

固生堂 (02273.HK)

2025 年中期业绩点评: 内生业务稳健, AI 赋能+海外拓展打开想象空间

买入 (维持)

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,327	3,022	3,488	4,188	5,026
同比 (%)	43.05	29.90	15.42	20.06	20.01
归母净利润 (百万元)	252.20	306.78	435.40	571.63	725.75
同比 (%)	37.59	21.64	41.93	31.29	26.96
Non-GAAP 净利润 (百万元)	304.71	400.40	520.00	629.00	759.00
同比 (%)	51.74	31.40	29.87	20.96	20.67
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.07	1.30	1.84	2.42	3.08
P/E (现价&最新摊薄)	28.63	23.54	16.59	12.63	9.95
PE (Non-GAAP)	35.59	18.16	13.89	11.48	9.51

投资要点

- **事件:** 2025 年 H1, 公司实现营收 14.95 亿元 (+9.38%, 同比增长 9.38%, 下同), 净利润 1.52 亿元 (+41.90%), 公司利润端表现亮眼。
- **多渠道获客, 线下门店客流量保持较快增长。** 2025H1, 公司约 94% 的新客户由公司专属医疗机构、药店及线上医疗平台获得, 约 6% 的客户由公司合作的第三方线上平台引流, 公司多渠道获客, 且获客成本相对较低。2025H1, 公司新增客户 45 万人次, 客户就诊人次 274.7 万 (+15.7%), 客户回头率 69.3%, 线下客流保持稳健。客单价方面, 2025 年上半年人次均消费 544 元, 较 2024H1 的 573 元有所下滑, 主要原因系中药饮片采购成本下降, 公司为提高客户体验主动下调价格。虽然平均客单价有所下滑, 但毛利率保持提升趋势, 2025H1 毛利率提升至 30.6% (+1.2pct, 较去年同期 1.2 个百分点)。会员拓展方面, 2025H1, 会员就诊人次 108 万人 (+15.1%), 会员回头率保持在 85%, 会员忠诚度及消费意愿较高。
- **AI 赋能+海外拓展打开想象空间。** 2025 年 6 月, 公司发布首个国医 AI 分身, 至 8 月公司合计发布 10 大“国医 AI 分身”, 基于国医大师施杞等名中医的临床经验, 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 8 大中医核心专科领域。“国医 AI 分身”首先布局线上复诊, 将有利于提升顶尖专家的诊疗效率、缓解名医资源稀缺问题、及缩短青年医生成长周期。除了 AI 分身, 患者端公司上线了 AI 健康助理, 进一步提升患者端的诊疗体验。此外, 公司积极推进实现产品化和标准化, 2025H1 公司新增 2 款院内制剂, 累计完成备案的院内制剂达 14 款, 院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产。海外拓展方面, 公司于 2024 年 3 月收购新加坡宝中堂布局海外业务, 门店经营效率大幅提升, 2025 年 H1 实现收入 214 万元, 7 月新加坡门店收入同比增长 119%, 海外业务有望保持快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司毛利率的提升, 我们将公司 2025-2026 年的经调整净利润 4.9/6.0 上调至 5.2/6.3 亿元, 2027 年预计为 7.6 亿元, 对应当前市值的 PE 估值为 14/11/10 倍。基于公司门店扩张与 AI 布局快速推进, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险, 市场竞争加剧风险, 上游中药材成本上涨风险, 并购不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	33.56
一年最低/最高价	25.50/48.95
市净率(倍)	3.04
港股流通市值(百万港元)	7,222.06

基础数据

每股净资产(元)	10.06
资产负债率(%)	38.85
总股本(百万股)	236.01
流通股本(百万股)	236.01

相关研究

《固生堂(02273.HK): 2024 年业绩点评: 收入/经调利润快速增长, 门店扩张与 AI 布局快速推进》

2025-04-02

《固生堂(02273.HK): 事件点评: 三季度经营趋势符合预期, 新店+老店齐发力》

2024-11-04

固生堂三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,812.60	2,188.57	2,723.50	3,447.07	营业总收入	3,022.38	3,488.31	4,188.08	5,026.02
现金及现金等价物	1,116.44	1,428.22	1,822.37	2,372.97	营业成本	2,113.03	2,399.96	2,868.84	3,432.77
应收账款及票据	269.44	290.69	349.01	418.83	销售费用	368.69	418.60	477.44	552.86
存货	179.49	200.00	239.07	286.06	管理费用	184.69	205.81	230.34	261.35
其他流动资产	247.22	269.66	313.05	369.20	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,843.52	2,040.33	2,249.33	2,458.33	其他费用	18.52	20.93	25.13	30.16
固定资产	142.20	132.20	132.20	132.20	经营利润	337.45	443.02	586.33	748.88
商誉及无形资产	1,543.68	1,743.68	1,943.68	2,143.68	利息收入	0.00	22.33	28.56	36.45
长期投资	39.77	48.77	57.77	66.77	利息支出	17.61	0.28	0.28	0.28
其他长期投资	60.00	60.00	60.00	60.00	其他收益	43.44	51.14	63.09	75.39
其他非流动资产	57.88	55.68	55.68	55.68	利润总额	363.27	516.21	677.71	860.44
资产总计	3,656.12	4,228.89	4,972.83	5,905.39	所得税	56.10	79.50	104.37	132.51
流动负债	763.31	867.33	1,037.92	1,242.55	净利润	307.17	436.71	573.35	727.93
短期借款	7.89	7.89	7.89	7.89	少数股东损益	0.39	1.31	1.72	2.18
应付账款及票据	307.67	346.66	414.39	495.84	归属母公司净利润	306.78	435.40	571.63	725.75
其他	447.75	512.78	615.65	738.82	EBIT	380.89	494.16	649.42	824.27
非流动负债	516.52	548.56	548.56	548.56	EBITDA	531.87	544.16	689.42	864.27
长期借款	92.21	92.21	92.21	92.21	Non-GAAP	400.40	520.00	629.00	759.00
其他	424.32	456.36	456.36	456.36					
负债合计	1,279.83	1,415.89	1,586.48	1,791.12					
股本	0.16	0.16	0.16	0.16	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.37	1.68	3.40	5.59	每股收益(元)	1.30	1.84	2.42	3.08
归属母公司股东权益	2,375.92	2,811.32	3,382.94	4,108.69	每股净资产(元)	9.75	11.91	14.33	17.41
负债和股东权益	3,656.12	4,228.89	4,972.83	5,905.39	发行在外股份(百万股)	236.01	236.01	236.01	236.01
					ROIC(%)	13.42	15.51	17.17	18.11
					ROE(%)	12.91	15.49	16.90	17.66
					毛利率(%)	30.09	31.20	31.50	31.70
					销售净利率(%)	10.15	12.48	13.65	14.44
					资产负债率(%)	35.01	33.48	31.90	30.33
					收入增长率(%)	29.90	15.42	20.06	20.01
					净利润增长率(%)	21.64	41.93	31.29	26.96
					P/E	23.54	16.59	12.63	9.95
					P/B	3.14	2.57	2.13	1.76
					EV/EBITDA	12.21	10.83	7.98	5.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年9月1日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>