

固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: HK\$61.84)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$61.84 当前股价: HK\$28.55

股价上行/下行空间 +117%

52 周最高/最低价 (HK\$) 49.90/25.50

市值 (US\$mn) 908

当前发行数量(百万股) 247

三个月平均日交易额 (US\$mn) 17

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Action Thrive 12

Dream True 8

Gushengtang 7

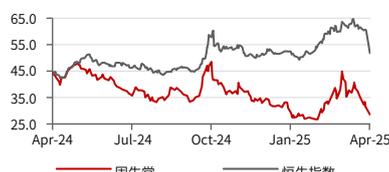
按 2025 年 4 月 7 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	61.84	73.95	-16%
2025E EPS (RMB)	1.61	2.00	-19%
2026E EPS (RMB)	2.00	2.62	-24%
2027E EPS (RMB)	2.37	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	3,890 (-2%)	4,937 (-4%)
EPS (RMB)	1.86 (-13%)	2.45 (-19%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

数字化与 AI 赋能公司业务长期增长

• 2024 年医疗健康解决方案收入快速增长, 结构优化支撑毛利率保持稳定。

• 2024 年, 公司国际化战略初显成效, 数字化与 AI 赋能长期增长。

• 维持买入评级, 下调 DCF 目标价至 61.84 港元。

2024 年各项业务稳健发展, 盈利持续提升: 根据公司 2024 年报告, 公司总收入为 30.22 亿元, 同比增长 30.1%; 实现净利 3.07 亿元, 同比增长 21.4%; 扣非净利润达 4.00 亿元, 同比增长 31.4%。根据公司 2024 年报告, 公司整体毛利率为 30.1%, 与去年基本持平。2024 年, 公司通过线下医疗机构扩张和 OMO (线上线下一体化) 平台优化, 推动综合医疗健康解决方案收入占比提升至 98.9%。我们预计公司 2025E-27E 收入及净利同比增速为 26%/23%/19%和 26%/24%/18%。

医疗健康解决方案收入快速增长, 结构优化支撑毛利率稳定: 根据公司 2024 年报告, 公司医疗健康解决方案收入为 29.88 亿元, 同比增长 30.6%, 主要得益于线下医疗机构数量增至 78 家及新加坡市场拓展。根据公司 2024 年报告, 该业务毛利率稳定在 30.0%, 标准化运营和数字化能力抵消了医师成本上升压力。我们预计 2025E-27E 医疗健康解决方案收入将达 37.8 亿元/46.7 亿元/55.3 亿元, 毛利率维持在 30%-31%。

国际化战略初显成效, 数字化与 AI 赋能长期增长: 根据公司 2024 年报告, 公司首次进入新加坡市场, 海外收入贡献 3,152 万元。依托“三位一体”数字平台 (CRM、ERP、智能审方系统) 及 AI 医生助手研发, 公司将持续提升服务效率和客户留存率 (会员回头率达 85.4%)。未来计划在东南亚等重点区域拓展线下网络, 并通过数字化解决海外中医资源供给瓶颈。考虑到数字化转型带来的成本投入, 我们将 25-26E 净利润预测分别下调 19%/24%。

重申“买入”评级, 下调目标价至 61.84 港币: 对应 2025 年的 P/E 为 35 倍, 高于行业平均水平的 27x。我们认为公司作为稀缺的中医诊疗服务商且拥有高速增长前景, 理应获得估值溢价。

风险提示: 1) 中医药人才流失; 2) 行业竞争加剧; 3) 政策不确定性; 4) 中药原材料价格波动, 供应链中断。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	2,323	3,022	3,819	4,715	5,580
毛利润 (RMBmn)	700	909	1,150	1,419	1,679
归母净利润 (RMBmn)	252	307	386	479	568
每股收益 (RMB)	1.06	1.26	1.61	2.00	2.37
市盈率 (x)	42.4	28.7	16.1	13.0	11.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得、华兴证券预测

财务分析

图表 1：固生堂-2024 年财务数据摘要（百万元）

百万元	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异%
营业收入	3,022	2,323	30%	3,072	-2%
销售及分销费用	369	281	31%	372	-1%
行政开支	185	155	19%	205	-10%
毛利	909	700	30%	927	-2%
归母净利润	307	252	22%	359	-15%
EPS（元）	1.26	1.06	19%	1.50	-16%
毛利率	30.1%	30.1%	-0.04ppts	30.2%	-0.09ppts
销售费用率	12.2%	12.1%	0.09ppts	12.1%	0.09ppts
行政费用率	6.1%	6.7%	-0.55ppts	6.7%	-0.55ppts
归母净利率	10.2%	10.9%	-0.70ppts	11.7%	-1.53ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

盈利预测

根据 2024 年公司财报，我们略微下调了 2025E/26E 年医疗服务收入与药品销售收入预测，进而下调了 2025E/26E 年营业收入预测。根据 2024 年业绩会，公司不断推进数字化布局与 AI 技术融合公司业务，数字化转型前期将带来一定的投入成本；同时，公司线下机构快速扩张和新加坡市场的开拓也将带来公司各项运营费用的上升。综合考虑到以上因素，我们下调了 2025-26 年归母净利润预测至 3.86 亿元/ 4.79 亿元，同比下调 19%/ 24%。

我们新增了 2027 年预测。

图表 2：固生堂 - 2025-27 年预测更新

百万元	最新			之前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	3819	4715	5580	4060	5329	N.A.	-6%	-12%	N.A.
毛利	1150	1419	1679	1228	1611	N.A.	-6%	-12%	N.A.
销售费用	466	575	681	492	645	N.A.	-5%	-11%	N.A.
行政开支	248	306	363	270	355	N.A.	-8%	-14%	N.A.
归母净利润	386	479	568	479	630	N.A.	-19%	-24%	N.A.
每股盈利	1.61	2.00	2.37	2.00	2.62	N.A.	-19%	-24%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

图表 3：固生堂-2025-27 年分部收入预测更新

百万元	最新			之前		变化			
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
医疗服务	3781	4673	N.A.	4016	5281	N.A.	-6%	-12%	N.A.
药品销售	38	42	N.A.	44	48	N.A.	-13%	-13%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

估值

重申买入评级；下调 DCF 目标价至 61.84 港元（之前为 73.96 港元）

我们使用两阶段 DCF 估值法：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段以 2031 年开始作为永续期。我们的主要 WACC 假设包括：无风险利率 2.7%，股权风险溢价 7.0%，贝塔系数 1.03，债务成本 5%，边际税率为 25%，得出的 WACC 为 9.3%，终值增长率为 3.0%。

我们 DCF 目标价为 61.84 港元，对应 2025 年 P/E 比率为 35x。对应 2025 年 4 月 7 日的收盘价 28.55 港元，我们的最新目标价蕴含 117% 的上行空间。随着公司业务转型逐渐落地，公司的收入有望重新开始进入增长通道，叠加公司盈利能力的改善，我们看好公司未来的发展前景，给予买入评级。

图表 4：固生堂 - DCF 模型估值

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	-242	-518	199	284	363	458	567	672	816	944	1,092
财务费用	-34	-28	-18	-26	-18	-10	-10	-10	-10	-10	-10
EBIT	-275	-546	181	259	346	448	557	663	806	935	1,082
EBIT*(1-t)	-262	-558	196	290	402	519	645	766	932	1,081	1,251
固定资产折旧	64	90	104	111	119	125	130	148	170	197	229
无形资产摊销	1	4	4	5	2	2	2	2	2	2	2
营运资本变动	128	138	231	-208	-115	216	46	44	39	28	30
资本开支	-60	-186	-147	-271	-239	-239	-339	-399	-471	-557	-661
自由现金流	-128	-511	388	-74	169	622	483	562	672	750	850
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						622	442	470	515	526	545

估值简介 (百万元)	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	3,121
永续现金流现值	8,924
企业价值	12,045
(-) 净负债	-1,865
(-) 少数股东权益	0
股权价值	13,910
总股本 (百万)	247
目标价 (港币)	HK\$61.84
最新收盘价	HK\$28.55
上行/下行空间 %	117%
2025E EPS (RMB)	1.61
目标价对应 P/E	35

WACC 计算	
无风险利率	2.7%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.03
权益成本	9.9%
债务成本	5.0%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.8%
债务/总资本比例	10.0%
WACC	9.3%
永续增长率	3.0%
RMB/HK\$ 汇率	0.91

目标价 (人民币)	敏感性分析对应永续增长率和 WACC				
	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%	11.3%
2.0%	74.07	63.63	56.07	50.34	45.85
2.5%	79.69	67.40	58.74	52.32	47.36
3.0%	86.63	71.89	61.84	54.57	49.05
3.5%	95.39	77.31	65.48	57.15	50.96
4.0%	106.81	83.99	69.80	60.14	53.13

备注：2025 年 4 月 7 日收盘价，港币：人民币汇率 0.91

资料来源：万得、华兴证券预测

图表 1：固生堂-行业可比公司估值比较

公司	代码	收盘价	市值	EPS (元)			P/E (倍)		
				2025/4/7	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E	2026E
海吉亚医疗*	6078.HK	HK\$12.48	7,719	1.48	1.86	2.38	8	6	5
锦欣生殖*	1951.HK	HK\$2.79	7,694	0.15	0.18	0.22	17	14	11
爱尔眼科	300015.CH	RMB12.20	113,790	0.40	0.46	0.52	31	27	23
华夏眼科	301267.CH	RMB17.96	15,086	0.67	0.79	0.92	27	23	20
通策医疗	600763.CH	RMB41.40	18,518	1.21	1.38	1.58	34	30	26
普瑞眼科	301239.CH	RMB38.78	5,802	0.17	0.94	1.42	229	41	27
平均值							67	27	22
固生堂*	2273.HK	HK\$28.55	6,855	1.26	1.61	2.00	21	16	13

注：非覆盖公司的销售额预测值采取万得的一致性预期。覆盖公司 (*) 的销售额预测采取华兴证券预测值。假设港币兑人民币的汇率为 0.91。在香港上市的股票价格截至 2025 年 4 月 7 日。

资料来源：万得、华兴证券预测

风险提示

- **中医药人才流失：**青年医师培养周期长，中医人才资源紧张。与西医相比，中医药从业人员的薪酬和福利待遇普遍较低，尤其是在基层医疗机构，导致许多中医药人才流向其他医疗领域或行业。
- **行业竞争加剧：**随着中医药市场的不断扩大，越来越多的企业进入该领域，市场竞争日益激烈。企业之间在产品质量、价格、品牌、渠道等方面展开竞争，导致市场份额被分割，企业盈利空间受到挤压。
- **政策不确定性：**中医药服务领域与国家中医药政策紧密相连，政策的任何调整都可能引发行业内的连锁反应。例如医保控费、药品集采等政策的实施，可能会导致部分中成药利润被压缩，企业面临更大的成本控制压力。
- **中药原材料价格波动，供应链中断：**中药材多为天然资源，受气候、自然灾害、种植周期等因素影响，价格波动剧烈。例如，气候变化可能导致某些中药材产量下降，从而引起价格上涨；而种植面积扩大、产量增加又可能导致价格下跌。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务	2,988	3,781	4,673	5,534
药品销售	35	38	42	46
营业收入	3,022	3,819	4,715	5,580
营业成本	(2,113)	(2,670)	(3,296)	(3,901)
毛利润	909	1,150	1,419	1,679
管理及销售费用	(553)	(714)	(882)	(1,043)
其中: 研发支出	0	0	0	0
其中: 市场营销支出	(369)	(466)	(575)	(681)
其中: 管理支出	(185)	(248)	(306)	(363)
息税前利润	346	448	557	663
息税折旧及摊销前利润	467	575	689	813
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(18)	(10)	(10)	(10)
税前利润	363	458	567	672
所得税	(56)	(71)	(88)	(104)
净利润	307	386	479	568
基本每股收益 (RMB)	1.26	1.61	2.00	2.37

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,813	2,753	3,209	3,703
货币资金	1,116	1,882	2,206	2,579
应收账款	269	198	244	289
存货	179	180	222	263
其他流动资产	247	494	537	573
非流动资产	1,844	1,643	1,856	2,113
固定资产	142	82	83	82
无形资产	22	29	34	40
商誉	1,133	1,117	1,267	1,447
其他	483	351	409	480
资产	3,656	4,396	5,065	5,817
流动负债	763	960	1,150	1,334
短期借款	8	16	16	16
预收账款	0	0	0	0
应付账款	623	811	1,001	1,185
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	517	517	517	517
负债	1,280	1,477	1,667	1,851
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2,376	2,920	3,398	3,966
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	3,656	4,396	5,065	5,817

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	307	386	479	568
折旧摊销	121	127	132	150
利息 (收入) / 支出	18	10	10	10
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	2	3	4	5
营运资本变动	(115)	216	46	44
经营活动产生的现金流量	333	742	670	777
资本支出	(239)	(239)	(339)	(399)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	1	2	3	4
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(238)	(237)	(336)	(395)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(10)	(10)	(10)	(10)
筹资活动产生的现金流量	(10)	(10)	(10)	(10)
现金及现金等价物净增加额	85	496	324	372
自由现金流	169	622	483	562

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业面积 (平米)	90,000	103,500	119,025	136,879
年问诊量 (千次)	5,411	6,710	8,186	9,577
就诊次均消费 (元)	559	569	576	583

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	30.1	26.4	23.5	18.3
毛利润	29.9	26.4	23.4	18.3
息税折旧及摊销前利润	24.7	23.2	19.8	18.0
净利润	21.6	25.9	23.9	18.6
稀释每股调整收益	18.9	27.9	23.9	18.6
盈利率 (%)				
毛利率	30.1	30.1	30.1	30.1
息税折旧摊销前利润率	15.4	15.1	14.6	14.6
息税前利润率	11.4	11.7	11.8	11.9
净利率	10.2	10.1	10.2	10.2
净资产收益率	12.9	13.2	14.1	14.3
总资产收益率	8.4	8.8	9.4	9.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.4	2.9	2.8	2.8
速动比率	2.1	2.7	2.6	2.6
估值比率 (x)				
市盈率	28.7	16.1	13.0	11.0
市净率	3.7	2.1	1.8	1.6
市销率	2.1	1.7	1.4	1.2

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。