

固生堂 (02273.HK)

优于大市

2025H1 业绩稳健增长，名医 AI 分身业务落地

核心观点

2025H1 公司营收实现稳健增长，利润端增速表现亮眼。2025H1 公司实现营收 14.95 亿元，同比增长 9.4%；溢利净额 1.52 亿元，同比增长 41.9%。公司 25H1 一定程度上依然受到医保支付收紧的影响，客单价有所下滑，但公司诊疗量延续扩张趋势，依然实现营业收入的稳健增长。公司上半年外延增长有序推进，海外市场拓展方兴未艾，名医 AI 分身于 7 月份如期落地，医疗服务网络不断扩张，服务质量逐步精进，民营中医诊疗服务龙头地位日渐稳固。随着客单价下降趋势的放缓、名医 AI 分身业务的赋能以及外延并购的落地，看好公司下半年收入增速提升。

客户群持续增长，客单价同比出现明显下滑。按营收拆分来看，医疗健康解决方案 2025H1 收入 14.85 亿元，同比增长 10.4%，占总收入的 99.3%。2025H1 公司新增客户 45.3 万人，同比提升 7.8%；总就诊人次达到 274.7 万次，同比增加 15.3%；客户回头率 69.3%，同比基本持平；次均消费 544 元，同比降低 29 元，环比降低 3 元，主要受到自 24H2 开始的医保端支付收紧的影响；2025H1 会员就诊人次达到 108.0 万次，同比提升 15.1%；会员回头率 85.0%，同比基本持平。综合来看，2025H1 公司除客单价同比有所下降，其他关键经营数据均表现出稳中有升的趋势，随着客单价的企稳，下半年经营数据同比表现有望实现亮眼表现。

费用控制维持稳健，毛利率稳中有升。2025H1 公司毛利率 30.6%，同比提升 1.2pp。销售费用率 11.8%（同比+0.1pp）；管理费用率 6.3%（同比-1.8pp），主要因为用于回购股权及股权激励的费用减少；财务费用率 0.8%（+0.9pp），主要因银行贷款利息和租赁负债利息的增加。公司整体的费用及毛利率水平保持良好，预计随着未来 AI 业务的推出、会员体系的逐渐壮大以及经营效率的提升，公司的盈利能力有望得到进一步提升。

投资建议：公司定位基层中医服务龙头，拥有成熟的行业品牌知名度，已初步建立覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络，拥有良好的异地复制扩张和内生成长动力。公司 AI 名医分身业务已落地，预计 25 年可实现千万级创收。考虑上半年客单价略低于预期的影响，略下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入 36.69/45.72/56.84 亿元（原为 37.86/47.19/58.67 亿元），同比增长 21.4%/24.6%/24.3%；归母净利润 3.68/4.66/5.90 亿元（原为 3.85/4.78/5.92 亿元），同比增长 19.9%/26.7%/26.5%；经调整净利润 4.73/5.72/6.91，同比增长 18.3%/20.9%/20.8%。维持“优于大市”评级。

风险提示：并购整合进度不达预期、竞争加剧风险、政策风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,323	3,022	3,669	4,572	5,684
(+/-%)	43.0%	30.1%	21.4%	24.6%	24.3%
归母净利润(百万元)	252	307	368	466	590
(+/-%)	37.6%	21.6%	19.9%	26.7%	26.5%
每股收益(元)	1.07	1.30	1.56	1.98	2.50
EBIT Margin	11.4%	11.8%	19.8%	18.4%	17.4%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	12.9%	13.8%	15.3%	16.9%
市盈率 (PE)	28.3	23.3	19.4	15.3	12.1
EV/EBITDA	60.8	43.7	23.5	19.1	15.5
市净率 (PB)	3.10	3.01	2.68	2.35	2.05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

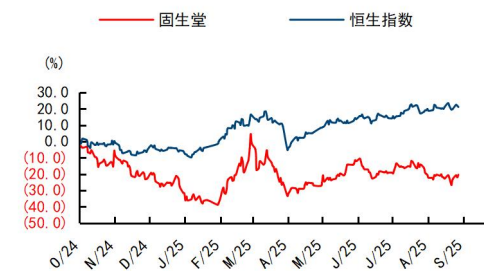
021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	33.70 港元
总市值/流通市值	7954/7954 百万港元
52 周最高价/最低价	48.35/25.19 港元
近 3 个月日均成交额	64.01 百万港元

市场走势



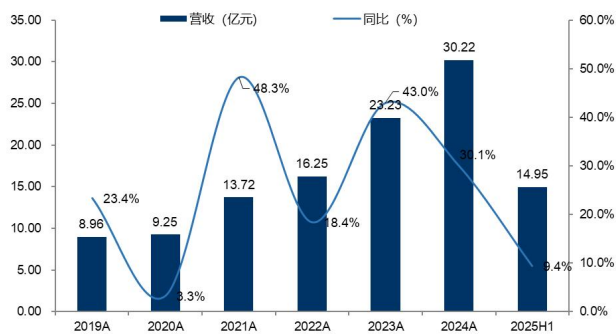
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《固生堂 (02273.HK) -2024 年业绩维持高速增长，AI 赋能有望拓展全新增长空间》——2025-04-02
- 《固生堂 (02273.HK) -24Q3 就诊人次同比增加 25%，内生外延协同增长》——2024-11-08
- 《固生堂 (02273.HK) -2024H1 收入同比增长 38%，巩固民营中医服务龙头地位》——2024-08-26
- 《固生堂 (02273.HK) -中医连锁龙头地位不断巩固，宣派特别股息提振信心》——2023-10-26

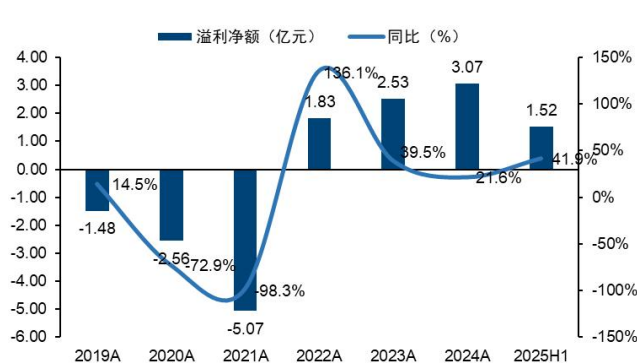
2025H1 公司营收实现稳健增长，利润端增速表现亮眼。2025H1 公司实现营收 14.95 亿元，同比增长 9.4%；溢利净额 1.52 亿元，同比增长 41.9%。公司 25H1 一定程度上依然受到医保支付收紧的影响，客单价有所下滑，但公司诊疗量延续扩张趋势，依然实现营业收入的稳健增长。公司上半年外延增长有序推进，海外市场拓展方兴未艾，名医 AI 分身于 7 月份如期落地，医疗服务网络不断扩张，服务质量逐步精进，民营中医诊疗服务龙头地位日渐稳固。随着客单价下降趋势的放缓、名医 AI 分身业务的赋能以及外延并购的落地，看好公司下半年收入增速提升。

图1：固生堂营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

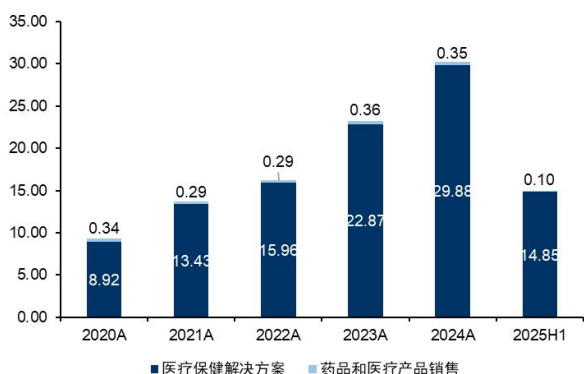
图2：固生堂归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

客户群持续增长，客单价同比出现明显下滑。按营收拆分来看，医疗健康解决方案 2025H1 收入 14.85 亿元，同比增长 10.4%，占总收入的 99.3%。2025H1 公司新增客户 45.3 万人，同比提升 7.8%；总就诊人次达到 274.7 万次，同比增加 15.3%；客户回头率 69.3%，同比基本持平；次均消费 544 元，同比降低 29 元，环比降低 3 元，主要受到自 24H2 开始的医保端支付收紧的影响；2025H1 会员就诊人次达到 108.0 万次，同比提升 15.1%；会员回头率 85.0%，同比基本持平。综合来看，2025H1 公司除客单价同比有所下降，其他关键经营数据均表现出稳中有升的趋势，随着客单价的企稳，下半年经营数据同比表现有望实现亮眼表现。

图3：固生堂各版块营收拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：固生堂新客户和客户就诊次数（单位：千人、千次）

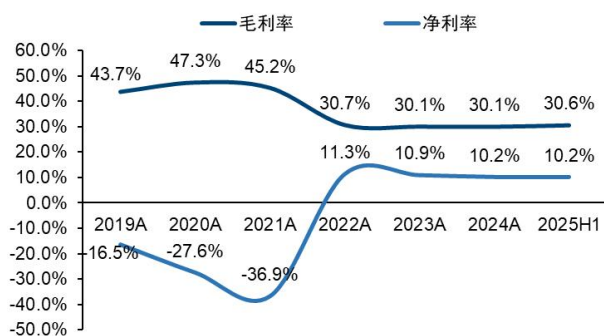


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

费用控制维持稳健，毛利率稳中有升。2025H1 公司毛利率 30.6%，同比提升

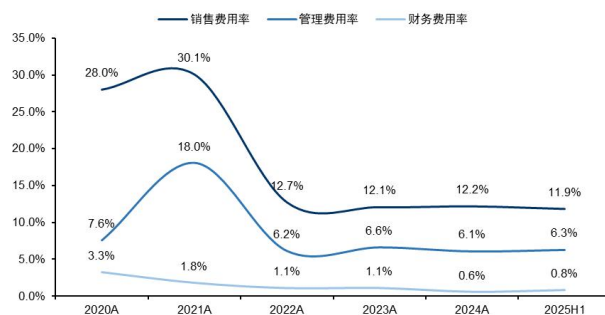
1.2pp。销售费用率 11.8%（同比+0.1pp），公司通过多渠道客户获取策略吸引新客户，同时通过差异化客户保留策略保留现有客户并提高客户忠诚度；管理费用率 6.3%（同比-1.8pp），主要因为用于回购股权及股权激励的费用减少；财务费用率 0.8%（+0.9pp），主要因银行贷款利息和租赁负债利息的增加。公司整体的费用及毛利率水平保持良好，预计随着未来 AI 业务的推出、会员体系的逐渐壮大以及经营效率的提升，公司的盈利能力有望得到进一步提升。

图5: 固生堂毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

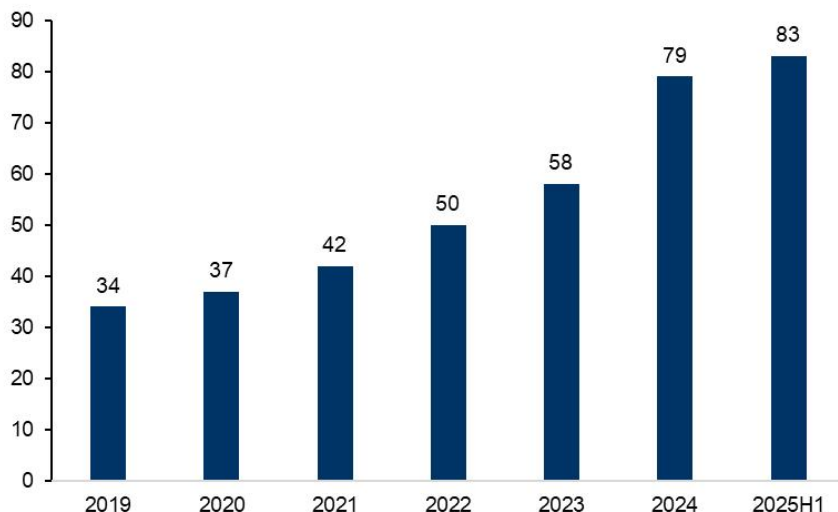
图6: 固生堂三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

收购+自建并举，服务网络不断扩张。2025H1 公司新增 7 家分院，其中包括武汉未来中医院等 3 家收购分院以及上海静安分院等 4 家自建分院，门店数量不断攀升。截至 2025 年 6 月末，公司门店已经覆盖全国 20 座城市以及新加坡。

图7: 固生堂门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

名医 AI 分身业务如期顺利落地，预计将迅速赋能公司营收增长及服务质量提升。公司于 2025 年 7 月正式推出 10 大国医 AI 分身，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科等 8 大中医核心专科领域，标志着“中医+AI”从技术探索迈向规模化应用阶段。当前阶段公司的“国医 AI 分身”主要被应用于线上复诊，AI 开具的处方需要经专家本人审核后发送给患者，后续 AI 分身的应用将逐步从

线上复诊转移至线下初诊，由专家本人审核处方转变至专家徒弟医生审核。AI 分身短期内预计将会为公司带来复诊率的提升，长期看将会对公司的医疗服务质量提升及服务网络拓展带来稳定动力。

投资建议

公司定位基层中医服务龙头，拥有成熟的行业品牌知名度，已初步建立覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络，拥有良好的异地复制扩张和内生长动力。公司 AI 名医分身业务已落地，预计 25 年可实现千万级创收。考虑上半年客单价略低于预期的影响，略下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入 36.69/45.72/56.84 亿元（原为 37.86/47.19/58.67 亿元），同比增长 21.4%/24.6%/24.3%；归母净利润 3.68/4.66/5.90 亿元（原为 3.85/4.78/5.92 亿元），同比增长 19.9%/26.7%/26.5%；经调整净利润 4.73/5.72/6.91，同比增长 18.3%/20.9%/20.8%。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 亿人民币	归母净利润（亿元）				PE				ROE (24A)	PEG (25E)
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
300015.SZ	爱尔眼科	1,240	35.6	40.5	46.6	53.5	33.9	29.6	25.6	22.2	18.0	2.2
301267.SZ	华厦眼科	176	4.3	5.1	5.8	6.7	40.2	33.9	29.2	25.4	7.5	1.9
301239.SZ	普瑞眼科	59	-1.0	1.0	1.9	2.9	-	56.2	29.5	19.5	-	0.3
600763.SH	通策医疗	212	5.0	5.4	5.9	6.6	41.3	38.3	34.8	31.0	12.8	5.0
1951.HK	锦欣生殖	82	2.8	-1.5	3.6	4.4	27.9	-	21.9	17.7	2.8	0.3
6078.HK	海吉亚医疗	94	6.0	6.7	7.8	9.0	14.7	12.9	11.1	9.5	9.3	1.0
2273.HK	固生堂	79	3.1	3.7	4.7	5.9	24.8	20.4	15.9	12.4	13.1	0.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除固生堂、爱尔眼科外，其余为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1301	1116	1246	1297	1316	营业收入	2323	3022	3669	4572	5684
应收款项	336	465	503	664	825	营业成本	1623	2113	2560	3186	3955
存货净额	153	179	237	289	352	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	19	18	23	28	销售费用	281	369	455	562	694
流动资产合计	1838	1813	2037	2311	2569	管理费用	155	185	235	290	358
固定资产	110	142	155	186	216	财务费用	(26)	(18)	(11)	(11)	(12)
无形资产及其他	1343	1544	1285	1031	783	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	58	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	31	100	110	130	170	其他收入	(25)	(10)	(17)	(19)	(23)
资产总计	3379	3656	3645	3716	3796	营业利润	265	363	413	526	667
短期借款及交易性金融负债	16	8	14	13	12	营业外净收支	19	0	20	20	20
应付款项	344	389	435	529	646	利润总额	284	363	433	546	687
其他流动负债	348	448	568	694	848	所得税费用	31	56	65	79	96
流动负债合计	708	844	1017	1236	1506	少数股东损益	1	0	0	1	1
长期借款及应付债券	0	92	92	92	92	归属于母公司净利润	252	307	368	466	590
其他长期负债	365	517	689	824	854						
长期负债合计	365	609	781	916	946	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1073	1453	1798	2152	2452	净利润	252	307	368	466	590
少数股东权益	1	0	1	1	2	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2305	2376	2670	3043	3485	折旧摊销	(120)	(151)	(325)	(328)	(331)
负债和股东权益总计	3379	3829	4469	5197	5939	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(26)	(18)	(11)	(11)	(12)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	71	134	244	138	70
每股收益	1.07	1.30	1.56	1.98	2.50	其它	0	0	0	1	1
每股红利	0.38	0.12	0.31	0.40	0.62	经营活动现金流	203	290	287	276	329
每股净资产	9.77	10.07	11.31	12.89	14.77	资本开支	0	118	(80)	(105)	(113)
ROIC	12%	13%	19%	32%	51%	其它投资现金流	0	3	0	(6)	(8)
ROE	11%	13%	14%	15%	17%	投资活动现金流	(24)	52	(90)	(131)	(161)
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	20%	18%	17%	负债净变化	(53)	92	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(90)	(29)	(74)	(93)	(147)
收入增长	43%	30%	21%	25%	24%	其它融资现金流	413	(654)	6	(1)	(1)
净利润增长率	38%	22%	20%	27%	27%	融资活动现金流	128	(527)	(67)	(95)	(149)
资产负债率	32%	35%	40%	41%	41%	现金净变动	307	(185)	130	50	20
息率	1.2%	0.4%	1.0%	1.2%	1.9%	货币资金的期初余额	994	1301	1116	1246	1297
P/E	28.3	23.3	19.4	15.3	12.1	货币资金的期末余额	1301	1116	1246	1297	1316
P/B	3.1	3.0	2.7	2.3	2.1	企业自由现金流	0	403	457	425	474
EV/EBITDA	61	44	24	19	15	权益自由现金流	0	(144)	473	434	483

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032