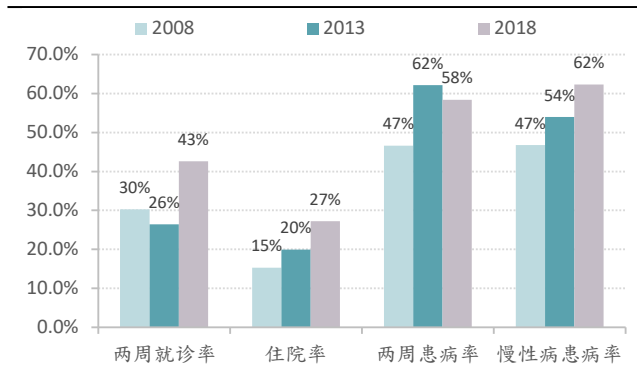


资料来源: OECD, 交银国际

② 老龄化背景下的潜在供需格局变化——关注年龄相关疾病种类

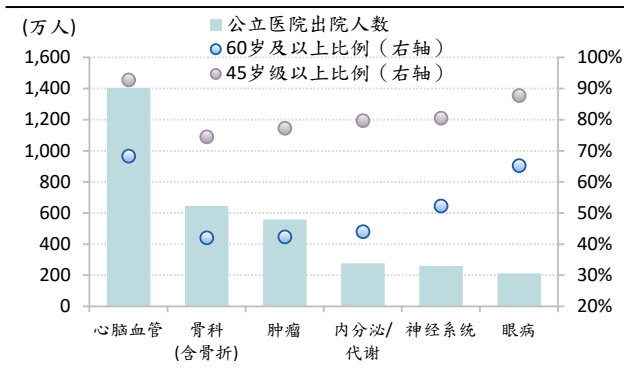
国家卫生服务调查显示，65岁以上人口的患病率、就诊率和住院率都呈上升趋势；随着医疗条件提升（拉长疾病生存和治疗周期）、人们生活习惯改变，慢性病患病率也在快速升高中。从专科来看，心脑血管、骨科、肿瘤、内分泌/代谢、神经系统、眼病等疾病领域有较强的年龄相关性（出院人数中60岁及以上患者比例较高、45岁及以上比例在70%以上），随着老齡人口增加，这些细分专科有望迎来较快的需求增长。

图表 49: 中国 65 岁以上人口患病率及就诊率呈现上升趋势



资料来源: 国家卫健委, 交银国际

图表 50: 各类疾病公立医院出院人数及老龄/中年人口比例 (仅包括 60 岁及以上比例在 40% 以上)

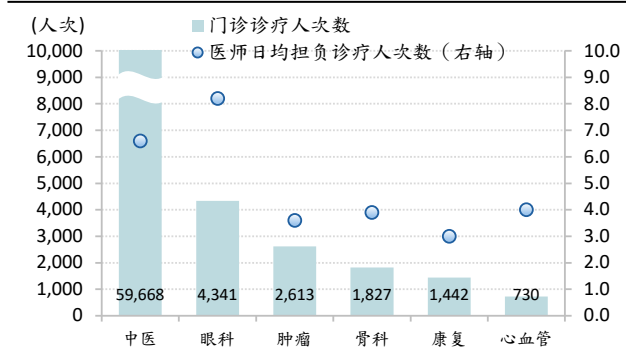


资料来源: 中国卫生统计年鉴 (2022 年), 交银国际

结合供给端现状, 我们进一步对上述专科进行分析, 并识别出关键供需缺口所在:

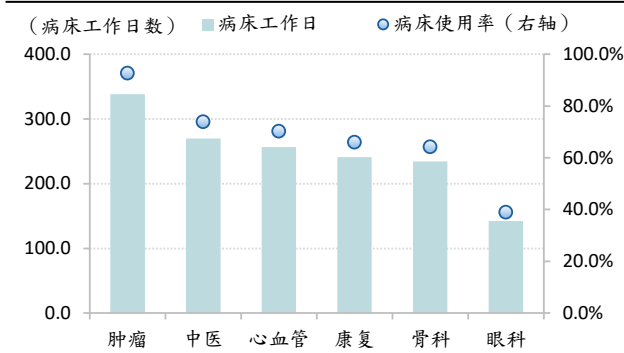
- * **门诊端**, 中医和眼科诊疗人次较大、且医师人均担负诊疗人次数较高, 比较适合轻资产诊所/医院的扩张模式;
- * **住院端**, 肿瘤专科医院的病床工作日和病床使用率分别达到 338.4 天和 92.7%, 存在一定的供不应求格局。

图表 51: 老龄人口占比较高专科的医院门诊业务情况



资料来源: 中国卫生统计年鉴 (2022 年), 交银国际

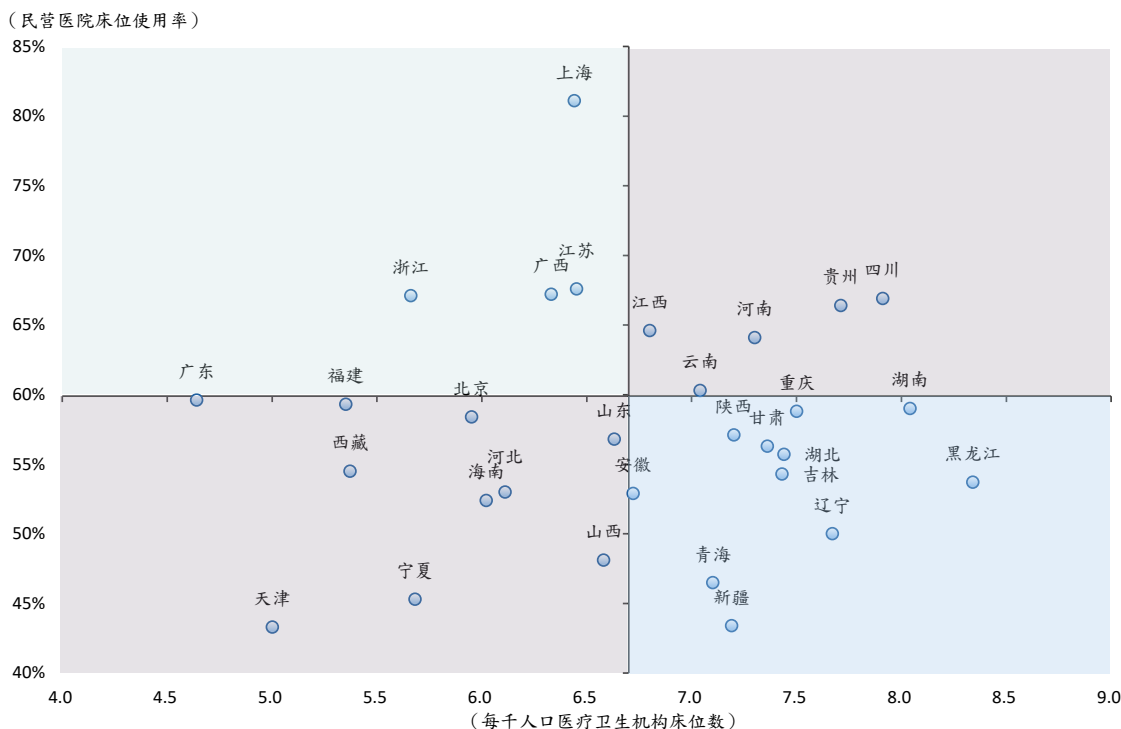
图表 52: 老龄人口占比较高专科的医院住院业务情况



资料来源: 中国卫生统计年鉴 (2022 年), 交银国际

从我国医疗资源的地理分布情况来看，上海、江苏、浙江、广西、广东、北京、江西等地（下图绿色及绿灰交界区域）的医疗机构床位数较为短缺、现有民营医院床位使用率已较高，存在一定的供需缺口，民营医院有较可观市场机会。在蓝色区域的省市，整体床位使用率低于全国平均、人均病床数量相对充足，社会资本进行投资时应相对谨慎。

图表 53: 2022 年各省市医院运行情况（横纵轴交界处为全国平均水平）



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 交银国际

图表 54: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
13 HK	和黄医药	买入	20.95	44.00	110.0%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	39.90	56.20	40.8%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	131.10	159.00	21.3%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	62.60	87.00	39.0%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	32.35	60.00	85.5%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	30.30	66.00	117.8%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	13.50	24.00	77.8%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.54	28.75	172.8%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	37.69	76.00	101.6%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.76	4.40	479.5%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	3.24	5.00	54.4%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	29.10	44.00	51.2%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	18.24	12.30	-32.6%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.70	24.50	92.9%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	69.06	93.30	35.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.67	33.10	-44.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	17.42	24.00	37.8%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	28.14	42.50	51.0%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.79	10.00	47.3%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.87	4.80	67.3%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.72	14.00	81.4%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.42	5.80	31.2%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.64	45.00	0.8%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	26.60	42.00	57.9%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.49	3.05	22.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 1 月 23 日

2025 年 1 月 27 日
医药行业

公司分析

医药	收盘价 港元 26.60	目标价 港元 42.00	潜在涨幅 +57.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025年1月27日

固生堂 (2273 HK)

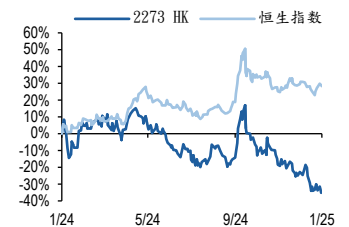
中医诊疗服务龙头，全球版图快速扩张驱动业绩高增长，首予买入

- 中国中医连锁龙头，商业版图持续扩张：**公司是中国第三大中医医疗连锁服务机构（根据医院及诊所数量），截至2024年底已在全国17座城市拥有及经营共76家医疗机构，外延并购扩张提速，一线城市布局加密同时，经济实力较好的二三线城市覆盖持续扩大，全国综合服务网络逐步成形；同时还于1Q24宣布收购新加坡宝中堂、正式进军海外市场，未来运营规模有望进一步扩大，成为公司中长期成长的重要引擎。公司业务量和业绩在近年的公共卫生事件后恢复快速增长、同时ASP稳中有升，我们预计2022-24年间就诊量和收入CAGR将分别达到37.9%和38.4%。
- 行业天花板可观，公司仍有较大渗透空间：**沙利文预测，中国中医大健康产业市场规模2019-30年CAGR将达到11.3%，其中中医诊断和治疗服务市场增速最快，2019-30年CAGR有望达到18.2%，远高于其他细分领域。行业需求端的增长主要来自老龄化趋势深化、慢病管理需求攀升、诊疗意识提升、政策推动等。公司作为民营中医医疗服务连锁的龙头，目前核心市场份额仍较低，后续内生+外延发展将持续驱动核心市场渗透。
- 医生体系+模式创新：**通过有效的外部合作，固生堂成功整合了丰富的名医资源。截至2023年底，公司拥有14,437名高级中医师，约占医生总数的40%，占中国高级中医师总数的10%左右，并通过股权激励实现利益绑定，提高存量医师粘性。在创新运营模式方面，公司相继推出了：1) 进一步提高用户粘性的会员制度，会员的回头率始终保持在85%以上、且大幅高于非会员回头率；这一制度也有助于提升会员消费意愿、挖掘潜在消费能力更强的客户。2) OMO业务新模式，将线下医疗服务整合至线上平台。2023-1H24，公司线上业务对总收入的贡献在10%左右。
- 首予买入评级：**我们预测公司2024-26年收入分别达到31.1亿/40.0亿/48.9亿元人民币，主要由一二线市场的持续渗透、高速增长的门诊量和稳中有升的客单价驱动，会员收入占比有望提升至50%以上；同时随着成熟门店人效持续提升、新并购门店整合后提质增效，利润率将逐步改善。我们基于DCF模型进行估值，得到目标价42.00港元，对应58%潜在股价升幅、13.8倍2025年市盈率、0.5倍2025年PEG；首次覆盖，给予买入评级。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	48.50
52周低位 (港元)	26.60
市值 (百万港元)	6,352.35
日均成交量 (百万)	0.67
年初至今变化 (%)	(21.30)
200天平均价 (港元)	35.58

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	1,625	2,323	3,112	3,995	4,889
同比增长 (%)	18.4	43.0	33.9	28.4	22.4
净利润 (百万人民币)	181	252	335	443	569
每股盈利 (人民币)	0.79	1.06	1.39	1.83	2.35
同比增长 (%)	-117.9	35.2	30.6	32.0	28.5
市盈率 (倍)	31.7	23.4	17.9	13.6	10.6
每股账面净值 (人民币)	7.45	9.35	11.27	13.37	15.96
市账率 (倍)	3.34	2.66	2.21	1.86	1.56

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

投资要点：中医诊疗服务龙头，商业版图持续扩张

行业规模快速增长，供需错配格局+公司商业版图扩张下，市场份额提升空间可观：沙利文预测，受中医诊疗需求提升、政策利好等因素推动，中医诊断和治疗服务市场的规模将快速增长，2019-30年的CAGR有望达到18.2%。但与此同时，优质的中医诊疗资源（执业医师和医疗机构数量）仍相对紧缺，行业呈现供不应求的整体格局。自成立以来，固生堂的线下业务逐步扩张至华北、华南和华东地区，截至2024年末，公司在全国17座城市及新加坡共拥有及经营77家医疗机构；同时还积极布局海外业务，于1Q24宣布收购新加坡宝中堂，标志着其进军全球市场的第一步。公司目前在核心市场的份额较低，均不超过4%，全国范围内的市场份额则仅有0.3%（图表74）。凭借优异的服务能力和获医能力、以及日益强化的品牌效应，公司有望稳坐民营中医医疗服务连锁龙头地位，进一步提升核心市场份额。

模式创新推动量价齐升，业绩增长势头强劲：公司的获客渠道丰富，包括与大型企业合作及通过第三方线上平台转介等，其中口碑获客为新客户的主要来源。公司的会员制度进一步提高了用户粘性，会员的回头率始终保持在85%以上、显著高于非会员回头率，同时也有助于提升会员消费意愿、挖掘潜在消费能力更强的客户。1H24会员的客单价为619元，高于非会员14%左右，历史上会员的单人年均消费也显著高于非会员。随着会员对于收入的贡献、会员客户占比逐步攀升，我们预计，未来三年公司ASP和业绩成长的确定性较高（图表99、图表100）。

稳健资金结构助力长期内生外延扩张：公司通过自建+并购双轮驱动的方式扩张门店布局，在77家门店中，自建和并购分别有18家和59家。公司的资产有息负债率、非流动资产占总资产比例、以及商誉/净利润比例在同业中处于较低水平，为后续扩张创造了有利条件。考虑到当前一级市场标的投资性价比显著、医保政策变化下卖家出售需求提升，并购仍将是公司未来扩张的重要手段。从地区分布来看，公司将继续深度经营一二线头部市场，力争提升市场份额，而海外则将聚焦华人较为集中的国家和地区。我们认为，由资金结构支持的快速扩张节奏将是公司中长期成长的核心驱动因素之一。

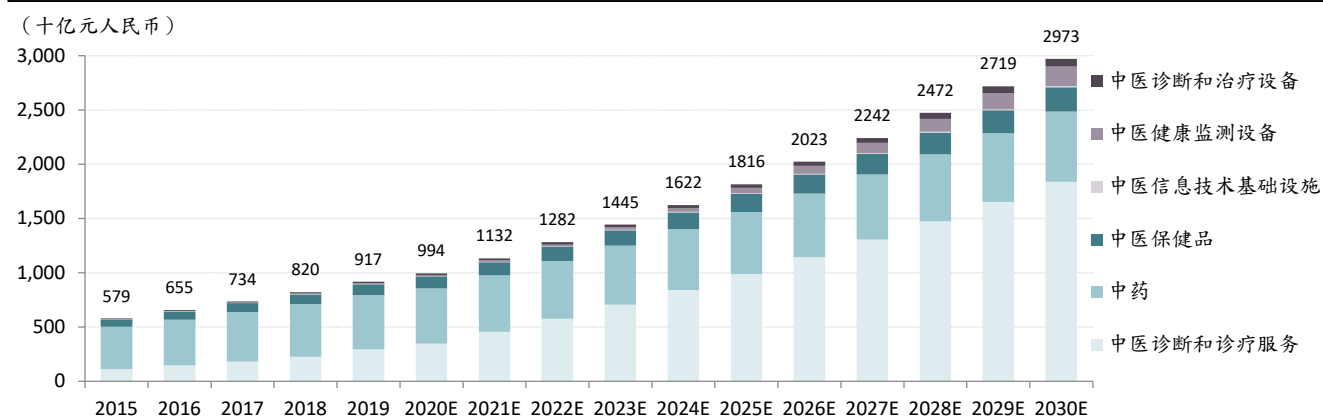
财务预测：我们预测2024-26年公司经调整净利润达到4.15亿/5.08亿/6.24亿元人民币，对应23% CAGR，主因：1）现有门店渗透目标头部城市、核心和下沉市场并购扩张提速，门诊量持续增长（2024-26年CAGR 23%）；2）随着更高收费的专家自费门诊的推广、自费收入结构改善，客单价稳中有升；3）中药材价格趋于稳定、医生、新并购门店整合后提质增效。

我们首次覆盖公司，给予42.0港元的目标价和买入评级，主要看好：1）公司作为民营中医医疗服务连锁的龙头，目前核心市场份额仍较低、有较大提升空间（图表74）；2）外延并购扩张提速，一线城市布局加密同时、经济实力较好的二三线城市覆盖持续扩大，全国综合服务网络逐步成形；3）我国中医师供给充足，公司差异化薪酬及培训体系有望持续吸引优质退休专家及青年医生；4）海外扩张启动，通过收购小型医馆切入中医渗透较好、医师资源丰富的新加坡市场，未来运营规模有望进一步扩大，成为中长期成长的重要引擎。

供需共振，助推中医诊疗市场扩张

根据弗若斯特沙利文数据，2019年中国中医大健康产业规模达到9,170亿元（人民币，下同），占中国医疗健康市场19.7%的份额。随着人口老龄化的加深、人民健康意识的提高以及一系列政策的助力，预计中国中医大健康产业的市场规模将在2019-30年期间以11.3%的CAGR快速增长。到2030年，市场规模有望达到约3万亿元。其中，**中医诊断和治疗服务市场增速最快，2019-30年CAGR预计为18.2%，远高于中医大健康产业的其他细分领域；其市场份额也将从2019年的31.8%增长至2030年的61.9%。**

图表 55: 2015年至2030年（估计）中国中医大健康产业的市场规模



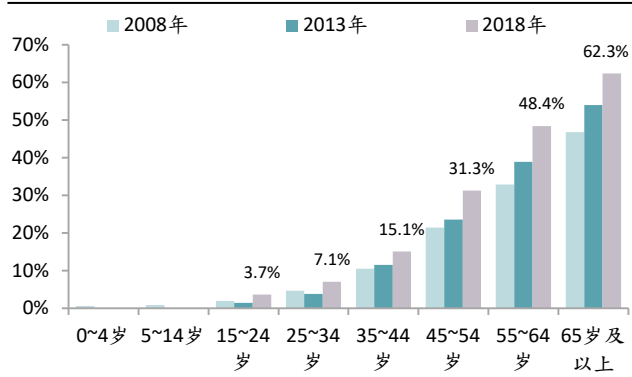
资料来源: 国家卫健委, 弗若斯特沙利文预测, 交银国际

需求端：慢病管理需求攀升、诊疗意识提升，中医诊疗量与日俱增

⊕ 慢性病人群不断扩大，疾病管理需求持续增加

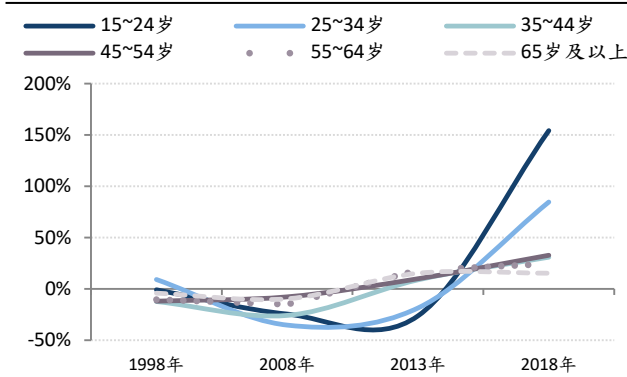
根据国家统计局数据，截至2023年，我国60岁以上人口已达29,697万人，占全国人口的21.1%。预计到2050年前后，我国老年人口数将达到峰值4.87亿，占总人口的34.9%。而随着年龄增长，慢性病患病率显著上升。根据《中国卫生健康统计年鉴》（2022年），中国55岁至64岁的人群中，慢性病患病率达48.4%，而65岁及以上的老年人群中，这一比例则上升至62.3%。同时，随着生活方式的改变，年轻人群的慢性病患病率也呈现上升趋势，包括肥胖、高血压、糖尿病等。慢病虽然进展缓慢，但难以根治，且不足或不合理的治疗将最终导致较严重的后果、甚至致命。因此，慢病的长期管理显得尤为重要，随着患者基数扩大和健康管理意识提升，这方面的需求也将持续扩容。

图表 56: 慢性病患者率随着年龄增长显著上升



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

图表 57: 年轻人群慢性病患者率在快速增长



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

⊕ 中医在慢病管理领域具有独特优势

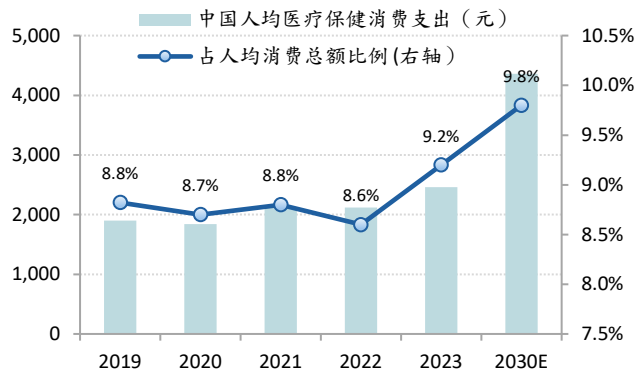
中医能够针对病人不同的体质，提供全面的医疗健康管理服务，针对疾病预防、生活方式改善、亚健康症状缓解、疾病治疗到康复的各个环节提出个性化治疗方案，对于慢病的管理非常有效。此外，对于许多无特定西药可用于治疗的多系统疾病及病理机制不明的疾病，中医也可提供相应的系统性疗法。

⊕ 人民健康意识不断提高，中医诊疗占比呈增长态势

随着国人生活水平的提高，医疗健康消费逐渐成为个人消费的重要组成部分。根据国家统计局及弗若斯特沙利文的预测，中国人均医疗健康消费预计将从2023年的2,460元增加至2030年的4,359元，分别占2023年及2030年人均消费总额的9.2%及9.8%。其中，中医在实际诊疗中的应用频率持续增加。根据《中国卫生健康统计年鉴》（2022年），我国中医类诊疗量占总诊疗量的比例由2015年的15.7%逐年提升至2021年的16.9%。此外，在近年的公共卫生事件期间，中医在预防、缓解症状以及降低死亡率方面发挥了重要作用，进一步提高了公众对中医的认识和接受程度。例如，在新冠肺炎防治中，根据截至2020年3月的数据显示，全国新冠肺炎7万多确诊病例使用了中医药，占患者总人数91.5%，临床疗效观察显示，中医药总有效率达到90%以上。

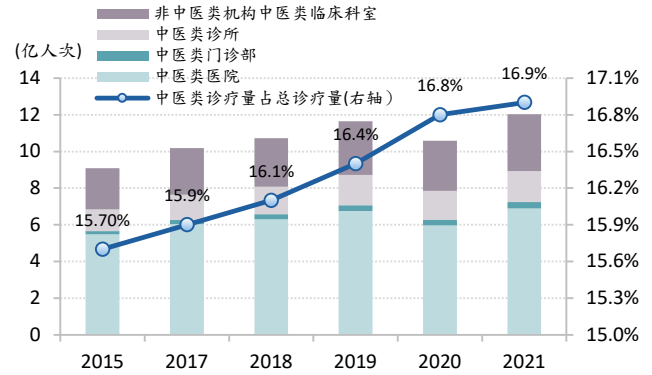
综上，我们预计，中国人口结构变化、慢病群体扩大、健康意识提升、中医诊疗教育普及，将催生更多的中医诊疗需求、带动中医渗透更广泛的病患群体。

图表 58: 医疗健康支出占比有所提升



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文预测，交银国际

图表 59: 中医类诊疗量占总诊疗量比例呈上升趋势



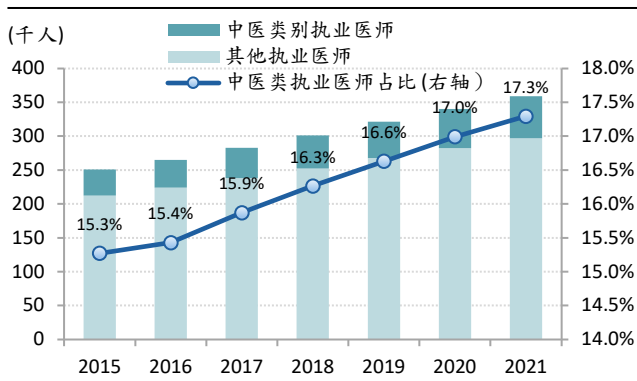
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

供给端：优质中医资源稀缺，政策护航行业发展

⊕ 优质中医资源紧张

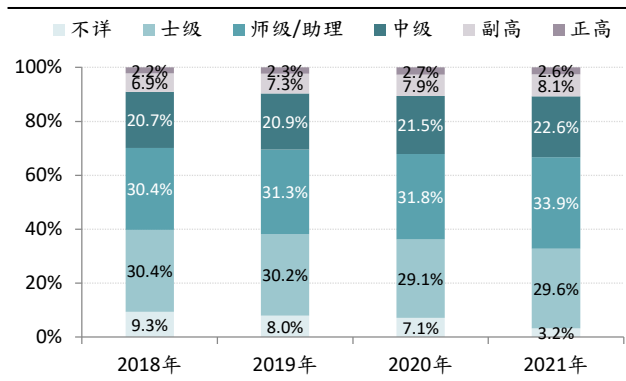
根据《中国卫生健康统计年鉴》（2022 年），2015-21 年，我国中医师人数从 38.3 万人增加至 62.1 万人，CAGR 为 8.4%，中医师在全国总执业医师中的比例由 15.3% 上升至 17.3%。然而，尽管中医师数量有所增加，资深中医师比例仍然相对较低。截至 2021 年，在我国公立中医医院中，拥有正高或副高级资质的中医师仅占总中医师人数的 10.7%。进一步观察发现，2021 年，中医医院的医师日均担负诊疗人次数为 6.6，略高于全部医院的 6.5、显著高于全体专科医院的 5.4，同样反映出中医师资源紧张现状。

图表 60: 2015-21 年执业中医师数 CAGR 达 8.4%



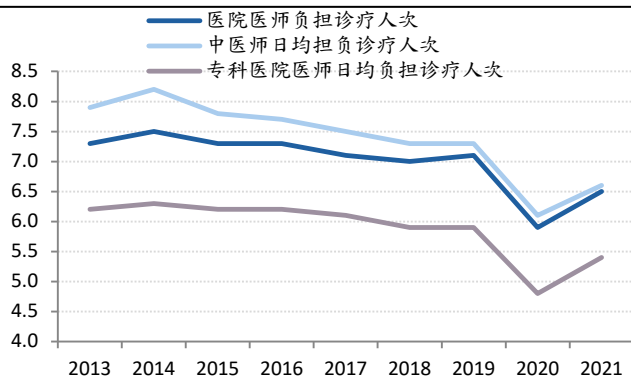
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

图表 61: 公立中医医院中正高/副高级中医师占比比较低



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

图表 62: 中医医院医师日均负担诊疗人次高于总体医院



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，交银国际

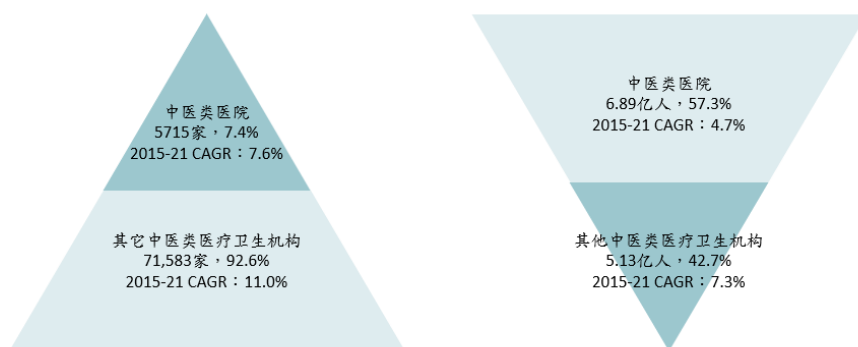
⊕ 医疗资源供需错配，为民营中医服务提供商带来机遇

2021 年，中国中医类医院数量只占全国中医类医疗卫生机构总数的 7.4%，却服务了近 57.3% 的中医诊疗需求。这种医疗资源供需的错配，或会潜在影响医疗机构诊疗效率和质量以及患者就诊体验。然而，随着分级诊疗体系的不断建设与完善，中小型中医机构的医保覆盖率有所提升，叠加“互联网+中医”运营模式的普及，我们预计未来民营中医服务提供商有望逐步壮大，并形成对于公立中医医院的良好补充。

图表 63: 我国中医医疗资源供需存在错配 (2021 年)

供给端：中医类医疗卫生机构数目

需求端：诊疗人次



资料来源: 卫生统计年鉴 (2022 年)，交银国际

⊕ 国家政策频出，自上而下支持中医药行业发展

自 2019 年起，中医药行业已成为国家发展战略的重要组成部分，每年国务院都会发布相关政策，从顶层设计开始全面推动中医药行业发展。2022 年 3 月，国务院办公厅发布了《“十四五”中医药发展规划》，目标到 2025 年显著增强中医药健康服务能力，进一步完善中成药高质量发展政策和体系，取得中医药振兴发展的成效，并提出了相应的量化指导政策。此外，针对中医药行业宣传推广、人才培养、医保改革、注册审评等方面的具体政策也层出不穷，为中医药行业的各个方面提供规范管理和支持，利好整体中医药行业的可持续健康发展。

图表 64: 2019 年以来中医药行业主要助推政策

时间	政策名称	发布机构	政策方向	政策概要
2023.7	《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》	国家卫生健康委、发展改革委等	全面促进	加强中医医院康复科和老年医学科建设；加强中医药特色人才培养；推进古代经典名方制剂研发，加快关键信息考证发布及新药审批，促进中医药传承创新发展。
2023.4	《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》	国家中医药局、中央宣传部等	宣传推广	促进中医药文化海外交流。
2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	中共中央、国务院	全面促进	明确对基层中医馆建设的支持；鼓励医师基层多点执业；促进城市医联体建设；提高基层医疗在医保基金支付中的占比；发展“互联网+医疗健康”。
2023.2	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院	全面促进	统筹部署了 8 项重点工程，包括中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程（岐黄工程）等，安排了 26 个建设项目。其中着重提到将加速中药服务体系建设和医保支付倾斜、纳入医院考核等政策的落地。
2023.2	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	审评端	申请注册的中药具有人用经验的，可根据人用经验对药物安全性、有效性的支持程度，合理提交相应的申报材料；满足相应条件的处方可简化工艺研究，豁免非临床有效性研究，豁免 I 期、II 期临床试验等。
2022.11	《“十四五”全民健康信息化规划》	国家卫生健康委员会等	信息技术	部署“互联网+中医药健康服务”行动、智慧医院建设示范行动等，进一步推进新一代信息技术与卫生健康行业深度融合。
2022.10	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	人才培养	加大基层人才供给力度，提升基层人才服务能力；持续建设名老中医药专家传承工作室。
2022.5	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务的通知》	国务院	基层建设、支付端	增强市县级医院服务能力，支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体；在全国 40% 以上的统筹地区开展按疾病诊断相关分组 (DRG) 付费或按病种分值 (DIP) 付费改革工作。
2022.4	《关于加强新时代中医药人才工作的意见》	中医药管理局、教育部等	人才培养	逐步扩大临床医学类专业毕业生攻读中医专业学位招生规模；持续开展全国基层名老中医药专家传承工作室建设。
2022.3	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	国家中医药管理局	基层建设	鼓励社会力量在基层办中医；大基层中医药人才有效供给，畅通基层中医药人才使用途径，改善基层中医药人员发展环境；推广基层中医药适宜技术；加快基层中医医疗服务信息化建设。
2022.3	《“十四五”中医药发展规划》	国务院	全面促进	从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药的全面的可执行的政策指导。
2021.12	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局	人才培养	对中医药人员重点考察其掌握运用中医经典理论、运用中医诊疗手段诊疗的能力，中药处方运用以及师带徒等情况。同时，在医师晋升工作量要求中，设置中药饮片处方比、中医治疗疑难危重患者数量等特色指标，提出中医医师晋升工作量要求。
2021.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药管理局	支付端	1) 推进中医医保支付方式改革，中医医疗机构可暂不实行 DRG，已经实行 DRG 和 DIP 的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值；2) 支持“互联网+”中医药发展并纳入医保计划；3) 调整中医医疗服务价格以体现其中包含的劳务价值；4) 允许中医医疗健康服务提供者于销售饮片时按不超过 25% 的加价进营销售；5) 允许中医医疗健康服务提供者对院内制剂自主定价；6) 将院内制剂纳入医保计划。
2021.2	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	全面促进	鼓励社会资本发起设立中医药产业投资基金，加大对中医药产业的长期投资力度。
2020.12	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	审评端	提出改革中药注册分类，构建“三结合”审评证据体系对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	全面促进	提出健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制。

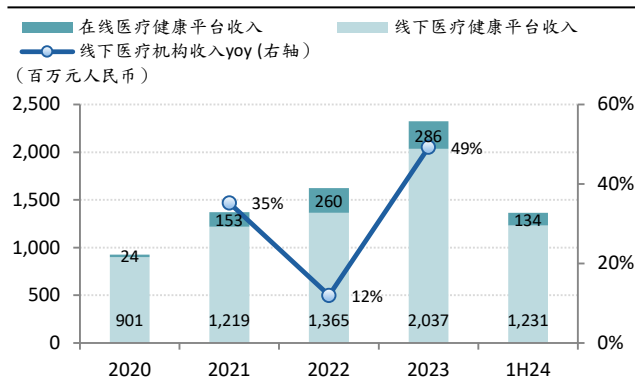
资料来源：各大政府网站、交银国际

“自建+并购”双轮驱动，公司线下业务版图持续扩张

⊕ 公司线下业务保持高速增长

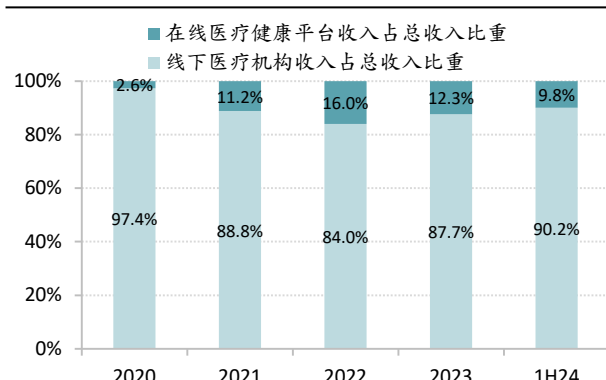
2024 上半年，公司线下业务实现收入 12.3 亿元，占总收入约 90%，同比增速达 43.7%，其中老店收入增长 34.5% 至 11.1 亿元。2023 全年，公司线下业务实现收入 20.4 亿元，占总收入约 88%，同比增速达 49.2%。线下业务的强势表现，主要得益于门诊人次的快速增长（1H24 线下门诊人次+40.4%）、稳中有升的客单价及服务网络/经营面积的快速扩大。

图表 65: 固生堂线下业务增长稳健



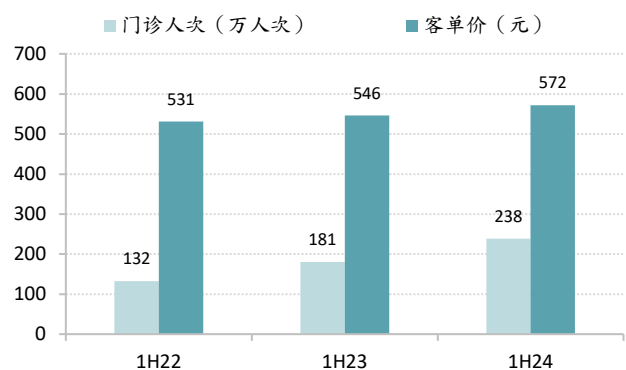
资料来源：公司资料，交银国际

图表 66: 固生堂线下医疗机构为主要收入来源



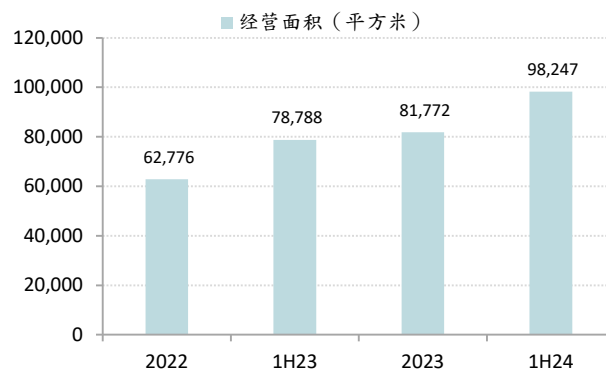
资料来源：公司资料，交银国际

图表 67: 固生堂门诊人次及客单价逐年提高



资料来源：公司资料，交银国际 *门诊人次为线上与线下门诊人次总计

图表 68: 固生堂经营面积持续扩大



资料来源：公司资料，交银国际

⊕ 并购为主，自建为辅，中国业务持续扩张

自 2011 年在广州开设第一家线下门店以来，固生堂通过自建和并购两种渠道不断扩大自身业务规模。截至 2024 年底，公司已在 18 座城市拥有及经营了 77 家医疗机构，其中有 59 家（占 77%）是通过并购获得的，仅有 18 家（占 23%）为自建门店。公司主要依靠并购成熟的医疗机构进行扩张，约 80% 的现有门店来自并购。虽然并购门店的平均投资回收期达到 3.9 年，高于自建门店的 1.5

年，但可以有效避免新开私人医院在纳入医保定点医疗机构时所需经历的繁琐申请流程。在收购后，公司派遣经验丰富的团队接管日常运营，并用自身的云（HIS）替换原有的信息技术系统及供应链管理系统，实施标准化的运营程序，以提高盈利能力。

图表 69: 固生堂线下医疗机构分布

地区	门店数	
北京	5	
上海	13	
江苏	苏州	8
	无锡	4
	昆山	2
	徐州	1
浙江	宁波	8
	杭州	3
	温州	2
福建	福州	4
广东	广州	10
	深圳	6
	佛山	3
	中山	1
河南	郑州	2
湖北	武汉	2
湖南	长沙	2
新加坡	1	
总计	77	

资料来源：公司官网，交银国际

图表 70: 自建门店投资回收期较短

	自建门店	并购门店
数量（截至 2024 年末）	18（占 23%）	59（占 77%）
建造周期（月）	3-6	-
盈亏平衡期（月）	5	-
投资回收期（月）	18	约 47

资料来源：公司资料，交银国际

图表 71: 固生堂线下门店数量持续扩张

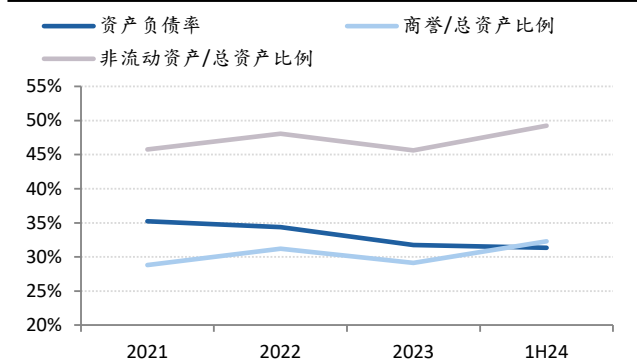
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
期初门店数	29	34	34	37	42	48	56
新增门店 (+)	9	2	5	5	8	9	21
并购	5	2	5	5	4	7	17
自建	4	0	0	0	4	2	4
关闭门店	4	2	2	0	0	1	0
期末门店数 (-)	34	34	37	42	50	56	77
并购	24	24	27	32	36	42	59
自建	10	10	10	10	14	14	18

资料来源：公司官网，交银国际

⊕ 稳健资金结构是执行并购战略的关键保障

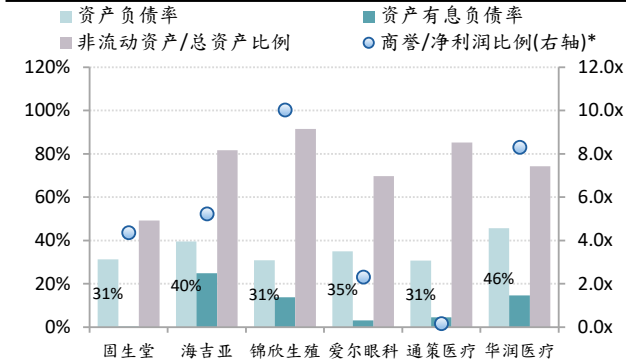
纵向来看，公司的商誉及非流动资产占总资产的比重在过去几年保持大致稳定且处于健康水平，资产负债率则持续下行。与可比公司横向对比显示，公司的资产负债率、资产有息负债率、非流动资产比率均更低，且相比收并购规模较大的可比公司（海吉亚、华润医疗等），公司的商誉/净利润比例相对更低。更低的负债比例、更轻资产的扩张模式、更可控的商誉减值风险，保证公司在外延并购时更加灵活，现有资金结构足以支持更积极的扩张节奏。

图表 72: 固生堂资产、负债及商誉历史情况



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 73: 固生堂 vs. 同业资产、负债及商誉情况



资料来源: 公司资料, 交银国际。*1H24 商誉净值/2023 年净利润

⊕ 聚焦一/二线城市, 具备充足发展潜力

从地理分布来看, 公司的门店大多位于一/二线城市, 整体消费及获客环境较好。由于公司在广深地区布局较早, 该区域的门店发展已进入成熟期, 内生增长强劲。2024 上半年, 广深地区的收入合计贡献了约 29% 的总收入。之外, 公司位于上海和北京地区的门店也处于快速扩张和发展阶段。然而, 公司在其主要一线城市的市场份额仍处于较低水平。2023 年, 公司在广州和深圳的市场份额略高, 达到 2-3% 左右 (按门诊量计), 而在北京和上海的份额则仅有 0-1% (在该两地民营机构中的市场份额也不到 6%)。鉴于公司过往优异的执行记录, 在这些地区享有良好声誉、拥有强大的医师网络, 并与当地公立医院建立了良好关系、对当地市场有深入的了解, 我们认为, 公司在这些地区尚处于起步发展阶段, 未来具备充足的持续深化渗透空间。

图表 74: 固生堂在一线城市的渗透率仍有很大发展空间

	北京区域	上海区域	广州区域	深圳区域	全国
固生堂门诊量/该区域中医门诊量	0.4%	1.1%	2.2%	3.3%	0.3%
固生堂门诊量/该区域民营中医门诊量	2.0%	5.5%	11.0%	16.5%	1.9%

资料来源: 公司资料, 交银国际

公司门诊量数据截至 2023 年底, 各区域门诊量为 2023 年份合理推断, 区域民营中医渗透率计算为区域渗透率的 5 倍

⊕ 全球扩张战略开始实施, 开启潜在增量市场

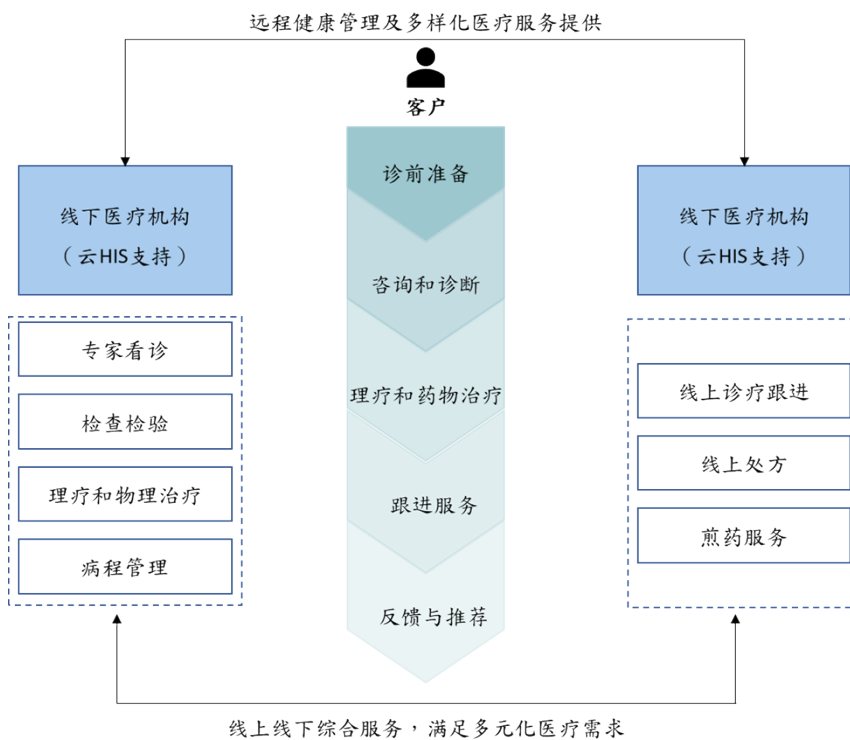
2024 年 1 季度, 公司宣布收购宝中堂新加坡 100% 的股权, 作为国际化的第一步。宝中堂新加坡是一家全面的中医医疗服务机构, 最初由新加坡保健服务集团和上海申康医院发展中心共同合作投资创建, 运营面积约 100 平方米, 年收入约 400-500 万元。

新加坡华裔人口占比很高, 约 560 万人中有 75% 为华裔。因此, 随着近年来中医的临床标准取得了显著的进展, 其在新加坡的公众认可度正在逐渐攀升, 市场需求充足。从供给端来看, 新加坡中医人才储备丰富, 每百万人中就有约 700 名注册中医师, 高于中国的 546 名。因此, 在供需双足的情况下, 新加坡整体中医医疗服务市场规模已达到约 10 亿元, 但竞争格局相对分散、以零散小诊所为主。固生堂于此时开始进军新加坡市场、并与当地现存机构积极探索合作模式, 预计能在此增量市场中得到理想的市场份额。

构建OMO新模式，线上线下形成业务闭环

OMO 模式先行者，线上线下一体化布局。近年来，随着互联网技术的迅速发展，加之国家鼓励“互联网+中医药服务”的政策频出，越来越多的中国中医医疗健康服务商开始尝试通过结合线下医疗机构与线上医疗健康平台，解决传统中医客户触达受限、客户随访和长期健康管理不便等痛点。固生堂作为行业先行者，早在 2018 年便开始积极探索构建 OMO（即 Online-Merger-Offline，线上融合线下）业务新模式，将线下医疗服务整合至线上平台。公司在 2020 年及 2021 年相继收购了专注于中医医疗健康方案的在线医疗健康平台白露及上海万联大药房有限公司，以进一步加强其 OMO 业务模式。2023-1H24，公司线上业务对总收入的贡献在 10% 左右。

图表 75: 固生堂 OMO 业务模式



资料来源: 公司招股书, 交银国际

多种在线业务渠道，AI 大模型持续赋能。自公司于 2018 年在微信官方账号推出线上预约、后续咨询、诊断和处方服务以来，公司的线上业务渠道不断丰富。目前公司已拥有并经营的在线渠道包括官方网站、移动应用程序、微信公众号及小程序等。同时，公司还积极涉猎 AI 技术，尝试使用大数据技术进一步为传统中医业务赋能。2023 年，公司与百度共创研发“固娃”智能医疗助手，将传统中医诊疗服务中的“望、闻、问、切”与人工智能、大数据等技术相结合，推动中医诊断标准化，提升远程看诊效率。

图表 76: 固生堂微信小程序界面及“固娃”AI 导诊助手示意

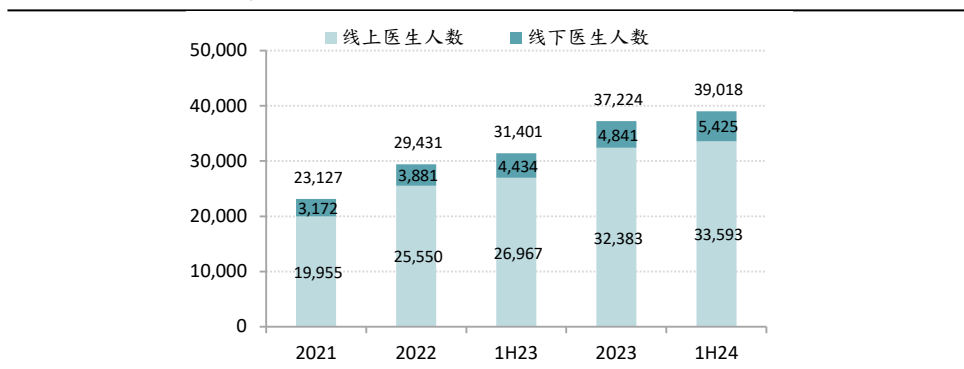


资料来源: 固生堂中医微信小程序, 交银国际

公司的 OMO 业务模式具有以下关键优势：

- ① **覆盖面积广阔：**公司线下业务尽管扩张迅速，但目前仅触达我国 19 座大中型相对富裕城市，对基层市场覆盖范围有限。然而，通过线上业务对线下业务的有效补充，截至 2023 年底，公司的线上线下基层医疗服务网络已扩展至全国 300 多个城市。
- ② **医师网络广泛：**公司成功将绝大部分的医师由线下带至线上。截至 2024 年 6 月，公司线上合作医生数量达到 33,593 人，涵盖一系列专科，能够满足客户的不同需求。
- ③ **多元化及忠诚的客户群体。**公司通过线上医疗服务网络，能够为客户提供有效的跟进服务和长期医疗健康管理服务，极大地优化了客户的就诊体验，提高了客户粘性，帮助公司积累了高粘性的客户群体。

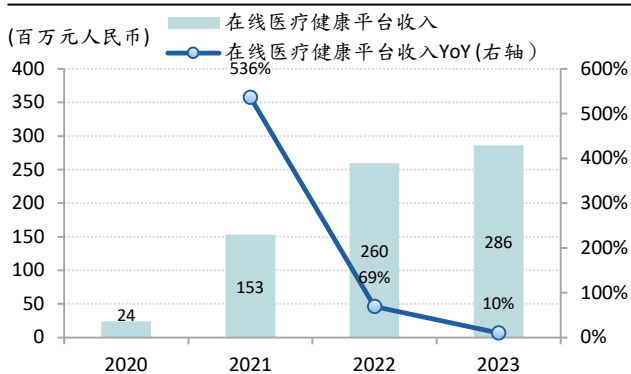
图表 77: 固生堂拥有广泛的线上医师网络



资料来源: 公司资料, 交银国际

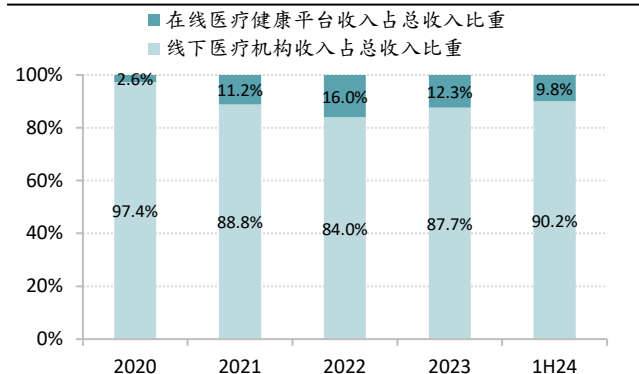
线上业务规模快速扩大。2023 年，公司线上医疗平台实现收入 2.9 亿元，同比增加 10.2%。2020-23 年，尽管经历公共卫生事件对业务的扰动，公司线上业务的 CAGR 依旧达到 31.2%，可见在 OMO 模式的助力下，公司线上业务正在快速发展。

图表 78: 固生堂线上平台收入 CAGR 31.2%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 79: 固生堂线上医疗机构收入占比



资料来源：公司资料，交银国际

供应链管理持续优化，院内制剂带来新增长动力

⊖ 垂直一体化供应链管理，为产品质量提供保障

传统中医药行业长期存在供应链效率低下、追踪能力不足和容易出现掺假等痛点。同时，《中国药典》及其它中医相关权威文献在列的标准不同，对挑选及检查中药材及中药饮片造成困难。为解决这些困难，公司于 2017 年开发并应用云 HIS，实现从上游采购到下游配送的全供应链垂直一体化管理，提高了标准化、集中化程度。截至 2023 年底，公司合作供应商数量达 452 家。

图表 80: 固生堂供应商分布情况 (截至 2023 年底)

	华南	华东	华北	华中	东北	西南	西北
供应商数量/个	139	193	48	32	11	20	9

资料来源: 公司资料, 交银国际

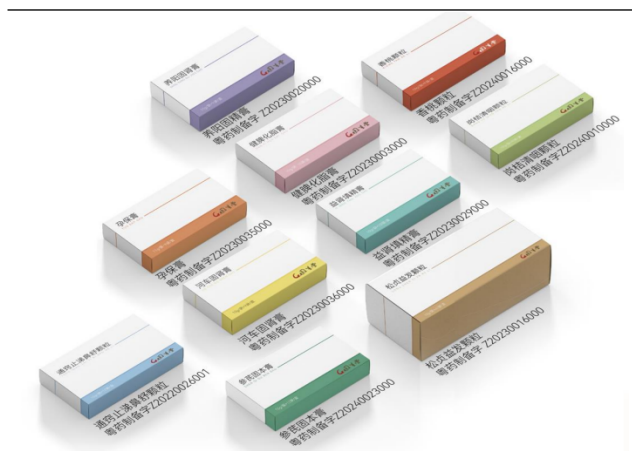
⊖ 创新研发持续发力，院内制剂驱动利润增长

公司正积极推进通用专有中药配方向院内制剂的转化，实现经典名方的标准化、产品化。截至 2024 上半年，公司已有包括通窍止涕鼻舒颗粒、健脾化脂膏、松贞益发颗粒、养阳固精膏等共 10 款院内制剂取得医疗机构传统中药制剂备案凭证，其中 2024 年新增 3 个（岗桔清咽颗粒、香桃颗粒、参芪固本膏）。同时，公司的院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产，并已取得《医疗机构制剂许可证》，可用于量产已取得备案号的院内制剂。2024 上半年，公司销售医疗健康产品实现收入 2,041 万元，同比减少 2%，占总收入 1.5%，相比 2023 全年基本稳定。目前产品销售对公司收入贡献较小，主要是由于在“互联网+医疗”的驱使下，公司线上线下诊疗业务成长迅速。我们认为，随着更多院内制剂的开发、省内调剂使用落地，公司医疗健康产品有望在未来 1-2 年内成为新的业绩增长点；长期来看，院内制剂向中药创新药转化将是公司长期目标。

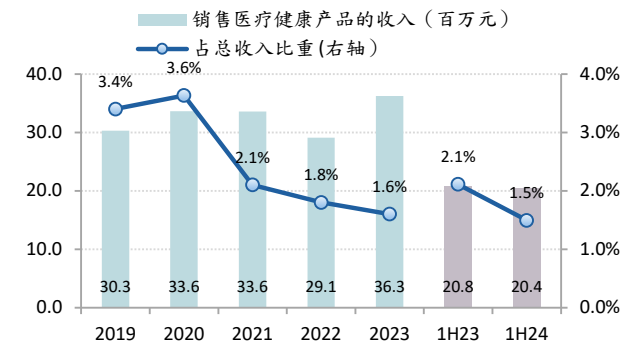
图表 81: 固生堂共有 10 款院内制剂获备案凭证

制剂名称	批准日期
通窍止涕鼻舒颗粒	2022/12/12
健脾化脂膏	2023/2/14
松贞益发颗粒	2023/7/28
养阳固精膏	2023/8/17
益肾填精膏	2023/11/6
河车固肾膏	2023/12/17
孕保膏	2023/12/17
岗桔清咽颗粒	2024/3/6
香桃颗粒	2024/3/20
参芪固本膏	2024/4/26

资料来源: 公司资料, 交银国际

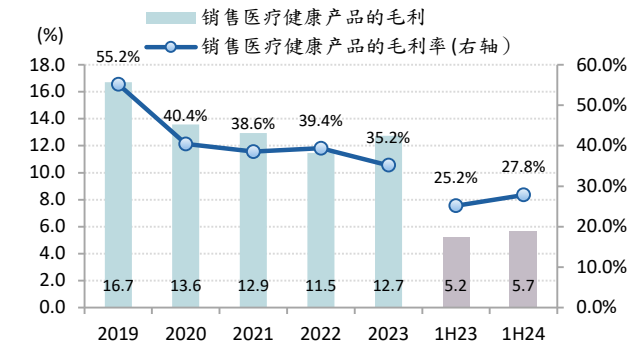


图表 82: 固生堂销售医疗健康产品业务收入占总收入比重逐步降低



资料来源：公司资料，交银国际

图表 83: 固生堂销售医疗健康产品业务毛利率大致稳定，1H24 同比有所提升

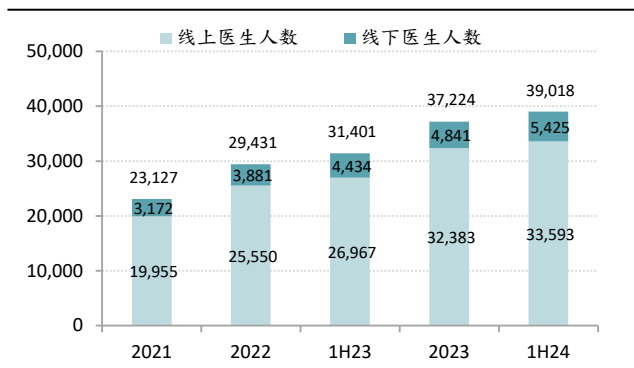


资料来源：公司资料，交银国际

获医留医渠道丰富，名中医师成核心竞争力

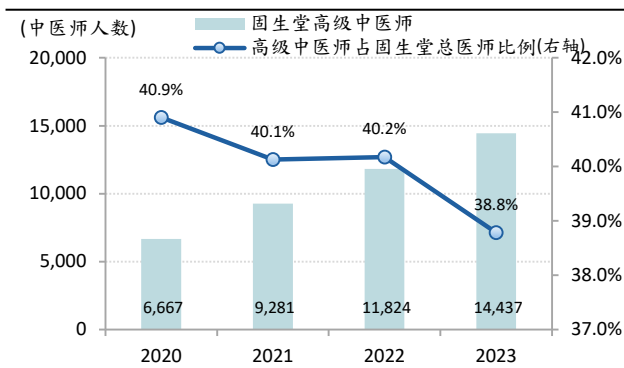
医生资源持续拓展，名中医师成核心优势。近年来，通过有效的外部合作，固生堂成功整合了丰富的名医资源。截至2024上半年，固生堂的医疗服务网络中共有39,018名医师执业，同比增长24.3%，线下医师占14%。截至2023年底，固生堂共拥有14,437名高级中医师（含副高级及正高级中医师），约占公司医生总数的40%，占中国高级中医师总数的10%左右；公司已建立联系的医师数量达8万人，其中中高级职称医师4万人。同时，依托优质的师资力量，公司形成了完善的自有医生培养体系，实现了内生与外部资源的双向驱动，中医师资源不断丰富。

图表 84: 固生堂执业医生数量逐年增加



资料来源：公司资料，交银国际

图表 85: 固生堂资深执业医生储备充足



资料来源：公司资料，交银国际

股权激励实现利益绑定，提高存量医师粘性

2023年，公司推出了针对医生的股权激励计划。该计划进一步绑定了医师及公司利益，有利于减少优质医师的流动，公司的资深中医师资源逐步积累。截至2024上半年，公司执业出诊的国医大师、全国名老中医共49位（其中中国医大师8名，全国共120名），名医数量领跑民营中医诊疗机构。

图表 86: 固生堂推出两批针对医生的股权激励计划

时间	激励对象	业绩目标	归属时间
2023年7月19日	<ul style="list-style-type: none"> 根据购股权计划授出购股权：向36名雇员授予24万股，向175名非雇员医生授予110.36万股，合计134.36万股，占总股本比例为0.56%，每股价格50.5港元 根据受限制股份奖励计划（新股份）授出奖励：向36名管理层授予35.1万股，向167名非雇员医生授予147.72万股，合计182.82万股，占比0.76%，每股价格为25.25港元 根据受限制股份奖励计划（现有股份）授出奖励：向8名非雇员医生授予9.25万股，占比0.04%，每股价格为5元人民币 	参考定性、定量因素矩阵厘定，包括但不限于对公司的收益贡献、诊断访问持续时间及其他关键业绩指标，并因承授人类别而有所不同	分五批于2024年7月18日、2025年7月18日、2026年7月18日、2027年7月18日及2028年7月18日等额归属
2023年8月29日	<ul style="list-style-type: none"> 根据购股权计划授出购股权：向137名雇员授予447.23万股，占比1.86%，每股价格39.41港元 根据受限制股份奖励计划（新股份）授出奖励：向193名管理层授予700.73万股，占比2.91%，每股价格为19.45港元 	参考定性、定量因素矩阵厘定，包括但不限于对公司的收益贡献、职位及合规记录及其他关键业绩指标，并因承授人类别而有所不同	分五批于2024年8月28日、2025年8月28日、2026年8月28日、2027年8月28日及2028年8月28日等额归属

资料来源：公司官网，交银国际

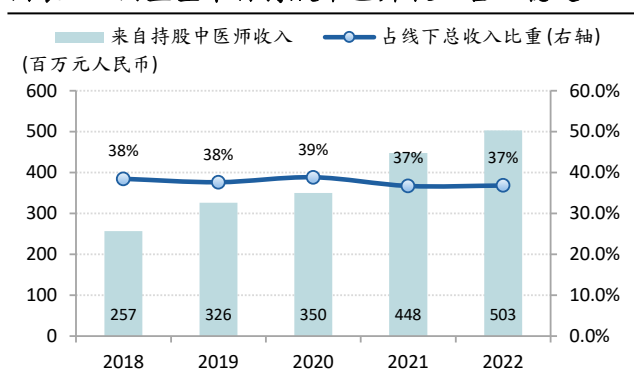
图表 87: 固生堂于全国共拥有 8 名国医大师资源

国医大师	加入时间	科室	出诊地区	个人经历
周岱翰	2013年	内科, 肿瘤科	广州	第三届国医大师, 广州中医药大学首席教授, 博士生导师, 全国老中医药专家学术经验继承工作指导老师。现为广州中医药大学肿瘤研究所所长, 深圳市中医肿瘤医学中心主任, 《中医肿瘤学杂志》主编。
林毅	2015年	乳腺科	广州	第四届国医大师, “桂派中医大师”, 广东省中医院主任医师、主任导师, 香港大学荣誉教授。现任中华中医药学会乳腺病分会名誉主任委员、世界中联乳腺病专业委员会第一届理事会顾问。
施杞	2016年	骨科	上海	第四届国医大师, 上海市名中医, 上海石氏伤科第四代传人。上海中医药大学终身教授, 博士研究生导师, 香港大学名誉教授。全国第一批国家级非物质文化遗产“中医正骨疗法”代表性传承人。
禩国维	2016年	皮肤科	广州	第二届国医大师, 中国中医科学院学部委员, 享受国务院政府特殊津贴专家, 广州中医药大学首席教授、博士生导师。
许润三	2017年	妇科	北京	第三届国医大师, 中日友好医院中医妇科主任, 主任医师、教授, 从医70余年, 治疗妇科疾病有独特专长。第一、二、三批全国老中医药专家学术经验继承工作指导老师。
严世芸	2017年	内科 (心脑血管疾病)	上海	第四届国医大师, 上海中医药大学终身教授、主任医师、博士生导师、博士后合作导师, 享受政府特殊津贴。中国中医科学院学部委员, 上海市中医药研究院院长, 国务院学位委员会学科评审组副组长。
王庆国	2018年	消化科	北京	第四届国医大师, 北京中医药大学终身教授, 主任医师, 博士生导师, 全国中医药高等学校教学名师。师从著名中医学家且有“伤寒巨擘”“医门泰斗”之誉的刘渡舟教授。1982至1997年, 随刘渡舟先生待诊达15年之久, 全面继承了刘老的学术思想与临床经验, 得授仲景真传。
葛琳仪	2022年	内科 (呼吸系统疾病)	杭州	第二届国医大师, 全国老中医药学术经验继承工作指导老师、主任中医师、教授。享受国务院特殊津贴, 历任中华全国中医药学会理事、中华中医药学会内科分会理事、浙江省中医院院长、浙江中医学院院长及学术委员会主任、学位评定委员会主任, 浙江中医药学会副会长等。

资料来源: 公司官网, 交银国际

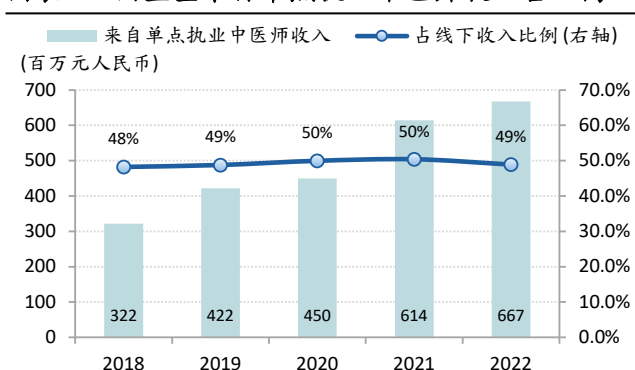
合作医师收入贡献持续增长, 为业绩稳定提供保障。2018-22年, 持有公司股权的中医师对于公司收入的贡献从2.57亿元增至5.03亿元, CAGR达到18.3%, 2022年占总收入的比例为37%。此外, 在固生堂单点执业的中医师的收入也从2018年的3.22亿元以20%的CAGR增加至2022年的6.67亿元, 占收入比重达到49%。与公司利益紧密挂钩的持股中医师和单点执业中医师对于收入贡献的程度逐年增加, 一定程度上为公司业绩的稳定性提供了保障。

图表 88: 固生堂来自持股中医师收入占比稳定



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 89: 固生堂来自单点执业中医师收入占比高



资料来源: 公司资料, 交银国际

完善的自有医师培养体系，持续产出增量医师资源

构建“师带徒”培养模式，持续输出中医药人才。师承教育是中医药人才培养中不可或缺的一环，固生堂已在多地建立起名医工作室，并凭借其拥有的丰富国医大师、全国名老中医、岐黄学者等名师资源，吸引中年骨干医师和硕博毕业生加入，从而搭建起学术带头人-骨干医生-青年医生（老-中-青）三个梯队的人才培养体系。同时，公司还广泛的和全国重点中医药大学建立战略合作关系，吸引更多的有志青年医生加入团队。此外，公司的 OMO 平台也在持续为人才培养赋能，各地的优秀专家与青年人才可借此分享临床经验和学术成果，进一步加速了专职医师队伍的建设。

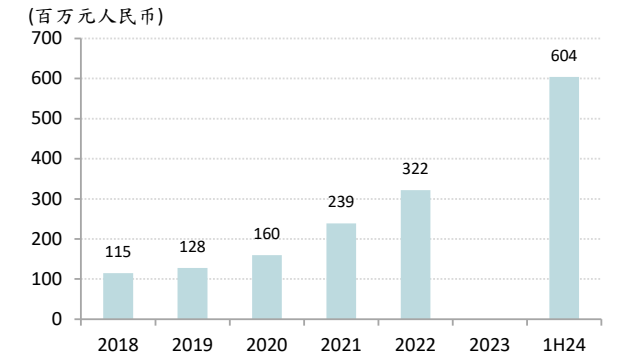
图表 90: 固生堂医生端 APP 示意图



资料来源: 固生堂医生端 APP, 交銀國際

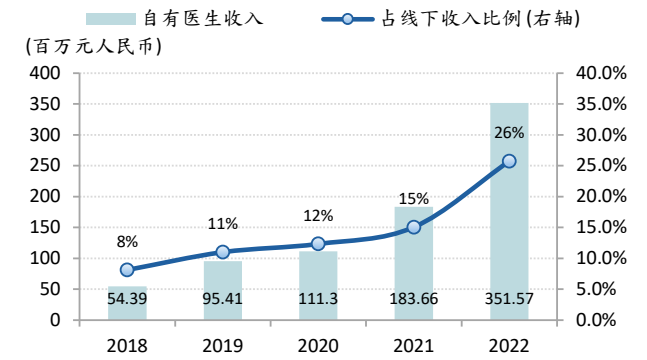
自有医生规模逐渐扩大，业绩占比持续增加。得益于日益完善的自有医师培养体系，公司自有医生的规模已从2018年的115人增长至2024上半年的604人。同时，自有医师对于线下收入的贡献也从2018年的8%增长至2022年的26%。随着公司自有医师团队逐步成熟，我们看好公司持续提升团队人效、利润率持续改善的潜力。

图表 91: 固生堂自有医师团队人数逐年扩大



资料来源：公司资料，交银国际
 *2023 年未有相关数据披露

图表 92: 固生堂自有医师收入贡献逐渐提高

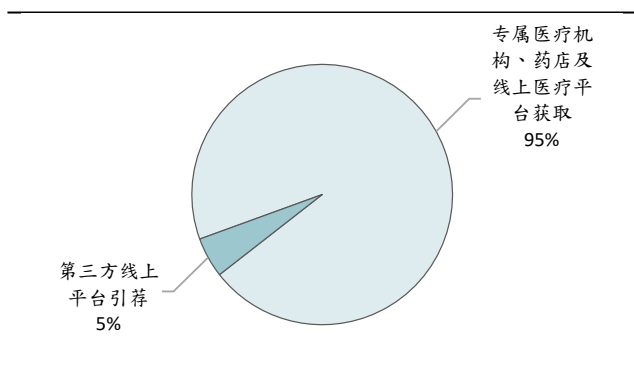


资料来源：公司资料，交银国际

凭借口碑低成本获客，会员制提升用户粘性

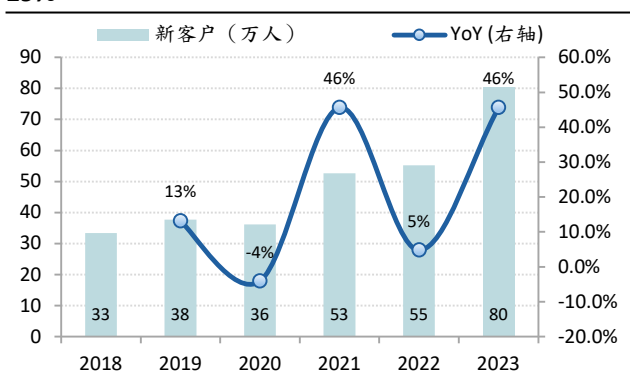
口碑获客为主要战略，客户规模逐步扩大。公司的获客渠道丰富，包括与大型企业合作及通过第三方线上平台转介等，其中口碑获客为新客户的主要来源。近年来，凭借公司广泛的医师资源和和优异的服务能力，公司的品牌知名度和认可度逐年提高。2023年，约95%的新客户通过线下医疗机构、药店及线上平台自主就医，仅有5%的新客户来自于第三方平台引荐。这表明公司的口碑已成功树立，客户以旧带新，大幅降低了引流成本，同时公司服务的客户人数也逐年增长。新客户数量从2018年的33万增长至2023年的80万，CAGR达到19%。

图表 93: 固生堂主要通过口碑获取新客户



资料来源：公司资料，交银国际

图表 94: 固生堂 2018-23 年新客户数量 CAGR 达 19%

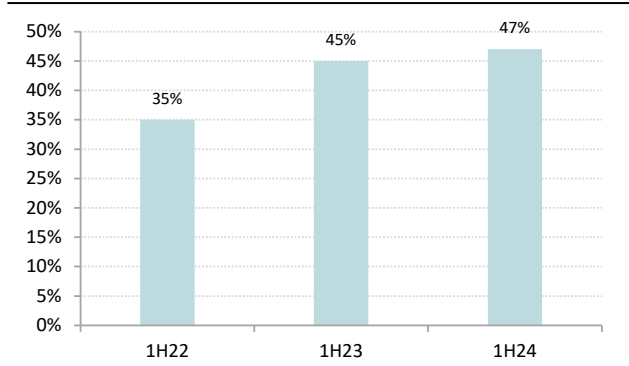


资料来源：公司资料，交银国际

客户服务持续优化，回头率稳步提升。固生堂在“服务至上”的企业价值观下，持续优化客户服务流程与管理体制，并组建了专业的客户服务团队，为客户体验提供保障。随着客户服务的持续优化，公司的客户认可度持续提升，回头率已从2018年50.9%提升至2023年的65.2%。

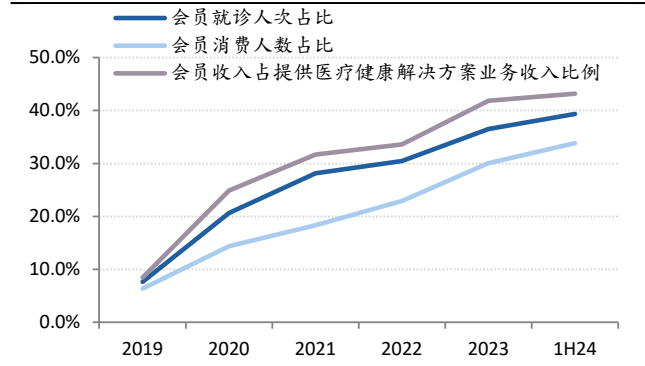
会员计划进一步强化用户粘性。公司于2019年3月推出了会员制度，给予会员涵盖全周期医疗健康的各类专属福利，包括享用专属的医疗健康解决方案及产品计划、贵细药材折扣价、咨询费折扣券等，进一步提高用户粘性。会员的回头率始终保持在85%以上、且高于非会员回头率。2023年，会员回头率达85.6%，高于非会员客户约20个百分点。此外，会员制度的绑定也有助于提升会员消费意愿、挖掘潜在消费能力更强的客户。1H24，会员的客单价为619元，高于非会员14%左右，历史上会员的单人年均消费也显著高于非会员；1H24会员收入达到5.81亿元，占线下业务收入的比重也进一步提升至47%。公司还将持续优化会员计划，随着会员对于收入的贡献、会员客户占比逐步攀升，我们预计公司的长期业绩成长的确性较高。

图表 95: 固生堂会员收入占线下收入比例日益增加



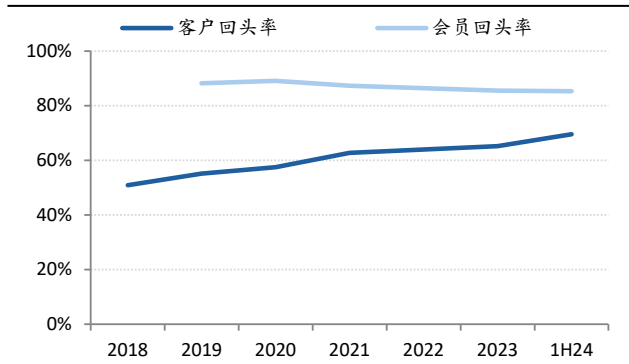
资料来源：公司资料，交银国际

图表 96: 固生堂会员客户对于收入贡献日益增加



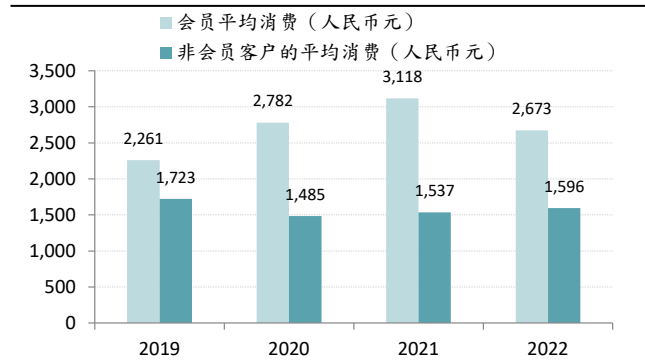
资料来源：公司资料，交银国际

图表 97: 固生堂会员客户的回头率高于非会员客户



资料来源：公司资料，交银国际

图表 98: 固生堂会员客户的年均消费高于非会员客户



资料来源：公司资料，交银国际

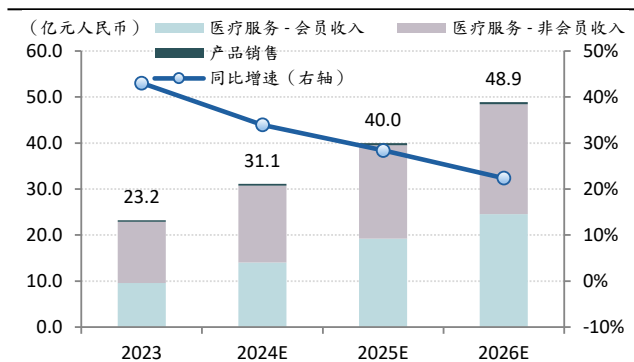
盈利预测与估值

我们采用折现现金流（DCF）模型进行估值，得出公司股权价值 101 亿港元，对应每股 42.00 港元、13.8 倍 2025 年市盈率、0.5 倍 2025 年 PEG。对标其他港股/A 股头部医疗服务公司的当前估值水平（如海吉亚医疗（2025 年，下同）8.1 倍市盈率/0.4 倍 PEG、爱尔眼科 27.3 倍市盈率/1.9 倍 PEG、通策医疗 31.9 倍市盈率/2.4 倍 PEG、锦欣生殖 15.8 倍市盈率/0.5 倍 PEG，见行业报告图表 12），我们认为目标估值合理。

近三年盈利及核心业务表现预测

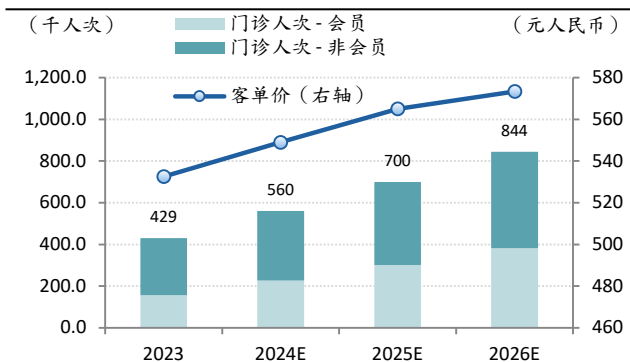
核心市场渗透驱动收入高增长：我们预计公司 2024-26 年收入分别达到 31.1 亿/40.0 亿/48.9 亿元，对应 25% CAGR，主要由一二线市场的持续渗透、高速增长的门诊量和稳中有升的客单价驱动。其中，我们预计会员对医疗服务收入的贡献将从 2023 年的 40% 左右快速提升至 2026 年的 50% 左右，此后将继续提升。产品销售对公司总收入的贡献将保持在 1% 左右。

图表 99: 固生堂收入预测及业务拆分



资料来源: 公司资料, 交银国际。E = 交银国际预测

图表 100: 固生堂门诊量及客单价情况



资料来源: 公司资料, 交银国际。E = 交银国际预测

利润率逐步改善：随着成熟门店人效持续提升、新并购门店整合后提质增效，我们预计未来三年内，公司整体毛利率将从 2023 年的 30% 左右稳步提升至 31%，同时销售费用率也将降至 11% 左右。考虑到人才投入和并购步伐将进一步加快，短期内管理费用率或将小幅提升。最终，我们预计，2024-26 年扣除股权激励费用等影响后的经调整净利润将分别达到 4.15 亿/5.08 亿/6.24 亿元，对应 23% CAGR，经调整净利率将稳定在 13% 左右。考虑到公司外延扩张进入提速周期，我们认为后续仍有一定的盈利上修空间。

DCF 估值及核心假设

我们在 DCF 模型中给予 11.0% 的 WACC 假设和 2% 的永续增长率假设，其中 WACC 基于 1.1 的贝塔。基于此，我们得到公司目标价 42.00 港元，对应未来 12 个月 58% 的潜在升幅，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 101: 固生堂：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	3,995	4,889	5,661	6,321	6,929	7,438	7,851	8,128	8,312
EBIT	509	655	762	844	918	985	1,040	1,077	1,103
EBIT*(1-t)	438	563	656	726	789	847	894	926	948
加：折旧摊销	60	80	100	119	137	154	169	183	193
减：营运资金增加/（减少）	(63)	(68)	(62)	(73)	(47)	(67)	(83)	(89)	(99)
减：资本开支	(106)	(125)	(145)	(162)	(177)	(190)	(201)	(208)	(212)
自由现金流	328	451	549	610	703	745	780	812	830
永续增长率	2%								
自由现金流现值	3,704								
终值现值	4,114								
企业价值	7,818								
净现金	1,403								
少数股东权益	(3)								
股权价值（百万人民币）	9,219								
股权价值（百万港元）	10,141								
股份数量（百万）	241								
每股价值（港元）	42.00								

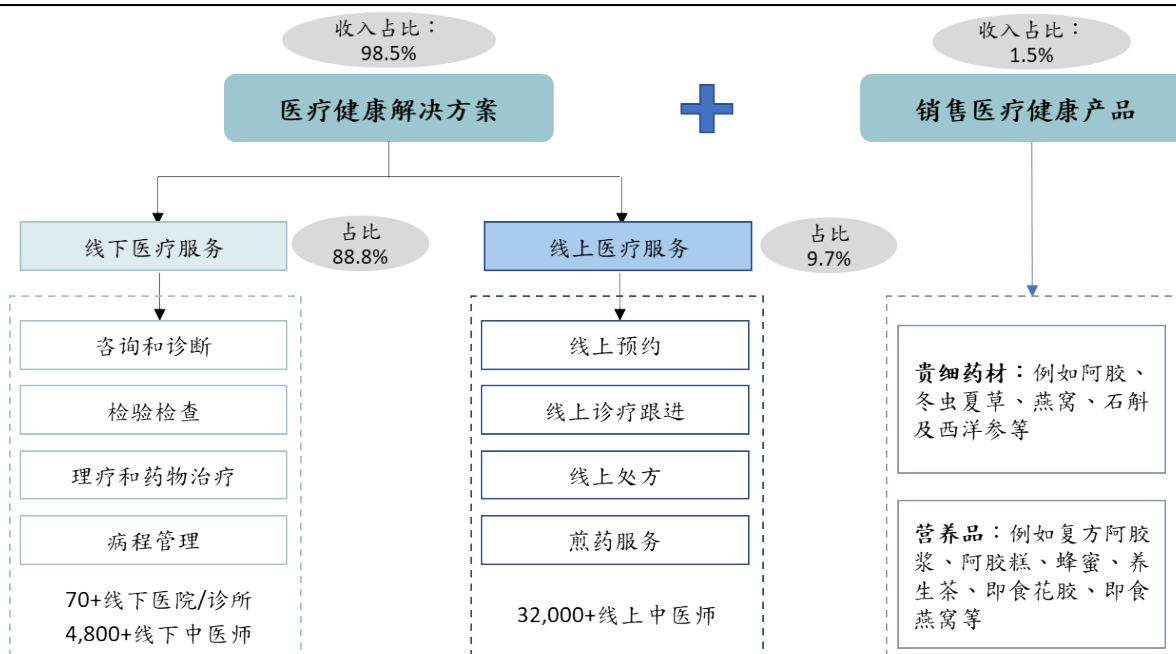
WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	11.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	10.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.0%

资料来源：交银国际预测

供需共振，助推中医诊疗市场扩张

固生堂成立于 2010 年，是中国龙头的民营中医医疗健康服务提供商，也是中国第三大中医医疗连锁服务机构（根据医院及诊所数量）。公司致力于通过线下医疗机构及线上医疗健康平台，为客户提供集传统中医诊疗、中西医结合诊疗、全面的中医健康产品为一体的全面医疗健康服务及产品。

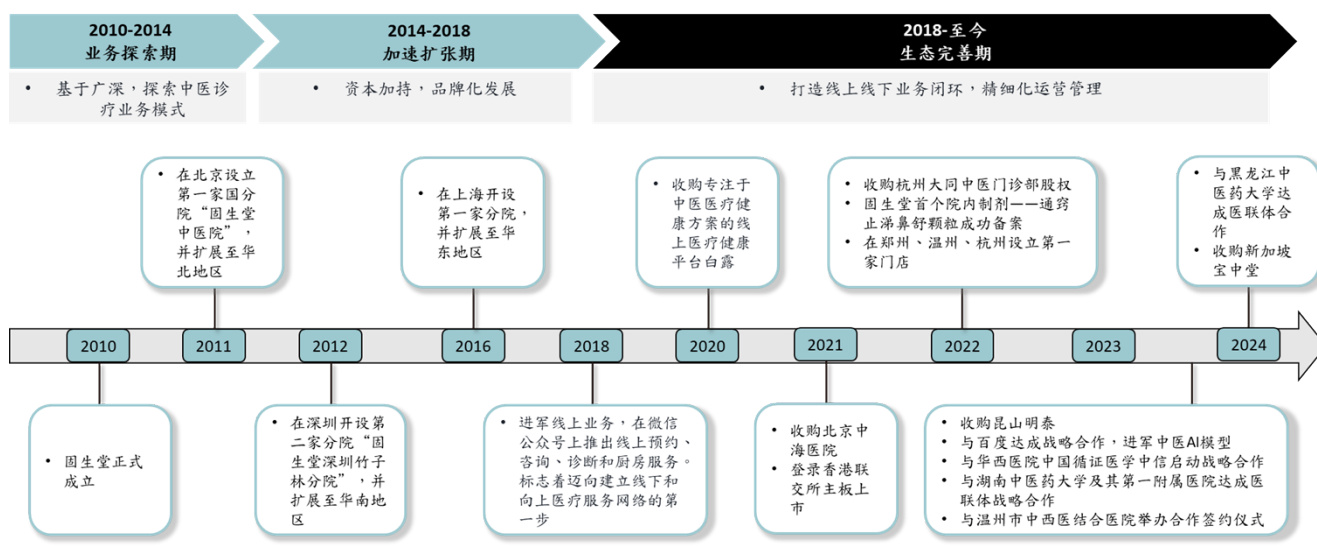
图表 102: 固生堂业务构成



资料来源: 公司招股书, 交银国际 *截至 2024 年 6 月 30 日

公司股权架构清晰，管理团队经验丰富。截至 2025 年 1 月，公司实控人兼创始人涂志亮及其全资子公司合计控股超过 30%。涂先生在医疗行业拥有逾 19 年的从业经验，曾担任中华中医药学会常务理事、世界中医药学会联合会国医堂馆社区服务专业委员会副会长、世界中医药学会联合会中医疗未病专业委员会常务理事、广东省中医药学会常务理事，并于 2023 年至今担任中华中医药学会中医馆共同体主席。

图表 103: 固生堂发展历程



资料来源: 公司官网, 交银国际

图表 104: 固生堂管理层简介

姓名	职位	职责	个人经历
涂志亮	创始人、执行董事	负责整体公司及业务战略、监督集团的管理与运营	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。曾担任中华中医药学会常务理事、世界中医药学会联合会国医馆社区服务专业委员会副会长、世界中医药学会联合会中医治未病专业委员会常务理事、广东省中医药学会常务理事，并于2023年至今担任中华中医药学会中医馆共同体主席。
邓仕刚	首席财务官	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	邓先生于财务及会计方面拥有逾24年经验，自2021年8月起一直担任广东固生堂的监事。邓先生于中山大学取得经济学学士学位（主修会计及审计）及工商管理硕士学位。
李洁	副总裁	主要负责监管深圳业务区域的营运	李女士主要在医疗健康行业的营销及企业管理方面拥有逾21年经验。彼于2018年1月至2019年9月担任集团总裁助理，并自2019年10月以来一直担任集团副总裁。李女士亦自2010年9月起一直担任广东固生堂的监事。李女士于2002年6月获授武汉科技大学的学士学位，主修临床医学。彼目前正在攻读厦门大学高级管理人员工商管理硕士学位。
郑项	副总裁	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在线医院整体业务营运	郑先生于互联网及医药行业拥有逾16年经验。曾任南京金创能网络技术有限公司首席运营官、正大天晴药业集团股份有限公司互联网产品运营经理、南京百会云医科技有新公司的董事及法定代表人、上海万联大药房有限公司的董事及法定代表人。郑先生拥有南京理工大学信息与计算科学专业学士学位，并正在攻读中欧国际工商管理学院高级管理人员工商管理硕士学位。
张秋敏	助理总裁	负责集团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	张女士于医疗健康行业逾16年经验。彼于2011年加入广东固生堂，曾担任广州业务区副总经理、上海业务区营运总经理、上海业务区域的区域总经理。张女士于2013年毕业于广东医科大学（前称广东医学院）的护理专业。

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 105: 固生堂 (2273 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,625	2,323	3,112	3,995	4,889
主营业务成本	(1,125)	(1,623)	(2,163)	(2,770)	(3,380)
毛利	500	700	949	1,226	1,509
销售及管理费用	(308)	(436)	(579)	(732)	(871)
其他经营净收入/费用	10	27	15	15	16
经营利润	202	291	385	509	655
财务成本净额	(4)	(7)	5	6	7
其他非经营净收入/费用	1	0	1	1	1
税前利润	199	284	391	516	663
税费	(18)	(31)	(55)	(72)	(93)
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	181	252	335	443	569
作每股收益计算的净利润	181	252	335	443	569

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	994	1,314	1,342	1,420	1,610
应收账款及票据	89	180	313	409	523
存货	105	153	156	196	236
其他流动资产	171	191	237	275	304
总流动资产	1,360	1,838	2,047	2,299	2,673
物业、厂房及设备	71	110	131	179	224
无形资产	28	25	23	21	21
其他长期资产	1,160	1,407	1,713	2,034	2,357
总长期资产	1,259	1,542	1,867	2,234	2,602
总资产	2,618	3,379	3,914	4,534	5,275
短期贷款	18	16	16	16	16
应付账款	464	581	700	811	927
其他短期负债	72	110	110	110	110
总流动负债	554	708	827	938	1,054
长期贷款	53	0	0	0	0
长期应付账款	56	82	82	82	82
其他长期负债	237	284	284	284	284
总长期负债	346	365	365	365	365
总负债	900	1,073	1,192	1,303	1,419
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,717	2,305	2,720	3,228	3,852
股东权益	1,717	2,305	2,720	3,228	3,853
非控股权益	1	1	2	3	4
总权益	1,718	2,306	2,722	3,231	3,856

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	199	284	391	516	663
折旧及摊销	108	120	147	179	227
营运资本变动	(50)	(40)	(63)	(63)	(68)
利息调整	4	(6)	(5)	(6)	(7)
税费	(5)	(14)	(55)	(72)	(93)
其他经营活动现金流	26	66	103	89	80
经营活动现金流	281	410	518	642	803
资本开支	(37)	(76)	(68)	(104)	(122)
其他投资活动现金流	(141)	(187)	(404)	(442)	(473)
投资活动现金流	(178)	(264)	(472)	(546)	(595)
负债净变动	(18)	(55)	0	0	0
其他融资活动现金流	(120)	212	(18)	(18)	(18)
融资活动现金流	(138)	158	(18)	(18)	(18)
汇率收益/损失	(1)	3	0	0	0
年初现金	1,034	994	1,314	1,342	1,420
年末现金	994	1,314	1,342	1,420	1,610

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.785	1.062	1.387	1.831	2.353
全面摊薄每股收益	0.757	1.033	1.349	1.781	2.289
每股账面值	7.452	9.348	11.267	13.371	15.956
利润率分析(%)					
毛利率	30.7	30.1	30.5	30.7	30.9
EBITDA利润率	19.1	17.7	17.1	17.2	18.0
净利率	11.1	10.9	10.8	11.1	11.6
盈利能力(%)					
ROA	6.9	7.5	8.6	9.8	10.8
ROE	10.5	10.9	12.3	13.7	14.8
ROIC	10.1	10.9	12.2	13.6	14.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	29.6	29.0	30.0	29.0	28.0
应收账款周转天数	18.2	21.2	42.0	42.0	43.0
应付账款周转天数	146.4	117.5	135.0	120.0	110.0

医药	收盘价 港元 2.49	目标价 港元 3.05	潜在涨幅 +22.3%	2025年1月27日
----	----------------	----------------	----------------	------------

锦欣生殖 (1951 HK)

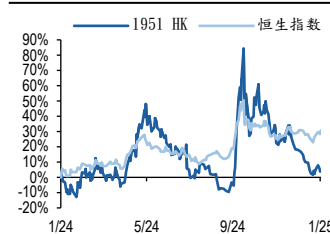
辅助生殖行业空间可期，龙头标的业绩增长能见度高，首予买入

- 全国最大的民营辅助生殖服务提供商，海外布局逐步成型，有望实现强者恒强：**锦欣生殖在中国和美国辅助生殖市场中占有领先地位。按 IVF 周期计，公司在中国辅助生殖市场中的份额达到 3.2%，在中国私立辅助生殖机构中排名第二、在非国有辅助生殖机构中排名第一。截至 1H24，公司的辅助生殖业务已从中国内地拓展至中国香港、美国、东南亚等关键市场。考虑到辅助生殖行业在中国较高的进入壁垒，我们认为当前相对温和的竞争格局有望在较长时间内保持稳定，而公司将凭借优质的服务能力、日渐丰富的服务组合以及不断扩张的地理布局，在行业中稳坐龙头地位。
- 生育利好政策频出，推动辅助生殖行业长期健康发展：**根据沙利文预测，2023 年中国辅助生殖市场总规模达到 308 亿元（人民币，下同），并将于 2030 年达到 630 亿元，对应 11% 2023-30 年 CAGR，民营机构市场份额（按收入计）有望提升至近 25%。行业增长的最大驱动因素来自不孕不育率上升（2020 年 17% vs. 2010 年 15%、2007 年 12%）、以及适龄人群对不孕症治疗和辅助生殖接受程度的提升。同时，近年来国家在提高生育率和医保覆盖率两大方向上推出了多项支持性政策，尤其三孩放开、生育补贴、近期多地将辅助生殖纳入医保支付范围等，有望进一步刺激行业需求。
- 首予买入评级：**我们看好在利好政策、行业需求增长、公司内生+外延网络扩张等因素的推动下，公司整体业务有望迎来量价齐升的机会。我们预测，2025 年起，辅助生殖纳入医保对业务转化周期的短期冲击有望逐步减弱、对行业渗透率提升和公司业务量的净影响将逐步转为正面；2024-26 年收入将分别达到 29.3 亿/32.1 亿/35.0 亿元，对应 9% CAGR；净利润则将分别达到 2.8 亿/4.1 亿/4.7 亿元，对应 29% CAGR。我们基于 DCF 模型对公司进行估值，得到目标价 3.05 港元，对应 22% 潜在股价升幅、15.8 倍 2025 年市盈率、0.5 倍 PEG，低于过去五年均值 0.6 个标准差。该目标估值反映行业政策放开带动需求稳步增长、公司作为行业龙头进一步稳固并扩张市场份额的潜力、以及其在港股民营医疗服务上市标的中的稀缺性，当前股价仍被明显低估。首次覆盖，给予**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	4.42
52周低位 (港元)	2.09
市值 (百万港元)	6,855.02
日均成交量 (百万)	175.13
年初至今变化 (%)	(7.43)
200天平均价 (港元)	2.84

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	2,364	2,789	2,929	3,212	3,504
同比增长 (%)	28.6	18.0	5.0	9.7	9.1
净利润 (百万人民币)	121	349	283	408	473
每股盈利 (人民币)	0.05	0.13	0.10	0.15	0.17
同比增长 (%)	-63.7	156.0	-19.0	43.7	15.9
市盈率 (倍)	46.7	18.3	22.5	15.7	13.5
每股账面净值 (人民币)	3.56	3.69	3.74	3.82	3.91
市账率 (倍)	0.66	0.63	0.62	0.61	0.60
股息率 (%)	1.0	2.4	2.0	2.9	3.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

投资亮点

政策东风频吹，辅助生殖治疗意愿稳步增强：2022年7月发布的《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》提出：“指导地方综合考虑医保（含生育保险）基金可承受能力、相关技术规范等因素，逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入基金支付范围”。截至2024年10月31日，全国已有27个省份及新疆建设兵团将辅助生殖技术纳入医保报销范围，其余4个省份也正在加快推进相关工作。我们认为，结合三孩放开、生育补贴等政策，将辅助生殖技术纳入医保报销范围有望进一步刺激适龄人群生育和接受治疗的意愿。

内生+外延扩张持续推动业务量增长：锦欣生殖已在全球打造成熟机构+孵化机构+境外机构的综合服务网络，其中成熟机构（成都+大湾区）和核心海外机构（美国HRC）的取卵周期数增长有望受益于消费环境的边际改善、刚性生育需求及产能扩张，同时武汉、云南、老挝等孵化或海外新设机构持续业务放量、减亏。外延方面，“十四五”期间国家对辅助生殖行业的政策支持为公司的扩张提供了良好的环境，公司位于成都的锦欣西囡妇女儿童医院已正式获得开展三代IVF服务（PGT）的牌照，未来有望进一步扩张至更多省市，持续获取更多细分市场的份额。

ASP提升潜力来自学科拓展和高价服务渗透率提升：我们认为，各省市医保以合理价格纳入辅助生殖，有望促进高价服务的市场渗透，公司的平均单周期收入/ASP有望稳步提升。随着公司持续向其他学科拓展、强化全链条科室布局，包括男科、妇科、产科、儿科、中医以及其他大健康领域，加之孵化和新增机构的效率逐步改善，将带来公司整体利润率提升。

业绩高增长势头不改：我们预测，公司2024-26年收入将以9%的CAGR增长（对比2022-24年11%），达到29.3亿/32.1亿/35.0亿元（人民币，下同）。增长全部来自现有机构，其中中国内地成熟机构（成都+深圳）和核心海外机构（美国HRC）CAGR均达到8%、其他孵化/新增机构CAGR达到20%。随着公司整体层面ASP和医院运营效率提升、经营杠杆效应放大，利润率持续改善，我们预计2024-26年表观净利润将录得29%的CAGR。扣除一次性损益、股权激励费用及收并购相关折旧摊销费用等非经常性项目后，2024-26年经调整净利润将分别达到4.2亿/5.2亿/5.6亿元，对应15% CAGR。

首予买入评级，目标价3.05港元：我们基于DCF模型对公司进行估值，得到目标价3.05港元，对应22%潜在股价升幅、15.8倍2025年市盈率、0.5倍PEG，低于过去五年均值0.6个标准差。我们看好不孕不育率提升+行业政策放开带动需求稳步增长、公司作为行业龙头进一步稳固并扩张市场份额的潜力，以及其在港股民营医疗服务上市标的中的稀缺性，当前股价仍被明显低估。首次覆盖，给予买入评级。

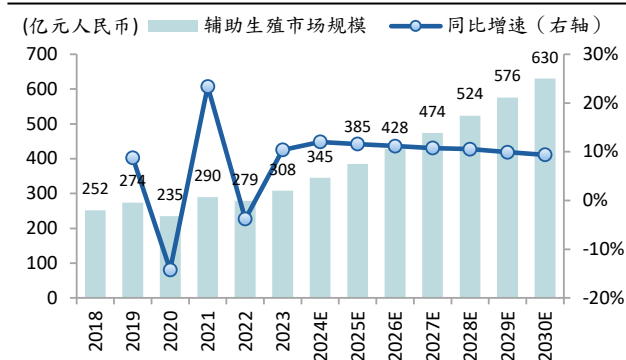
中国辅助生殖行业：政策有望刺激新需求

弗若斯特沙利文预测，2023-30 年间中国辅助生殖行业规模将以 11% 的 CAGR 持续增长，而其中民营医疗机构的市场份额（按收入计）有望从 2023 年的 14% 提升至 24%。我们看到国家在提高生育率及辅助生殖医保覆盖率等关键方面持续推出支持性政策，未来生育需求有边际改善的空间。此外，在行业固有的较高监管、人才、资金和品牌效应壁垒下，我们认为来自新进入者的竞争风险较低、当前相对温和的竞争格局将保持稳定，锦欣凭借优异的服务能力有望实现强者恒强。

不孕不育率和育龄女性平均年龄持续升高

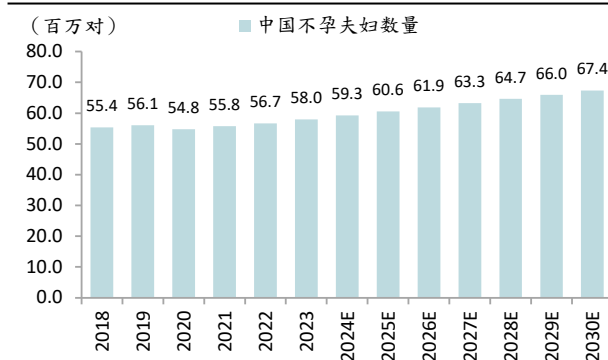
辅助生殖行业整体规模有望保持双位数增长：根据弗若斯特沙利文预测，中国辅助生殖行业市场在经历了 2020-22 年的波动后，2023 年的规模重新复苏至 308 亿元，并将持续增长、到 2030 年达到 630 亿元，对应 11% 2023-30 年 CAGR。行业快速增长的最大驱动因素来自逐年上升的不孕不育率，2020 年达到 17%（2010 年 15%、2007 年 12%、1990 年 9%）；2023-30 年间，不孕夫妇的数量将以 2.2% 的 CAGR 增加。据弗若斯特沙利文分析，不孕不育率持续升高的原因主要包括自然环境变化（如环境污染）及社会环境变化（如生育年龄推迟，吸烟、酗酒、熬夜、久坐等不良生活习惯，以及精神压力增大等）。

图表 106: 中国辅助生殖行业市场规模及预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

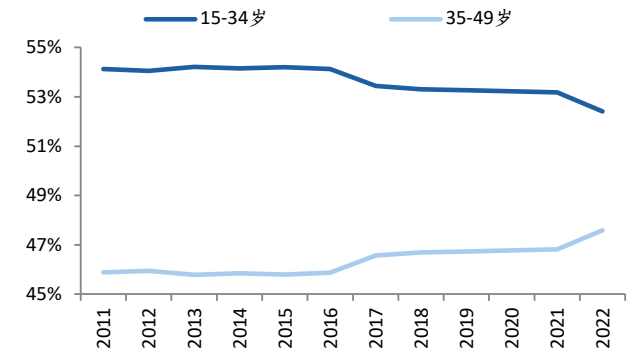
图表 107: 中国不孕夫妇数量



资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

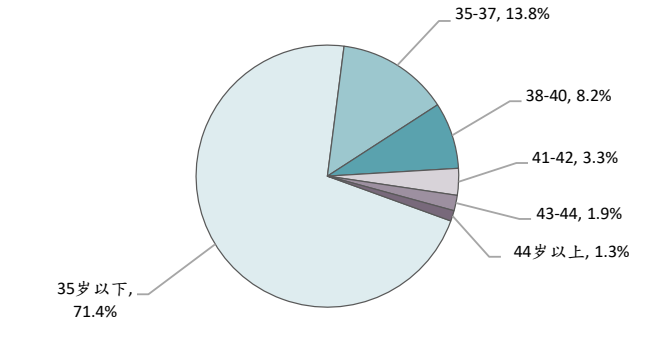
随着中国整体人口年龄结构逐步变化，育龄女性中 35-49 岁的比例也从 2011 年的 45.9% 提升至 47.6%（WHO 定义，分娩年龄在 35 岁或以上的妊娠为高龄妊娠），育龄人口预测到 2032 年，该比例将进一步提升至 51.3%。尽管如此，中华医学会的数据显示，2019 年使用辅助生殖治疗的患者中，35 岁以下女性占比仍超过 70%，即主要为“80 后”、“90 后”；随着更多“90 后”步入 35 岁以上、接受过高等教育的“00 后”、“10 后”也逐步进入生育年龄，有生育意愿的年轻人对于不孕症治疗和辅助生殖的接受程度有望持续提升。

图表 108: 育龄妇女中 35 岁及以上比例逐步升高



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 109: 使用辅助生殖患者的年龄分布 (2019 年)



资料来源: 中华医学会, 交银国际

辅助生殖是治疗不孕症的重要手段，渗透率快速提升

不孕症可通过药物、手术及辅助生殖进行治疗，其中辅助生殖通过高度控制的实验室环境在受精和胚胎发育的最佳条件下实施，因此相比其他方法成功率更高。近年来，中国辅助生殖服务的渗透率（IVF 周期总数除以育龄女性数量）逐步提升，但仍远低于海外国家，一方面和文化差异、患者教育有关，另一方面，在中国辅助生殖服务仅适用于不孕不育人群和有生育需求的癌症患者、不包括健康人群。弗若斯特沙利文预测，随着受众接受意愿提升、医保覆盖力度加强，未来中国辅助生殖渗透率有望持续提升，到 2030 年有望接近美国水平（图表 111）。

辅助生殖服务可进一步分为：

- * **人工授精 (AI)**：通过自然性交以外的方法将精子输入女性生殖系统（子宫或子宫颈）；
- * **体外受精-胚胎移植 (IVF-ET)**：通过手术从女性卵巢中取出卵子，在实验室中将其与精子结合并形成胚胎，胚胎在体外培育 3-6 天后，再将其送回女性体内。在 IVF 发展了近 70 年后，目前形成了三代 IVF 技术，即常规 IVF、卵胞浆内单精子注射 (ICSI) 和胚胎植入前遗传学检测 (PGT)，适用于不同不孕人群。

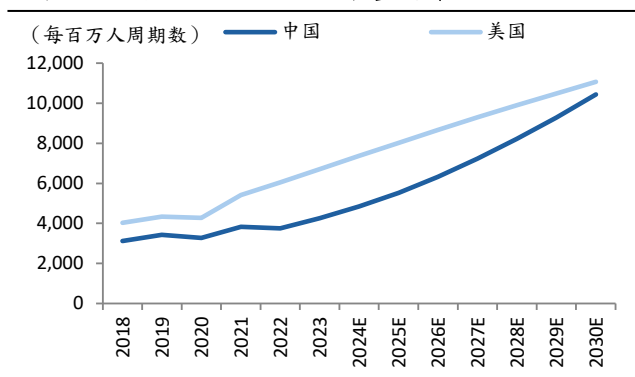
图表 110: 三代 IVF 技术之间的比较

	常规 IVF	ICSI	PGT
主要适用人群	输卵管阻塞、受损或缺失的女性；患有子宫内膜异位症、男性因素或其他不明原因不孕症的人士	精子数量少、精子形态异常或精子活力差的男性、无精子症或既往 IVF 受精失败的夫妇	患有或携带已知遗传性疾病的夫妇；高龄女性、复发性流产或反复植入失败的患者
成功率	40-55%	40-55%	40-60%
胚胎受损风险	无胚胎受损风险	无胚胎受损风险	从胚胎中取出细胞进行遗传学检测时，活检可能会导致胚胎受损的潜在风险
操作难度	操作难度很低，包括： · 取卵 · 胚胎移植	操作难度包括： · 取卵 · 胚胎移植 · 在显微镜下将单精子直接注入卵子细胞质的显微操作	操作难度包括： · 取卵 · 胚胎移植 · 在不损害胚胎的情况下进行活检的显微操作
单周期价格	3-5 万元	3-5 万元	5-10 万元不等

资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际整理

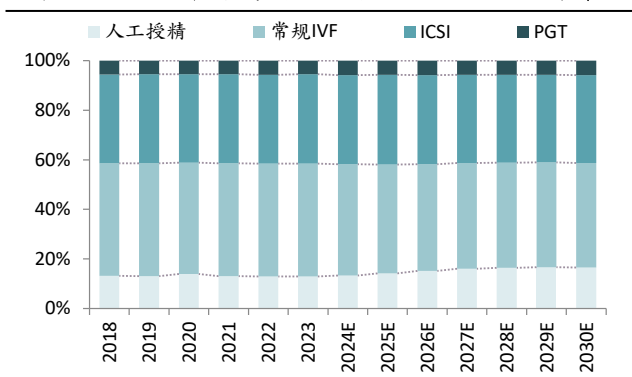
从市场规模来看, 在整体辅助生殖市场规模中, IVF 贡献约 87% 的份额, 其中大部分为一、二代 IVF 服务。弗若斯特沙利文预测, 未来一、二代 IVF 的份额将保持大致稳定, 仍将是整体行业增长的最大驱动力, 三代 IVF 的份额将稳中有升。

图表 111: 中美辅助生殖服务渗透率对比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

图表 112: 按服务种类划分的中国辅助生殖服务市场

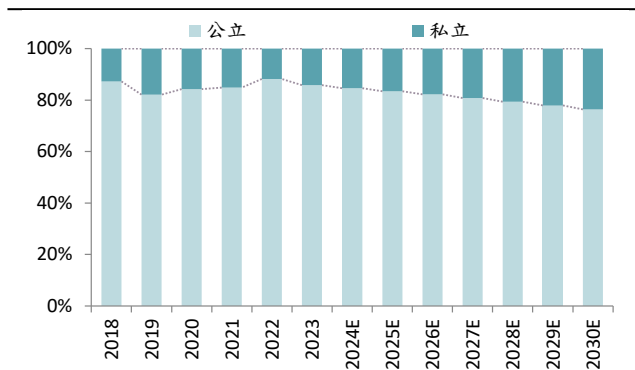


资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

民营机构扩张迅速，竞争格局较为温和、但新进入者壁垒较高

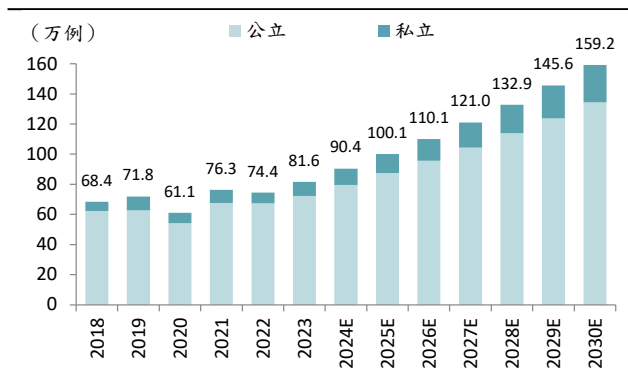
2023 年，私立医疗机构提供的辅助生殖服务的市场规模约有 44 亿元，对整体市场的贡献为 14%。弗若斯特沙利文预测，2023-30 年这一细分市场将以 19% 的 CAGR 增长，到 2030 年对整体市场的贡献达到 24%。从辅助中心数量上来看，私立的增长速度明显快于公立。2018-23 年，中国辅助生殖中心总数由 498 个增长至 602 个，对应 6.0% 的 CAGR，其中公立/私立机构数量分别从 447/51 家增长至 518 家/84 家，对应 3.0%/10.5% 的 CAGR。从 IVF 周期数来看，私立医疗机构仅提供约 11% 的 IVF 周期，但未来有望逐步提升至 15% 以上。

图表 113: 按医院划分的中国辅助生殖服务市场



资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

图表 114: 按医院划分的中国进行的 IVF 周期总数



资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际。E = 弗若斯特沙利文预测

竞争格局较分散，私立机构服务优势明显：当前中国共有 600 家以上辅助生殖服务机构，IVF 市场的竞争格局整体较为分散，前四大私立机构的合计市场份额仅不到 10%。锦欣在私立机构中排名第二，且份额接近第一、远超第三。

图表 115: 中国市场份额排名前四的私立辅助生殖机构

医疗机构	2023 年收入 (人民币亿元)	2023 年 IVF 周期数	2023 年市场份额 (按周期数算)
中信湘雅生殖与遗传专科医院	~10.20	30,000	3.7%
锦欣生殖	13.01	26,000	3.2%
山东大学附属生殖医院	4.06	12,000+	1.5%
爱维艾夫	4.94	7,848	1.0%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际

虽然公立医院仍是市场最主要的玩家，但私立机构发展迅速。与公立医院相比，私立机构在经营范围、技术及服务方面具有更大的灵活性。由于大型公立医院通常集中于大中城市，其他地区的辅助生殖服务相对匮乏，私立机构有较大的未满足需求空间。据我们测算，私立医疗机构的平均单周期收费上也比公立高 30% 左右，我们认为和私立机构更多以患者为中心的服务、更短的等待时间、更优质的护理环境及更高的可及性有关。

图表 116: 公立医院与私立医疗机构提供的辅助生殖服务对比

	公立医院	私立医疗机构
经营区域	通常以单一实体经营	可以向海外扩张, 设立多家医院和机构
技术	采用人工授精、常规 IVF、ICSI、以及 PGT 进行治疗	使用人工授精、常规 IVF、ICSI 进行治疗, 极少获批使用 PGT; 若扩张至海外, 亦可在海外机构使用 PGT、冻卵及代孕
服务及可及性	由于患者众多且医疗资源有限, 只能提供基本的辅助生殖服务, 难以提供优良的护理环境和个性化照料	通常秉持以患者为中心的理念, 加强个体化照料并优化护理环境, 能提供更加个性化及适合的治疗方案、以及月子和产后恢复等延伸服务; 设备齐全, 而提供更舒适理想的护理环境
专长	拥有更多公认的科研成果和实验资源, 在人才培养和吸引方面具有优势, 拥有可填补退休人才空缺的后备人才	全面的人才招聘策略及更佳的工作环境吸引一流医生、胚胎学家及退休专业人士; 若扩张至海外, 可通过海外机构有吸引力的招聘计划吸引资深专业人士
定价	提供更实惠的服务, 服务逐步纳入医保	提供价格较高的服务, 尤其是海外服务

资料来源: 弗若斯特沙利文, 交银国际

进入壁垒高, 潜在竞争风险可控: 在中国, 辅助生殖服务是受高度监管的行业, 有较高的进入壁垒, 具体体现在:

- * **医疗许可证需要较长时间、满足较高条件:** 在中国, 提供辅助生殖服务必须严格获得必要的辅助生殖许可批准。辅助生殖许可证分为五类: AIH (以夫精人工授精)、AID (以供精人工授精)、IVF、ICSI 和 PGT, 这五类许可证需依次办理。一般情况下, 取得 AIH 和/或 AID 许可证需要 1-2 年, 另需 2 年才能取得 IVF 和/或 ICSI 许可证, 又再需 5-6 年才能取得 PGT 许可证。取得许可证的条件包括具有提供辅助生殖服务的相关医疗专业人员和相关技术、设有伦理委员会、符合《人类辅助生殖技术规范》。
- * **人才和资金资源:** 由于辅助生殖程序的复杂性和高度敏感性, 医师的技术和经验可提高成功受孕的几率, 并将风险和并发症降至最低。但是, 经验丰富的辅助生殖医师数量仍然有限。由于资深专业人士往往希望与头部机构合作, 行业的新进入者, 尤其是新成立的私立机构, 将在获得顶尖人才资源方面面临巨大挑战。新进入者也需要准备充裕的资本以支持早期运营, 包括购买医疗器械和产品、租赁或购买开展临床研究及提供服务的实验室和工作场所、为从业人员提供有竞争力的薪酬等。一般而言, 材料、员工、其他、第三方服务成本分别占辅助生殖服务提供商总成本的约 55%、30%、10%、5%。
- * **品牌声誉:** 由于患者通常会将辅助生殖服务成功率与品牌知名度联系在一起, 品牌形象强大、声誉良好的成熟服务机构往往具有竞争优势。建立积极的品牌形象需要时间、专业知识和稳定的成功率, 这对行业新进入者来说是一项艰巨的任务。

此外, 根据《人类辅助生殖技术应用规划指导原则 (2021 版)》, 各省区市的辅助生殖服务机构数量参考以下各项的其中一项计算: 1) 新发许可证数量不得超过已颁发数量的 15%; 2) 每 230-300 万人需设有一家辅助生殖机构; 3) 当地人口与进行的 IVF 周期的比例。由于存在可开设机构数量的上限, 随着现有机构数量的增加, 后续获得新许可证将愈发困难。考虑到存量私立辅助生殖机构数量较少 (截至 2023 年底 84 家), 我们预计新进入者或现存中小型玩家

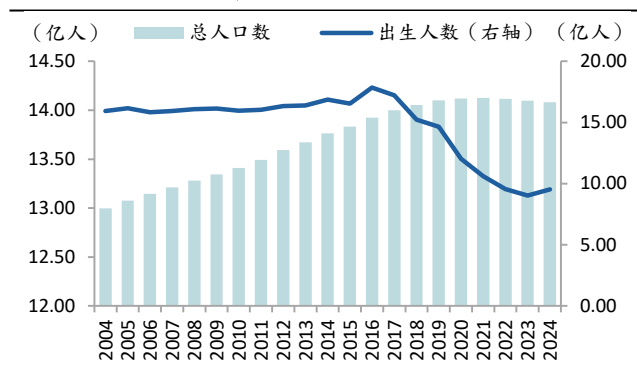
2025 年 1 月 27 日

锦欣生殖 (1951 HK)

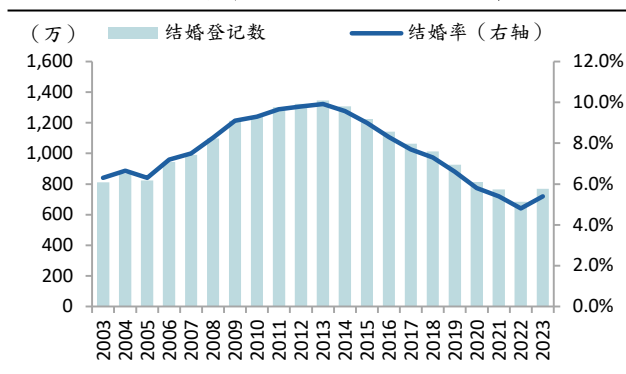
通过新建或外延并购扩张获取市场份额的机会可能较为有限，我们看好锦欣在未来五年内保持“强者恒强”的行业龙头地位。

政策利好行业发展大方向，生育意愿有望边际改善

近年来，政府推出三孩政策、生育补贴等鼓励生育措施，未来出生意愿有望企稳回暖。2024 年，全国出生人口数量有所回升，达到 954 万，同比增长 5.8%，而结婚率也在 2023 年出现回升。

图表 117: 中国每年总人口数及出生人数变化


资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 118: 中国每年结婚登记数及结婚率变化


资料来源: 民政局, 交银国际

鼓励性生育政策下，生育意愿变化趋势有望企稳甚至逆转：根据过往出台政策的主要内容和方向，我们推测，未来国家对于辅助生殖行业发展的支持将主要体现在两大方面：

- * **提高出生率：**2021 年 7 月国务院发布《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，宣布实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。此后部分地区实行三胎奖励、鼓励生育，例如长沙从 2022 年 10 月起，对依法生育三个及以上子女的本地户籍家庭，三孩及以上每孩可享受一次性育儿补贴 1 万元。此外，2021 年 7 月颁布的“双减”政策也旨在减轻家长对子女教育问题的忧虑、提升育龄夫妇生育意愿。
- * **医保覆盖及定价管理：**2022 年 7 月发布的《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》提出：“指导地方综合考虑医保（含生育保险）基金可承受能力、相关技术规范等因素，逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入基金支付范围”。截至 2024 年 9 月，全国共有 20 个省市将辅助生殖纳入医保报销范围，整体上全国医保正在提速扩围，纳入医保是大势所趋。同时，医保局也在产科服务价格方面出台各项政策，例如 2023 年 6 月的《辅助生殖类医疗服务价格项目立项指南（试行）》将辅助生殖类项目分类整合为 12 项，包括取卵术、胚胎培养、胚胎移植、人工授精等，截至 2024 年 6 月已指导 24 个省份对照立项指南整合辅助生殖类项目，其中 23 个省份将市场调节价改为政府指导价。以率先改革的北京为例，纳入医保后行业层面出诊量增长约 30%，同时收费标准并无明显变化。

图表 119: 近期将辅助生殖纳入医保支付范围的部分省份

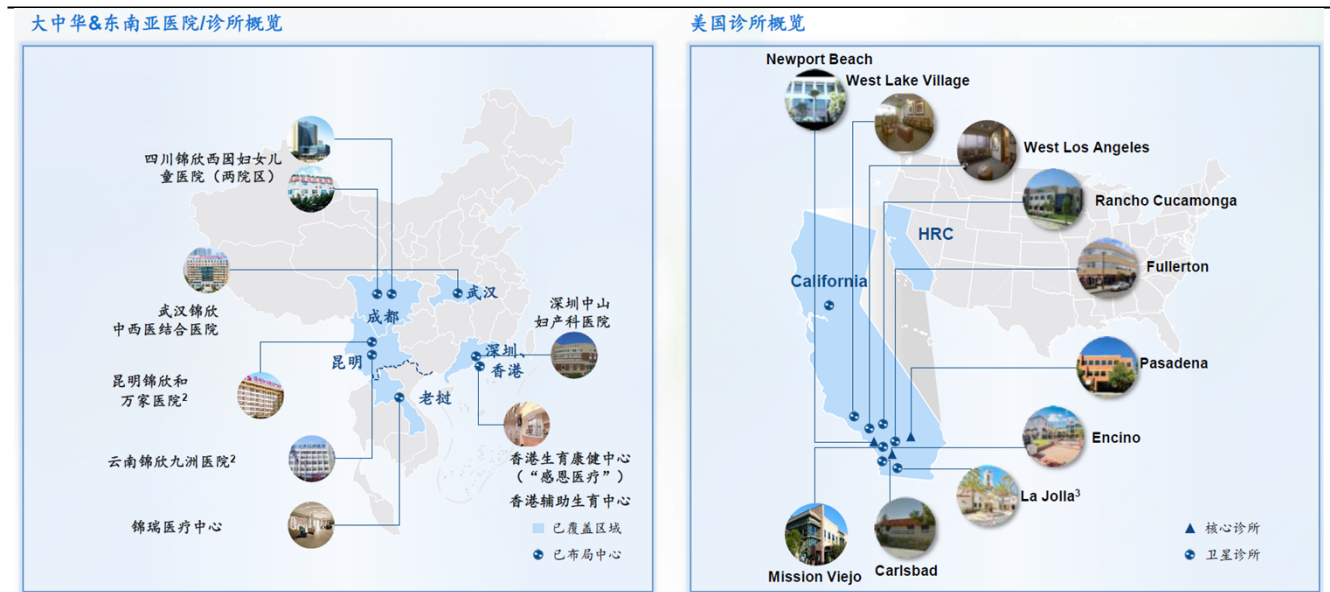
省份	医保执行时间	具体措施及规定
江西	2024 年 6 月 1 日	将“取卵术”“人工授精”等 9 个项目纳入医保支付范围，参保人员根据住院规定按照乙类报销比例执行。
江苏	2024 年 7 月 1 日	将“取卵术”等 13 个辅助生殖类医疗服务项目纳入医保基金支付范围，其中，“取卵术”等 5 个项目按照甲类管理，“胚胎培养”等 8 个项目按照乙类管理，个人先行自付 10%。
安徽	2024 年 8 月 1 日	整合设立“取卵术”等 12 个辅助生殖类医疗服务价格项目并制定价格，统一规范全省辅助生殖类医疗服务项目管理。将“取卵术”等 8 个辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围。纳入医保甲类管理的项目有“取卵术、人工授精、精子优选处理、取精术”，4 个项目发生的费用全额计入医保报销基数；纳入医保乙类管理的项目有“胚胎培养、胚胎移植、组织与细胞活检（辅助生殖）、单精子注射”，4 个项目发生的费用先由个人自付 10%，剩余 90% 的费用计入医保报销基数。
河北	2024 年 8 月 1 日	将取卵术等 8 类治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入基本医疗保险和工伤保险基金支付范围，按照乙类管理，个人先行自付比例全省统一确定为 10%。
广东	2024 年 10 月 1 日	将“取卵术”等 8 项辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围，参照门诊特定病种待遇予以保障，不设起付线，政策范围内支付比例参照住院标准执行。
云南	2024 年 10 月 10 日	将“取卵术”等 12 项辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围，参加职工生育保险的参保人，给予最高 3000 元的补助；参加城乡居民基本医疗保险的参保人，不设起付线，支付比例为 50%，统筹基金年度最高支付限额为 1500 元。

资料来源: 各省医保局，交银国际整理

锦欣生殖：中国领先的辅助生殖服务提供商，全球布局版图逐步成型

锦欣生殖在中国和美国现有辅助生殖市场中占有领先地位。2023 年/1H24，公司分别完成 30,368/15,051 个取卵周期，同比增长 16.2%/2.2%。按 IVF 周期计，公司在中国辅助生殖市场中的份额达到 3.2%，在中国私立辅助生殖机构中排名第二、在非国有机构中排名第一。2024 年 7 月，位于成都的锦欣西因妇女儿童医院正式获得开展三代 IVF 服务（PGT）的牌照，成为四川省内唯一一家具备生殖全领域牌照的民营机构。截至 1H24，公司在全球运营 18 家医院和诊所，在中国内地、中国香港、美国、东南亚等关键市场均有布局。

图表 120: 锦欣生殖全球诊所布局概览



资料来源: 公司资料

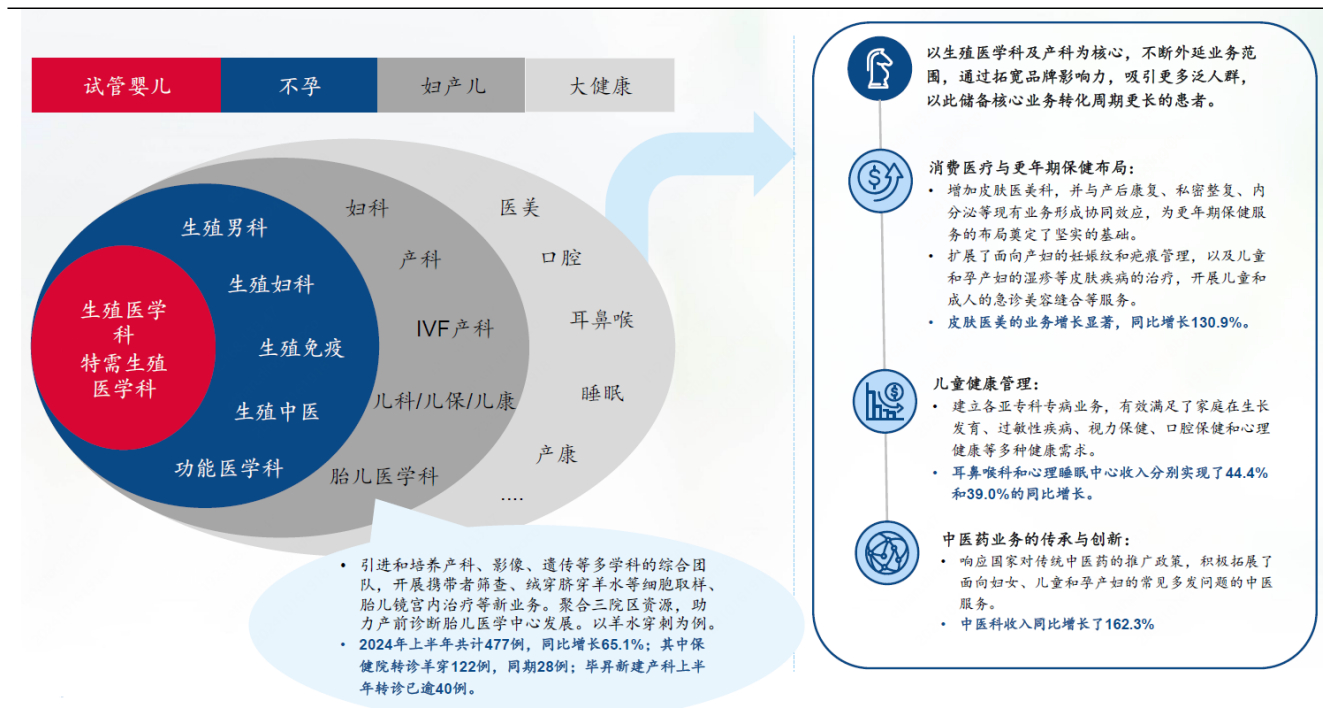
成熟院区以辅助生殖为核心，收入增长稳健

⊕ 成都地区：差异化打造生育一体化服务，多学科拓展带来收入增量

两院合并产生协同效应，提供全生命周期生育服务。目前，公司在成都拥有并经营两家自有医院，为四川锦欣西囡妇女儿童医院（静秀院区）和四川锦欣西囡妇女儿童医院（毕昇院区）。其中毕昇院区主要提供公司核心的辅助生殖服务；静秀院区为公司于2021年11月收购，专注于为全年龄妇女儿童提供全生命周期服务，是省内唯一可提供分子遗传服务的私立医疗机构。2022年，静秀院区和毕昇院区完成了合并。2023年4月，两家医院完成医疗证和辅助生殖两证合一。鉴于两家医院已分别在ARS和妇产儿科业务上建立了良好的口碑和市场影响力，合并后的医院能为客户提供从辅助生殖技术开始，贯穿孕期管理、分娩和儿童早期保健的一站式IVF-孕产服务，形成了强劲的协同效应。

以生殖医学科和产科为核心，不断外延业务范围。合并后，医院的辅助生殖和妇产儿科业务仍在持续增强。毕昇院区于2023年7月获得了PGT试运行资格（2024年7月获得正式资格），使得其能够提供包括IUI（AIH、AID）、IVF-EF、ICSI和PGT在内的辅助生殖各领域的医疗服务。根据国家卫生健康委员会统计数字，截至2020年底，全国仅有78家医疗机构获得PGT资格。除此之外，整合后静秀院区也在积极拓展其业务范围，儿科、妇科、中医科等科室实现了快速发展，新开设的眼科、口腔科等科室也逐渐起步，形成了以产科为特色专科，多科室协同的业务趋势。

图表 121: 锦欣生殖成都医院开启多元化学科建设



以生殖医学科及产科为核心，不断外延业务范围，通过拓宽品牌影响力，吸引更多泛人群，以此储备核心业务转化周期更长的患者。



消费医疗与更年期保健布局:

- 增加皮肤医美科，并与产后康复、私密修复、内分泌等现有业务形成协同效应，为更年期保健服务的布局奠定了坚实的基础。
- 扩展了面向产妇的妊娠纹和疤痕管理，以及儿童和孕产妇的湿疹等皮肤疾病的治疗，开展儿童和成人的急诊美容缝合等服务。
- 皮肤医美的业务增长显著，同比增长130.9%。



儿童健康管理:

- 建立各亚专科专病业务，有效满足了家庭在生长发育、过敏性疾病、视力保健、口腔保健和心理健等多种健康需求。
- 耳鼻喉科和心理睡眠中心收入分别实现了44.4%和39.0%的同比增长。

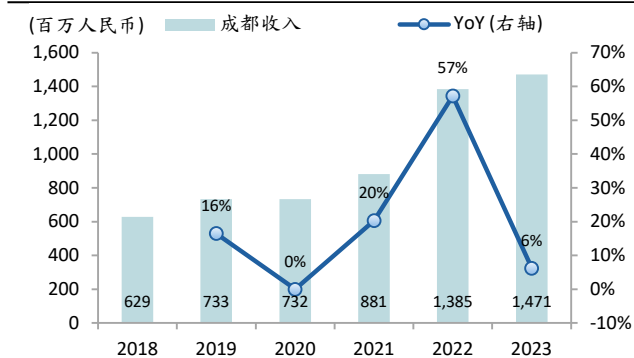


中医药业务的传承与创新:

- 响应国家对传统中医药的推广政策，积极拓展了面向妇女、儿童和孕产妇的常见多发问题的中医服务。
- 中医科收入同比增长了162.3%

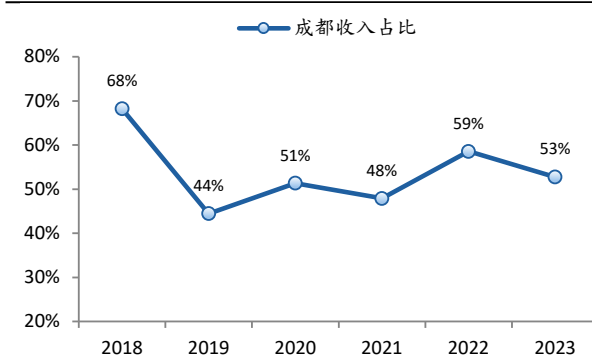
成都为公司的战略中心及收入的主要来源地。2023年，成都地区的收入达到14.71亿元，占总收入的比例为52.7%，近五年的CAGR达到18.3%。随着三代IVF技术PGT资格的获得，预计辅助生殖周期数将持续攀升。此外，特色科室（儿科、妇科等）也在加速培育，贡献收入增量。鉴于以上因素，我们预计未来成都地区的收入将持续保持稳定增长。

图表 122: 成都地区五年收入 CAGR 达 18.3%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 123: 成都地区为公司主要收入来源地



资料来源: 公司资料, 交银国际

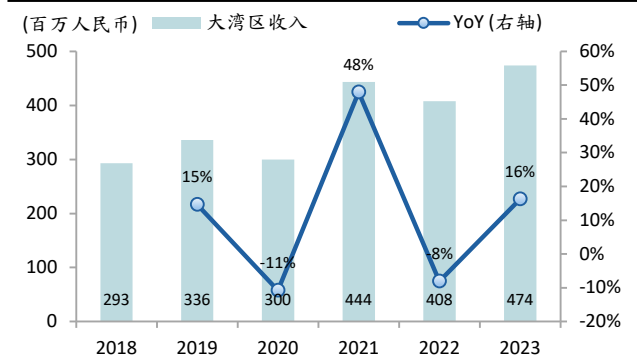
大湾区：深化战略布局，产能持续扩张

深圳市场潜力充足，新产能即将落地。深圳中山泌尿外科医院成立于1986年，是首批获得卫生部门批准实施辅助生殖技术的生殖医学中心之一，并于2008年获得辅助生殖技术许可证。公司于2017年1月将其收购，并通过一系列少数股东股权收购，在2022年将持股比例由79.44%增加至99.90%。随着深圳辅助生殖需求的逐年扩大，目前深圳中山医院的产能已接近满荷。为把握住深圳及大湾区日益增长的市场需求，公司于2022年2月收购了深圳市恒裕联翔投资发展有限公司，并获得其名下位于深圳市福田区梅林街道的一处物业。该建筑总面积约为当前院区的5倍，后续将供深圳中山医院使用，公司计划于2025年上半年搬迁。预计搬迁完成后，院区医疗环境将得到提升，以吸引来自大湾区更广泛的患者。同时，扩大的院区面积将为其丰富服务内容和扩大VIP服务提供空间。

充分利用政策优势，香港冻卵业务发展迅速。随着国家粤港澳大湾区战略的持续推进，公司的业务也开始逐渐向大湾区其他区域拓展、深化整个区域的综合服务网络。公司于2021年完成了对于香港辅助生殖中心有限公司（ARC）和香港生殖健康中心有限公司（RHC）的收购，业务版图正式扩张至了中国香港地区，公司也开始积极探索“深港”及大湾区的业务融合，从而更好的把握未来大湾区的医疗机会，如医生两地诊疗等。2023年，公司位于中国香港的两家诊所还利用香港辅助生殖政策优势，开始推广“冷冻卵子”医疗服务。2024上半年香港冻卵周期占总取卵周期数比重已超过30%。

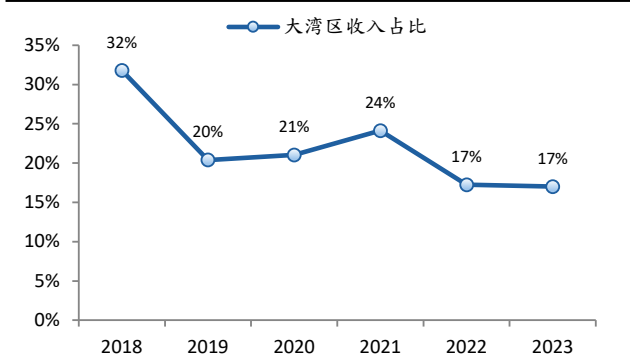
大湾区收入持续增长，业绩催化剂充足。2023年，公司大湾区的收入为4.74亿元，同比增长16%，占总收入的比例达17%，与2022年相比大致稳定。我们预计随着深圳地区新产能的投用和跨境合作日益紧密，大湾区的增长将受到足够的催化剂驱动，保持稳健的增长态势。

图表 124: 大湾区的收入保持增长态势



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 125: 大湾区贡献总收入的比例



资料来源: 公司资料, 交银国际

海外机构持续扩容，有望带来新的利润增长点

⊕ 美国：深入执行医生战略，为业务扩张提供支持

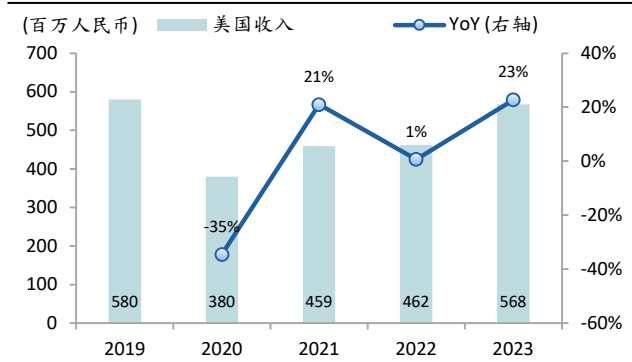
HRC Fertility 是公司在美开展辅助生殖业务的主要平台。HRC Fertility 包括 HRC Management 和 HRC Medical。2017 年 7 月，锦欣生殖成功收购了 HRC Management，并将其整合至公司平台，而 HRC Management 通过管理服务协议间接管理 HRC Medical，从而使公司正式进入美国辅助生殖市场。HRC Medical 目前在美国洛杉矶和圣地亚哥拥有 4 家核心诊所及 7 家卫星诊所，为各类人群提供广泛且个性化的辅助生殖服务。由于监管条件存在区域性差异，美国 ARS 医疗机构能够提供的服务范围相较于中国更为丰富，因此 HRC Medical 吸引了许多国际患者前来就诊。

医生团队持续扩容，业务扩张稳步推进。近年来，HRC Medical 的医师招募工作成果显著。2023 年，HRC 共成功招募 6 名新医生，其中 3 名医生于当年已开始执业，其余 3 名医师将在 1-2 年内入职。公司预计 2024 年还有至少 5 名新医生加入，届时 HRC 的自有医生数量将达到 24 位。伴随着医生团队的扩容，HRC 的业务扩张也在稳步进行。位于好莱坞 Beverly Hills 的卫星诊所于 2024 年 7 月已开始营业，其核心诊所预计 1Q25 也将正式营业。此外，北加州旧金山的诊所也在筹备当中，并已成功签约两名医生。

深入与南加州大学合作，打造优质医疗品牌。2021 年 8 月，HRC Management 与南加州大学 (USC) 签订了管理服务协议，管理由 USC 拥有及经营的凯克医学院生殖及不育内分泌科生育医学业务 (USC Fertility)，并收取相应管理费用。近年来，公司与 USC 的合作持续深化，体现在：1) USC Fertility 的医生在 HRC 旗下的 Pasadena 诊所执业并提供临床服务；2) HRC Management 和 USC Fertility 共同成立了研究委员会，开始就 IVF 相关临床研究进行合作，提高 IVF 的治疗水平。鉴于 USC 凯克医学院享誉盛名，HRC 与之逐渐深入的合作有望协助其提高在美国的品牌知名度。同时，USC Fertility 在 IVF 研究、教育及医师方面的资源也能为 HRC 提升自身医疗技术水平提供支撑。

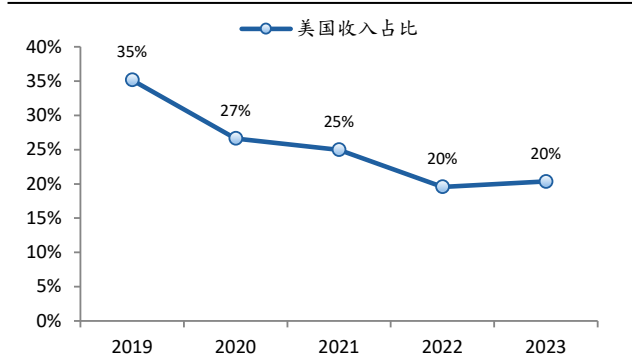
国际患者数逐渐恢复，美国地区收入持续复苏。2020-22 年，国际患者的赴美就诊受限，公司在美国地区的收入出现了显著的下滑。2023 年，美国业务呈现出恢复态势，国际患者人数已恢复到疫情前 50% 的水平。2023 年，美国地区的收入为 5.68 亿元，占总收比重为 20%，相比 2022 年稳中有升。我们预计随着公司业务的稳步扩张、品牌影响力和医疗技术水平的持续提高，加之国际患者赴美就诊的逐步恢复，美国地区的业绩将持续呈现复苏态势。

图表 126: 美国地区收入已基本恢复至 2020 年前水平



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 127: 美国地区收入贡献比例回稳



资料来源: 公司资料, 交银国际

老挝：开启东南亚战略布局，培育新利润增长点

打造东南亚顶尖生殖中心，为东南亚扩展提供范本。2020 年 3 月，公司在老挝获得 IVF 许可，并设立老挝锦瑞医疗中心。该医疗中心由中美辅助生殖专家共同创建，作为 HRC 东南亚中心同时依托锦欣生殖和 HRC 的医疗优势，提供前沿的辅助生殖服务。2023 年 8 月，锦瑞医疗中心开始运营，全年收入达到 280 万元，并于 2024 年 6 月底实现盈利，距启动运营仅不到一年。我们认为，老挝生殖中心将为公司开拓东南亚市场建立范本，同时也为华人患者提供了更广泛的服务选择。

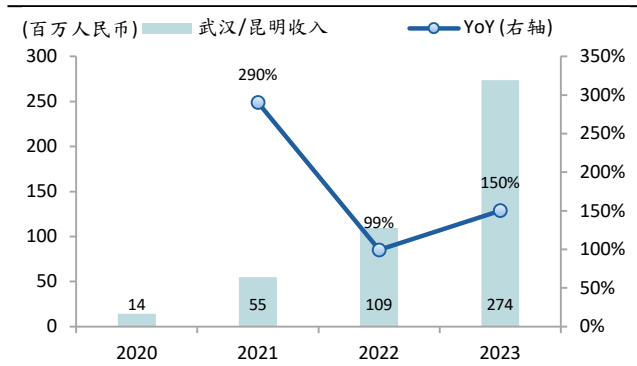
孵化机构增长快速，市场潜力充足

武汉业务恢复增长，停业影响逐渐淡化。2020 年 6 月，公司收购了武汉黄浦中西医结合妇产医院（武汉锦欣医院）75% 的股权，并对医院进行了翻新及改善工程。2021 年 11 月起，武汉锦欣医院由于医疗事故暂时停业，直至 2022 年 8 月 31 日，医院的 IVF 牌照正式复牌，辅助生殖业务也开始逐渐恢复。2023 年，医院实现收入 3,816 万元，同比增长 124.6%，亏损也大幅收窄。

昆明业务结构持续优化，进一步扩大西南地区影响力。2022 年 7 月，公司完成对昆明九洲医院及和万家医院的控股权收购，持股比例达到 96.5%。此后，公司持续优化两家医院的业务结构并提高临床及营运标准。得益于科室及业务的调整，2023 年公司昆明业务进行的 IVF 治疗周期数量较同期增加了 27.8%。随着业务调整的完成，我们预计昆明业务有望实现持续的快速增长。

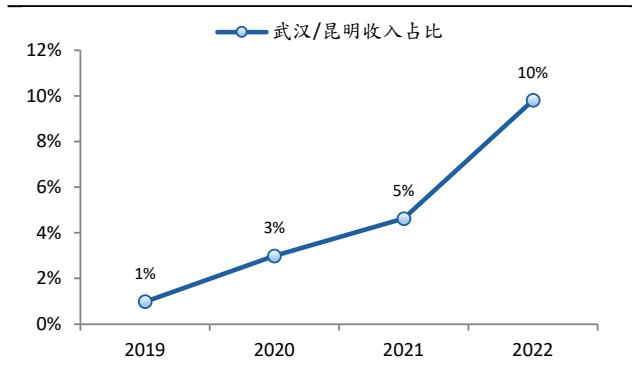
孵化机构成长空间充足，逐步向成熟机构迈进。2023 年，武汉及昆明地区共实现收入 2.7 亿元，同比增幅达到 150%，减亏 60%。由于武汉和昆明两地人口基数大、市场格局分散且政府支持生育意愿强烈，同时近期辅助生殖相继在云南和湖北纳入医保报销范围，我们认为武汉及昆明两地的收入仍有极为可观的提升空间。公司预计武汉及昆明地区的孵化机构将于 1-2 年内步入良性增长，并在未来 3-5 年内向成熟机构靠齐，达到相似的利润率水平。

图表 128: 武汉/昆明地区收入快速增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 129: 武汉/昆明地区收入贡献比例持续扩大



资料来源: 公司资料, 交银国际

盈利预测与估值

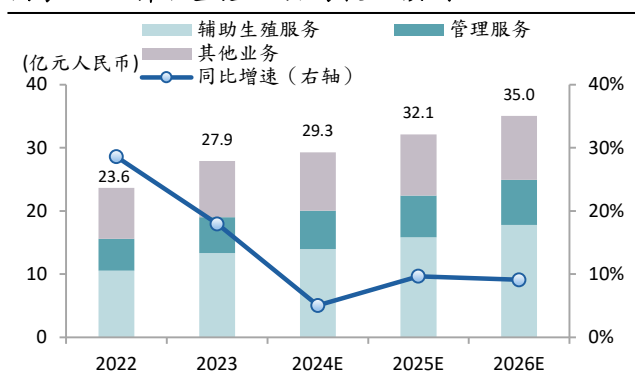
我们采用折现现金流（DCF）模型进行估值，得出公司股权价值 84 亿港元，对应每股 3.05 港元、15.8 倍 2025 年市盈率、0.5 倍 2025 年 PEG，其中前瞻 PEG 倍数与其他港股头部医疗服务公司的当前估值水平相当、略低于 A 股可比公司水平（如海吉亚医疗（2025 年，下同）8.1 倍市盈率/0.4 倍 PEG、爱尔眼科 27.3 倍市盈率/1.9 倍 PEG、通策医疗 31.9 倍市盈率/2.4 倍 PEG、固生堂 13.8 倍市盈率/0.5 倍 PEG，见行业报告图表 12）。考虑到公司作为中国唯一一家上市的辅助生殖医疗服务企业，标的稀缺性显著、市场份额和业绩增长确定性强，我们认为该目标估值合理。

近三年盈利及核心业务表现预测

收入端——各机构集体发力，核心业务保持较快增长：我们预计公司 2024-26 年收入分别达到 29.3 亿/32.1 亿/35.0 亿元，对应 9% CAGR，其中成熟机构贡献收入 CAGR 约 8%，孵化/新增机构 CAGR 则达到 20%。分业务板块来看，我们预计核心业务板块（辅助生殖服务和管理服务）将在 2024-26 年间录得 12% 的收入 CAGR。

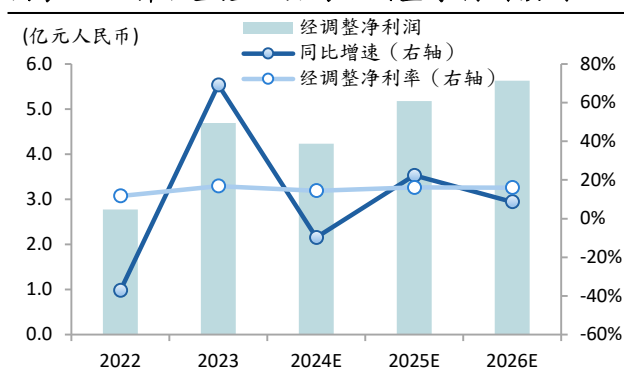
利润率稳中有升：随着产能扩张及人才投入逐步产生回报、经营杠杆效应放大，我们预计未来三年内利润率将持续改善，公司整体毛利率将从 2024 年的 40% 左右逐步复苏至 42%，同时管理费用率也将缓慢下降。最终，我们预计 2024-26 年经调整净利润（扣除股权激励费用等非经常性项目后）将分别达到 4.23 亿/5.18 亿/5.63 亿元，对应 15% CAGR，经调整净利率稳定在 15-16% 左右。

图表 130: 锦欣生殖：公司收入预测



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 131: 锦欣生殖：公司经调整净利润预测



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

DCF估值及核心假设

我们在 DCF 模型中给予 10.9% 的 WACC 假设和 2% 的永续增长率假设，其中 WACC 基于 1.4 的贝塔。基于此，我们得到公司目标价 3.05 港元，对应未来 12 个月 22% 的潜在升幅，首次覆盖，给予买入评级。

图表 132: 锦欣生殖：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	3,212	3,504	3,786	4,064	4,310	4,529	4,709	4,885	5,058
EBIT	597	683	778	872	954	1,008	1,046	1,082	1,115
EBIT* (1-t)	444	508	579	649	710	750	784	811	836
加：折旧摊销	281	315	331	347	364	381	398	416	434
减：营运资金增加/（减少）	-56	-55	-58	-63	-66	-63	-63	-68	-73
减：资本开支	-225	-228	-227	-234	-237	-238	-247	-256	-266
自由现金流	444	540	624	700	771	830	872	902	932
永续增长率	2%								
自由现金流现值	4,263								
终值现值	4,638								
企业价值	8,901								
净现金	-1,202								
少数股东权益	(99)								
股权价值（百万人民币）	7,600								
股权价值（百万港元）	8,360								
股份数量（百万）	2,745								
每股价值（港元）	3.05								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.4
股权成本	13.8%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30.0%
有效税率	15.0%
WACC	10.9%

资料来源：交银国际预测

图表 133: 锦欣生殖 (1951 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,364	2,789	2,929	3,212	3,504
主营业务成本	(1,490)	(1,613)	(1,769)	(1,878)	(2,022)
毛利	874	1,175	1,160	1,334	1,482
销售及管理费用	(610)	(673)	(667)	(717)	(778)
研发费用	(17)	(17)	(18)	(20)	(21)
经营利润	247	485	476	597	683
财务成本净额	(72)	(80)	(60)	(60)	(60)
其他非经营净收入/费用	(20)	63	(31)	14	16
税前利润	154	469	385	552	640
税费	(36)	(117)	(100)	(142)	(164)
非控股权益	3	(2)	(1)	(2)	(2)
净利润	121	349	283	408	473
作每股收益计算的净利润	121	349	283	408	473

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,317	624	699	925	1,220
应收账款及票据	189	169	201	238	278
存货	63	62	78	93	111
其他流动资产	336	486	486	486	486
流动资产	1,904	1,342	1,464	1,742	2,096
物业、厂房及设备	2,530	2,595	2,656	2,640	2,592
无形资产	4,221	4,195	4,142	4,102	4,062
其他长期资产	6,577	6,763	6,763	6,763	6,763
总长期资产	13,328	13,554	13,560	13,504	13,417
总资产	15,232	14,896	15,024	15,246	15,513
短期贷款	19	748	748	748	748
应付账款	917	805	776	772	775
其他短期负债	1,828	137	137	137	137
总流动负债	2,764	1,690	1,660	1,656	1,660
长期贷款	2,071	1,380	1,380	1,380	1,380
其他长期负债	1,662	1,640	1,640	1,640	1,640
总长期负债	3,733	3,020	3,020	3,020	3,020
总负债	6,497	4,709	4,680	4,676	4,680
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	8,640	10,091	10,247	10,471	10,732
股东权益	8,640	10,091	10,247	10,472	10,732
非控股权益	95	95	97	99	101
总权益	8,735	10,187	10,344	10,571	10,833

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	154	464	385	552	640
折旧及摊销	261	286	214	281	315
营运资本变动	111	(0)	(76)	(56)	(55)
利息调整	44	59	60	60	60
税费	(122)	(162)	(100)	(142)	(164)
其他经营活动现金流	170	36	(136)	(116)	(115)
经营活动现金流	618	683	347	579	680
资本开支	(959)	(174)	(234)	(225)	(228)
其他投资活动现金流	(418)	(201)	0	0	0
投资活动现金流	(1,378)	(375)	(234)	(225)	(228)
负债净变动	1,546	(3)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(179)	(13)	(128)	(184)	(213)
其他融资活动现金流	(907)	(934)	0	0	0
融资活动现金流	460	(950)	(128)	(184)	(213)
年初现金	862	1,317	624	699	925
年末现金	1,317	624	699	925	1,220

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.050	0.128	0.103	0.149	0.172
全面摊薄每股收益	0.050	0.128	0.103	0.149	0.172
每股股息	0.022	0.057	0.046	0.067	0.078
每股账面值	3.556	3.689	3.740	3.815	3.910
利润率分析 (%)					
毛利率	37.0	42.1	39.6	41.5	42.3
EBITDA利润率	19.4	25.3	22.5	27.8	29.0
净利率	5.1	12.5	9.7	12.7	13.5
盈利能力 (%)					
ROA	0.8	2.3	1.9	2.7	3.0
ROE	1.4	3.4	2.7	3.9	4.4
ROIC	1.1	2.8	2.3	3.2	3.6
其他					
净负债权益比 (%)	8.8	14.8	13.8	11.4	8.4
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3
存货周转天数	22.8	22.8	22.8	20.3	18.3
应收账款周转天数	14.6	14.6	14.6	13.5	12.6
应付账款周转天数	2.4	2.4	2.3	2.4	2.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年1月27日

医药行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang

www.bocomgroup.com