

固生堂(02273)

报告日期: 2025年04月16日

业绩同增 30% 稳健兑现, AI 赋能长期发展

——固生堂 2024 年年报点评报告

投资要点

- 事件: 24 年业绩稳健兑现符合预期, 收入及经调利润同增 30%+。**
24 年: 收入/年内溢利/经调整溢利 30.2/3.1/4.0 亿, 同比+30%/21%/31%。调整项为股权激励摊销费用 (0.93 亿)。
24H2: 收入/年内溢利/经调整溢利 16.6/2.0/2.5 亿, 同比+24%/25%/24%。调整项主要为股权激励摊销费用 (0.53 亿)。
持续推进分红+回购, 彰显发展信心。 ①公司 24 年末期每股派息 0.41 港元, 加上 24 年中期分红, 全年分红 1.19 亿人民币, 占账面利润 38.7%。②25 年以来截至 4 月 8 日, 公司已实施 5 次回购, 斥资逾 3000 万港币, 回购 106.26 万股, 并于 3 月 7 日完成 361.27 万股回购股份的注销程序。
- 收入拆分: 24 年线下收入同增 35%, 线上有所调整。**
24 年: 线下/线上 27.4/2.8 亿, 同比+35%/-2%; 收入占比 91%/9%。
24H2: 线下/线上 15.1/1.5 亿, 同比+28%/-6%。
- 盈利能力: 毛利率稳定, 经调净利率略有提升。**
24 年: 毛利率/经调净利率 30.1%/13.2%, 同比持平/+0.1pp。销售/管理费率同比 +0.1pp/-0.5pp。
24H2: 毛利率/经调净利率 30.7%/15.2%, 同比-0.5pp/+0.1pp。销售/管理费率同比 +0.5pp/-1.9pp。
- 24 年诊疗人次同增 26%, 次均消费同增 3%; 24Q4 单季度诊疗人次同增 18%。**
24 年全年: 1) 用户数: 新客户/就诊人次分别为 88.9/541.1 万, 同增 11%/26%; 其中会员就诊人次占比 39%, 同增 3pp, 24 年有过消费的会员人次同增 26%; 2) 客户回头率 67.1%, 同增 2pp; 其中会员回头率 85.4%, 同比下降 0.2pp; 3) 次均消费 559 元, 同增 3%。
24 年分季度: 24Q1/Q2/Q3/Q4 诊疗人次分别为 107/131/148.5/154 万, 同增 42%/25%/25%/18%。
- 全国加密扩张与出海同步推进, 保持较快拓店节奏。**
24 年: 固生堂在国内机构数量达 78 家 (23 年末为 56 家), 国内新覆盖 4 个城市, 其中自建 4 家 (位于上海、苏州、温州、无锡), 其余为收购 (位于江苏、浙江、北京、上海、湖南)。此外, 公司海外收购 1 家 (宝中堂新加坡)
预计 25 年全年保持较快拓店节奏。 25Q1 公司已新增 5 家门店, 其中 4 家自建分院正式开业 (上海、广州、中山、苏州), 1 家成都分院试运营。此外, 公司在 3 月分别与位于武汉、常熟、北京、无锡等 4 家医疗机构的股东订立股权转让协议, 强化区域布局。公司计划在 25 年新增 15-20 家分院加密现有城市门店, 并新进 2-3 个城市。
- 我们认为, 公司以优质医疗资源为核心驱动, 名医体系建设领先, 持续看好公司成长性。** 公司已合作 8 名国医大师, 副高及以上医生超 1.5 万人, 与广州中医药大学、上海中医药大学、广安门医院等 20 多家大学、三甲中医院达成战略合作或医联体合作。24 年新增 42 个由国医大师、全国名中医牵头成立的名医传承工作室, 自有医生数量也提升至 782 名 (较 23 年末增加 240 人)。
内生增长: 加强自费服务体系, 优化收入结构。 ①对于北上广等强医学城市, 公司将由医保支付优先转向医生供给优先。②加码自费服务体系, 优化收入结构, 24 年至 25 年 2 月公司新增 6 款院内制剂获得药监局备案, 累计备案数达 13 个, 我们预计 25 年有望看到院内制剂明显放量。③省会城市规模化发展。如长沙、武汉、成都、重庆等, 将进一步深入部署团队, 强化业务布局。
外延拓展: 抓住机遇加码规模化收购, 持续推进出海。 稳推规模性并购, 预计每年新进 2-3 个城市。此外在中医出海方面, 公司已收购新加坡宝中堂试水, 未

投资评级: 买入(维持)

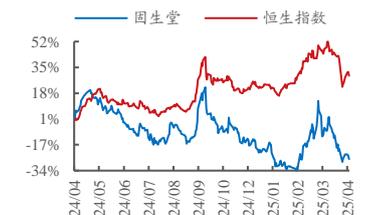
分析师: 王长龙
执业证书号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 周明蕊
执业证书号: S1230523060002
zhoumingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$29.35
总市值(百万港元)	6,980.28
总股本(百万股)	237.83

股票走势图



相关报告

- 《中医诊疗龙头, 名医驱动锁定成长确定性》 2025.02.17
- 《就诊人次同增 25%, 收入结构优化+并购持续推进》 2024.11.01
- 《经调净利同增 45%靓丽兑现, 供给驱动锁定成长性》 2024.08.22

来计划组建体系化高管团队，在新加坡开设规模性门诊，计划在新加坡设立中药海外国际总部。

AI 驱动：全面拥抱“中医诊疗+AI”，迈向发展新阶段。消费医疗 AI 竞赛中，核心竞争力为各自垂直领域的高质量数据。固生堂每年新增数百万条就诊数据，且自 2019 年就积极、深入布局数字化和 AI，致力于将名老中医的诊疗经验数字化。公司通过 AI 打造“名医分身”，有望提升诊疗效率，打破新医生培养周期较长的瓶颈。

□ **盈利预测与估值：**中医行业保持高景气，公司积极扩张，整合优质医疗资源，我们持续看好公司成长性。但考虑到公司近年在 AI 领域投入较高，以及股权激励费用影响，我们略下调报表盈利预测。预计 25-27 年公司收入 38.89/49.50/62.17 亿，同增 29%/27%/26%；归母净利 4.24/5.72/7.38 亿，同增 38%/35%/29%。预计 25-27 年经调净利润 4.75/6.08/7.64 亿，同增 19%/28%/26%，对应经调 PE 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**政策变化的风险；合规舆情风险；拓店或新店爬坡不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3022	3889	4950	6217
(+/-) (%)	30.1%	29%	27%	26%
归母净利润	307	424	572	738
(+/-) (%)	21.6%	38%	35%	29%
每股收益(元)	1.26	1.77	2.38	3.07
P/E	24.96	15.43	11.46	8.88
经调净利润	400	475	608	764
(+/-) (%)	31%	19%	28%	26%
经调 P/E	16.86	14.21	11.11	8.84

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,813	2,210	2,717	3,378
现金	1,116	1,408	1,747	2,198
应收账款及票据	269	286	333	399
存货	179	206	252	305
其他	247	310	386	476
非流动资产	1,844	1,876	1,908	1,938
固定资产	142	150	157	164
无形资产	1,544	1,564	1,583	1,602
其他	158	163	168	173
资产总计	3,656	4,086	4,625	5,316
流动负债	763	883	1,009	1,171
短期借款	8	8	8	8
应付账款及票据	308	350	412	492
其他	448	525	589	671
非流动负债	517	537	557	577
长期债务	92	92	92	92
其他	424	444	464	484
负债合计	1,280	1,419	1,566	1,748
普通股股本	0	0	0	0
储备	2,533	2,822	3,214	3,721
归属母公司股东权益	2,376	2,665	3,057	3,565
少数股东权益	0	1	2	4
股东权益合计	2,376	2,666	3,059	3,568
负债和股东权益	3,656	4,086	4,625	5,316

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,022	3,889	4,950	6,217
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,113	2,697	3,431	4,313
销售费用	369	476	612	776
管理费用	185	227	248	276
研发费用	0	0	0	0
财务费用	18	20	19	17
除税前溢利	363	503	677	874
所得税	56	78	105	135
净利润	307	425	573	739
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	307	424	572	738
EBIT	356	488	659	852
EBITDA	356	575	748	941
EPS (元)	1.26	1.77	2.38	3.07

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	30.09%	28.66%	27.30%	25.59%
归属母公司净利润	21.64%	38.33%	34.71%	29.02%

获利能力

毛利率	30.09%	30.64%	30.70%	30.62%
净利率	10.15%	10.91%	11.55%	11.86%
ROE	12.91%	15.92%	18.70%	20.69%
ROIC	12.15%	14.92%	17.64%	19.63%

偿债能力

资产负债率	35.01%	34.74%	33.85%	32.88%
净负债比率	-42.77%	-49.04%	-53.83%	-58.80%
流动比率	2.37	2.50	2.69	2.88
速动比率	2.11	2.24	2.41	2.59

营运能力

总资产周转率	0.86	1.00	1.14	1.25
应收账款周转率	13.45	14.00	16.00	17.00
应付账款周转率	7.11	8.20	9.00	9.54

每股指标(元)

每股收益	1.26	1.77	2.38	3.07
每股经营现金	1.26	2.11	2.49	3.16
每股净资产	9.75	11.10	12.73	14.85

估值比率

P/E	24.96	15.43	11.46	8.88
P/B	3.22	2.46	2.14	1.84
EV/EBITDA	18.65	9.11	6.56	4.73

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-	507	598	758
净利润	-	424	572	738
少数股东权益	-	1	1	1
折旧摊销	-	87	89	90
营运资金变动及其他	-	(5)	(63)	(71)
投资活动现金流	-	(55)	(53)	(50)
资本支出	-	(115)	(115)	(115)
其他投资	-	60	62	65
筹资活动现金流	-	(161)	(206)	(256)
借款增加	-	0	0	0
普通股增加	-	0	0	0
已付股利	-	(161)	(206)	(256)
其他	-	0	0	0
现金净增加额	-	291	339	451

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>