

固生堂 (02273.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩高速增长，门店数量持续扩张

业绩简评

2025 年 3 月 31 日，公司发布 24 年年度业绩公告。公司 2024 年实现收入 30.2 亿元(同比+30%)，经调整净利润 4.0 亿元(同比+31%)，归母净利润 3.07 亿元 (同比+22%)。

经营分析

线下收入高增，线上收入稳定。2024 年公司线下医疗机构收入 27.4 亿元(同比+35%)，线上医疗健康平台收入 2.82 亿元(同比-2%)。线下医疗机构收入高增，线上收入保持相对稳定。客户方面，2024 年公司就诊量 541.1 万人次(同比+26%)，就诊次均消费 559 元(同比+3%)，客户回头率 67.1% (同比+1.9pct)，新客户 88.9 万人(同比+11%)。公司客户群稳定增长且客户回头率进一步提升，为业绩增长奠定基础。

门店数量持续扩张，业务区域不断拓展。截至 2024 年末，公司合计拥有 78 家医疗机构 (同比增加 22 家)，覆盖了 20 个城市。此外，公司也通过战略性收购进一步扩大在国内市场的覆盖范围。海外市场方面，公司在新加坡拥有及经营一家医疗机构，增强中医在海外的影响力。

医疗健康解决方案毛利率稳定，销售医疗健康产品毛利率稳中有升。利润方面，2024 年公司实现毛利 9.09 亿元 (同比+30%)，实现销售毛利率 30.1% (同比+0.7pct)。分业务来看，公司提供医疗健康解决方案毛利为 8.97 亿元，毛利率为 30%，基本保持稳定。公司销售医疗健康产品毛利为 1251 万元，毛利率为 36% (同比+0.8pct)，毛利率轻微增加主要系毛利率相对较高的医疗保健产品销售增加所致。

盈利预测、估值与评级

公司是中医医疗服务龙头，我们看好其规模效应逐步释放。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.42/5.74/7.39 亿元，同比增长 44%、30%、29%，EPS 分别为 1.84/2.39/3.08 元，现价对应 PE 为 17/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

并购整合不及预期；市场竞争加剧风险；医疗人才短缺风险；商誉减值风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (港币)：32.050 元

相关报告：

1. 《固生堂公司点评：行业需求高景气，门店扩张节奏加快》，2024.8.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,323	3,022	3,959	5,108	6,538
营业收入增长率	43.01%	30.09%	31.00%	29.00%	28.00%
归母净利润(百万元)	252	307	442	574	739
归母净利润增长率	37.59%	21.64%	43.97%	29.87%	28.88%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.28	1.84	2.39	3.08
每股经营性现金流净额	1.66	9.75	1.88	2.41	3.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.94%	12.91%	15.68%	16.91%	17.90%
P/E	47.98	26.45	17.42	13.42	10.41
P/B	5.39	3.47	2.73	2.27	1.86

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,625	2,323	3,022	3,959	5,108	6,538	货币资金	994	1,301	1,116	1,385	1,796	2,396
增长率	18.4%	43.0%	30.1%	31.0%	29.0%	28.0%	应收款项	225	336	465	598	758	952
主营业务成本	1,125	1,623	2,113	2,760	3,555	4,544	存货	105	153	179	230	296	379
%销售收入	69.3%	69.9%	69.9%	69.7%	69.6%	69.5%	其他流动资产	35	48	52	61	73	87
毛利	500	700	909	1,200	1,553	1,994	流动资产	1,360	1,838	1,813	2,274	2,923	3,813
%销售收入	30.7%	30.1%	30.1%	30.3%	30.4%	30.5%	%总资产	52.0%	54.4%	49.6%	52.5%	56.2%	60.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	6	31	40	43	46	49
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	71	110	142	157	167	172
销售费用	207	281	369	467	603	771	%总资产	2.7%	3.2%	3.9%	3.6%	3.2%	2.7%
%销售收入	12.8%	12.1%	12.2%	11.8%	11.8%	11.8%	无形资产	1,113	1,343	1,544	1,744	1,944	2,144
管理费用	100	155	185	238	306	392	非流动资产	1,254	1,542	1,844	2,062	2,275	2,483
%销售收入	6.2%	6.7%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	48.0%	45.6%	50.4%	47.5%	43.8%	39.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	2,614	3,379	3,656	4,336	5,198	6,296
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	18	16	8	8	8	8
息税前利润 (EBIT)	202	291	381	521	676	872	应付款项	164	287	308	399	513	656
%销售收入	12.5%	12.5%	12.6%	13.2%	13.2%	13.3%	其他流动负债	372	405	448	594	766	981
财务费用	4	7	18	0	0	0	流动负债	554	708	763	1,000	1,287	1,645
%销售收入	0.2%	0.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	53	0	92	92	92	92
投资收益	1	0	-1	0	0	0	其他长期负债	284	365	424	424	424	424
%税前利润	0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	891	1,073	1,280	1,517	1,804	2,161
营业利润	184	258	337	481	625	806	普通股股东权益	1,721	2,305	2,376	2,818	3,391	4,131
营业利润率	11.4%	11.1%	11.2%	12.2%	12.2%	12.3%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支							未分配利润	1,667	2,258	2,533	2,974	3,548	4,287
税前利润	199	284	363	521	676	872	少数股东权益	1	1	0	1	2	4
利润率	12.2%	12.2%	12.0%	13.2%	13.2%	13.3%	少数股东权益	2,614	3,379	3,656	4,336	5,198	6,296
所得税	15	31	56	78	101	131	比率分析						
所得税率	7.6%	11.0%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	184	253	307	443	575	741	每股指标						
少数股东损益	0	1	0	1	1	1	每股收益	0.80	1.06	1.26	1.84	2.39	3.08
归属于母公司的净利润	183	252	307	442	574	739	每股净资产	7.47	9.35	9.75	11.74	14.12	17.20
净利率	11.3%	10.9%	10.2%	11.2%	11.2%	11.3%	每股经营现金净流	1.22	1.66	9.75	1.88	2.41	3.11
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	10.65%	10.94%	12.91%	15.68%	16.91%	17.90%
							总资产收益率	7.01%	7.46%	8.39%	10.19%	11.04%	11.74%
							投入资本收益率	10.42%	11.16%	13.01%	15.16%	16.45%	17.49%
							增长率						
							主营业务收入增长率	18.40%	43.01%	30.09%	31.00%	29.00%	28.00%
							EBIT 增长率	141.02%	44.00%	30.77%	36.70%	29.87%	28.88%
							净利润增长率	136.15%	37.59%	21.64%	43.97%	29.87%	28.88%
							总资产增长率	9.27%	29.30%	8.19%	18.59%	19.88%	21.13%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	18.0	20.9	26.8	27.7	27.0	26.2
							存货周转天数	29.2	28.6	28.3	26.7	26.6	26.7
							应付账款周转天数	52.1	50.0	50.6	46.1	46.2	46.3
							固定资产周转天数	15.0	14.0	15.0	13.6	11.4	9.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-39.16%	-41.41%	-25.41%	-30.94%	-37.82%	-45.56%
							EBIT 利息保障倍数	11.5	11.4	21.6	—	—	—
							资产负债率	34.11%	31.76%	35.01%	34.99%	34.71%	34.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	8	12	12	35
增持	2	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.20	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-20	买入		N/A
2	2023-08-22	买入		N/A
3	2023-12-29	买入		N/A
4	2024-03-28	买入		N/A
5	2024-08-21	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐与股价
人民币(元)

 28
21
14
7
0

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806