

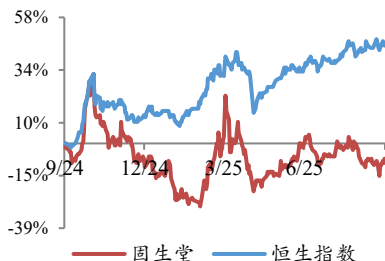
利润增速亮眼，同店内生增长稳健

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-04

收盘价（港元）	33.70
近 12 个月最高/最低（港元）	48.95/25.50
总股本（百万股）	236
流通股本（百万股）	236
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	80
流通市值（亿港元）	80

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李雨涵

执业证书号：S0010525070005

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评固生堂 (2273.HK)：业绩持续高增，AI 赋能业务新方向 2025-04-03
2. 【华安医药】公司点评固生堂 (2273.HK)：环境趋严不改经营韧性，多维度提升公司竞争力 2025-01-

主要观点：

● 事件：

公司发布 2025 年中期业绩公告，2025H1 公司实现营业收入 14.9 亿元（+9.5%），归母净利润 1.5 亿元（+41.6%），业绩符合预期。

● 点评：

✓ 利润增速亮眼，同店内生增长稳健

拆分收入结构，公司医疗健康解决方案 2025H1 实现营收 14.85 亿元（+10.4%），占总收入 99.3%；医疗健康产品销售实现营收 1003 万元。按收入渠道划分，公司线下医院实现收入 13.67 亿元，同比+11.1%，同店内生增长稳健。线上医疗健康平台实现收入 1.27 亿元。从盈利能力看，25H1 公司毛利率 30.63%，同比+1.24pct，盈利能力稳步提升。

版图持续扩张，并购+自建稳步推进。2025 上半年，公司新增门店 10 家，其中自建 4 家（上海菁北中医门诊、成都高新大源中医门诊、汕头龙湖中医门诊、中山市固生堂），并购武汉未来、无锡同康、北京博华、常熟广仁、天津平安、深圳天元等 6 家（其中有 3 家并购店上半年签约，下半年交割），新入驻成都、汕头 2 座城市，截至报告期末公司体内总机构数增至 83 家，服务网络遍及全国及东南亚。

品牌认可度持续提升，会员黏性进一步增强。2025 上半年公司新增客户 45.3 万人，总就诊人次 2532.9 万人次（+29.53%）；客户回头率 69.3%，次均消费 544 元（同比-5.1%）。2025H1 会员消费人数 27.4 万人（+5.0%），会员回头率 85.0%。

✓ AI 赋能降本增效，打开长期增长空间

公司积极拥抱 AI 技术，以解决中医行业优质医生资源稀缺的核心痛点。公司已成功推出“国医 AI 分身”产品，首批上线的 10 大国医 AI 分身覆盖肿瘤、皮肤、消化等八大核心专科领域。通过将国医大师的诊疗经验和学术成果数字化、模型化，AI 分身能够有效赋能平台上的青年医生，提升其临床诊疗水平和服务效率，从而规模化复制稀缺的专家能力。

● 投资建议

我们看好公司在中医医疗服务领域的领先地位，成熟门店稳健增长、国内外扩张稳步推进、AI 持续赋能业务，长期增长可期。根据公司并购调整策略，我们调整盈利预期，预计公司 2025-2027 年将实现营业收入 34.56/42.23/49.67 亿元（前值为 38.50/47.26/57.57 亿元），同比+14%/22%/18%；将实现归母净利润 4.00/4.97/6.13 亿元（前值为 3.74/4.74/6.17 亿元），同比+30%/24%/23%，维持“买入”评级。

● 风险提示

并购进展不及预期；政策不确定性；饮片集采风险等。

● 重要财务指标

单位:百万人民币

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3022	3456	4223	4967
收入同比（%）	30%	14%	22%	18%
归母净利润	307	400	497	613
归母净利润同比（%）	22%	30%	24%	23%
ROE（%）	12.91%	14.40%	15.19%	15.78%
每股收益（元）	1.26	1.69	2.11	2.60
市盈率（P/E）	26.83	19.90	16.00	12.97

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,813	2,064	2,499	3,008	
现金	1,116	1,285	1,555	1,904	
应收账款及票据	269	307	375	442	
存货	179	197	240	282	
其他	247	274	328	380	
非流动资产	1,844	2,043	2,248	2,453	
固定资产	142	180	217	255	
无形资产	1,544	1,713	1,881	2,049	
其他	158	150	150	150	
资产总计	3,656	4,107	4,747	5,461	
流动负债	763	788	900	979	
短期借款	8	3	0	0	
应付账款及票据	308	329	384	422	
其他	448	456	515	556	
非流动负债	517	542	572	592	
长期债务	92	92	92	92	
其他	424	450	480	500	
负债合计	1,280	1,330	1,472	1,571	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	2,533	2,932	3,430	4,043	
归属母公司股东权益	2,376	2,776	3,273	3,886	
少数股东权益	0	1	2	3	
股东权益合计	2,376	2,777	3,275	3,890	
负债和股东权益	3,656	4,107	4,747	5,461	

现金流量表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	280	383	485	572	
净利润	307	400	497	613	
少数股东权益	0	1	1	1	
折旧摊销	0	33	35	35	
营运资金变动及其他	-27	-50	-48	-78	
投资活动现金流	-175	-206	-210	-220	
资本支出	0	-240	-240	-240	
其他投资	-175	34	30	20	
筹资活动现金流	-300	-8	-6	-3	
借款增加	0	-5	-3	0	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	-300	-3	-3	-3	
现金净增加额	0	169	270	349	

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,022	3,456	4,223	4,967
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,113	2,368	2,882	3,379
销售费用	369	397	486	571
管理费用	185	200	245	273
研发费用	0	41	51	55
财务费用	18	-14	-16	-21
除税前溢利	363	450	560	691
所得税	56	49	62	76
净利润	307	400	498	615
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	307	400	497	613
EBIT	381	436	543	670
EBITDA	381	469	578	705
EPS（元）	1.26	1.69	2.11	2.60

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	30.09%	14.35%	22.18%	17.63%
归属母公司净利润	21.64%	30.27%	24.42%	23.35%
获利能力				
毛利率	30.09%	31.49%	31.74%	31.97%
销售净利率	10.15%	11.56%	11.77%	12.35%
ROE	12.91%	14.40%	15.19%	15.78%
ROIC	13.01%	13.51%	14.36%	14.97%
偿债能力				
资产负债率	35.01%	32.39%	31.01%	28.77%
净负债比率	-42.77%	-42.86%	-44.67%	-46.59%
流动比率	2.37	2.62	2.78	3.07
速动比率	2.11	2.35	2.49	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.89	0.95	0.97
应收账款周转率	13.45	11.99	12.37	12.16
应付账款周转率	7.11	7.44	8.08	8.38
每股指标（元）				
每股收益	1.26	1.69	2.11	2.60
每股经营现金流	1.15	1.62	2.06	2.42
每股净资产	9.75	11.76	13.87	16.47
估值比率				
P/E	26.83	19.90	16.00	12.97
P/B	3.47	2.87	2.43	2.05
EV/EBITDA	18.96	14.42	11.23	8.71

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 李雨涵, 医药行业分析师, 主要研究方向为医疗服务和生物制品。湖南大学本硕, 生物技术+金融硕士复合背景。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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%至 15%;
- 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;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。