

固生堂（02273.HK）

业绩稳健增长，线下门店布局加速

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2323	3022	3805	4780	5979
增长率 yoy（%）	43.0	30.1	25.9	25.6	25.1
归母净利润（百万元）	252.2	306.8	430.9	549.4	698.9
增长率 yoy（%）	37.6	21.6	40.5	27.5	27.2
经调整净利润（百万元）	304.7	400.4	480.9	589.4	728.9
增长率 yoy（%）	53.6	31.4	20.1	22.6	23.7
ROE（%）	10.9	12.9	15.4	16.4	17.2
EPS 最新摊薄（元）	1.05	1.28	1.79	2.29	2.91
P/E（倍）	25.2	20.7	14.7	11.6	9.1
P/E（经调整，倍）	20.8	15.9	13.2	10.8	8.7
P/B（倍）	2.8	2.7	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：固生堂发布 2024 年度业绩公告，2024 年，公司实现营业收入 30.22 亿元，同比增长 30.1%；归母净利润 3.07 亿元，同比增长 21.4%；经调整净利润 4.00 亿元，同比增长 31.4%。

公司业绩稳健增长，符合市场预期。根据公司 2024 年度业绩公告，2024 年，公司实现营收 30.22 亿元，同比增长 30.1%；其中，线下医疗机构收入 27.40 亿元，同比增长 34.5%；线上医疗健康平台收入 2.82 亿元，同比下滑 1.5%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 21.4%；实现经调整净利润（剔除以权益结算以股份为基础的付款）4.00 亿元，同比增长 31.4%；根据公司推介材料，若考不考虑汇兑损益 690 万元，实现经调整净利润 4.07 亿元，同比增长 39.8%。

加速布局线下医疗机构。根据公司推介材料，2024 年，公司共新增门诊连锁 21 家（其中，17 家来源于并购，4 家来源于自建），新进驻新加坡、长沙、常熟、徐州、江阴 5 个新城市。截至 2024 年底，公司在北京、上海、广州等国内 20 个城市及新加坡共运营 79 家线下医疗机构。根据固生堂投资者关系，2025 年 Q1，公司共有 5 家新门店开业，公司将继续深耕重点城市，2025 年在国内规划新增 15-20 家分院加密现有城市门店，并新进 2-3 个城市。

医师资源持续扩大，自有医生体系愈加完善。根据公司推介材料，2024 年，公司医生数量达 40,242 人，同比增加 3,018 人；其中，线下医生数量达 6,052 人，同比增加 1,211 人；线下具有高级职称的医生人数达 2,856 人，同比增加 502 人。根据固生堂主微信公众号及公司推荐材料，公司坚持为中医专家成立工作室，现已设立超 100 个名医工作室（2024 年新增 42 个），将中医院校的优质临床硕博毕业生邀请到基层，并纳入国医大师工作室，通过工作室模式传承中医经验。自有医生方面，2024 年，公司自有医生人数达 782 人，同比增加 240 人。

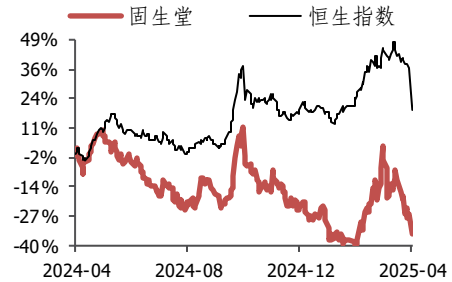
诊疗人次持续提升，客户粘性不断增强。根据公司 2024 年度业绩公告及公司推荐材料，新客户人数方面，2024 年新客户人数达 88.9 万，同比增长

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 7 日收盘价（港元）	28.550
总市值（百万港元）	6,854.73
流通市值（百万港元）	6,790.01
总股本（百万股）	240.10
流通股本（百万股）	237.83
近 3 月日均成交额（百万港元）	135.77

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 蔡航

执业证书编号：S1070522050002

邮箱：caihang@cgws.com

相关研究

- 1、《持续加码 AI，开创中医医疗服务“智”高点》2025-03-10
- 2、《内生+外延促业绩增长，六大战略方向支撑高质量发展》2024-10-31
- 3、《与美团医疗达成战略合作，进一步提升中医服务数字化》2024-09-12

10.58%; 客户就诊人次方面，2024 年客户就诊人次达 541.1 万，同比增长 25.93%; 会员就诊人次方面，会员就诊人次达 213.1 万，同比增长 35.91%; 客户回头率方面，2024 年客户回头率达 85.4%，同比下降 0.2pct; 会员收入及占比方面，2024 年会员收入达 12.69 亿元，同比增长 32%，占总收入比达 42.0%。

加速院内制剂向创新中成药转化，使名医名方得以传承，推动治疗产品化。

公司在上市之初，就积极推进临床验方到院内制剂、再到中成药的传承路径，将名医名方固化下来，让名方代代相传。根据公司推介材料，2024 年-2025 年 2 月，公司新增备案院内制剂 6 个（岗桔清咽颗粒、香桃颗粒、参芪固本膏、健脾益气散结颗粒、引血归经膏、乌梅桂花合剂），累计已完成 13 个院内制剂备案。根据固生堂投资者关系公众号，公司现拥有名医专家协定方超 500 个，研发空间大。未来，公司计划每年研发出 10 个院内制剂，让更多消费者体验到优秀的中医治疗产品。我们认为，随着公司中药院内制剂战略的不断推进，未来有望增强公司盈利能力。

投资建议：公司是国内中医医疗健康服务龙头企业，随着公司“内生+外延”持续拓展业务版图，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 38.05 亿元、47.80 亿元、59.79 亿元，归母净利润 4.31 亿元、5.49 亿元、6.99 亿元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 14.7X、11.6X、9.1X，维持“买入”评级。

风险提示：核心医师流失风险，医药行业政策不及预期，并购整合不及预期，自建门店不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,838	1,813	2,683	3,607	4,745
现金	1,314	1,136	1,869	2,588	3,474
应收票据及应收账款	180	269	281	353	442
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	128	195	258	324	405
存货	153	179	240	301	375
其他流动资产	63	32	35	42	49
非流动资产	1,542	1,844	1,753	1,662	1,571
长期股权投资	31	40	40	40	40
固定资产	110	142	120	98	75
无形资产	359	411	343	274	206
其他非流动资产	1,043	1,250	1,250	1,250	1,250
资产总计	3,379	3,656	4,436	5,269	6,316
流动负债	708	763	1,111	1,394	1,741
短期借款	16	8	0	0	0
应付票据及应付账款	287	308	413	517	644
其他流动负债	405	448	699	877	1,097
非流动负债	365	517	517	517	517
长期借款	0	92	92	92	92
其他非流动负债	365	424	424	424	424
负债合计	1,073	1,280	1,628	1,910	2,257
股本	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16
归属母公司股东权益	2,305	2,376	2,807	3,356	4,055
负债和股东权益	3,379	3,656	4,436	5,269	6,316

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	410	0	703	678	843
净利润	253	307	432	550	700
折旧摊销	120	0	91	91	91
财务费用	26	18	-1	-3	-6
其他经营现金流	11	-325	181	41	58
投资活动现金流	-264	0	37	37	37
资本支出	-3	-59	0	0	0
其他投资现金流	-261	59	37	37	37
筹资活动现金流	158	0	-7	3	6
短期借款	-2	-9	-8	0	0
长期借款	-53	92	0	0	0
其他筹资现金流	212	-84	1	3	6
现金净增加额	304	0	733	719	887

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,805	4,780	5,979
营业成本	1,623	2,113	2,644	3,310	4,126
营业税金及附加	9	19	21	24	27
销售费用	281	369	460	576	718
管理费用	155	185	213	265	329
财务费用	26	18	-1	-3	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	229	319	467	608	786
其他非经营损益	55	44	44	44	44
利润总额	284	363	511	652	831
所得税	31	56	79	102	130
净利润	253	307	432	550	700
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	252	307	431	549	699
EBITDA	430	381	601	740	915
EPS (元/股)	1.05	1.28	1.79	2.29	2.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	43.0	30.1	25.9	25.6	25.1
营业利润 (%)	37.8	21.4	40.5	27.5	27.2
获利能力					
毛利率 (%)	30.1	30.1	30.5	30.8	31.0
净利率 (%)	10.9	10.2	11.3	11.5	11.7
ROE (%)	10.9	12.9	15.4	16.4	17.2
ROIC (%)	25.4	24.6	25.1	38.5	53.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.8	35.0	36.7	36.3	35.7
净负债比率 (%)	-56.3	-43.6	-63.3	-74.3	-83.3
流动比率	2.6	2.4	2.4	2.6	2.7
速动比率	2.3	2.1	2.2	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	12.9	11.2	13.5	13.5	13.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.1	1.3	1.8	2.3	2.9
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.7	0.0	2.9	2.8	3.5
每股净资产 (最新摊薄)	9.6	9.9	11.7	14.0	16.9
估值比率					
P/E	25.2	20.7	14.7	11.6	9.1
P/B	2.8	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	-2.7	-2.1	41.5	68.6	83.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686