



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年09月11日

基础数据

09月10日收盘价（港元）	33.66
总市值（亿港元）	79.44
总股本（亿股）	2.36

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】固生堂：2024年业绩符合预期，期待AI赋能打开增长新空间-2025.04.03

【兴证医药】固生堂：三季度经营趋势良好，内生稳健扩张加速-2024.11.07

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005

请注意：董晓洁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

dongxiaojie@xyzq.com.cn

固生堂(02273.HK)

2025年上半年业绩稳健，AI+出海稳步推进

投资要点：

- **2025年上半年业绩稳健，符合预期。**2025年上半年公司实现营业收入14.95亿元，同比增长9.52%，归母净利润1.52亿元，同比增长41.90%，收入增长稳健，盈利能力显著提升。2025年上半年公司整体毛利率为30.63%，同比提升1.23pct，归母净利率为10.14%，同比提升2.32pct，销售费用率为11.85%，同比提升0.12pct，管理费用率为6.30%，同比下降1.78pct。公司决定派发中期股息每股0.35港元，合计共人民币0.76亿元，约占公司2025年上半年归母净利润的49.96%。
- **业务扩张稳步推进，新客户及诊疗人次稳健增长。**公司业务进一步扩张，截至2025年6月30日，公司拥有并经营83家医疗机构，较2024年12月31日新增5家。客户方面，2025年上半年新客户45.3万，同比增长7.77%；客户就诊人次274.7万，同比增长15.27%，就诊次均消费544元，同比下滑5.06%。会员就诊人次108.0万，同比增长15.14%，会员回头率保持相对稳定。
- **国医AI分身落地，增加优质中医服务供给。**公司2025年6月发布首个“国医AI分身”，至8月合计已发布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、心理睡眠科、经典方科、骨伤科8大中医核心专科领域。通过AI技术赋能中医，增加优质中医服务供给，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。同时，公司上线AI健康助理，进一步提升患者端诊疗体验。
- **海外营收实现增长，持续推进国际化战略。**2025年上半年公司在新加坡业务收入为214.3万元，同比增长121.16%，实现快速发展。未来，公司将继续推进国际化战略，包括在海外扩大线下服务网络，相信数字化与人工智能技术的发展将显著改善海外优质中医医疗资源供给不足的局面，并且中医AI服务也会在海外受到用户的欢迎。
- **盈利预测及估值：**根据业务经营情况，我们调整盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入为34.07亿元、41.06亿元、49.08亿元，同比增长12.74%、20.50%、19.55%，归母净利润为4.00亿元、5.07亿元、6.31亿元，同比增长30.43%、26.63%、24.59%，对应2025年9月10日收盘价的PE为18.15、14.34、11.51倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策变化风险，市场环境及经济环境影响，扩店及并购标的的速度不及预期，AI赋能落地低于预期或投入超预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,022	3,407	4,106	4,908
增长率	30.09%	12.74%	20.50%	19.55%
归母净利润（百万元）	307	400	507	631
增长率	21.64%	30.43%	26.63%	24.59%
毛利率	30.09%	31.88%	32.09%	32.09%
ROE（%）	12.91%	15.25%	17.26%	18.98%
每股收益（元）	1.30	1.63	2.06	2.57
市盈率	23.68	18.15	14.34	11.51

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，按港币兑人民币汇率0.9143计算市盈率

附表

损益表		单位：人民币百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	3,022	3,407	4,106	4,908	
营业成本	-2,113	-2,321	-2,788	-3,333	
毛利润	909	1,086	1,317	1,575	
销售费用	-369	-406	-481	-566	
行政开支	-185	-190	-221	-265	
其他收入及收益	44	38	44	44	
经营盈利	382	504	635	774	
财务费用	-18	-28	-33	-25	
税前盈利	363	475	602	750	
所得税	-56	-74	-94	-117	
少数股东损益	0	1	1	1	
归母净利润	307	400	507	631	
每股收益（元）	1.30	1.63	2.06	2.57	
成长性					
营业收入增长率	30.09%	12.74%	20.50%	19.55%	
归母净利润增长率	21.64%	30.43%	26.63%	24.59%	
资产负债表		单位：人民币百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
银行结余及现金	1,116	1,250	1,539	1,904	
应收账款	269	308	371	444	
存货	179	203	244	292	
其他流动资产	247	276	322	375	
流动资产	1,813	2,037	2,477	3,015	
固定资产	142	262	332	402	
无形资产	1,154	1,149	1,144	1,139	
其他非流动资产	547	497	447	397	
非流动资产	1,844	1,909	1,924	1,939	
总资产	3,656	3,945	4,400	4,953	
短期借款	8	8	8	8	
应付账款	308	337	405	484	
其他短期负债	448	451	515	589	
流动负债	763	796	928	1,081	
长期借款	92	102	112	122	
其他固定负债	424	424	424	424	
非流动负债	517	527	537	547	
总负债	1,280	1,322	1,464	1,628	
股东权益	2,376	2,623	2,936	3,326	
负债权益合计	3,656	3,945	4,400	4,953	

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

财务分析

	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力				
经营利润率	12.63%	14.79%	15.46%	15.77%
归母净利润率	10.15%	11.74%	12.34%	12.86%
营运表现				
SG&A/收入	18.31%	17.49%	17.10%	16.91%
所得税率	15.44%	15.63%	15.63%	15.63%
股息支付率	38.49%	38.49%	38.49%	38.49%
存货周转天数	31.01	32.00	32.00	32.00
应收账款周转天数	32.54	33.00	33.00	33.00
应付账款周转天数	53.15	53.00	53.00	53.00
财务状况				
资产负债率	2.74%	2.79%	2.73%	2.63%
流动比率	0.03	0.03	0.03	0.03
现金比率	2.37	2.56	2.67	2.79
利息保障倍数	1.48	1.59	1.67	1.77
净资产收益率	12.91%	15.25%	17.26%	18.98%
每股经营现金（元）	1.86	1.93	2.57	3.06
每股净资产（元）	9.78	11.11	12.44	14.09
PE	23.68	18.15	14.34	11.51

现金流量表

单位：人民币百万元

	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	363	475	602	750
营运资金变化	-134	-59	-18	-19
融资成本	18	28	33	25
支付所得税	-38	-74	-94	-117
其他调整项	243	85	85	85
经营活动现金流	452	455	607	723
资本开支	-207	-150	-100	-100
其他投资活动	-60	0	0	0
投资活动现金流	-267	-150	-100	-100
已付股息	-	-	-	-
其他融资活动	-375	-172	-218	-258
融资活动现金流	-375	-172	-218	-258
净现金流	-190	133	290	365
期初持有现金	1,301	1,116	1,250	1,539
汇率存款变动影响	5	0	0	0
期末持有现金	1,116	1,250	1,539	1,904

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk