

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

固生堂 (2273. HK)

# 高速成长的中医服务连锁，AI 深度布局 值得期待

2025 年 04 月 13 日

唐爱金 医药首席分析师

执业编号：S1500523080002

邮箱：tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号：S1500524120003

邮箱：hexin1@cindasc.com

**事件：**2025 年 3 月 31 日，公司发布 2024 年全年业绩公告。2024 年公司实现营业收入 30.22 亿元，同比增长 30.1%；2024 年公司实现毛利润 9.09 亿元，同比增长 29.9%；2024 年公司实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 21.6%；2024 年公司实现经调整归母净利润 4.00 亿元，同比增长 31.4%。

**点评：**

➤ **主营业务保持高速增长，线下医疗机构贡献业绩弹性。**

1) 从业务类型来看：2024 年医疗健康解决方案实现营业收入 29.88 亿元，同比增长 30.6%；2024 年销售医疗健康产品实现营业收入 0.35 亿元，同比略降 4.2%。

2) 从渠道划分来看：2024 年线下医疗机构实现营业收入 27.40 亿元，同比增长 34.5%；2024 年线上医疗健康平台实现营业收入 2.82 亿元，同比略降 1.5%。

3) 从区域分布来看：2024 年中国内地实现营业收入 30.19 亿元，同比增长 30.0%；2024 年新加坡实现营业收入 31 万元，完成海外布局第一站。

4) 从量价关系来看：2024 年完成门诊人次达 541.10 万人次，同比增长 25.9%；2024 年就诊次均消费金额为 559 元，同比 2023 年的 541 元略增 3.3%。

我们认为，2024 年公司主营业务医疗健康解决方案保持 30% 以上高速增长，其中线下医疗机构贡献较大业绩弹性，新加坡成为公司海外布局第一站，2024 年实现零突破，从量价关系来看，以门诊人次增长为主，客单价保持相对稳定，公司整体增长驱动稳健可持续。

➤ **医生粘性和患者粘性是公司核心竞争力。**

1) 从医生粘性来看：2024 年公司新增医联体合作单位 8 家，累计合作单位达 28 家；2024 年公司合作医生数量达 40,242 人，新增 3,018 人；2024 年公司线下合作医生达 6,052 人，其中高级职称医生增加 502 人，占比 47%；公司自有医生团队近 800 人，其中 43 名实现职称晋升（5 名晋升副主任医师）。

2) 从患者粘性来看：公司回头率从 2023 年的 65.16% 提升至 2024 年的 67.09%，人均年就诊次数从 2023 年的 3.58 次增至 2024 年的 3.90 次。公司会员体系不断完善，2024 年公司会员收入达到 12.69 亿元，同比增长 32%；会员就诊人次达到 213.1 万人次，同比增长 36%；会员消费人数达到 45.95 万人，同比增长 26%。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

我们认为，医生粘性和患者粘性是公司核心竞争力。医生端，公司通过医联体合作高举高打，合作医生团队不断壮大，自有医生实现突破；患者端，公司通过会员体系建设深度绑定用户，消费粘性显著增强。

➤ **“自建+并购”快速扩张，具备中长期成长能力。**

2024 年公司持续推进“同城加密+新城拓展+海外布局”战略，全年新增分院 21 家，其中自建分院 4 家（上海普陀分院、温州南方大厦分院、无锡上马墩分院、苏州吴江分院），并购宁波固元堂、杭州永春堂、上海尚善堂等 17 家分院，成功开拓新加坡、长沙、常熟、徐州、江阴等国内外 5 座城市，总机构数增至 79 家，服务网络遍及全国并辐射东南亚。展望 2025 年，公司计划新增 15-20 家分院，对现有城市门店加密并新进 2-3 个城市。2025 年 Q1 已经收官，公司再次实现快速扩张，上海菁北分院、广州花城东街卫生服务中心、中山东区分院以及苏州阊门分院共 4 家自建分院正式开业，成都大源分院试运营；同时公司 3 月分别与武汉未来中医医院有限公司、常熟广仁医院有限公司、北京昌平博华京康中医医院有限公司、无锡同康中医医院有限公司等 4 家医疗机构的股东订立股权转让协议。我们认为，公司坚持“自建+并购”双轮驱动的扩张方式，医疗机构数量快速增加，具备中长期成长能力。

➤ **积极拥抱 AI 变革，深度布局值得期待。**

公司通过自主研发和与顶尖科技企业合作，结合大数据和使用场景优势，构建了涵盖智能诊断、健康管理、远程医疗等多个领域的 AI 医疗生态系统。从短期看，AI 技术可以辅助基层医生、青年医生快速掌握名医思路，缩短临床经验积累周期，缓解优质医疗资源稀缺问题。从长远看，医生数字分身可以实现名医名家经验和能力的 AI 数字传承。我们认为，我国医疗资源长期存在分布不均衡的问题，公司深度布局 AI 医疗，有望将优质医疗资源惠及基层市场，解决老百姓就医的痛点。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 37.90 亿元、46.92 亿元、57.26 亿元，归母净利润分别为 4.21 亿元、5.26 亿元、6.47 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.76 元、2.19 元、2.69 元，对应 PE 估值分别为 16.42 倍、13.16 倍、10.70 倍。

➤ **风险因素：**医疗机构扩张不及预期；医保政策变动风险；中药饮片集采降价风险；AI 布局不及预期。

| 重要财务指标        | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)    | 3022  | 3790  | 4692  | 5726  |
| 增长率 YoY %     | 30%   | 25%   | 24%   | 22%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 307   | 421   | 526   | 647   |
| 增长率 YoY%      | 22%   | 37%   | 25%   | 23%   |
| 毛利率%          | 30.1% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 净资产收益率ROE%    | 12.9% | 15.1% | 15.8% | 16.3% |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.26  | 1.76  | 2.19  | 2.69  |
| 市盈率 P/E(倍)    | 25.23 | 16.42 | 13.16 | 10.70 |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>流动资产</b>    | 1,813 | 2,363  | 3,057 | 3,910 |  |
| 货币资金           | 1,116 | 1,498  | 1,994 | 2,620 |  |
| 应收票据           |       |        |       |       |  |
| 应收账款           | 269   | 338    | 418   | 510   |  |
| 预付账款           |       |        |       |       |  |
| 存货             | 179   | 225    | 279   | 341   |  |
| 其他             | 247   | 302    | 366   | 439   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 1,844 | 1,907  | 1,965 | 2,019 |  |
| 长期股权投资         |       |        |       |       |  |
| 固定资产           | 142   | 156    | 169   | 181   |  |
| 无形资产           | 1,544 | 1,593  | 1,638 | 1,680 |  |
| 其他             | 158   | 158    | 158   | 158   |  |
| <b>资产总计</b>    | 3,656 | 4,271  | 5,023 | 5,929 |  |
| <b>流动负债</b>    | 763   | 956    | 1,181 | 1,440 |  |
| 短期借款           | 8     | 8      | 8     | 8     |  |
| 应付票据           | 308   | 386    | 478   | 584   |  |
| 应付账款           |       |        |       |       |  |
| 其他             | 448   | 562    | 695   | 848   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 517   | 517    | 517   | 517   |  |
| 长期借款           | 92    | 92     | 92    | 92    |  |
| 其他             | 424   | 424    | 424   | 424   |  |
| <b>负债合计</b>    | 1,280 | 1,472  | 1,698 | 1,956 |  |
| 少数股东权益         | 0     | 1      | 2     | 2     |  |
| 归属母公司股东权益      | 2,376 | 2,797  | 3,323 | 3,970 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,656 | 4,271  | 5,023 | 5,929 |  |

| 重要财务指标      |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度        | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| 营业总收入       | 3,022 | 3,790  | 4,692 | 5,726 |  |
| 同比 (%)      | 30%   | 25%    | 24%   | 22%   |  |
| 归属母公司净利润    | 307   | 421    | 526   | 647   |  |
| 同比 (%)      | 22%   | 37%    | 25%   | 23%   |  |
| 毛利率 (%)     | 30.1% | 30.0%  | 30.0% | 30.0% |  |
| ROE%        | 12.9% | 15.1%  | 15.8% | 16.3% |  |
| EPS (摊薄)(元) | 1.26  | 1.76   | 2.19  | 2.69  |  |
| P/E         | 25.23 | 16.42  | 13.16 | 10.70 |  |
| P/B         | 3.26  | 2.47   | 2.08  | 1.74  |  |
| EV/EBITDA   | 13.44 | 8.61   | 6.57  | 4.86  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>营业总收入</b>    | 3,022 | 3,790  | 4,692 | 5,726 |  |
| 营业成本            | 2,113 | 2,653  | 3,284 | 4,008 |  |
| 营业税金及附加         |       |        |       |       |  |
| 销售费用            | 369   | 455    | 563   | 687   |  |
| 管理费用            | 185   | 220    | 272   | 332   |  |
| 研发费用            |       |        |       |       |  |
| 财务费用            | 18    | -4     | -10   | -17   |  |
| 减值损失合计          |       |        |       |       |  |
| 投资净收益           |       |        |       |       |  |
| 其他              |       |        |       |       |  |
| <b>营业利润</b>     | 363   | 499    | 623   | 766   |  |
| 营业外收支           |       |        |       |       |  |
| <b>利润总额</b>     | 363   | 499    | 623   | 766   |  |
| 所得税             | 56    | 77     | 96    | 118   |  |
| <b>净利润</b>      | 307   | 422    | 527   | 647   |  |
| 少数股东损益          | 0     | 1      | 1     | 1     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 307   | 421    | 526   | 647   |  |
| EBITDA          | 501   | 642    | 765   | 905   |  |
| EPS (当年)(元)     | 1.26  | 1.76   | 2.19  | 2.69  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 397   | 549    | 649   | 763   |  |
| 净利润            | 307   | 421    | 526   | 647   |  |
| 折旧摊销           | 120   | 146    | 152   | 157   |  |
| 财务费用           |       |        |       |       |  |
| 投资损失           |       |        |       |       |  |
| 营运资金变动         | -30   | -20    | -29   | -41   |  |
| 其它             |       |        |       |       |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -350  | -154   | -140  | -125  |  |
| 资本支出           | -200  | -210   | -210  | -210  |  |
| 长期投资           |       |        |       |       |  |
| 其他             | -150  | 56     | 70    | 85    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -232  | -13    | -13   | -13   |  |
| 吸收投资           |       |        |       |       |  |
| 借款             | -100  | 0      | 0     | 0     |  |
| 支付利息或股息        | -80   | -13    | -13   | -13   |  |
| <b>现金流净增加额</b> | -185  | 382    | 496   | 626   |  |

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**贺鑫**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。