

业绩稳健增长源于内生驱动，AI 赋能前景可期

相关研究：

1. 《医生资源与模式创新双轮驱动，会员制+外延扩张验证成长逻辑》 20250827

事件：

公司发布 2025 年半年度报告。根据 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 14.95 亿元，较上年同期增长 9.38%；实现净利润 1.5 亿元，较上年同期增长 41.6%；毛利率为 30.63%，较上年同期上升 1.24pct；净利率为 10.16%，较上年同期上升 2.31pct。

核心要点：

公司评级：买入（维持）

□ 2025H1 利润端表现优于收入端，线下内生增长是业绩稳健增长的驱动力

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-12	-16	-54
绝对收益	-8	-6	-12

注：相对收益与恒生指数相比

公司 2025H1 收入增速放缓的主要原因在于：（1）去年同期高基数原因。2024 年公司收入增速呈现前高后低态势，从基数角度考虑，2025 年收入增速预计呈现前低后高态势。（2）公司上半年对线上服务网络进行优化，对客单价等产生一定影响，下半年影响预计逐步消除。毛利率提升的主要原因在上半年减少了销售毛利率相对较低的医疗健康产品所致。此外，销售费用率保持稳定，管理费用率下降等致净利率同比提升。

从业绩表现来看，公司业绩整体体现出一定韧性和稳健增长态势。根据 2025 年半年报及公司公开交流资料，2025H1 公司净利润增速 41.6%，营收增速 9.38%，利润端表现优于收入端。经营活动现金流净额增速 111%，经营性现金流净额增速高于净利润增速。在需求整体仍偏弱的背景下，公司业绩具有一定韧性及质量。

从业绩驱动因素来看，2025H1 业绩增长主要来自于线下门店的内生增长。根据 2025 年半年报及公司公开交流资料，主营业务按渠道划分，2025H1 线下医疗机构实现营收 13.67 亿元，同比增长 11.1%；线上医疗健康平台实现营收 1.27 亿元，同比下降 5.2%。收入增长的主要来源为线下业务。2025H1 线下门店收入为 13.7 亿元，同比增长 11.1%，其中，老店（2024.06 前运营的门店）同比增长 8.2%；线下就诊人次 253.1 万人次，同比增长 17.9%。

□ 供需两端同增，AI 赋能有望助力业绩快速增长

根据 2025 年半年报及公司公开交流资料，供给端，医生数量持续增长，自有医生队伍不断壮大。2025H1 共新增医生 1501 人，其中，下线医生新增 648 人，同比增长 23.5%，截至 2025 年 6 月底，公司共有名医工作室 141 个，包括 847 人，同比增长 23.8%。需求端，就诊人数及人次均实现两位数增长。2025H1 就诊总人次 274.7 万人次，同比增长 15.3%；门诊总人数 85.6 万人，同比增长 11%，人均就诊次数为 3.2 次。会员门诊人次 108 万人次，同比增长 15.1%；会员收入 6.2 亿元，同比增长 6.3%，人均就诊次数为 3.95 次。需求端依旧显示出客户高黏性。

此外，根据 2025 年半年报，公司于 2025 年 6 月发布首个国医 AI 分身，截至 2025 年 8 月共发布 10 大“国医 AI 分身”，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心里睡眠科、经典方科、骨伤科等八大中医核心专科领域。目前 AI 分身已开始实现创收，未来有望复制优质稀缺医生资源，助力青年医生快速成长，进而驱动业绩增长。除 AI 分身之外，公司的 AI

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

健康助理“固娃”也将助力提升患者的诊疗体验。

投资建议

我们看好公司主要源于：一是公司依托国医大师、名中医形成了核心医师资源，构建了较高竞争壁垒；二是公司通过会员制以及高效平台建立了客户的高黏性；三是 OMO 模式以及 AI 赋能使得公司打通了线上线下，提升了医生诊疗能力和效率，在供需两端形成助力，公司运营能力提升明显；四是公司外延式扩张的可复制性得到验证；五是院内制剂有望成为新的业绩增长点。

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 37.75/47.15/58.76 亿元，归母净利润分别为 3.93/4.98/6.29 亿元，EPS 分别为 1.66/2.112/2.67 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- (1) 医生人才流失的风险。
- (2) 扩张不及预期的风险。
- (3) 政策变动的风险。

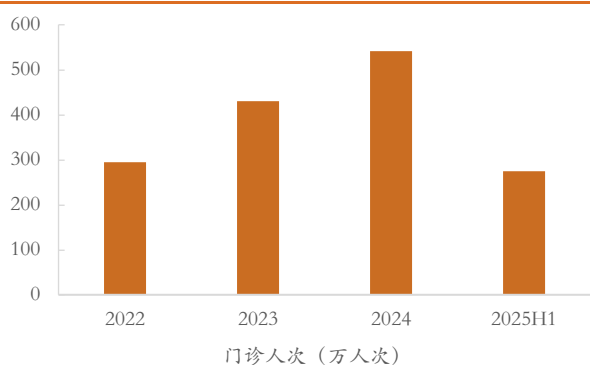
重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3022.38	3775.20	4714.55	5876.19
同比(%)	30.09%	24.91%	24.88%	24.64%
归属母公司净利润	306.78	392.91	498.37	629.00
同比(%)	21.64%	28.08%	26.84%	26.21%
毛利率(%)	30.09%	30.26%	30.57%	31.08%
ROE(%)	12.91%	14.50%	16.04%	17.27%
每股收益(元)	1.30	1.66	2.11	2.67
P/E	23.54	18.38	14.49	11.48
P/B	3.04	2.67	2.32	1.98

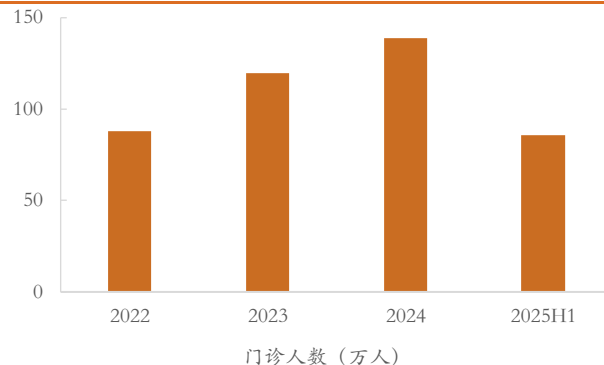
资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

图 1、门诊人次



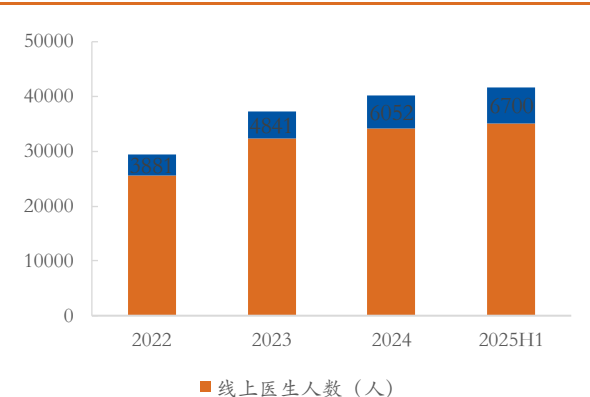
资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 2、门诊人数



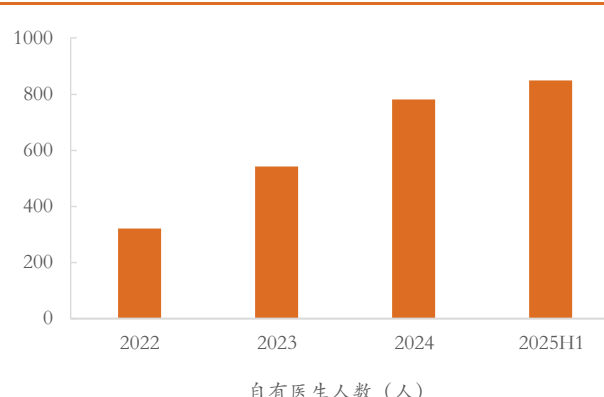
资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 3、集团医生人数持续增加



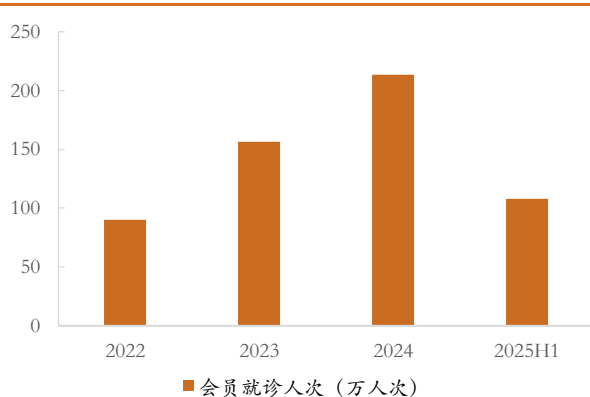
资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 4、自有医生队伍不断壮大



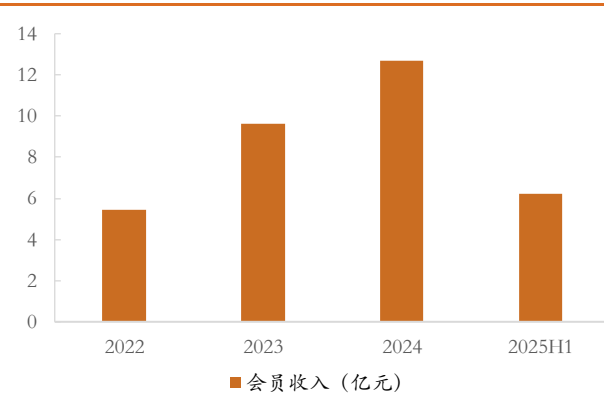
资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 5、会员就诊人次



资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 6、会员收入



资料来源：2022-2025H1 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1135.76	1774.34	2215.84	2791.60	营业额	3022.38	3775.20	4714.55	5876.19
应收账款	269.44	278.90	377.90	476.33	销售成本	2113.03	2632.69	3273.24	4050.17
预付款项、按金及其他应收款项	166.87	243.94	275.03	348.98	其他费用	18.52	20.21	24.19	32.54
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	368.69	464.35	584.60	734.52
存货	179.49	239.02	294.54	358.74	管理费用	184.69	237.84	292.30	364.32
其他流动资产	61.04	47.21	70.75	86.56	财务费用	17.61	-1.24	-2.63	-5.15
流动资产总计	1812.60	2583.42	3234.06	4062.20	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	39.77	39.77	39.77	39.77	投资收益	-0.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	142.20	135.66	129.12	122.58	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	319.07	421.35	542.85	699.79
无形资产	411.17	370.05	328.93	287.82	其他非经营损益	44.21	44.19	47.74	45.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	363.27	465.54	590.59	745.17
其他非流动资产	1250.39	1250.39	1250.39	1250.39	所得税	56.10	71.89	91.21	115.08
非流动资产合计	1843.52	1795.87	1748.21	1700.55	税后利润	307.17	393.65	499.38	630.09
资产总计	3656.12	4379.28	4982.27	5762.75	归属于非控制股东利润	0.39	0.73	1.01	1.09
短期借款	7.89	47.50	39.80	0.00	归属于母公司股东利润	306.78	392.91	498.37	629.00
应付账款	307.67	410.89	521.80	622.50	EBITDA	531.87	511.96	635.61	787.67
其他流动负债	447.75	693.84	794.69	978.21	NOPLAT	284.69	355.23	456.79	587.36
流动负债合计	763.31	1152.23	1356.29	1600.71	EPS(元)	1.30	1.66	2.11	2.67
长期借款	92.21	92.21	92.21	92.21	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	424.32	424.32	424.32	424.32					
非流动负债合计	516.52	516.52	516.52	516.52					
负债合计	1279.83	1668.75	1872.81	2117.23					
股本	0.16	1000.16	2000.16	3000.16					
储备	2375.76	1375.76	375.76	-624.24					
留存收益	0.00	333.51	731.43	1266.41					
归属于母公司股东权益	2375.92	2709.43	3107.35	3642.32					
归属于非控制股东权益	0.37	1.11	2.12	3.20					
权益合计	2376.29	2710.54	3109.46	3645.52					
负债和权益合计	3656.12	4379.28	4982.27	5762.75					
现金流量表（百万元）					成长能力				
税后经营利润	270.44	356.28	459.01	591.72	营收额增长率	0.30	0.25	0.25	0.25
折旧与摊销	150.98	47.66	47.66	47.66	EBIT 增长率	0.23	0.22	0.27	0.26
财务费用	17.61	-1.24	-2.63	-5.15	EBITDA 增长率	0.24	-0.04	0.24	0.24
其他经营资金	13.34	217.06	2.61	31.84	税后利润增长率	0.21	0.28	0.27	0.26
经营性现金净流量	452.37	619.76	506.65	666.06	盈利能力				
投资性现金净流量	-267.37	37.37	40.37	38.37	毛利率	0.30	0.30	0.31	0.31
筹资性现金净流量	-375.19	-18.55	-105.52	-128.68	净利率	0.10	0.10	0.11	0.11
现金流量净额	-190.18	638.58	441.49	575.76	ROE	0.13	0.15	0.16	0.17
					ROA	0.08	0.09	0.10	0.11
					ROIC	0.14	0.14	0.16	0.18
					估值倍数				
					P/E	23.54	18.38	14.49	11.48
					P/S	2.39	1.91	1.53	1.23
					P/B	3.04	2.67	2.32	1.98
					股息率	0.00	0.01	0.01	0.01
					EV/EBIT	0.25	66.19	104.30	124.12
					EV/EBITDA	0.18	60.03	96.48	116.61
					EV/NOPLAT	0.33	86.51	134.25	156.38

资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

敬请阅读末页之重要声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（港股市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。