

医药	收盘价 港元 33.25	目标价 港元 42.00	潜在涨幅 +26.3%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 4 月 2 日

固生堂 (2273 HK)

2024 年业绩强劲势头不改，中医+AI 布局版图进一步清晰，维持买入

在老门店稳步爬坡和持续的对外扩张步伐下，公司 2024 年业绩延续强劲增长态势，就诊量、会员用户粘性、医生供给等核心运营指标均交出满意答卷。公司加大对中医+AI 模式的投入，有望在长期内贡献可观的业绩增量。

- ① **内生+外延双轮驱动 2024 年业绩强劲增长**：2024 年收入和经调整净利润分别同比增 30%/31%至 30.2 亿/4.0 亿元（人民币，下同），基本符合我们此前预期。各项业务指标持续向好：就诊量和平均客单价分别增长 26%/3%，回头率、人均就诊次数均稳步提升。线下门店收入增长 35%，其中老店（2023 年及以前的门店）录得 28%的强劲内生增速，2024 年新并购和自建门店分别贡献 6.3%/0.8%的增速。会员收入的占比进一步提升至 42%，年均消费额和人均年就诊次数显著高于非会员，会员制度对用户粘性的提升作用进一步体现。医生供给方面，自有医生队伍增 44%至 782 人，线下医生总数增 25%至 3,018 人。管理层指引，即便考虑在 AI 上的投入，2025 年经调整净利润仍将增长 20%以上。对外扩张方面，公司重心将逐渐转向印尼、马来西亚等海外市场，包括中医+AI 模式出海和院内制剂出海。内地并购将主要聚焦在一线城市。
- ② **精准把握 AI 赋能中医诊疗机会**：公司正在名医“AI 分身”、AI 提升患者个性化服务、AI 优化医疗资源配置等领域进行深度探索。公司测算，AI 对名产能每提升 10%可带来 1 亿元增量收入、对客户年度就诊次数每提升 0.1 次能带来 7,868 万元增量收入，叠加公司在就诊数据、医生资源、线上+线下应用场景等方面的优势，AI 对业绩的潜在贡献能见度高。2025 年，公司预计将在 AI 领域投入 5,000 万元左右，7 月将发布开源大模型的垂类中医药大模型，并在此基础上开发 10 个专病的专家 AI 分身。
- ③ **维持买入评级和目标价**：我们基于 2024 年业绩对 2025-26 年业绩进行微调，维持 42 港元目标价，对应 22 倍 2025 年市盈率和 0.8 倍 2025 年 PEG。我们维持公司买入评级，看好内生+外延扩张下内地市场份额提升空间、海外市场的新业务机会，以及 AI 应用落地对业务的长期增量贡献。

盈利预测变动

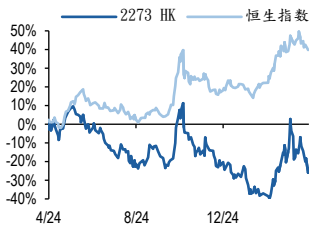
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,960	3,995	-1%	4,918	4,889	1%	5,716		
毛利润	1,191	1,226	-3%	1,488	1,509	-1%	1,741		
毛利率	30.1%	30.7%	-0.6ppt	30.3%	30.9%	-0.6ppt	30.5%		
经调整归母净利润	501	508	-1%	614	624	-2%	703		
经调整净利率	12.7%	12.7%	-0.1ppt	12.5%	12.8%	-0.3ppt	12.3%		

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	26.25
市值 (百万港元)	7,820.40
日均成交量 (百万)	7.33
年初至今变化 (%)	(1.63)
200天平均价 (港元)	35.00

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

图表 1: 固生堂- DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E																				
收入	3,960	4,918	5,716	6,411	7,060	7,613	8,035	8,318	8,505																				
EBIT	501	643	763	868	962	1,037	1,094	1,133	1,160																				
EBIT * (1-t)	423	544	645	734	813	877	925	958	981																				
加：折旧摊销	64	82	101	120	139	157	173	186	197																				
减: 营运资金增加/（减少）	(9)	(66)	(63)	(77)	(50)	(70)	(85)	(91)	(106)																				
减: 资本开支	(105)	(126)	(146)	(164)	(180)	(195)	(205)	(213)	(217)																				
自由现金流	374	434	537	613	721	768	807	841	855																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.1</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>11.7%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>10.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>11.0%</td></tr></table>								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%
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%																												
自由现金流现值	3,794																												
终值现值	4,239																												
企业价值	8,033																												
净现金	1,187																												
少数股东权益	0																												
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																												

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 固生堂 (2273 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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
9926 HK	康方生物	买入	86.00	92.00	7.0%	2025 年 03 月 31 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	26.15	35.20	34.6%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	54.45	65.00	19.4%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	46.65	57.00	22.2%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.68	6.60	79.4%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	33.93	72.00	112.2%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	171.30	208.80	21.9%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	26.10	44.00	68.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	48.85	60.00	22.8%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.78	28.75	125.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.56	5.00	-41.6%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	46.00	51.00	10.9%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	26.80	25.00	-6.7%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.78	18.00	21.8%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	72.60	93.30	28.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.55	33.10	-44.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.25	11.20	35.7%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	24.45	24.60	0.6%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	35.45	42.50	19.9%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.86	4.80	24.4%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.80	14.00	79.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	51.80	51.00	-1.6%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.48	5.80	5.8%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.11	3.75	20.7%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.25	42.00	26.3%	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 4 月 1 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,323	3,022	3,960	4,918	5,716
主营业务成本	(1,623)	(2,113)	(2,769)	(3,430)	(3,975)
毛利	700	909	1,191	1,488	1,741
销售及管理费用	(436)	(553)	(705)	(861)	(995)
其他经营净收入/费用	27	1	15	16	18
经营利润	291	357	501	643	763
财务成本净额	(7)	7	4	6	10
其他非经营净收入/费用	0	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	284	363	503	649	772
税费	(31)	(56)	(78)	(100)	(119)
非控股权益	(1)	0	0	0	0
净利润	252	308	426	549	653
作每股收益计算的净利润	252	308	426	549	653

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,314	1,156	1,287	1,465	1,737
应收账款及票据	180	269	402	523	655
存货	153	179	194	238	284
其他流动资产	191	207	249	282	298
总流动资产	1,838	1,813	2,132	2,508	2,975
物业、厂房及设备	110	142	184	228	273
无形资产	25	22	20	20	20
其他长期资产	1,407	1,680	2,001	2,326	2,648
总长期资产	1,542	1,844	2,205	2,574	2,941
总资产	3,379	3,656	4,337	5,082	5,915
短期贷款	16	8	8	8	8
应付账款	581	623	803	934	1,065
其他短期负债	110	133	133	133	133
总流动负债	708	763	943	1,075	1,206
长期贷款	0	92	92	92	92
长期应付账款	82	92	92	92	92
其他长期负债	284	333	333	333	333
总长期负债	365	517	517	517	517
总负债	1,073	1,280	1,460	1,591	1,722
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,305	2,376	2,877	3,491	4,194
股东权益	2,305	2,376	2,877	3,491	4,194
非控股权益	1	0	(0)	(0)	(1)
总权益	2,306	2,376	2,877	3,490	4,193

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	284	363	503	649	772
折旧及摊销	120	151	182	228	277
营运资本变动	(40)	(107)	(9)	(66)	(63)
利息调整	(6)	43	(4)	(6)	(10)
税费	(14)	(56)	(78)	(100)	(119)
其他经营活动现金流	66	65	98	90	79
经营活动现金流	410	459	693	794	935
资本开支	(76)	(66)	(103)	(123)	(143)
其他投资活动现金流	(187)	(408)	(440)	(474)	(500)
投资活动现金流	(264)	(475)	(543)	(597)	(643)
负债净变动	(55)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	212	(142)	(19)	(19)	(19)
融资活动现金流	158	(142)	(19)	(19)	(19)
汇率收益/损失	3	0	0	0	0
年初现金	994	1,314	1,156	1,287	1,465
年末现金	1,314	1,156	1,287	1,465	1,737

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.062	1.266	1.754	2.259	2.687
全面摊薄每股收益	1.033	1.225	1.698	2.187	2.602
每股账面值	9.348	9.841	11.916	14.459	17.371
利润率分析(%)					
毛利率	30.1	30.1	30.1	30.3	30.5
EBITDA利润率	17.7	16.8	17.2	17.7	18.2
净利率	10.9	10.2	10.8	11.2	11.4
盈利能力(%)					
ROA	7.5	8.4	9.8	10.8	11.0
ROE	10.9	12.9	14.8	15.7	15.6
ROIC	10.9	12.4	14.3	15.3	15.2
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	2.6	2.4	2.3	2.3	2.5
存货周转天数	29.0	28.7	29.0	28.0	28.0
应收账款周转天数	21.2	27.1	42.0	43.0	45.0
应付账款周转天数	117.5	104.0	120.0	110.0	105.0

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

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、亲生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、其亲生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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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，在参与有关报告内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。