

业绩符合预期，看好 AI 分身赋能增长

华泰研究

2025 年 8 月 30 日 | 中国香港

中报点评

医疗服务

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

53.85

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

研究员

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

沈卢庆

SAC No. S0570519060001
SFC No. BNL372

研究员

shenluqing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

孙茗馨

SAC No. S0570524020003 sunmingxin019077@htsc.com
SFC No. BSZ633

研究员

+(86) 21 2897 2228

公司公告，实现 1H25 收入 14.95 亿元 (+9.5% yoy)，净利润 1.52 亿元 (+41.6% yoy)，经调整净利润 1.70 亿元 (+15.2% yoy)，符合公司此前盈利预告。公司实现稳健收入/利润增长，主因：1) 线下门店就诊人次稳健增长 (1H25+15%yoy，其中 1Q25 受基数影响+12.7%yoy，2Q25 已呈现提速趋势)；2) 精细化运营成果显著，但股权激励费用降低影响经调整净利润增速。展望 2H25，考虑公司成熟区域稳健增长+新增门店及海外门店爬坡贡献，叠加 AI 名医分身上线赋能业务增长，我们看好公司全年归母净利润+30%yoy，经调整净利润+15% yoy (主要受股权激励费用减少影响)。维持“买入”评级。

存量门店：核心区域诊疗量稳健增长，新增医生供给或赋能后续增长
公司 1H25 实现线下医疗机构收入 13.7 亿元，+11.1%yoy (同店收入占比 97.3%)。我们预计 2H25 线下业务收入提速增长，全年收入同比增长有望冲击 15%，考虑存量门店中：1) 成熟区域：上海/北京/广州有望受益同店医生增加，深圳或受益策略及经营团队调整恢复正增长，此外广州有望探索纯自费店模式。2) 无锡等江苏城市受益固生堂自身合规高质量经营，或有望争取更高市场份额。此外，公司医联体建设+人才队伍扩张进展顺利，我们看好公司利润率随公司自有医生占比提升而稳步优化 (看好长期自有医生收入贡献达 50%)。

新增门店：25 年国内扩张有望维持高速，新加坡门店开启收入贡献
1H25 公司新店及并购店收入占整体线下业务收入 2.7%。报告期内，公司国内扩张维持高速，新增 7 家国内门店 (4 家并购+3 家自建，新进成都、汕头两座新城)。我们看好 2H25 年：1) 国内开新店/进新城有望维持高速 (受益一级市场价格下行，25 年合计仍有望扩张 15 家左右新店，新进天津等新城，并加密广州/深圳等老城)。2) 海外方面，1H25 新加坡门店贡献收入 214 万元 (对比 1H24 收入 96.9 万元，7M25 收入同比增长 119%)，我们看好公司院内制剂出海赋能海外市场增长，并持续整合。

AI 诊疗商业化扬帆起航，新发回购方案奠定发展信心

固生堂持续优化 AI 名医分身模型，背靠丰富历史案例积累，旗下已有耳鼻喉、消化科、皮肤科等八大中医核心科室若干名医签约，我们看好 AI 诊疗自 2H25 开始贡献收入。基于：1) 当前名医分身主要聚焦线上复诊场景，准确率已超 90%，看好后续准确率持续提升及拓展线下场景；2) 截至 8 月已覆盖 10 余个专科，看好年内有望上线 20 个名医分身；3) 后续拓展线下后，相对低的挂号费+专家级别诊疗服务有望催生可观的诊疗增量。此外，公司重视股东回报：1) 年初至今公司已斥资 8468 万港币，累计回购 266.2 万股，注销股份总量达 729.9 万股；2) 8 月 29 日新发回购方案，计划于公开市场最多回购 3 亿港币股份。

盈利预测与估值

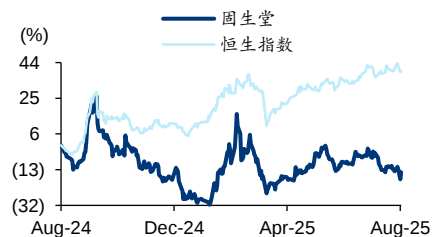
考虑公司年内部分区域 ASP 扰动，我们预计公司 25-27 年净调整 EPS 为 1.96/2.36/2.81 元 (前值：2.08/2.56/3.13 元)。我们给予公司 25 年 25 倍 PE (可比公司 25 年平均 PE41 倍，考虑 A/H 流动性差异及 A 股眼科医疗服务估值中枢上移)，目标价为 53.85 港币 (前值：65.57 港币，25 年 29 倍 PE)，维持“买入”评级。

风险提示：线下门店扩张速度缓慢风险，政策风险，人才流动风险，新店整合不顺利相关风险。

基本数据

目标价 (港币)	53.85
收盘价 (港币 截至 8 月 29 日)	32.50
市值 (港币百万)	7,670
6 个月平均日成交额 (港币百万)	94.39
52 周价格范围 (港币)	25.50-48.95
BVPS (人民币)	10.06

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	3,022	3,473	4,209	4,972
+/-%	30.09	14.92	21.18	18.13
归母净利润 (百万)	306.78	407.05	507.93	614.26
+/-%	22.51	32.69	24.78	20.93
归母净利润 (调整后, 百万)	400.36	462.57	556.58	663.04
+/-%	32.16	15.54	20.32	19.13
EPS (调整后, 最新摊薄)	1.70	1.96	2.36	2.81
PE (调整后, 倍)	17.63	15.26	12.68	10.64
PB (倍)	2.97	2.69	2.33	2.01
ROE (调整后, %)	17.11	18.52	19.71	20.26
EV EBITDA (倍)	19.88	14.26	10.70	8.11
股息率 (%)	1.71	2.33	1.45	1.76

资料来源：公司公告、华泰研究预测



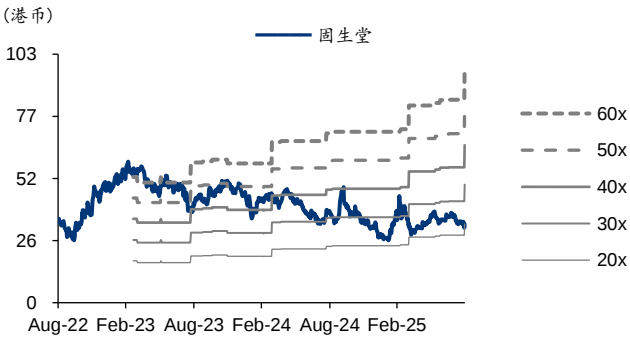
可比公司估值

图表1： 固生堂：可比公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价(元)	总市值 (十亿元)	EPS (元)			PE (x)		
		2025/8/29		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
300015 CH	爱尔眼科	13.4	124.96	0.38	0.43	0.5	35	31	27
301267 CH	华厦眼科	20.79	174.64	0.51	0.6	0.7	41	35	30
301239 CH	普瑞眼科	40.78	6.10	-0.68	0.72	1.27	-60	57	32
平均值							5	41	30

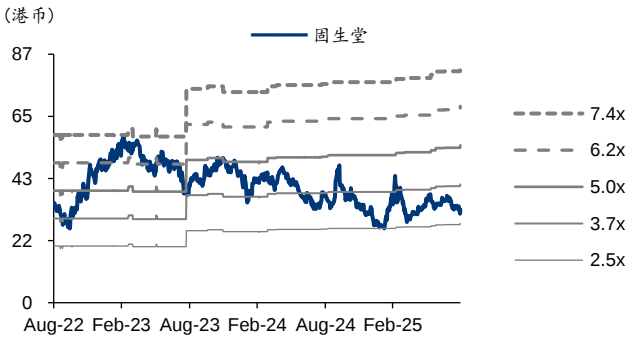
注：数据截至 2025 年 8 月 29 日
资料来源：Wind 一致预测，华泰研究

图表2： 固生堂 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3： 固生堂 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,473	4,209	4,972
销售成本	(1,625)	(2,113)	(2,423)	(2,922)	(3,445)
毛利润	698.21	909.35	1,050	1,287	1,527
销售及分销成本	(281.36)	(368.69)	(395.96)	(471.39)	(546.92)
管理费用	(154.71)	(184.69)	(191.03)	(227.28)	(258.55)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(25.58)	(17.61)	(26.89)	(31.80)	(38.00)
应占联营公司利润及亏损	0.09	(0.77)	0.00	0.00	0.00
税前利润	282.38	363.27	479.50	598.33	723.58
税费开支	(31.23)	(56.10)	(71.92)	(89.75)	(108.54)
少数股东损益	0.74	0.39	0.52	0.65	0.79
净利润	250.41	306.78	407.05	507.93	614.26
非通用准则调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后归母净利润	302.93	400.36	462.57	556.58	663.04
折旧和摊销	(34.68)	(52.26)	(63.03)	(74.43)	(86.30)
EBITDA	273.28	328.62	443.36	555.70	675.29
EPS (人民币, 基本)	1.06	1.30	1.72	2.15	2.60

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	152.95	179.49	205.83	248.18	292.64
应收账款和票据	335.65	464.89	534.26	647.39	764.78
现金及现金等价物	1,301	1,116	1,344	1,745	2,242
其他流动资产	47.70	51.77	51.77	51.77	51.77
总流动资产	1,838	1,813	2,136	2,693	3,351
固定资产	109.66	142.20	172.87	197.64	214.50
无形资产	24.76	21.56	18.48	15.29	11.99
其他长期资产	1,407	1,680	1,680	1,680	1,680
总长期资产	1,542	1,844	1,871	1,893	1,906
总资产	3,379	3,656	4,007	4,585	5,257
应付账款	581.30	622.54	713.87	860.77	1,015
短期借款	93.27	88.39	89.56	91.48	93.47
其他负债	33.65	52.38	52.38	52.38	52.38
总流动负债	708.23	763.31	855.81	1,005	1,161
长期债务	277.30	420.18	433.93	456.37	479.66
其他长期债务	87.73	96.34	96.34	96.34	96.34
总长期负债	365.03	516.52	530.28	552.72	576.00
股本	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
储备/其他项目	2,305	2,376	2,620	3,026	3,518
股东权益	2,305	2,376	2,620	3,026	3,518
少数股东权益	1.09	0.37	0.89	1.54	2.33
总权益	2,306	2,376	2,621	3,028	3,520

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	28.18	23.00	17.34	13.89	11.49
PB	3.06	2.97	2.69	2.33	2.01
调整后 PE (倍)	23.30	17.63	15.26	12.68	10.64
调整后 ROE	15.05	17.11	18.52	19.71	20.26
EV EBITDA	22.63	19.88	14.26	10.70	8.11
股息率 (%)	1.29	1.71	2.33	1.45	1.76
自由现金流收益率 (%)	2.70	2.52	5.70	7.23	8.95

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	273.28	328.62	443.36	555.70	675.29
融资成本	25.58	17.61	26.89	31.80	38.00
营运资本变动	(41.71)	(114.55)	(4.37)	(8.59)	(7.65)
税费	(31.23)	(56.10)	(71.92)	(89.75)	(108.54)
其他	184.23	276.79	72.28	85.27	96.59
经营活动现金流	410.14	452.37	466.23	574.43	693.70
CAPEX	(77.73)	(83.92)	(90.61)	(96.02)	(99.86)
其他投资活动	(185.88)	(183.45)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(263.61)	(267.37)	(90.61)	(96.02)	(99.86)
债务增加量	(54.74)	83.66	14.93	24.36	25.27
权益增加量	0.01	(0.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(90.30)	(119.67)	(162.82)	(101.59)	(122.85)
其他融资活动现金流	302.53	(339.17)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	157.50	(375.19)	(147.89)	(77.23)	(97.58)
现金变动	304.03	(190.18)	227.73	401.18	496.26
年初现金	994.33	1,301	1,116	1,344	1,745
汇率波动影响	2.94	5.33	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,301	1,116	1,344	1,745	2,242

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	43.01	30.09	14.92	21.18	18.13
毛利润	39.77	30.24	15.50	22.55	18.63
营业利润	42.69	23.97	32.68	24.44	20.86
净利润	36.62	22.51	32.69	24.78	20.93
调整后净利润	50.85	32.16	15.54	20.32	19.13
EPS (基本)	33.37	22.51	32.69	24.78	20.93
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.05	30.09	30.24	30.58	30.71
EBITDA	11.76	10.87	12.76	13.20	13.58
净利润率	10.78	10.15	11.72	12.07	12.35
调整后净利润率	13.04	13.25	13.32	13.22	13.34
ROE	12.44	13.11	16.29	17.99	18.77
调整后 ROE	15.05	17.11	18.52	19.71	20.26
ROA	8.36	8.72	10.62	11.82	12.48
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(40.38)	(25.59)	(31.32)	(39.57)	(47.43)
流动比率	2.59	2.37	2.50	2.68	2.89
速动比率	2.38	2.14	2.26	2.43	2.63
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.78	0.86	0.91	0.98	1.01
应收账款周转天数	43.44	47.68	51.78	50.54	51.12
应付账款周转天数	115.81	102.55	99.28	97.01	98.01
存货周转天数	28.55	28.32	28.62	27.97	28.26
现金转换周期	(43.82)	(26.55)	(18.88)	(18.51)	(18.62)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	1.06	1.30	1.72	2.15	2.60
EPS (调整后, 基本)	1.28	1.70	1.96	2.36	2.81
每股净资产	9.77	10.07	11.10	12.82	14.91

免责声明

分析师声明

本人，代雯、沈卢庆、孙茗馨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、沈卢庆、孙茗馨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 爱尔眼科（300015 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司