

固生堂 (02273.HK)

买入 (维持评级)

2025 半年报点评：业绩符合预期，AI 分身如期落地

事件：公司公布 2025 年半年报，报告期内公司实现营收 14.95 亿元 (+9.52%)，归母净利润 1.52 亿元 (+41.9%)，经调净利润 1.7 亿元 (+15.2%)，业绩符合此前预期，归母利润实现高速增长。

➤ 线下业务增长稳健，业务量维持中高增速。

25H1 公司线下医疗机构实现收入 13.7 亿元 (+11.1%)，主要系新收购机构和现有机业务增长贡献；线上机构实现收入 1.27 亿元 (-5.2%)，下滑主要系公司策略性更关注线下业务增长。报告期内，公司实现就诊人次 274.7 万人次 (+15.3%)，实现客单价 544 元 (-5.1%)，客户回头率为 69.3% (-0.2pct)。

➤ 财务分析：盈利能力持续增强，费用率控制得当。

2025H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 11.8%、6.3%、0.8%，分别同比变化+0.1pct、-1.8pct 和+0.2pct，实现毛利率 30.6%，同比+1.2pct，实现归母净利率 10.1% (+2.3pct)，经调整净利率 11.4% (+0.6pct)。

➤ 门店快速扩张，业务版图持续拓展。

截止 2025/6/30，公司在国内共拥有并经营 83 家医疗机构（相比 24 年底增加 5 家），覆盖 20 座城市，包括在新加坡拥有及运营 1 家医疗机构。

➤ 持续加码中医 AI，优化优质医疗资源供给+客户精细化服务。

公司积极拥抱 AI，持续加码中医 AI 研发，公司于 2025/6 发布首个“国医 AI 分身”，至 8 月已发布共 10 个“国医 AI 分身”，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、经典方科、骨伤科 8 大中医核心专科。通过 AI 技术赋能中医，公司增加了优质中医服务供给，解决优质医疗资源供给不足的问题，为更多患者提供规范、高效的诊疗体验。除了 AI 分身，公司还上线了 AI 健康助理，进一步提升患者端的诊疗体验。

➤ 盈利预测与投资建议

中医医疗服务行业需求旺盛，政策持续支持下将迎来高速发展期。公司作为国内连锁中医医疗服务龙头企业，跨区域经营能力优秀，业务模式复制性突出，在品牌、人才、资源等方面具备显著优势，长期增长潜力十足。考虑到公司短期内客单价的扰动，我们适当下调盈利预测，预测公司 25-27 年归母净利润为 3.98/4.92/5.88 亿元（前值为 4.28/5.69/7.42 亿元），维持“买入”评级。

➤ 风险提示

人才流失风险、并购整合风险、医疗事故风险

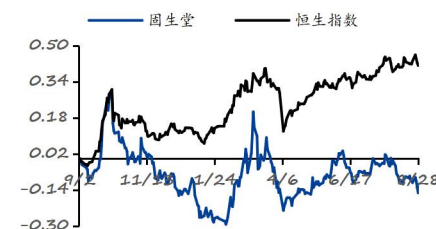
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,323	3,022	3,452	4,115	4,815
增长率	43%	30%	14%	19%	17%
净利润（百万元）	252	307	398	492	588
增长率	38%	22%	30%	24%	19%
EPS（元/股）	1.03	1.25	1.62	2.01	2.40
市盈率（P/E）	29.1	23.9	18.4	14.9	12.5
市净率（P/B）	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-08-29
收盘价:	32.50 港元
总股本/流通股本(百万股)	236.01/236.01
流通市值(百万港元)	7,670.49
每股净资产(港元)	11.03
资产负债率(%)	38.85
一年内最高/最低价(港元)	48.95/25.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
研究助理： 何展聪(S0210123040010)
hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、2025 一季度点评：诊疗量增长稳健，门店持续扩张——2025.05.06
- 2、2024 年报点评：业绩增长强劲，整体符合预期——2025.04.02
- 3、固生堂 2024 三季度点评：诊疗量增长稳健，门店持续扩张——2024.11.08

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,116	863	1,029	1,204	营业总收入	3,022	3,452	4,115	4,815
应收款项合计	465	521	609	699	主营业务收入	3,022	3,452	4,115	4,815
存货	179	197	228	259	营业总支出	2,685	2,971	3,512	4,080
其他流动资产	53	34	38	42	营业成本	2,113	2,372	2,814	3,278
流动资产合计	1,813	1,615	1,904	2,204	营业开支	572	600	697	803
固定资产净额	142	171	195	216	营业利润	337	481	604	735
权益性投资	40	40	40	40	净利息支出	18	4	6	12
其他长期投资	60	60	60	60	权益性投资损益	-1	0	0	0
商誉及无形资产	1,544	1,988	2,487	3,133	其他非经营性损益	44	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	非经常项目前利润	363	477	598	722
其他非流动资产	57	58	57	57	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,843	2,317	2,839	3,506	除税前利润	363	477	598	722
资产总计	3,656	3,932	4,743	5,710	所得税	56	80	106	135
应付账款及票据	308	345	410	477	少数股东损益	0	0	0	0
循环贷款	8	23	241	516	持续经营净利润	307	397	492	587
其他流动负债	447	491	590	689	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	763	859	1,241	1,682	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	92	62	32	2	归属普通股股东净利润	307	398	492	588
其他非流动负债	425	425	425	425	EPS (最新股本摊薄)	1.25	1.62	2.01	2.40
非流动负债合计	517	487	457	427					
负债总计	1,280	1,346	1,698	2,109					
归属母公司所有者权益	2,376	2,585	3,046	3,601					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益总计	2,376	2,585	3,046	3,601					
负债及股东权益总计	3,656	3,932	4,743	5,710					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	452	521	683	818	成长能力				
净利润	307	398	492	588	营业收入增长率	29.9%	14.2%	19.2%	17.0%
折旧和摊销	151	114	145	178	归母公司净利润增长率	21.6%	29.7%	23.7%	19.4%
营运资本变动	-10	0	32	32	获利能力				
其他非现金调整	4	9	14	20	毛利率	30.1%	31.3%	31.6%	31.9%
投资活动现金流	-267	-567	-667	-845	净利率	10.2%	11.5%	12.0%	12.2%
资本支出	-91	-587	-667	-845	ROE	13.1%	16.0%	17.5%	17.7%
长期投资	-69	0	0	0	ROA	8.7%	10.5%	11.3%	11.2%
其他长期资产	-107	20	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	-375	-207	150	202	资产负债率	35.0%	34.2%	35.8%	36.9%
借款增加	84	-15	188	246	流动比率	2.4	1.9	1.5	1.3
股利分配	-90	-117	-32	-32	速动比率	2.1	1.7	1.4	1.2
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他融资活动现金流	-368	-75	-6	-12	每股收益	1.3	1.6	2.0	2.4
					每股经营现金流	1.8	2.1	2.8	3.3
					每股净资产	9.7	10.5	12.4	14.7
					估值比率				
					P/E	24	18	15	12
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA				

数据来源：公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn