

固生堂 (02273.HK)

中医连锁服务龙头企业，国际化布局持续推进

2025 年 07 月 22 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

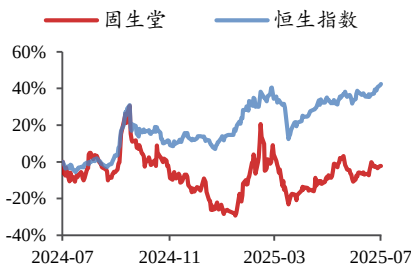
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2025/7/22
当前股价(港元)	35.900
一年最高最低(港元)	48.950/25.500
总市值(亿港元)	84.73
流通市值(亿港元)	84.73
总股本(亿股)	2.36
流通港股(亿股)	2.36
近 3 个月换手率(%)	49.76

股价走势图



数据来源：聚源

● 政策红利叠加需求扩容，中医诊疗市场加速崛起

行业层面，政策端密集释放利好，《中医药振兴发展重大工程实施方案》等多项政策推动中医服务体系升级，叠加老龄化加剧、慢性病高发及人均可支配收入增长，驱动中医诊疗需求持续释放。弗若斯特沙利文预计 2030 年中医医疗服务市场规模将达 2.12 万亿元，2022—2032 年 CAGR 达 10.3%。供给端优质中医师资源稀缺，民营市场高度分散，龙头企业整合空间广阔。公司依托 OMO 模式深度绑定 8 位国医大师及 1,613 名专业医师，2024 年新客户同比增长 10.58%，会员消费力达非会员 2 倍左右，2024 年公司年门诊量达 541.1 万人次，同比增长 25.93%，显著受益行业集中度提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 4.11/5.02/6.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.7/15.3/12.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● OMO+国际化双轮驱动，数字化生态构建核心壁垒

截至 2024 年末，公司通过“自建+并购”实现全国 79 家门店布局，覆盖国内 20 座城市，收购新加坡宝中堂的 100% 股权，并计划 2025 年进军中国香港。OMO 模式整合云 HIS 系统与白露、万家线上平台，实现医师调度智能化，2020—2024 年新客户 CAGR 达 25.21%。AI 诊疗系统、名医 AI 分身赋能基层，辅助医师问诊效率提升，提高患者服务覆盖率。供应链端建立 479 家供应商网络，院内制剂备案突破 12 项，为公司构筑差异化竞争力奠定基础。

● “名医+名方”战略深化，多维增长极打开估值空间

公司构建三级医师梯队，2024 年医师数量较 2022 年增长 62.11%，公司联合近 28 家三甲医院及中医药院校形成战略合作或医联体合作，促进“基层首诊、双向转诊”的分级诊疗模式落地，覆盖地区涵盖 12 座省市。会员体系驱动高粘性消费，会员回头率维持 85% 以上，线下医疗机构与在线平台贡献 95% 新客流量。

● **风险提示：**政策变动导致扩张不及预期风险、医师资源短缺及留任风险、供应链稳定性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,323	3,022	3,773	4,673	5,788
YOY(%)	43.05	29.90	24.82	23.87	23.87
净利润(百万元)	252	307	411	502	640
YOY(%)	37.60	21.64	33.84	22.22	27.45
毛利率(%)	30.13	30.09	30.13	30.16	30.19
净利率(%)	10.89	10.15	10.88	10.74	11.05
ROE(%)	10.94	12.91	14.74	15.26	16.28
EPS(摊薄/元)	1.02	1.26	1.73	2.12	2.70
P/E(倍)	53.7	24.2	18.7	15.3	12.0
P/B(倍)	5.87	3.12	2.75	2.33	1.95

数据来源：聚源、开源证券研究所 截至 2025 年 7 月 21 日，注：汇率选择 1 港元=0.91 人民币

目 录

1、 固生堂：国内中医医疗连锁服务龙头	4
1.1、 股权布局清晰稳健，资深高管掌舵领航.....	5
1.2、 业绩高速增长，盈利能力持续提升.....	6
2、 供需共振，中医医疗服务市场规模较快增长.....	8
2.1、 需求端：人口老龄化与慢性病持续加剧，中医诊疗需求不断释放	9
2.2、 政策端：多项利好政策持续加码，中医医疗服务行业有望持续增长	11
2.3、 供给端：优质中医医师资源稀缺，民营中医诊疗服务市场扩容明显	12
2.4、 中国中医医疗资源正处于供需失衡局面.....	14
2.5、 中医医疗服务行业进入壁垒较高	14
3、 OMO 生态深化融合，国际化布局加速推进	15
3.1、 公司打造相辅相成的线上线下 OMO 服务模式	15
3.2、 内生外延并举，公司迈出国际化第一步.....	15
3.3、 持续加强医联体建设，推动名医 AI 分身落地	17
3.4、 供应链稳定，院内制剂给公司带来新增长点.....	20
3.5、 多渠道获取客户获取，客户留存战略与会员制度促成客户高黏性	21
4、 盈利预测与投资建议	22
4.1、 关键假设	22
4.2、 盈利预测与估值	23
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，实控人持股比例超三成（2024 年报披露）	5
图 2： 公司营收高速增长	6
图 3： 公司归母净利润扭亏为盈，持续攀升.....	6
图 4： 公司医疗健康解决方案业务收入持续占主导地位.....	7
图 5： 公司医疗健康解决方案业务毛利占比超 96%	7
图 6： 公司于 2024 年迈出国际化第一步	7
图 7： 公司营收以线下业务为主，线上实现小幅提升	7
图 8： 近五年公司整体毛利率维持稳定	8
图 9： 公司两大主营业务毛利率保持在较高水平.....	8
图 10： 公司三费整体呈下降趋势，降本增效成果显著.....	8
图 11： 预计中国中医医疗服务市场规模快速扩大	9
图 12： 国内人口老龄化程度持续提升	10
图 13： 居民慢性病患率持续攀升（单位：%）	10
图 14： 人均可支配收入不断增加带动中医医疗需求日趋多样化.....	10
图 15： 中医类医疗机构诊疗次数总体呈上升趋势.....	11
图 16： 资深中医师较为短缺	13
图 17： 2018-2022 年，中医医院医师日均担负诊疗人次数高于医院医师日均担负诊疗人次数	13
图 18： 预计民营中医医疗健康提供商市场规模增速明显（单位：十亿元）	14
图 19： 国内非公立中医院医疗服务领域高度分散.....	14
图 20： 中国中医医疗资源供需失衡（2022 年）	14

图 21: 公司 OMO 业务模式.....	15
图 22: 公司通过自建与并购扩张医疗服务网络.....	16
图 23: 公司医疗人员供给较充足	17
图 24: 固生堂中医 AI 服务平台架构	19
图 25: 公司推出首个名医 AI 分身	19
图 26: 公司获客渠道主要以线下与在线医疗平台为主.....	21
图 27: 2020 年至 2024 年新客户数量 CAGR 为 25.21%	21
图 28: 客户回头率维稳, 会员回头率维系在较高水平	22
图 29: 会员平均消费水平高于非会员 (单位: 元)	22
图 30: 公司年门诊量持续攀升 (单位: 万人次)	22
表 1: 历经 15 年发展, 固生堂已成为国内中医医疗连锁服务龙头企业	4
表 2: 医疗健康业务双轮驱动, 信息技术平台拓展服务边界.....	4
表 3: 公司高管均具备丰富的行业经验	5
表 4: 中医医疗机构主要参与者的差异	8
表 5: 政府出台多项中医医疗服务鼓励政策.....	11
表 6: 截至 2024 年末, 公司开设线下门店共计 79 家.....	16
表 7: 公司合作机构达 28 家	17
表 8: 公司拥有国医大师 8 位	18
表 9: 公司先后推出两次股权激励计划	20
表 10: 截至 2024 年末, 公司合作供应商数量达 479 个.....	20
表 11: 截至 2024 年末, 公司已累计取得医疗机构传统中药制剂备案凭证 12 项	21
表 12: 2025-2027 年固生堂各版块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	23
表 13: 与可比公司相比, 公司 PE 估值较低.....	23

1、固生堂：国内中医医疗连锁服务龙头

固生堂，创立于2010年，主营医疗健康解决方案、销售医疗健康产品业务。自2018年以来，公司通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，拥抱AI医疗生态系统，构建“线上+线下”OMO服务模式，将优质医疗资源下沉到县、乡、村，解决区域医师资源不平衡痛点，改善用户服务水平。此外，公司持续推进“同城加密+新城拓展+海外布局”战略，截至2024年末，公司在国内外21个城市开设79家中医诊疗机构。历经15年发展，固生堂始终秉承“良心医、放心药”的堂训，以“医好、药好、服务好”为核心经营理念，覆盖全国340余座城市，成为国内领先的中医医疗连锁服务企业。

表1：历经15年发展，固生堂已成为国内中医医疗连锁服务龙头企业

年份	发展历程
2010年	广东固生堂成立
2011年	公司拓展至华北地区，设立北京第一家中医医疗机构
2012年	公司拓展至华南地区，设立深圳第一家中医医疗机构
2014年	公司于开曼群岛注册成立，NEA成为公司投资者
2015年	AsiaVentures III成为公司投资者
2016年	公司拓展至华东地区，设立上海第一家中医医疗机构；Starr International及LongHill Capital成为公司投资者
2018年	公司初步发展线上业务，于微信公众号上推出在线预约、咨询、诊断和处方服务
2019年	为进一步加强线下和在线医疗服务网络，公司医疗机构开始提供在线医疗服务
2020年	公司收购专注于中医医疗健康方案的在线医疗健康平台白露
2021年	公司于香港联交所上市
2022年	公司旗下广东固生堂与温州市中医院订立合作协议；公司收购国宗济世中医医院、杭州大同中医门诊部、千诚护理院、回元堂国药馆股权；公司旗下北京昆仑医院正式开业
2023年	公司收购昆山明泰、无锡李同丰、宝中堂崂山、宝中堂峨山、上海巨衍、爱民诊所股权；公司与百度达成战略合作，进军中医AI大模型
2024年	公司收购宝中堂新加坡、宁波固元堂、上海尚善堂、湖南名源堂股权；公司旗下郑州金水英协分院开业
2025年	公司旗下成都大源分院、广州花都花城东社区卫生服务中心开业

资料来源：公司官网、固生堂招股说明书、固生堂投资者关系公众号、开源证券研究所

目前，公司业务以提供医疗健康解决方案业务为主，以销售医疗健康产品业务为辅；同时积极布局HIS专有云信息技术平台，打通线下及在线医疗服务网络，致力为广大客户群提供优质的医疗健康服务及最佳的客户体验。

表2：医疗健康业务双轮驱动，信息技术平台拓展服务边界

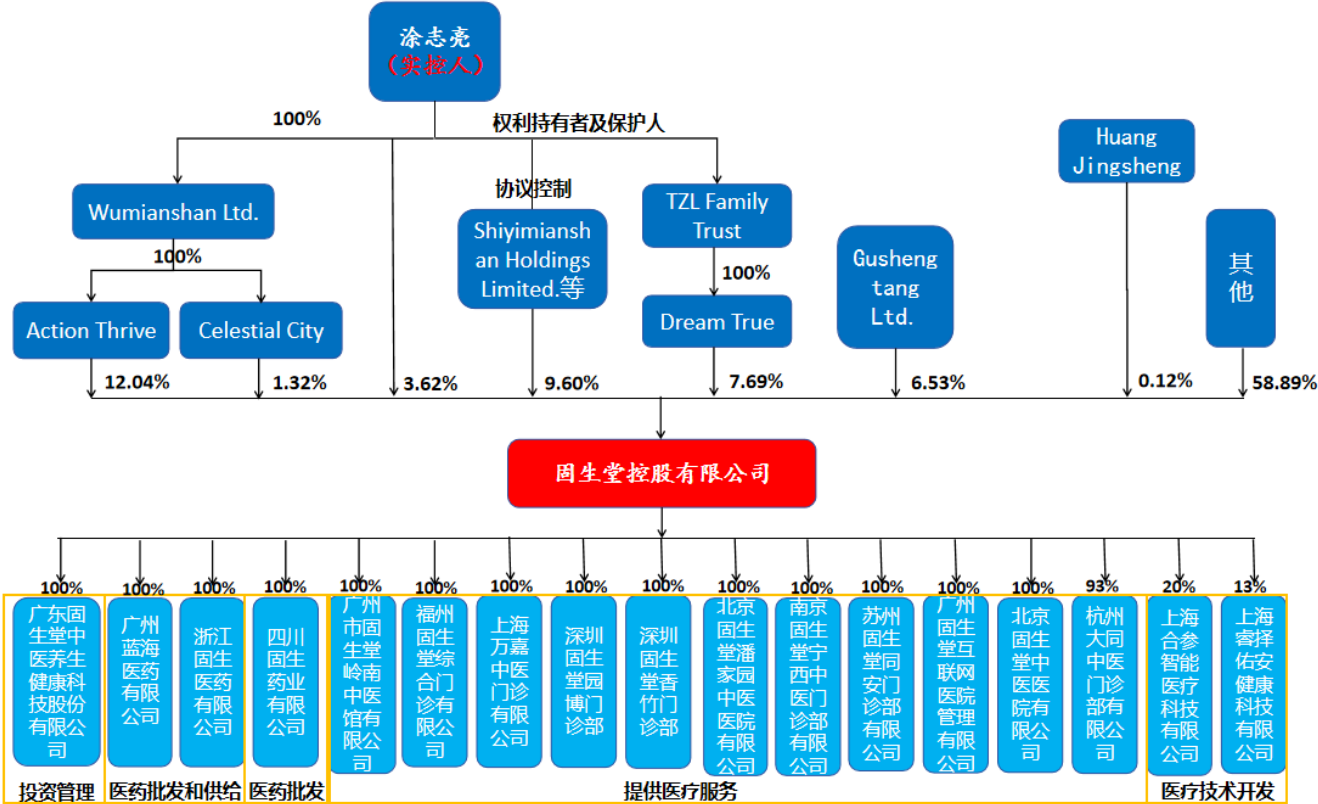
业务类别	业务内容
医疗健康解决方案	公司通过客户触达及获取，提供诊前准备、咨询和诊断、理疗和药物治疗、跟进服务、反馈及推荐、复诊等全面医疗健康解决方案
医疗健康产品销售	公司通过借助医疗机构、在线医疗健康平台以及第三方电子商务平台销售贵细药材、保健品和营养品

资料来源：固生堂招股说明书、开源证券研究所

1.1、股权布局清晰稳健，资深高管掌舵领航

公司股权架构清晰，实控人持股比例超三成。据公司 2024 年报披露，创始人涂志亮直接及间接持有公司 34.27%的股权，为公司的控股股东及实际控制人。公司旗下控股与参股公司共计 17 家，围绕医疗服务、医疗技术开发、医药批发和供给、投资管理等业务构建起中医医疗服务全产业链生态。

图1：公司股权结构清晰，实控人持股比例超三成（2024 年报披露）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

管理团队具备丰富业内经验。公司创始人涂志亮于 2010 年创建固生堂集团，并先后担任中华中医药学会常务理事、世界中医药学会联合会国医堂馆社区服务专业委员会副会长、中华中医药学会中医馆共同体主席等，深耕医疗行业 20 余年，有丰富的中医行业洞察能力。公司副总裁郑项具备超 17 年的互联网及医药行业经验，为公司 OMO 模式发展指引指引方向。其他高管均拥有丰富的行业经验。

表3：公司高管均具备丰富的行业经验

姓名	职务	工作经历
涂志亮	董事会主席、执行董事	46 岁，超 20 年医疗行业经验。2010 年 9 月创办固生堂集团；曾于爱康健康科技集团有限公司担任销售总监、副总经理、高级总监、主席助理、执行副总经理；曾任中华中医药学会常务理事、获委任为其产学研分会、发展改革研究分会以及健康专业委员会副主任委员、世界中医药学会联合会国医堂馆社区服务专业委员会副会长、世界中医药学会联合会中医治未病专业委员会常务理事、广东省中医药学会常务理事；现任中华中医药学会中医馆共同体主席
郑项	副总裁	40 岁，超 17 年互联网及医药行业经验。曾任职于 NRElectricCo.,Ltd；曾于南京金创能网络技术有限公司担任首席运营官，并共同创立南京点赞网络科

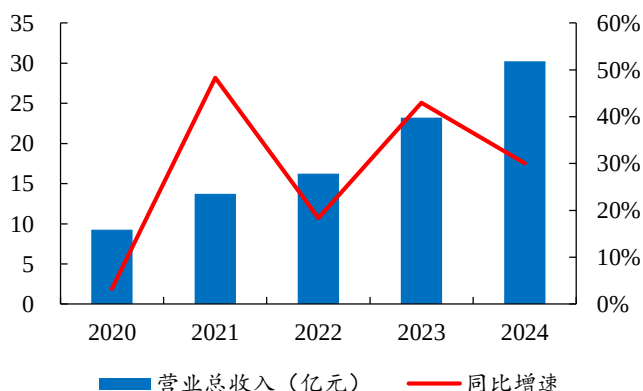
姓名	职务	工作经历
		技有限公司；曾任中国生物制药有限公司的非全资附属公司正大天晴药业集团股份有限公司互联网产品运营经理；并于成立南京一康信息技术有限公司
李洁	副总裁	46岁，超22年医疗健康行业的营销及企业管理经验。 曾任海王生物全资附属公司深圳市海王眼之宝科技有限公司销售主管、深圳市新活力实业发展集团有限公司市场部经理、Merck&Co.,Inc.的非全资公司杭州默沙东制药有限公司广州分公司医院代表、Sanofi S.A.附属公司赛诺菲（北京）制药有限公司医院销售代表与产品专员。
张秋敏	助理总裁	42岁，超17年医疗健康行业经验。 曾任深圳爱康卓悦快验保门诊部院长助理；先后担任北京、广州门店经理、广州业务区副总经理、上海业务区营运副总经理、上海业务区域总经理
邓仕刚	首席财务官	52岁，超25年财务及会计经验。 曾任广州番禺美特包装有限公司财务经理、明辉实业（深圳）有限公司财务经理、锦兴国际控股有限公司副总经理；现任赢家时尚控股有限公司执行董事
张启昌	联席公司秘书	超20年公司秘书、会计及财务方面经验。 曾担任若干公司的公司秘书及财务总监，该等公司的股份均于联交所上市；为香港会计师公会及英国特许公认会计师公会资深会员
于鹏	联席公司秘书	曾任国浩律师（广州）事务律师、北京市金杜（广州）律师事务所律师；已通过国家司法考试，法律职业资格

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩高速增长，盈利能力持续提升

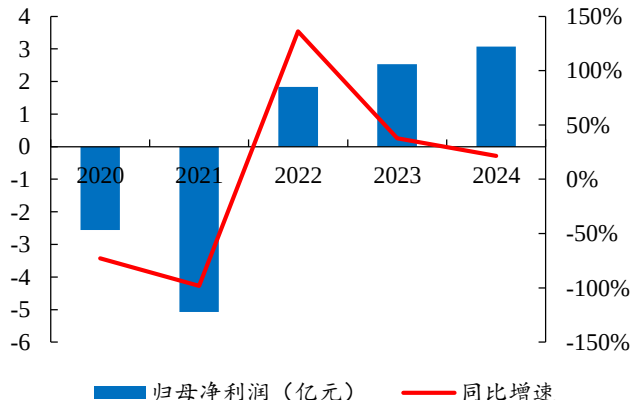
营收高速增长。公司营收由2020年9.25亿元增长至2024年的30.22亿元，2020年至2024年CAGR达34.43%；2020年、2021年公司归母净利润处于较低水平，2022年公司归母净利润扭亏为盈，从1.83亿元增加至2024年的3.07亿元，增长势头较为强势。

图2：公司营收高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司归母净利润扭亏为盈，持续攀升

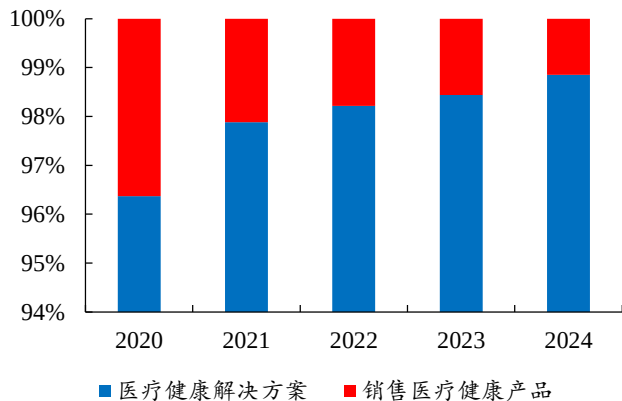


数据来源：Wind、开源证券研究所

提供医疗健康解决方案业务成为公司业绩增长的核心驱动因素。从收入端看，公司医疗健康解决方案业务占总营收比重始终处于高位且呈小幅增长趋势，由2020年的96.37%提升至2024年的98.85%。从毛利端看，近五年公司医疗健康解决方案

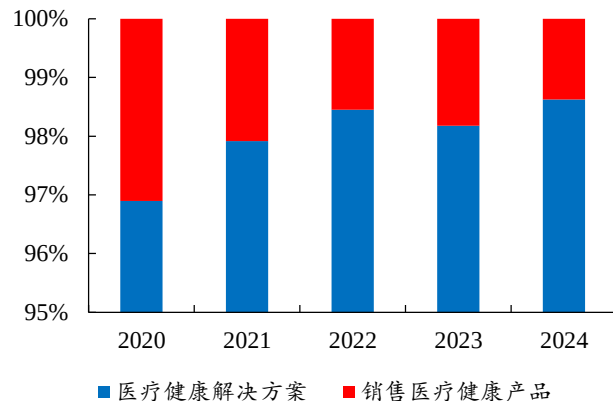
业务占总毛利比重均超九成，2020 年至 2024 年始终维持在 96% 以上，这既彰显出公司聚焦医疗健康解决方案业务的战略定力，也印证公司医疗健康解决方案业务具备较强的经营韧性与可持续发展潜力。

图4：公司医疗健康解决方案业务收入持续占主导地位



数据来源：Wind、开源证券研究所

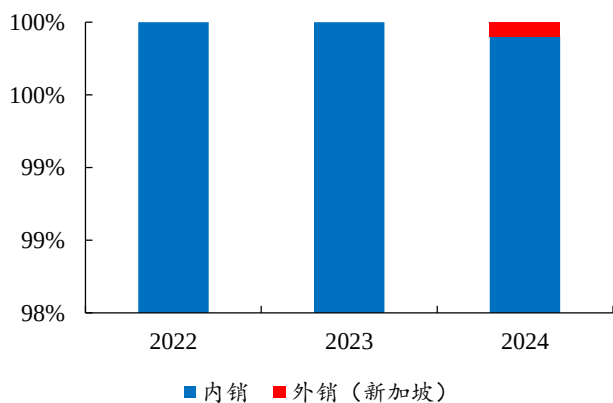
图5：公司医疗健康解决方案业务毛利占比超 96%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

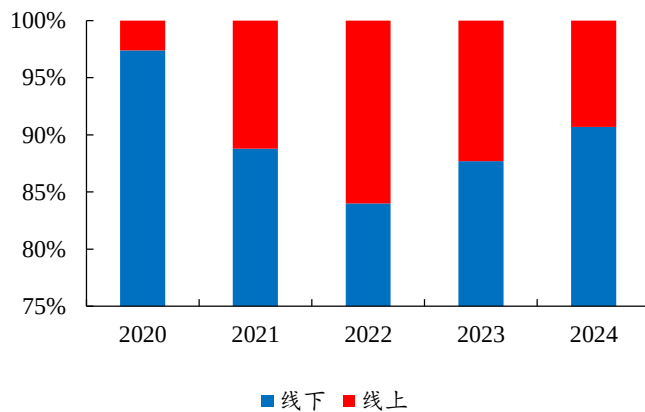
公司于 2024 年迈出国际化第一步，拓展新加坡市场，2024 年外销营收占比为 0.1%，虽处于较低水平，但公司立足于海外中医供需矛盾突出等问题，未来将继续推进国际化战略，外销占比有望提升。分渠道来看，目前公司营业收入以线下业务为主，2024 年线下业务占比高达 90.7%。此外，公司近几年着力拓展 OMO 平台，线上营收占比由 2020 年的 2.6% 提升至 2024 年的 9.3%，实现小幅提升。

图6：公司于 2024 年迈出国际化第一步



数据来源：Wind、开源证券研究所

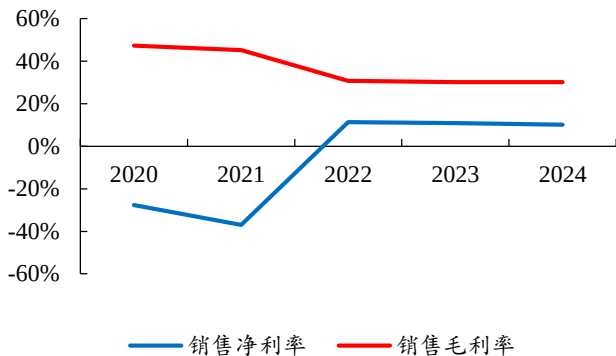
图7：公司营收以线下业务为主，线上实现小幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

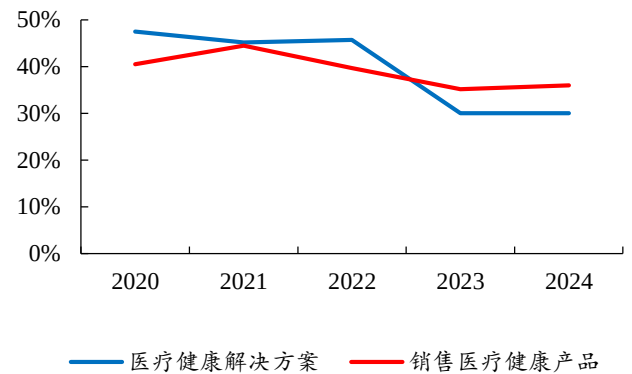
公司毛利率维持稳定。公司近些年整体毛利率保持在 30% 以上，2022 年有所下降主要系公司对毛利的统计口径做出调整。公司整体净利率于 2022 年首次扭亏，近三年净利率维系在 10% 左右。公司两大主营业务毛利率近五年始终保持在 30% 以上，随着公司未来规模持续扩大，叠加 AI 技术的深度融合，预计公司整体毛利率及各业务毛利率将实现进一步提升。

图8：近五年公司整体毛利率维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

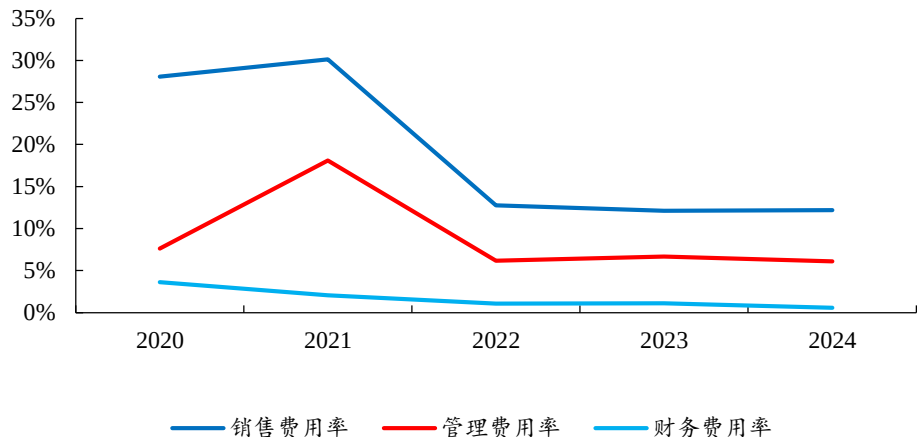
图9：公司两大主营业务毛利率保持在较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

近几年公司持续优化费用管理体系，三费整体呈下降趋势。公司销售费用率维持在12%左右，管理费用率保持在6%左右，财务费用率始终处于较低水平，大致在1%左右；整体来看，公司降本增效成果显著，近三年费用率水平保持稳定，为公司经营质量提升与可持续发展奠定坚实基础。

图10：公司三费整体呈下降趋势，降本增效成果显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、供需共振，中医医疗服务市场规模较快增长

作为中国医疗服务行业的重要组成部分，中国的中医医疗服务行业具有良好的业绩表现和广阔的增长潜力。中医医疗机构是中医医疗服务行业的主要参与者，在行业内分布分散，主要包括：中医院、中医门诊部、中医诊所及其他中医医疗机构，如提供中医服务的社区卫生机构。下表载列中医医疗机构的主要差异。

表4：中医医疗机构主要参与者的差异

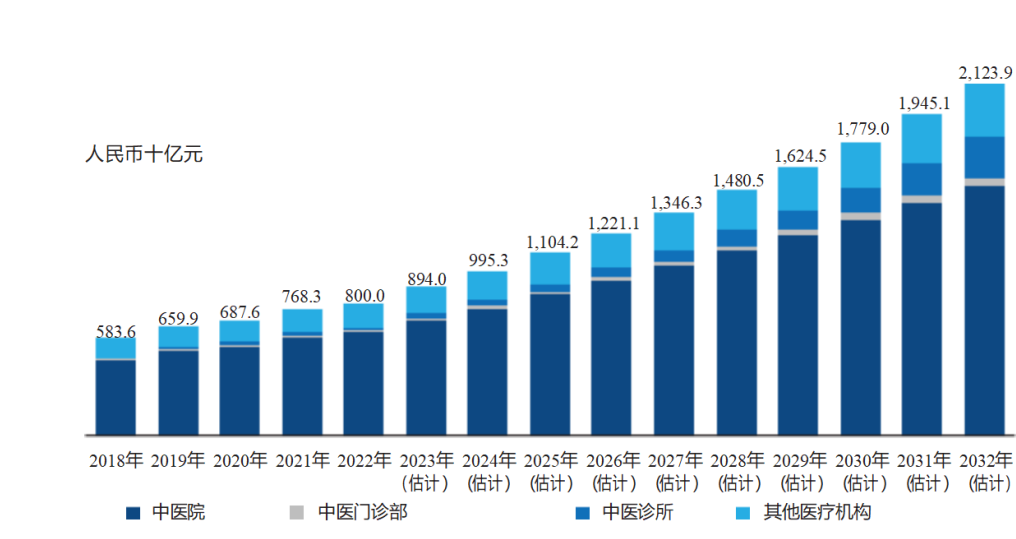
	中医院	中医门诊部	中医诊所
主要定位	针对需要进行综合检查及多学科医疗服务的复杂或严重疾病	针对需要进行基础检查及中医专业护理的常见、多发及慢性疾病	针对需要有限专科中医基本医疗服务的常见、多发及慢性疾病

	中医院	中医门诊部	中医诊所
医疗专业人员人数规定	- 一级：≥三名中医医师；一名中药士，四名护士及相应的放射科和体检人员；≥每张病床 0.7 名医疗专业人员 - 二级：≥四名（主治医师或以上）；及≥一名（各临床科室）	≥四名中医医师，包括≥一名（主治医师或以上）；≥两名护士，一名中药士及相应的放射科和体检人员	≥一名中医医师（取得资质后五年以上临床经验）
科室及设备规定	- 至少 20 张床位 - 一级：≥三个初级中医临床科室，配有药房、化验室和 X 光室； - 二级：≥五个中医临床科室及相关医技科室	≥三个中医临床科室及医技科室，配有临床专科设置适用的基本设备	医疗与消毒及服务设置适用的基本及必要设备

资料来源：同仁堂医养招股说明书、开源证券研究所

中国中医医疗服务市场规模不断扩大。中国中医医疗服务行业的市场规模从 2018 年的人民币 5,836 亿元增至 2022 年的人民币 8,000 亿元,复合年增长率为 8.2%,占 2022 年中国医疗服务行业总市场份额的 13.4%。根据弗若斯特沙利文的资料,中国中医医疗服务市场规模预计 2032 年将达到人民币 21,239 亿元,2022 年至 2032 年的复合年增长率为 10.3%,占 2032 年中国医疗服务行业总市场份额的 19.3%。

图11: 预计中国中医医疗服务市场规模快速扩大



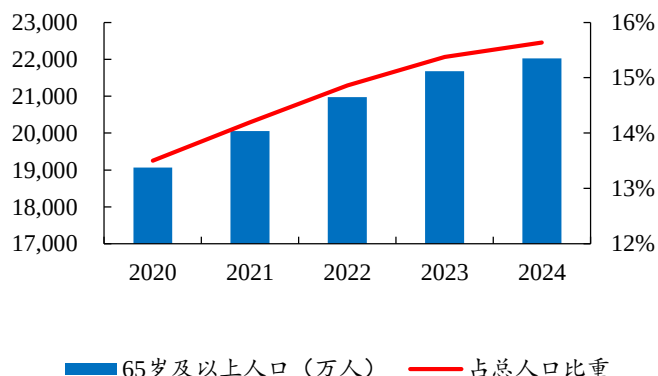
资料来源：国家卫健委、弗若斯特沙利文、同仁堂医养招股说明书

2.1、需求端：人口老龄化与慢性病持续加剧，中医诊疗需求不断释放

国内人口老龄化与慢性病患病率持续攀升，中医在全生命周期健康管理方面享有独特优势。近年来，国内人口老龄化加剧，截至 2024 年，中国 65 岁及以上人口高达 22,023 万人，占总人口比重为 15.64%，较 2020 年占比增加 2.14pct。此外，随着工作与生活压力加大，各年龄段居民慢性病患病率正呈现不同程度地增加。中医在全生命周期的健康管理方面具有独特优势，能够根据患者的具体情况提供个性化

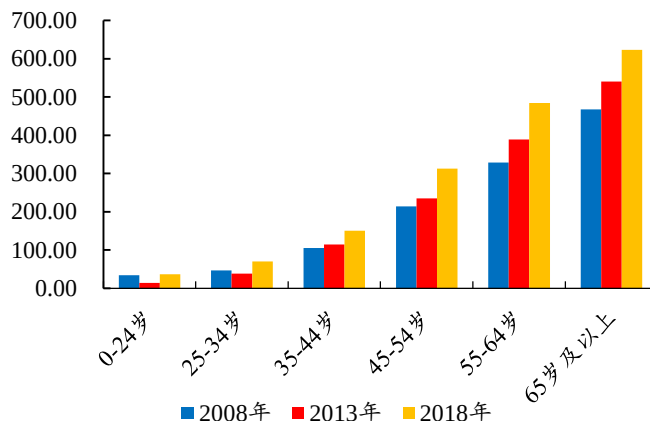
保健方案与预防治疗。

图12：国内人口老龄化程度持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

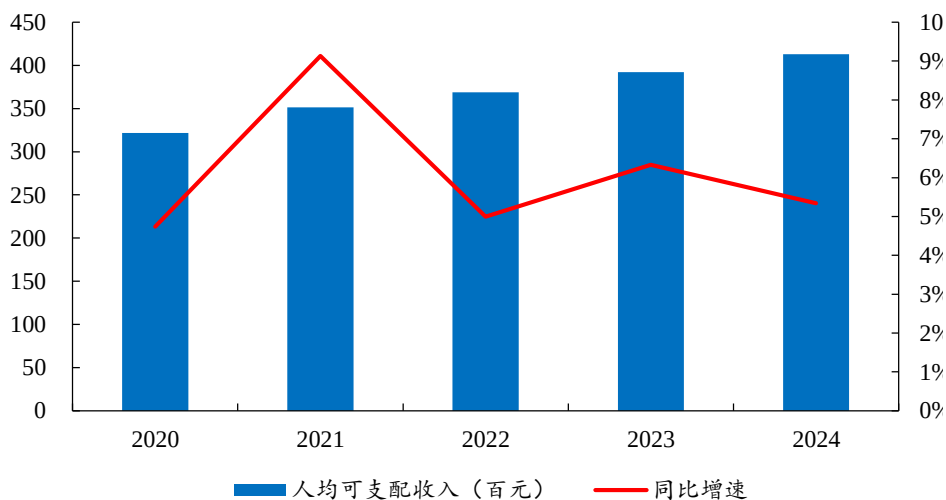
图13：居民慢性病患者率持续攀升（单位：%）



数据来源：中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

随着经济发展及人均可支配收入的不断增加，中国居民对预防保健、慢性病管理及整体健康的意识在不断增加，这推动了中医医疗服务需求；中医院的地域分布不均衡，也加剧了客户对在线诊疗服务及医疗机构跨区域联合会诊、转诊的需求。

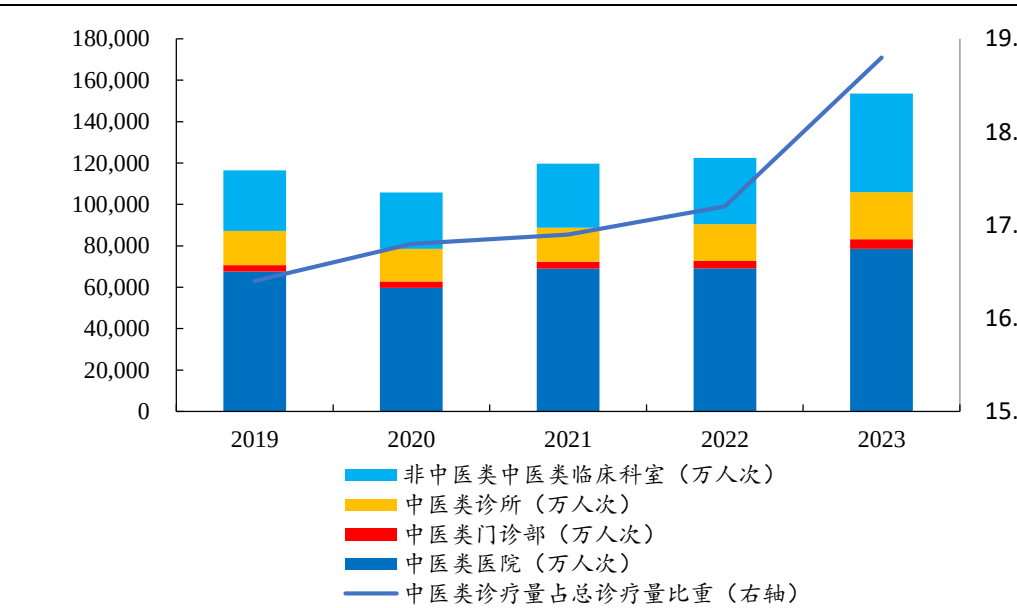
图14：人均可支配收入不断增加带动中医医疗需求日趋多样化



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

患者就诊人次不断增加。由于中医医疗服务的性质，中医医疗服务提供商通常通过门诊服务来满足客户的医疗需求。2023年，中医类医院诊疗人次为78,633.2万人次，中医类门诊部诊疗人次为4,532.7万人次，中医类诊所诊疗人次为22,709.6万人次，非中医类中医类临床科室诊疗人次为47,625.3万人次，中医类诊疗量占总诊疗量比重为18.8%，相较于2019年提高2.4pct，这既表明中医类诊疗的需求正不断释放，又体现出居民对中医类医疗机构的信任程度正不断增加。

图15：中医类医疗机构诊疗次数总体呈上升趋势



数据来源：中国卫生健康统计年鉴、卫生健康事业发展统计公报、开源证券研究所

2.2、政策端：多项利好政策持续加码，中医医疗服务行业有望持续增长

近年来，中国颁布了多项政策促进医疗健康服务行业的发展，持续加码支持中医医疗服务行业，激发其增长潜力。《中医药振兴发展重大工程实施方案》、《“十四五”中医药发展规划》等政策的实施，为中医医疗服务行业的发展提供有力支持，加速行业转型升级，提升中医药服务能力和水平，促进中医药事业和产业高质量发展。

表5：政府出台多项中医医疗服务鼓励政策

日期	政策名称	政策内容
2025 年 2 月	《国家中医药管理局主责国 家重点研发计划重点专项管 理实施细则》	规范重点专项组织实施，推动中医药科技创新。明确管理职责，优化项目申报、评审、立项、过程管理及验收流程，强化资金管理和监督评估，促进科技成果转化
2024 年 12 月	《中医医院信息与数字化建 设规范（2024 版）》	规范中医医院信息化建设，强调以患者为中心，运用云计算等技术，优化诊疗流程，推进互联网中医医疗服务，强化数据安全
2024 年 11 月	《国家中医药管理局重点实 验室管理办法》	规范重点实验室建设和运行，推动中医药科技创新。明确管理职责，优化设立与建设流程，强化运行管理，完善考核与评估机制，促进中医药事业发展
2024 年 7 月	《关于促进数字中医药发展 的若干意见》	推动中医药数字化转型，通过强化数据治理、保障数据安全、加快人才培养，赋能中医药高质量发展
2024 年 6 月	《中医药标准化行动计划 （2024-2026 年）》	通过优化中医药标准体系、加强重点领域标准供给、推动标准与科技创新互动、推进标准国际化等措施，提升中医药标准化治理能力
2023 年 3 月	《中医诊所基本标准（2023 年版）》	明确中医诊所的诊疗科目、人员资质、设备配置、房屋布局、规章制度及信息化要求，保障中医诊所备案工作顺利实施，推动中医诊所规范化发展
2023 年 2 月	《中医药振兴发展重大工程 实施方案》	明确到 2025 年，加快优质高效中医药服务体系建设，提升中医药防病治病能力与科研水平，完善符合中医药特点的体制机制和政策体系
2022 年 11 月	《“十四五”中医药文化弘扬	弘扬中医药文化，推动其成为群众健康文化自觉。通过加强文化传承、传播、

日期	政策名称	政策内容
	工程实施方案》	教育和海外交流等措施，提升公民中医药文化素养
2022 年 11 月	《“十四五”中医药信息化发展规划》	加快中医药信息化建设，提升中医药服务能力，夯实信息化基础、深化数字便民服务、加强数据资源治理和创新应用，推动中医药现代化发展
2022 年 10 月	《“十四五”中医药人才发展规划》	完善中医药人才发展体制机制，加强高层次和基层人才队伍建设，提升人才素质和服务能力，为中医药传承创新发展提供坚强保障
2022 年 5 月	《“十四五”国民健康规划》	全面推进健康中国建设，完善卫生健康体系，提升公共卫生服务能力，强化疾病防控，优化医疗服务模式，促进中医药传承创新
2022 年 3 月	《“十四五”中医药发展规划》	计划到 2025 年中医药健康服务能力显著增强，高质量发展政策体系进一步完善；规划部署十大方面重点任务，安排 44 项重大工程项目
2021 年 12 月	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025 年）》	计划到 2025 年，建设 30 个中医药海外中心、颁布 30 项国际标准、打造 10 个文化品牌项目，推动中医药服务、科技、产业、文化等领域国际合作，提升中医药国际影响力，助力构建人类卫生健康共同体
2021 年 2 月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	夯实中医药人才基础，提高中药产业发展活力，增强中医药发展动力，完善中西医结合制度，实施中医药发展重大工程，提高中医药发展效益，营造良好的中医药发展环境，推动中医药与西医药相互补充、协调发展
2020 年 12 月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	推动中药守正创新，健全审评审批体系，强化质量安全监管，完善法规标准，加强技术支撑与监管科学研究，推动中药监管体系和能力现代化
2019 年 10 月	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，推动中药质量提升和产业高质量发展，加强人才队伍建设，促进传承与开放创新，完善管理体制机制，推动中医药传承创新发展
2018 年 7 月	《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	通过科技创新推动中医药健康服务能力提升，重点加强理论与技术方法研究、产品研发、服务模式创新，强化创新平台建设、人才团队培养和信息化建设

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

实施医师多点执业政策，非公立中医医疗机构更易吸引医师。2022 年 3 月 1 日实施的《中华人民共和国医师法》鼓励医师多点执业，中国政府部门也在一些试点城市颁布了多点执业政策，允许医师在多个医疗机构执业；受益于多点执业政策，非公立中医医疗机构可以吸引更多经验丰富的公立三甲医院的医师并增强服务能力。

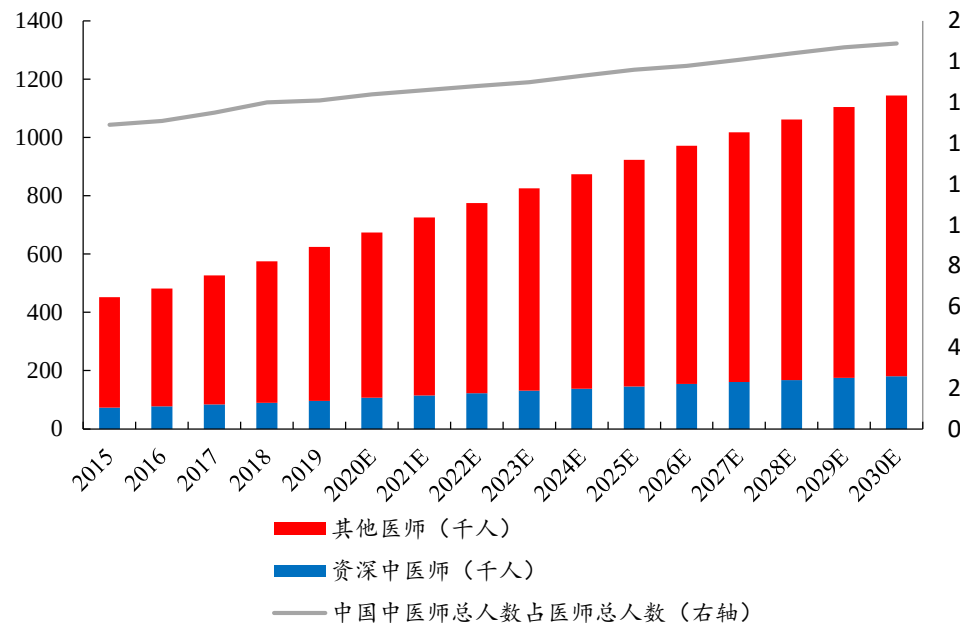
医疗保险计划蓬勃发展。中医医疗服务行业与公共医疗保险计划密不可分，客户可通过公共医疗保险计划支付其接受的符合条件的服务和购买符合条件的产品。随着医疗改革的深化，公共医疗保险计划覆盖的中医医疗服务和中成药范围逐步扩大，相关价格管理制度不断完善，促进了基层医疗和日常健康管理服务的可负担性。

2.3、供给端：优质中医医师资源稀缺，民营中医诊疗服务市场扩容明显

经验丰富的优质中医医师资源较稀缺，亟待扩充。根据弗若斯特沙利文的资料，中国的中医师人数由 2015 年的 452,190 人增加至 2019 年的 624,248 人，复合年增长率为 8.4%。在中医师当中，2015 年资深中医师占比为 16.2%，2019 年下降至 15.4%，2030 年预期保持在 15.8%，从长远来看，资深中医师的短缺情况是可预见的。

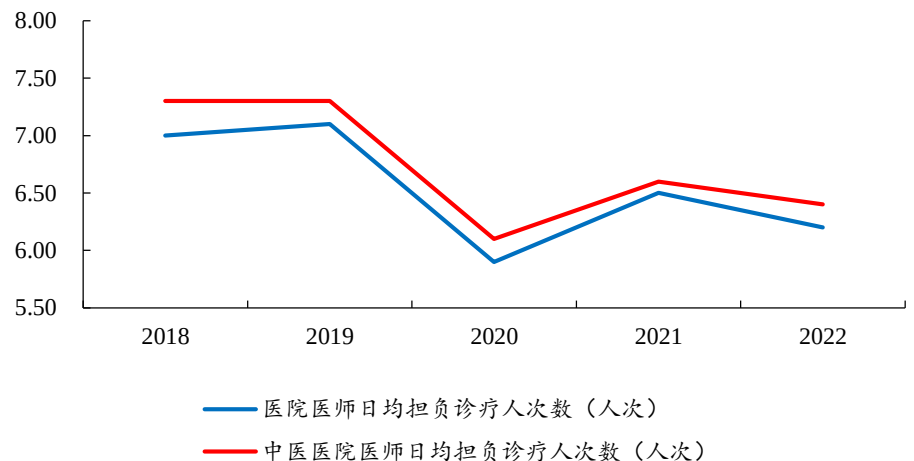
此外，2018 年至 2022 年间，中医医院医师日均担负诊疗人次数始终高于总体医院医师日均担负诊疗人次数，这表明中医医院医师诊疗压力较大，优质中医医师队伍亟待扩充。

图16: 资深中医师较为短缺



数据来源: 国家卫健委、弗若斯特沙利文、固生堂招股说明书、开源证券研究所

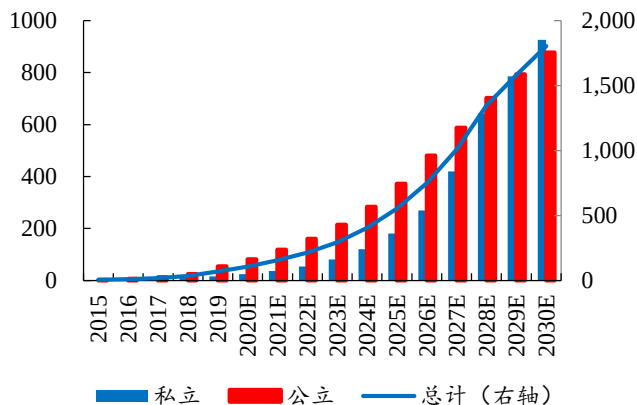
图17: 2018-2022 年, 中医医院医师日均担负诊疗人次数高于医院医师日均担负诊疗人次数



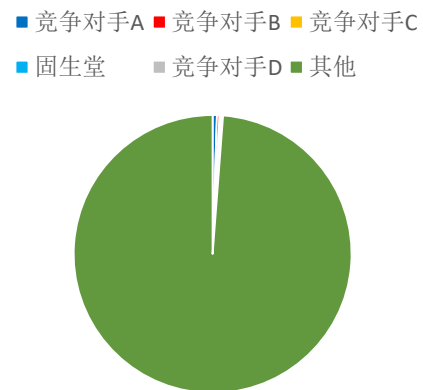
数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

民营中医医疗健康提供商市场整体规模增速明显。根据弗若斯特沙利文的资料, 中国民营中医行业参与者的市场规模 2015 年至 2019 年的复合年增长率为 59.3%, 2030 年预计达到人民币 9,261 亿元, 2019 年至 2030 年复合年增长率为 45.1%, 明显高于公立中医医疗健康提供商市场规模复合年增长率的 28.9%。

中国非公立中医院医疗服务行业高度分散。根据弗若斯特沙利文的资料, 按 2022 年自有中医院门诊医疗服务的收入计算, CR5 仅为 1.2%, 固生堂在中国非公立中医院医疗服务领域的市场份额仅为 0.1%, 排名第 4。

图18：预计民营中医医疗健康提供商市场规模增速明显（单位：十亿元）


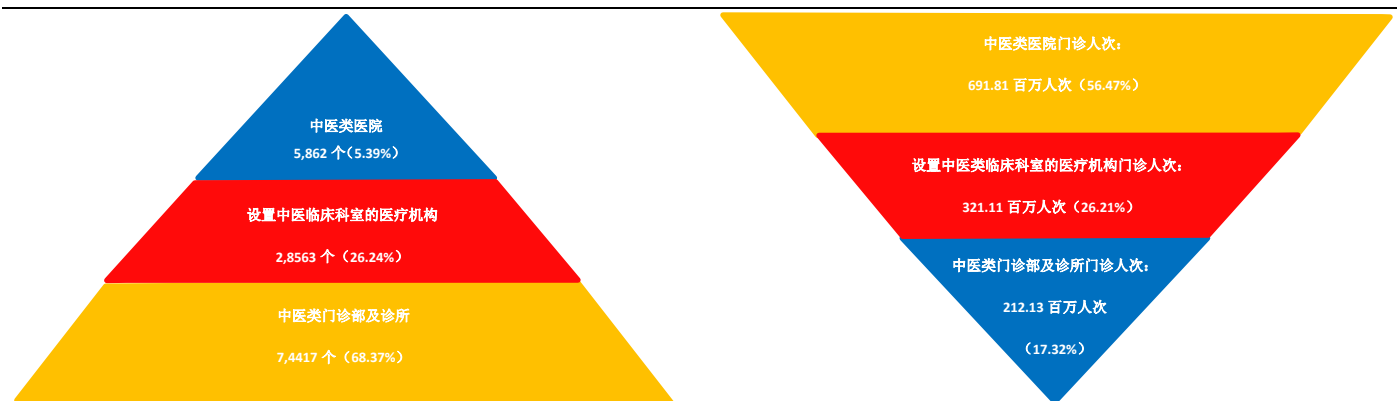
数据来源：弗若斯特沙利文、固生堂招股说明书、开源证券研究所

图19：国内非公立中医院医疗服务领域高度分散


数据来源：同仁堂医养招股说明书、开源证券研究所

2.4、中国中医医疗资源正处于供需失衡局面

中医医疗资源供需较失衡。2022年，中医类医院医疗卫生机构数占比仅为5.39%，但其所承担的门诊人次占比为56.47%；占比最高的中医类门诊部及诊所却只承担17.32%的诊疗量，供需失衡导致中国的中医医疗资源利用效率低下。随着普惠医疗政策的实施与在线医疗健康服务业务的快速发展，医疗资源将更适当地重新分配予其他中医医疗机构。

图20：中国中医医疗资源供需失衡（2022年）


数据来源：中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

2.5、中医医疗服务行业进入壁垒较高

(1) 以闭环服务能力分级运营医疗机构的综合要求。由于在中医医疗服务及供应链运作方面缺乏集中管理专长及经验，新的市场进入者普遍面临以闭环服务能力分级运营医疗机构的困难；同时新的市场进入者也面临严格的供应链管理能力要求。

(2) 建立品牌知名度需要较长时间。新进入中医医疗服务行业的企业通常需要较长的时间才能建立广受认可和信赖的品牌；经营历史较长、品牌历史悠久的中医医疗机构一般都拥有广泛的客户基础，对其服务具有忠实度，这使得新品牌的市场

进入者在吸引客户方面面临挑战。

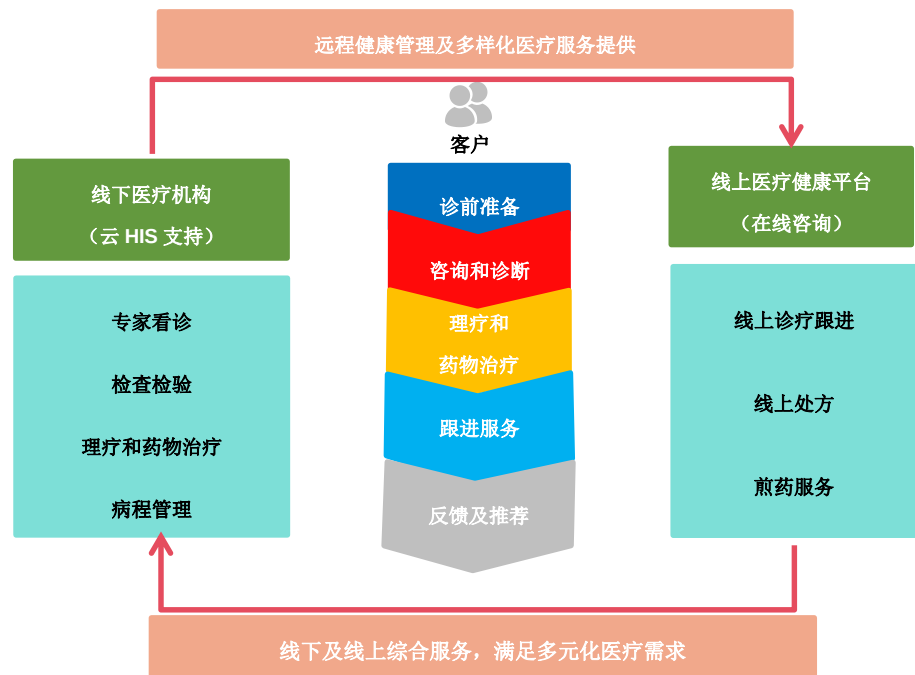
(3) **经验丰富的中医医师稀缺**。由于需要长期的培训，以及多年学术研究和临床培训的昂贵投资，招聘合格的中医医师在市场上竞争激烈；此外，中医领域的诊疗经验至关重要；孵化医师工作室及发展有序的带教制度需要较长的时间及密集的人力资源投入。新进入市场的企业一般难以招募到一流的中医医师。

3、OMO 生态深度融合，国际化布局加速推进

3.1、公司打造相辅相成的线上线下 OMO 服务模式

为放大客户体验感，公司已建立整合线下线上服务渠道、相辅相成的广泛医疗服务网络。公司在医疗机构提供医疗健康解决方案，采用总部—区域—医疗机构的三级集中架构来管理公司的医疗机构网络。在线医疗健康平台建设方面，公司先后收购白露平台、万家平台。除公司自有在线医疗健康平台外，公司亦积极寻求与第三方合作的机会。

图21：公司 OMO 业务模式

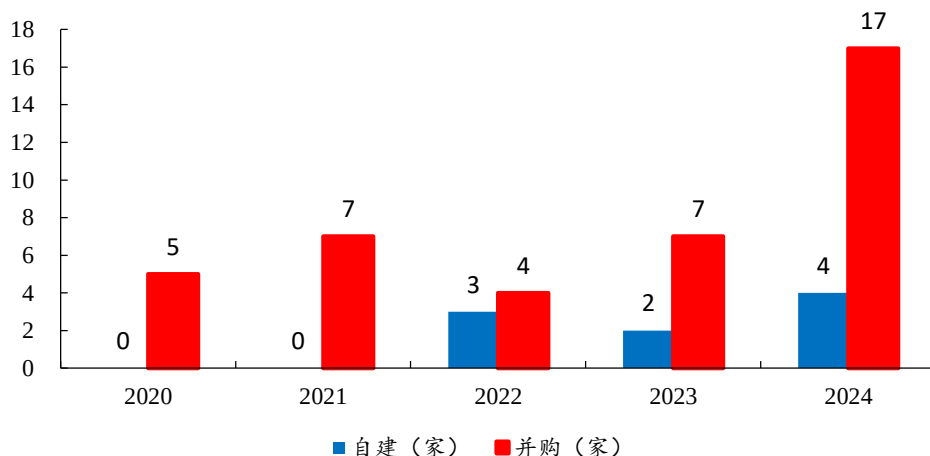


资料来源：固生堂招股说明书、开源证券研究所

3.2、内生外延并举，公司迈出国际化第一步

公司通过自建及战略并购大幅扩张公司业务。在自建方面，截至 2024 年，公司累计自建门店数达 19 家；公司主要通过并购构建医疗服务网络，平均每年并购门店超过 7 家。未来公司将在现有布局的城市推进门店加密，重点围绕北京、上海、广州等一线及二线城市进行布局；另一方面将服务网络扩大到新城市，预计公司 2025 年进入中国香港地区。

图22：公司通过自建与并购扩张医疗服务网络



数据来源：公司公告、固生堂投资者关系公众号、固生堂招股说明书、开源证券研究所

公司在 2024 年已经进入新加坡，迈出国际化第一步。2024 年 3 月，公司与宝中堂中医有限公司股东订立股权转让协议，收购新加坡宝中堂的 100% 股权。公司将继续推进国际化战略，包括在海外扩大线下服务网络，将公司已经在中国大陆获批的院内制剂、中医 AI 服务推向海外市场。截至 2024 年末，公司共开设线下门店数为 79 家。

表6：截至 2024 年末，公司开设线下门店共计 79 家

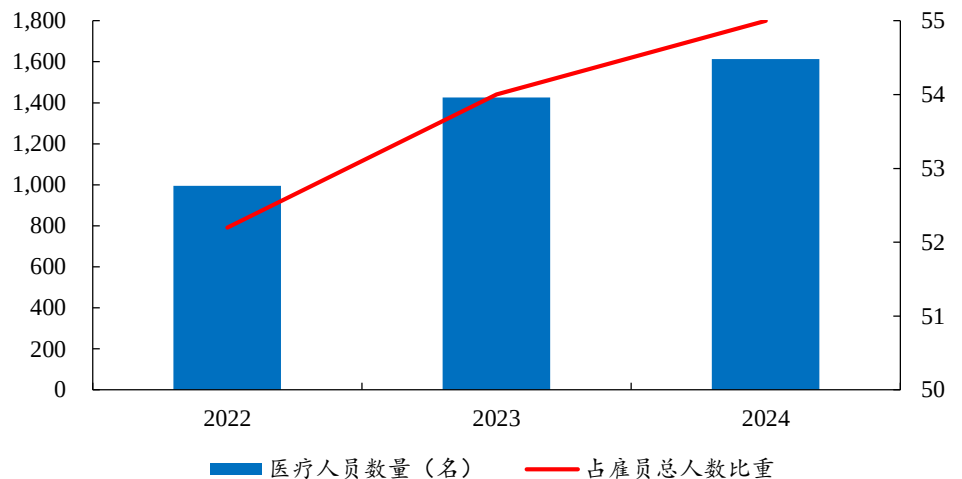
地区		门店数量 (家)
广东省	广州	10
	汕头	1
	深圳	6
	佛山	3
	中山	1
江苏省	南京	2
	无锡	4
	苏州	6
	徐州	1
	常熟	1
	昆山	3
上海市	上海	13
浙江省	杭州	3
	宁波	9
	温州	2
北京市	北京	5
福建省	福州	4
湖北省	武汉	2
河南省	郑州	2
湖南省	长沙	1
总计		79

资料来源：固生堂中医 i、固生堂投资者关系公众号、开源证券研究所

3.3、持续加强医联体建设，推动名医 AI 分身落地

公司医疗人员供给较充足。2022 年，公司医师及其他医疗专业人员为 995 人，到 2024 年已高达 1,613 人，占总雇员比重为 55%。

图23：公司医疗人员供给较充足



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极探索推动医联体建设。目前，固生堂已与广东省中医院、中国中医科学院广安门医院等近 28 家三甲医院及中医药院校形成战略合作或医联体合作，带动疗效佳、口碑好的名医专家到基层出诊，覆盖地区涵盖广东、上海、北京等 12 座省市。

表7：公司合作机构达 28 家

地区	年份	合作机构	机构属性
广东省	2014 年	广州中医药大学	医药类大学
	2016 年	广东省中医院	三甲医院
	2018 年	广州中医药大学第一附属医院	三甲医院
	2018 年	广东省第二中医院	三甲医院
	2023 年	佛山市中医院	三甲医院
	2024 年	中山市中医院	三甲医院
	2024 年	广东潮州卫生健康职业学院	高等职业院校
上海市	2018 年	上海中医药大学附属龙华医院	三甲医院
	2018 年	上海中医药大学附属岳阳医院	三甲医院
	2018 年	上海中医药大学附属曙光医院	三甲医院
	2019 年	上海中医药大学附属市中医医院	三甲医院
	2020 年	上海中医药大学	医药类大学
北京市	2020 年	中国中医科学院广安门医院	三甲医院
江苏省	2017 年	南京中医药大学	医药类大学
	2022 年	苏州市中医院	三甲医院
	2024 年	江阴市中医院	三甲医院
湖北省	2023 年	湖北中医药大学	医药类大学
浙江省	2022 年	温州市中医院	三甲医院

地区		年份	合作机构	机构属性
湖南省	温州	2023 年	温州市中西医结合医院	三甲医院
	长沙	2023 年	湖南中医药大学	医药类大学
	长沙	2023 年	湖南中医药大学附属医院	三甲医院
四川省	达州	2024 年	达州中医药职业学院	高等职业院校
山东省	济南	2024 年	山东中医药大学	医药类大学
河南省	郑州	2021 年	河南中医药大学	医药类大学
	郑州	2023 年	河南中医药大学第一附属医院	三甲医院
	洛阳	2024 年	河南推拿职业学院	高等职业院校
天津市		2023 年	天津中医药大学	医药类大学
黑龙江省	哈尔滨	2024 年	黑龙江中医药大学	医药类大学

资料来源：固生堂投资者关系公众号、固生堂主公众号、开源证券研究所

目前，公司拥有国医大师 8 位，为实现名方与人才的可持续发展，公司已形成自有医生培养体系。一方面，固生堂建立名医传承工作室，已搭建起学术带头人—骨干医生—青年医生三个梯队的人才培养体系；另一方面，固生堂积极把名医名方转化为院内制剂，公司现有名医协定方超 500 个，每年计划研发出 10 个院内制剂。

表8：公司拥有国医大师 8 位

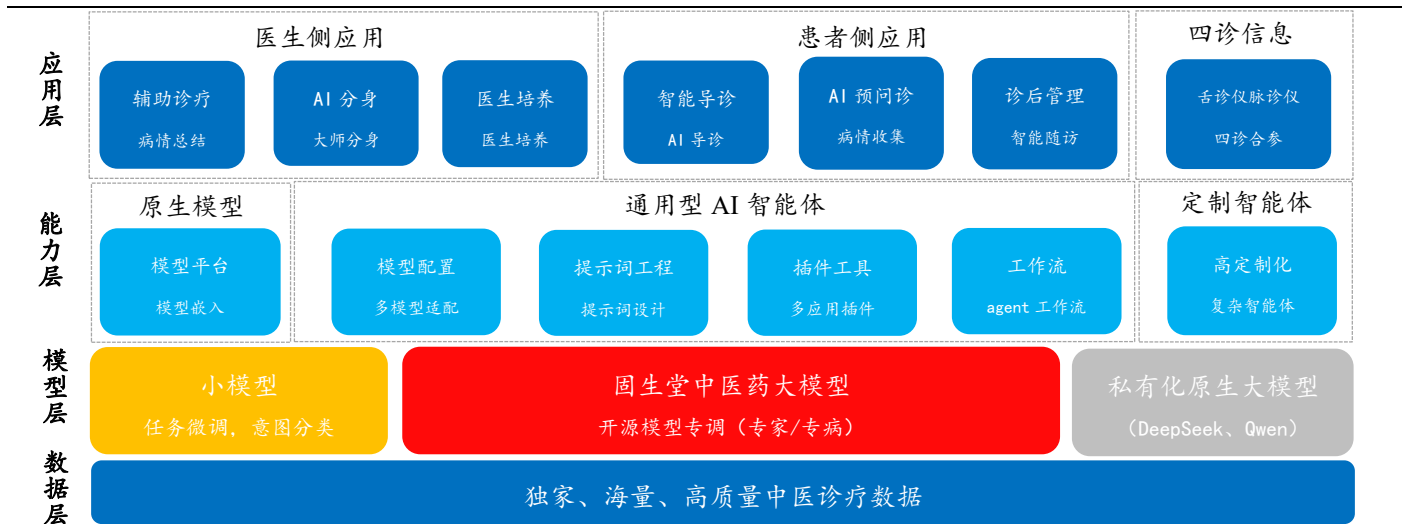
国医大师	所在分院	所在科室	专业擅长
许润三	北京鼓楼分院	内科	擅长诊疗不孕症、子宫内膜异位症等妇科常见病和疑难杂病。临床研究方向为中医药治疗输卵管阻塞性不孕症
施杞	上海闵行吴中分院	骨外科	颈椎病，腰椎病，骨关节炎，类风湿性关节炎，强直性脊柱炎，股骨头无菌性坏死，骨延迟愈合，骨不连，慢性硬膜外血肿及各种骨伤科疑难杂症的诊断与治疗
周岱翰	广州白云分院	内科	治疗晚期、难治癌症等疑难重疾，提出“带瘤生存”，更新治癌理念，奠定岭南中医肿瘤学术流派理论体系。创制“鹤蟾片”、“清金得生片”等制剂，是中医肿瘤学的主要奠基者，中医肿瘤学科教育的先行者，现代岭南中医肿瘤学术流派的开创者
王庆国	北京望京分院	消化内科	对消化、内分泌、心脑血管系统疾病，自身免疫性疾病具有显著疗效，擅长治疗胃炎、胃溃疡、急慢性结肠炎、糖尿病、红斑狼疮、类风湿性关节炎、高血压、冠心病及其他内科、儿科、妇科常见病的诊断与治疗。
林毅	广州沿江分院	乳腺科	乳腺良恶性肿瘤尤其是三阴、双阴性乳腺癌，乳腺炎性疾病尤其是肉芽肿性乳腺炎，及乳腺增生性疾病、疑难病症的中医与中西医结合治疗
葛琳仪	杭州上城沁园分院	内科	临床上以擅治肺系病、脾胃病、老年病、疑难杂症而著称。擅长采用中西医结合方法治疗呼吸系统疾病和消化系统疾病及疑难杂症
严世芸	上海闵行吴中分院	内科	心脑血管疾病，肺及支气管疾病，消化道疾病，失眠，颈椎病等内科疾病及疑难杂症和保健调养
丁樱	郑州金水分院	儿科	擅长治疗紫癜、肾病、狼疮、血尿、蛋白尿、遗尿、吐奶、腹泻、发烧及类风湿病等疾病

资料来源：固生堂官网、固生堂投资者关系、开源证券研究所

公司积极拥抱中医 AI，为用户提供全方位的健康管家服务。一方面，通过与华

为、百度等顶尖科技企业达成战略合作，进军中医大模型，搭建“数据层—模型层—能力层—应用层”的AI服务平台架构，在供给侧实现名医产能倍增的同时提升患者服务能力，以实现更广泛的客户触达。

图24：固生堂中医 AI 服务平台架构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2025 年 6 月 9 日，固生堂发布首个名医李浩医生的数字 AI 分身，该 AI 分身将率先应用于“在线复诊”场景，由名医 AI 分身问诊辨证后，医生本人审核并开具处方，以提升医生的看诊效率。名医 AI 分身可增加医生收入的同时，也能传承其诊疗经验。公司持续聚焦“AI+中医”的深度融合，2025 年，固生堂预计上线 20 个名医 AI 分身，覆盖耳鼻喉科、中医妇科、皮肤科、中医男科、消化科、中医肿瘤科等多个科室。

图25：公司推出首个名医 AI 分身



资料来源：固生堂主公众号、开源证券研究所

公司分别于 2023 年 7 月 18 日、2023 年 8 月 28 日推出股权激励计划。激励计划覆盖管理层与医疗服务提供者，进一步绑定了公司与医疗人员间的利益，这为公司吸引人才、留住人才与鼓励人才奠定良好基础。

表9：公司先后推出两次股权激励计划

日期	激励对象	归属期	业绩目标
2023 年 7 月 18 日	向 36 名雇员参与者及 175 名服务提供者授出购股权，以认购合共 1,343,600 股股份，占已发行股份总数约 0.56%	分五批于 2024 年 7 月 18 日、2025 年 7 月 18 日、2026 年 7 月 18 日、2027 年 7 月 18 日及 2028 年 7 月 18 日等额归属	参考定性及定量因素矩阵厘定，包括但不限于对本集团的收益贡献，诊断访问持续时间及董事会或委员会厘定的其他关键业绩指标，并可能根据购股权承授人的类别而有所不同
	向 36 名管理层参与者及 167 名服务提供者授出 1,828,200 份奖励，涉及合共 1,828,200 股受限制股份，占已发行股份总数约 0.76%		
2023 年 8 月 28 日	向 8 名服务提供者授出 92,500 份奖励，涉及合共 92,500 股受限制股份，占已发行股份总数约 0.04%	分五批于 2024 年 8 月 28 日、2025 年 8 月 28 日、2026 年 8 月 28 日、2027 年 8 月 28 日及 2028 年 8 月 28 日等额归属	参考定性及定量因素矩阵厘定，包括但不限于购股权承授人对本集团的利益贡献，其职位及合规记录及董事会或委员会厘定的其他关键业绩指标，并可能根据购股权承授人的类别而有所不同
	向 137 名雇员参与者授出购股权，以认购合共 4,472,256 股股份，占已发行股份总数约 1.86%		
	向 193 名管理层参与者授出 7,007,319 份奖励，涉及合共 7,007,319 股受限制股份，占已发行股份总数约 2.91%		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、供应链稳定，院内制剂给公司带来新增长点

公司打造纵向一体化供应链确保持续稳定供给。现时中医行业的供应链痛点较多，如缺乏效率、追踪能力不足和容易出现掺假情况等；《中国药典》及其他中医相关权威文献载列的标准不同，对挑选及检查中药材及中药饮片造成困难。鉴于此，公司于 2017 年开发并应用云 HIS，实现从上游采购、中游质量控制到下游配送的全供应链管理。

供应端，公司通常每一类型的供货会向一家供应商进行采购，并且有多家其他选择作后备；同时，公司和供应商也会根据市场供求情况调整采购价格；目前公司供应商覆盖华南、华东、华北、华中、东北、西南、西北地区，截至 2024 年末，合作供应商总数达 479 个。

表10：截至 2024 年末，公司合作供应商数量达 479 个

地区	供应商数量（个）
华南地区	209
华东地区	86
华北地区	31
华中地区	77
东北地区	14
西南地区	50
西北地区	12
总计	479

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司持续开发更多公司品牌的中医医疗健康产品，院内制剂正为公司贡献新增长点。公司着力建设院内制剂中心，通过与粤澳合作中医药科技产业园等医疗机构建立合作，积极将名医名方转化为院内制剂。截至 2024 年末，公司已累计取得医疗机构传统中药制剂备案凭证 12 项，10 余项制剂正处于研发阶段，公司未来计划每年开发并申报 10 项院内制剂。

表11：截至 2024 年末，公司已累计取得医疗机构传统中药制剂备案凭证 12 项

时间	制剂名称
2024 年	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
2023 年	健脾化脂膏
	松贞益发颗粒
	养阳固精膏
	益肾填精膏
	河车固肾膏
2022 年	孕保膏
	通窍止涕鼻舒颗粒

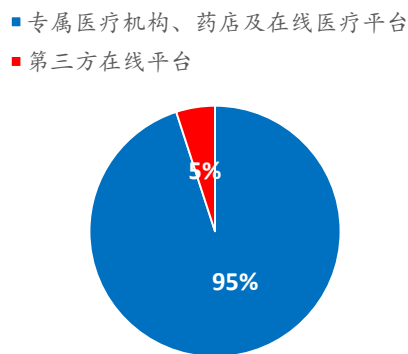
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、多渠道获取客户获取，客户留存战略与会员制度促成客户高黏性

公司采取多渠道客户获取战略。公司与知名公共医疗机构及大学建立战略合作，积极开展销售及营销活动，不断提高品牌知名度及认可度。2024 年公司 95% 的新客户来自专属医疗机构、药店及在线医疗平台，5% 的新客户来自第三方在线平台。此外，公司采用差异化客户获取及留存策略，并提供贯穿疾病诊疗和医疗健康管理全过程的各种医疗健康解决方案。

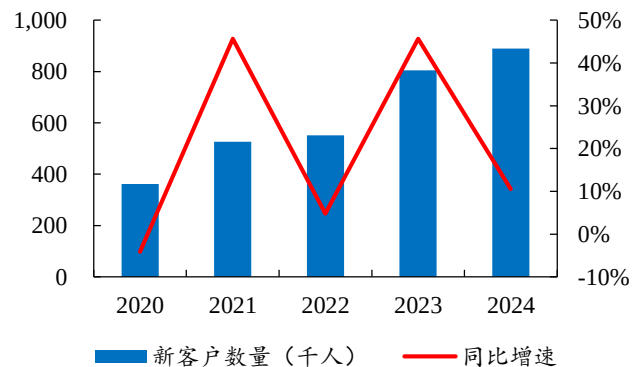
公司多渠道客户获取战略及客户留存战略成果显著。2024 年公司新客户数量达 889,070 人，同比增长 10.58pct，2020 年至 2024 年新客户数量 CAGR 高达 25.21%。

图26：公司获客渠道主要以线下与在线医疗平台为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2020 年至 2024 年新客户数量 CAGR 为 25.21%

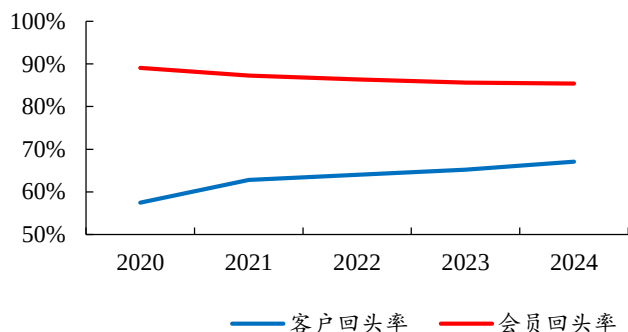


数据来源：公司公告、固生堂招股说明书、开源证券研究所

公司综合会员制度进一步提高现有客户的忠诚度。公司自 2019 年 3 月推出综合会员制度，公司会员有权于其会员有效期间享用公司给予会员涵盖全周期医疗健康

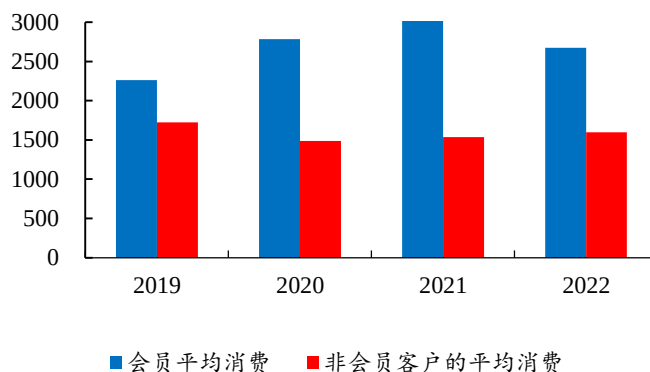
的各种专属福利。2020 年至 2024 年，公司会员回头率显著高于整体客户回头率，且会员平均消费水平约为非会员客户的两倍左右。

图28：客户回头率维稳，会员回头率维系在较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

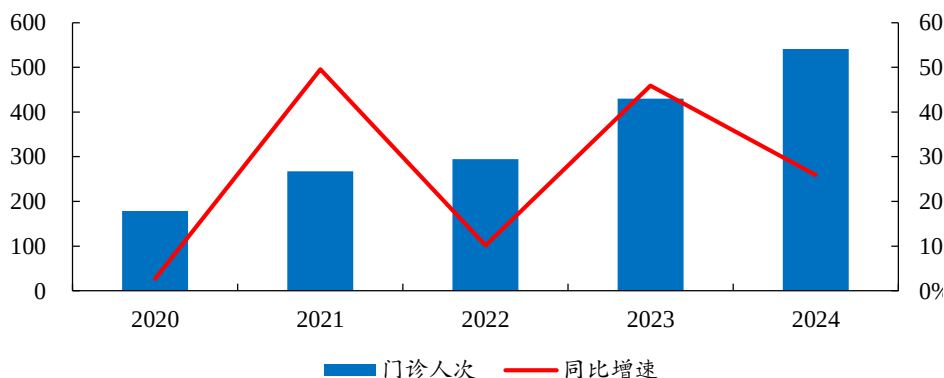
图29：会员平均消费水平高于非会员（单位：元）



数据来源：公司公告、固生堂招股说明书、开源证券研究所

在客户高忠诚度的支持下，公司年门诊量持续攀升。2024 年公司年门诊量达 541.1 万人次，同比增长 25.93%，2020 年至 2024 年门诊量 CAGR 高达 31.91%，随着未来中医服务市场持续放量，门诊量高增速有望继续保持。

图30：公司年门诊量持续攀升（单位：万人次）



数据来源：公司公告、固生堂招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，固生堂发展势头强劲，在国内中医诊疗需求端放量与政策加持的基础上，实现内生增长与收购并举，重视人才建设和中医学术传承，同时积极拥抱中医 AI，打造纵向一体化供应链，推出院内制剂，此外通过多渠道客户获取、客户留存战略与会员制度提高客户高黏性及高忠诚度，我们预计：

(1) 医疗健康解决方案业务的业绩贡献稳中有进，随着中医医疗诊疗需求以及新生代对中医文化和中国文化信心增加，业绩预计快速增长，2025-2027 年提供医疗健康解决方案业务的收入增速为 25.00%、24.00%、24.00%；毛利率基本保持稳定，2025-2027 年医疗健康解决方案业务毛利率为 30.06%、30.11%、30.14%。

(2) 销售医疗健康产品业务有望凭借中医诊疗量增加保持放量态势，预计2025-2027 年收入增速为 9.29%、10.61%、9.82%；毛利率持续维稳，2025-2027 年销售医疗健康产品业务毛利率为 36.63%、36.22%、36.81%。

表12：2025-2027 年固生堂各版块营收预计稳健增长（单位：百万元）

子版块	财务表现	2024A	2025E	2026E	2027E
提供医疗健康解决方案	营收	2987.66	3734.58	4630.87	5742.28
	同比增速（%）	30.00	25.00	24.00	24.00
	成本	2090.76	2611.96	3236.52	4011.56
	毛利率（%）	30.02	30.06	30.11	30.14
销售医疗健康产品	营收	34.72	37.95	41.97	46.09
	同比增速（%）	15.00	9.29	10.61	9.82
	成本	22.21	24.05	26.77	29.13
	毛利率（%）	36.04	36.63	36.22	36.81

数据来源：公司公告、开源证券研究所注：2025-2027 年关键假设数据来自开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

固生堂是国内中医诊疗连锁服务龙头,未来几年 OMO 生态深化与国际化战略加速推进，公司业绩有望保持高速增长。公司通过“自建+并购”持续拓展服务网络，目前，已在国内 20 座城市开设 79 家医疗机构，2024 年收购新加坡宝中堂实现国际化破局，未来门店有望持续增加；院内制剂开发进入加速期，2024 年已累计取得 12 项备案凭证，未来每年计划研发 10 项新产品；AI 技术深度赋能诊疗体系，积极开发中医大模型并首次推出国医 AI 分身，推动诊疗效率提升。会员体系成效显著，2024 年会员回头率达 85.4%，消费金额接近非会员两倍，客户黏性持续增强，公司年门诊量持续攀升。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 4.11/5.02/6.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.7/15.3/12.0 倍。我们选取与固生堂业务相近的国内医疗服务提供企业爱尔眼科、通策医疗与锦欣生殖作比较。与可比公司对比，固生堂 PE 估值偏低；作为中医医疗连锁服务机构龙头企业，公司在提供医疗服务领域保持较大优势，医疗健康产品销售有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：与可比公司相比，公司 PE 估值较低

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300015.SZ	爱尔眼科	12.56	15.64	15.89	15.60	28.7	24.8	21.4
600763.SH	通策医疗	42.38	8.02	10.60	11.64	35.4	32.0	28.7
1951.HK	锦欣生殖	3.07	26.92	16.04	19.66	21.4	18.5	15.4
	可比公司平均		16.86	14.18	15.63	28.5	25.1	28.5
02273.HK	固生堂	35.90	33.84	22.22	27.45	18.7	15.3	12.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖的盈利预测来自 Wind 一致预测数据，固生堂的盈利预测来自开源证券研究所，数据截至 2025 年 7 月 21 日收盘，固生堂股价为港元，注：汇率选择 1 港元=0.91 人民币

5、风险提示

政策变动导致扩张不及预期风险：国内医疗服务行业高度依赖政策导向，尤其涉及医疗健康、互联网及民营医疗领域。公司业务需同时遵守医疗资质管理、互联网诊疗监管、药品安全及价格管控等多维度政策，且法规存在地域差异性与动态调整风险。若未来社会办医、医保支付、外资准入或互联网医疗监管政策收紧，可能迫使公司调整业务模式、承担整改成本或限制新市场拓展能力。此外，医疗改革对普惠性服务的推进及潜在价格管制，或进一步挤压民营机构盈利空间，对连锁扩张节奏及经营效率产生重大压力。

医师资源短缺及留任风险：国内医疗服务行业高度依赖优质医师资源，而医师供给长期受限，叠加行业竞争激烈，导致公司面临招聘与留任压力。当前业务核心依赖网络医师，但多数未签署独家执业协议且受多点执业政策约束。若未来医师开放注册政策收紧，或竞争对手在薪酬、设施、就诊量等关键吸引力维度形成优势，可能导致核心医师流失或执业时间不足。

供应链稳定性风险：国内中医药行业高度依赖中药材及医疗耗材的稳定供应，而供应链易受原材料短缺、自然灾害、价格波动及供应商集中度等外部因素影响。公司核心供应商涵盖中药饮片、中成药、自有品牌营养品及医疗设备领域，部分关键原材料需通过产地直采及第三方加工实现质量与成本管控。若现有供应商合作中断、供应价格大幅上涨或遭遇产能波动，短期内或难以寻获替代供应商并维持采购议价能力。此外，中药材价格受种植周期、气候条件及市场需求影响显著，若无法将成本压力向终端消费转嫁，可能导致毛利率收窄，对业务扩张及盈利稳定性形成持续制约。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,838	1,813	2,165	2,745	3,633
现金	1,301	1,116	1,445	1,861	2,535
应收账款	336	269	171	203	252
存货	153	179	264	326	404
其他流动资产	13	247	285	354	442
非流动资产	1,542	1,844	1,958	2,078	2,205
固定资产及在建工程	110	142	148	155	162
无形资产及其他长期资产	1,343	1,544	1,645	1,760	1,877
资产总计	3,379	3,656	4,123	4,823	5,838
流动负债	708	763	962	1,162	1,538
短期借款	16	8	10	10	10
应付账款	287	308	406	526	631
其他流动负债	348	448	547	626	897
非流动负债	365	517	373	371	369
长期债务	0	92	85	83	81
其他非流动负债	365	424	288	288	288
负债合计	1,073	1,280	1,336	1,534	1,908
普通股股本（亿股）	2	2	2	2	2
储备	2,258	2,462	2,872	3,374	4,014
归母所有者权益	2,305	2,376	2,787	3,288	3,928
少数股东权益	1	0	1	1	2
负债和股东权益总计	3,379	3,656	4,123	4,823	5,838

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	410	452	694	657	929
税前利润	252	307	411	502	640
折旧和摊销	120	151	108	115	122
营运资本变动及其他	(40)	(140)	173	41	168
其他	78	135	3	0	(1)
投资活动现金流	(264)	(267)	(357)	(235)	(250)
资本开支	(78)	(91)	(215)	(236)	(247)
其他	(172)	(177)	(142)	1	-3
融资活动现金流	158	(375)	(9)	(6)	(6)
股权融资	405	(311)	0	0	0
银行借款	(131)	(14)	(5)	(2)	(2)
其他	(116)	(50)	(4)	(4)	(4)
汇率变动对现金的影响	3	5	0	0	0
现金净增加额	304	(185)	328	417	674
期末现金总额	1,301	1,116	1,445	1,861	2,535

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,773	4,673	5,788
营业成本	1,623	2,113	2,636	3,263	4,041
营业费用	281	369	423	523	643
管理费用	155	185	226	294	353
其他收入/费用	(6)	(19)	(10)	(12)	(14)
营业利润	258	337	478	580	738
净财务收入/费用	(7)	(18)	2	4	6
其他利润	33	43	1	4	5
除税前利润	284	363	481	588	749
所得税	31	56	70	85	109
少数股东损益	1	0	0	1	1
归母净利润	252	307	411	502	640
EBITDA	379	488	585	694	860
扣非后净利润	220	264	410	498	635
EPS(元)	1.02	1.26	1.73	2.12	2.70

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	43.05	29.90	24.82	23.87	23.87
营业利润(%)	40.11	30.57	41.55	21.39	27.3
归属于母公司净利润(%)	37.60	21.64	33.84	22.22	27.45
获利能力					
毛利率(%)	30.13	30.09	30.13	30.16	30.19
净利率(%)	10.89	10.15	10.88	10.74	11.05
ROE(%)	10.94	12.91	14.74	15.26	16.28
ROIC(%)	10.86	12.39	14.25	14.84	15.91
偿债能力					
资产负债率(%)	31.76	35.01	32.40	31.80	32.68
净负债比率(%)	-55.72	-42.77	-48.42	-53.75	-62.19
流动比率	2.59	2.37	2.25	2.36	2.36
速动比率	2.36	2.11	1.96	2.06	2.08
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.83	0.92	0.97	0.99
应收账款周转率	12.93	11.22	22.00	23.00	23.00
应付账款周转率	8.12	6.87	6.50	6.20	6.40
存货周转率	15.21	16.84	14.31	14.32	14.33
每股指标（港元）					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.26	1.73	2.12	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.91	2.93	2.77	3.92
每股净资产(最新摊薄)	9.35	10.03	11.76	13.88	16.59
估值比率					
P/E	53.7	24.2	18.7	15.3	12.0
P/B	5.87	3.12	2.73	2.31	1.94

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn