

收入延续较快增长， 全年业绩符合预期

核心观点

整体来看，公司收入端延续较快增长趋势，主要归功于公司线下门店及覆盖区域实现稳步扩张，同时持续加强医师资源储备，线上平台+线下门店医生数量稳步增长，规模效益持续显现，利润端不考虑汇兑损益等非经营项目的影响，同比增长 39.8%，全年业绩符合我们此前预期。展望 25 年，公司将通过：1) AI 技术及 OMO 战略赋能诊疗及经营效率提升；2) 国内及国际化扩张进一步提升品牌渗透力；3) 数智驱动中药院内制剂转化升级。目前公司估值处于历史较低水平，我们看好公司业绩保持快速增长趋势，有望逐步实现价值重估，维持“买入”评级。

事件

公司发布 2024 年年度报告

3 月 31 日晚，公司发布 2024 年年度报告，全年实现营业收入 30.2 亿元，同比增长 30.1%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 21.6%；实现经调整后净利润 4.0 亿元，同比增长 31.4%，业绩符合我们此前预期。

简评

收入延续高速增长，全年业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,323	3,022	3,810	4,810	6,124
YoY(%)	43.0	30.1	26.0	26.3	27.3
净利润(百万元)	252	307	418	538	693
YoY(%)	37.6	21.6	36.3	28.7	28.9
毛利率(%)	30.1	30.1	30.0	30.1	30.1
净利率(%)	10.9	10.2	11.0	11.2	11.3
ROE(%)	10.9	12.9	15.0	16.1	17.2
EPS(摊薄/元)	1.05	1.28	1.74	2.24	2.89
P/E(倍)	27.2	22.4	16.4	12.8	9.9
P/B(倍)	3.0	2.9	2.5	2.1	1.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

固生堂 (2273. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070007

发布日期：2025 年 04 月 18 日

当前股价：30.45 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-19.23/-8.53	8.36/-1.23	-23.78/-55.45

12 月最高/最低价 (港元) 48.50/26.25

总股本 (万股) 24,009.58

流通 H 股 (万股) 24,009.58

总市值 (亿港元) 74.21

流通市值 (亿港元) 74.21

近 3 月日均成交量 (万) 400.17

主要股东

Action Thrive Group Limited 11.98%

股价表现



整体来看，24年全年公司收入30.2亿元，同比增长30.1%，在线下医疗机构快速恢复带动下实现较快增长；实现归母净利润3.1亿元，同比增长21.6%，实现经调整后净利润4.0亿元，同比增长31.4%，如剔除汇兑损益等非经营项目的影响，经调整后利润同比增长39.8%，主业利润端实现较快增长，主要归功于：1）公司持续致力于提供全面及优质的中医医疗健康服务，品牌获得广泛认可，线下医疗机构客户就诊次数稳步增长；2）公司线下门店及覆盖区域实现稳步扩张，同时持续加强医师资源储备，线上平台+线下门店医生数量稳步增长，规模效益持续显现。

线下延续快速增长，经营趋势持续向好

24年分板块来看：1）**线下医疗机构**：实现营业收入27.40亿元，同比增长34.5%，占主营收入为90.7%，其中客户就诊人次实现同比增长25.9%，回头率同比增加1.9pp，客单价基本保持稳中有升，人均年就诊次数与人均年消费金额稳步提升，经营趋势持续向好，叠加公司全国扩张计划稳步推进，推动公司线下医疗机构全年保持较好增长趋势。

2）**线上医疗健康平台**：实现营业收入2.82亿，同比下滑1.5%，占主营收入为9.3%，线上业务基本保持平稳，公司积极布局数字化和AI领域，未来将持续通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，通过推出四诊仪等智能硬件设备提升远程中医医疗服务中辅助诊疗能力，实现更广泛的客户群体覆盖。

AI赋能中医诊疗，推动服务标准化和智能化

自成立以来，公司积极布局数字化和AI领域，致力于将名老中医的诊疗经验全面数字化，对公司积累的高质量中医数据进行系统归纳总结。23年7月，公司与百度达成战略合作，共同开展中医药大模型及AI智能装备研发，旨在通过AI辅助诊断系统提升诊疗精准度；23年底，公司与四川大学华西医院中国循证医学中心、百度联合打造“中药大模型临床评价与智能决策平台”，持续推动AI技术与中医药现代化的深度融合。此次正式接入DeepSeek，公司将借助于深度学习算法构建的能力，复制头部专家的诊疗能力、模拟专家思维，实现名医经验的传承与创新，有助于提升优质医疗资源的供给能力。除此之外，AI技术将进一步提升诊疗效率，同时深化中医个性化诊疗的特点，有望显著提升患者的就医体验。

展望25年：扩张方面积极与稳健并存，AI有望带来额外业绩增量

展望25年，公司将不断加强OMO平台资源及固生堂品牌价值优势，积极推进医联体合作及自有医生培养，同时进一步通过AI进行经营赋能，有望推动公司门店经营保持良好经营趋势。在存量门店方面，公司将持续提升老店服务能力及经营质量，推动北上广深等地区渗透率实现进一步提升；在新增门店方面，公司将加快全国扩张脚步，以现有城市加密为主，全年预计新进城市2-3个、新增门店10-15家，并计划立足新加坡进一步拓展海外业务。AI方面，从供给侧公司将通过名医AI助手+名医工作室年轻医生的模式，有望实现名医产能倍增；从用户侧公司讲通过会员体系提供AI健康管家服务，增强客户粘性、提升问诊次数及消费水平；供需两侧有望共同带来收入弹性，贡献额外业绩增量。院内制剂方面，公司将持续新增院内制剂，为中药创新药研发奠定基础，截至今年2月已累计完成13个备案，25年预计公司院内制剂销售有望逐步实现放量。

毛利率基本稳定，经营质量健康

2024年，公司综合毛利率为30.09%，同比减少0.04pp，在原材料上涨等外部环境影响下仍然实现了基本保持稳定；公司销售费用率达到了12.20%，同比增加0.09pp，主要由于地区经营部门扩展以配合新的地理区域发展业务；管理费用率达到了6.11%，同比减少0.55pp，控费效果理想。现金储备超过11亿元，公司货币资金充沛。

其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计，公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 38.10 亿元、48.10 亿元和 61.24 亿元，归母净利润分别为 4.18 亿元、5.38 亿元、6.93 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.74 元/股、2.24 元/股和 2.89 元/股，同比增长分别为 36.3%、28.7%、28.9%，对应 PE 分别为 16.4x、12.8x 及 9.9x。目前公司估值处于历史较低水平，我们看好公司业绩保持快速增长趋势，有望逐步实现价值重估，维持“买入”评级。

风险分析

1、政策变化风险：公司的主营业务所属较为新颖的医疗服务范围，必须遵守国家的各项法律法规，若国家政策发生变化，将会对公司日常业务的运营等产生影响进而影响公司整体业绩；2、人才短缺风险：公司提供的医疗问诊服务需要相当大体量的专业医务人员，若该类专业医务人员短缺会对公司业绩造成影响；3、公司门店扩张不达预期风险：公司目前正在推进全国门店扩张计划，若扩张计划受到影响，将会对公司业绩产生影响；4、行业竞争加剧风险：目前中医问诊服务刚刚兴起，日后行内可能会出现更多同类型的医疗服务机构，加剧行业竞争风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk