

固生堂 (02273.HK)

买入 (维持评级)

2024 年报点评：业绩增长强劲，整体符合预期

事件：公司公布 2024 年报，报告期内公司实现收入 30.2 亿元 (+30.1%)，归母净利润 3.07 亿元 (+21.6%)，经调净利润 4 亿元 (+31.4%)，整体符合预期。

其中，24H2 实现收入 16.6 亿元 (+24%)，经调净利润 2.52 亿元 (+24.4%)。

➤ 线下业务持续高速增长，业务量价齐升。

2024 年公司线下业务实现收入 27.4 亿元 (+34.5%)，我们认为主要系新收购机构和现有机构业务增长贡献；线上实现收入 2.82 亿元 (-1.5%)。报告期内，公司实现就诊人次 541.1 万人次 (+25.9%)，实现客单价 559 元 (+3.3%)，客户回头率由 23 年的 65.2% 提升至 24 年的 67.1%。

➤ 财务分析：盈利能力持续增强，费用率控制得当。

2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 12.2%/6.1%/0.6%，分别同比变化 +0.1/-0.6/-0.5pct，实现毛利率 30.1%，同比持平，实现归母净利率 10.2% (-0.7pct)，经调整净利率 13.2% (+0.1pct)。

➤ 门店快速扩张，业务版图持续拓展。

截止 2024/12/31，公司共拥有并经营 79 家医疗机构（相比 23 年底增加 21 家），覆盖 20 座城市（新进 5 座），报告期内公司共并购 17 家线下机构及自建 4 家线下机构。

➤ 持续加码中医 AI，优化优质医疗资源供给+客户精细化服务。

公司积极拥抱 AI，持续加码中医 AI 研发，公司计划推出智能硬件设备及 AI 医生助手，提升中医医疗服务中辅助诊疗能力，实现更高效的诊疗服务流程，以及实现更多的优质医疗资源供给。同时，AI 有望赋能公司实现更精细化的客户服务，持续提升客户留存率和单客户收入。

➤ 盈利预测与投资建议

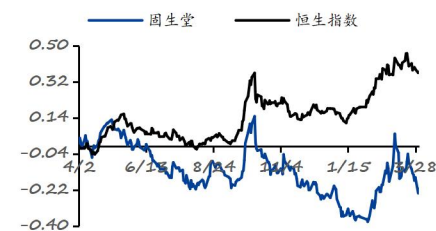
中医医疗服务行业需求旺盛，政策持续支持下将迎来高速发展期。公司作为国内连锁中医医疗服务龙头企业，跨区域经营能力优秀，业务模式复制性突出，在品牌、人才、资源等方面具备显著优势，长期增长潜力十足。考虑到公司股权激励费用、新门店爬坡、AI 相关研发对利润端影响，预测公司 25-27 年收入预测为 38.1/48.4/60.9 亿元（25-26 前值为 38.9/49.7 亿元），25-27 年归母净利预测为 4.28/5.78/7.60 亿元（25-26 前值为 4.47/5.85 亿元），维持“买入”评级。

➤ 风险提示：人才流失风险、并购整合风险、医疗事故风险

基本数据

日期	2025-04-01
收盘价:	33.25 港元
总股本/流通股本(百万股)	240.10/237.83
流通市值(百万港元)	7,907.81
每股净资产(港元)	10.53
资产负债率(%)	35.01
一年内最高/最低价(港元)	49.90/25.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
研究助理： 何展聪(S0210123040010)
hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、固生堂 2024 三季度点评：诊疗量增长稳健，门店持续扩张——2024.11.08
- 2、固生堂 2024 半年报点评：业绩增长强劲，门店高速扩张——2024.08.22
- 3、2023 年报点评：全年业绩高速增长，业务版图持续扩张——2024.03.28

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	2,323	3,022	3,812	4,838	6,087
增长率	43%	30%	26%	27%	26%
净利润 (百万元)	252	307	428	578	760
增长率	38%	22%	39%	35%	32%
EPS (元/股)	1.03	1.25	1.75	2.36	3.10
市盈率 (P/E)	29.8	24.5	17.6	13.0	9.9
市净率 (P/B)	3.3	3.2	2.7	2.3	1.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：人民币

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,116	1,348	1,719	2,268	营业总收入	3,022	3,812	4,838	6,087
应收款项合计	465	572	708	868	主营业务收入	3,022	3,812	4,838	6,087
存货	179	217	268	327	营业总支出	2,704	3,295	4,133	5,150
其他流动资产	53	62	75	92	营业成本	2,113	2,618	3,307	4,142
流动资产合计	1,813	2,199	2,770	3,555	营业开支	591	677	826	1,008
固定资产净额	142	171	195	216	营业利润	318	517	705	937
权益性投资	40	40	40	40	净利息支出	18	3	2	1
其他长期投资	0	0	0	0	权益性投资损益	-1	0	0	0
商誉及无形资产	1,544	1,689	1,862	2,051	其他非经营性损益	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	非经常项目前利润	318	513	702	936
其他非流动资产	117	118	119	117	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,843	2,018	2,216	2,424	除税前利润	363	513	702	936
资产总计	3,656	4,217	4,986	5,979	所得税	56	86	125	176
应付账款及票据	308	381	482	603	少数股东损益	0	0	0	0
循环贷款	8	8	8	8	持续经营净利润	307	427	577	761
其他流动负债	447	566	718	892	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	763	955	1,208	1,503	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	92	62	32	2	归属普通股股东净利润	307	428	578	760
其他非流动负债	425	425	425	425	EPS (最新股本摊薄)	1.25	1.75	2.36	3.10
非流动负债合计	517	487	457	427					
负债总计	1,280	1,442	1,665	1,930	主要财务比率				
归属母公司所有者权益	2,376	2,775	3,321	4,050		2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股东权益总计	2,376	2,775	3,321	4,049	营业收入增长率	29.9%	26.1%	26.9%	25.8%
负债及股东权益总计	3,656	4,217	4,986	5,979	归母公司净利润增长率	21.6%	39.4%	35.1%	31.6%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	30.1%	31.3%	31.6%	32.0%
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	10.2%	11.2%	11.9%	12.5%
经营活动现金流		613	794	1,000	ROE	13.1%	16.6%	19.0%	20.6%
净利润		428	578	760	ROA	8.7%	10.9%	12.6%	13.9%
折旧和摊销		145	161	178	偿债能力				
营运资本变动		28	42	46	资产负债率	35.0%	34.2%	33.4%	32.3%
其他非现金调整		13	14	15	流动比率	2.4	2.3	2.3	2.4
投资活动现金流		-319	-359	-388	速动比率	2.1	2.1	2.1	2.1
资本支出		-319	-359	-388	每股指标 (元)				
长期投资		0	0	0	每股收益	1.3	1.7	2.4	3.1
其他长期资产		0	0	0	每股经营现金流	0.0	2.5	3.2	4.1
融资活动现金流		-62	-64	-63	每股净资产	9.7	11.3	13.6	16.5
借款增加		-30	-30	-30	估值比率				
股利分配		-29	-32	-32	P/E	25	18	13	10
普通股增加		0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他融资活动现金流		-3	-2	-1	EV/EBITDA	48	27	21	16

数据来源：公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn