

固生堂（02273.HK）

加速全球业务扩张，持续回购注销彰显长远发展信心

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2323	3022	3405	4014	4826
增长率 yoy（%）	43.0	30.1	12.7	17.9	20.2
归母净利润（百万元）	252.2	306.8	406.4	532.8	677.4
增长率 yoy（%）	37.6	21.6	32.5	31.1	27.1
经调整净利润（百万元）	304.7	400.4	451.39	567.81	702.45
增长率 yoy（%）	53.6	31.4	12.73	25.79	23.71
ROE（%）	10.9	12.9	14.6	16.1	17.0
EPS 最新摊薄（元）	1.09	1.32	1.75	2.30	2.93
P/E（倍）	25.5	21.0	15.8	12.1	9.5
P/E（经调整，倍）	21.1	16.1	14.2	11.3	9.2
P/B（倍）	2.8	2.7	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：近期，固生堂发布公告：1）2025Q3，公司客户就诊人次总数为 160.7 万，同比增长约 8.2%；2）固生堂附属公司 Gushengtang Singapore（新加坡固生堂）与 DA ZHONG TANG PTE. LTD.（大中堂）的股东签署股权转让合同，拟收购大中堂 100% 股权。

客户就诊人次总数保持稳健增长。根据公司公告，2025 年 Q1、Q2、Q3，公司客户就诊人次总数分别为 121.0 万、153.7 万、160.7 万，分别同比增长 12.7%、17.4%、8.2%。

持续加快国内外业务拓展步伐，形成“国内重点城市深度渗透+海外战略加速推进”的立体化发展新格局。

国内布局方面：

➤ **重点城市密集落子，分院总量将增至 87 家。**根据固生堂投资者关系，2025 年 7 月以来，公司通过并购新增 4 家分院：深圳天元医院、天津河西分院、福州台江分院、南京鼓楼分院，分院总量将增至 87 家，进一步夯实区域服务能力。年内至今，公司已成功新进天津、成都、汕头三座城市，并在福州、深圳、南京等重点城市进行同城加密，持续提升区域覆盖密度与服务能力。

海外布局方面：

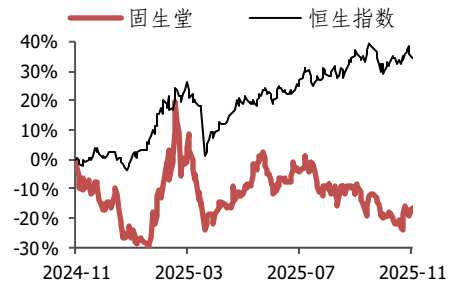
➤ **与新加坡 1doc 合作，以控股经营为路径，在新加坡打造“新中医”服务模式。**根据固生堂投资者关系，2025 年 10 月 22 日，公司与新加坡综合数字医疗平台 1doc 达成战略合作。双方将在新加坡的西医家庭诊所中系统化引入中医服务，为民众提供覆盖临床诊疗、日常保健及社区健康的中西医协同诊疗体验。根据合作框架，1doc 将在其现有诊所网络内划分独立的中医诊疗区域，由固生堂持股 70% 并全面负责运营管理，1doc 持股 30%，共同开展中医业务。1doc 是新加坡健康领域龙头企业 IHG（IAPPS Health Group）的子公司，在新加坡运营 9 家自有诊所和 21

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 11 月 17 日收盘价（港元）	30.480
总市值（百万港元）	7,058.22
流通市值（百万港元）	7,058.22
总股本（百万股）	231.57
流通股本（百万股）	231.57
近 3 月日均成交额（百万港元）	53.87

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgcws.com

分析师 蔡航

执业证书编号：S1070522050002

邮箱：caihang@cgcws.com

相关研究

- 《业绩稳健增长，“国医 AI 分身+院内制剂”有望打造成长新动能》2025-09-03
- 《业绩稳健增长，线下门店布局加速》2025-04-09
- 《持续加码 AI，开创中医医疗服务“智”高点》2025-03-10

家附属诊所。凭借 1doc CIS（诊所信息系统）及数字孪生等技术平台，推动个性化、预测性与预防性的“3P 医学”模式落地。1doc 已服务超 7.9 万名患者，支持了 300 多家企业客户，并为超 2.5 万名员工提供职场健康服务，强大的本地化医疗网络和数字化技术，为中医药在新加坡的落地提供了有力支撑。

- **与新加坡医疗保健基金 AGP（August Global Partners）达成战略合作，加速中医产业化。**根据固生堂投资者关系，2025 年 10 月 22 日，公司与新加坡金融投资机构 AGP 达成战略合作。AGP 将对固生堂新加坡公司进行直接投资，专项用于推进国际化战略及人工智能技术研发，为固生堂全球医疗产业布局提供有力的资本支持。未来，双方将围绕中医产业化、科技赋能与国际化运营展开深度协同，共同推进中医药在东南亚乃至全球市场的创新发展与高水平落地。
- **拟收购拟全资收购新加坡大中堂，将新增运营 14 家门诊机构。**根据公司公告、固生堂投资者关系，2025 年 11 月 16 日，固生堂附属公司 Gushengtang Singapore（新加坡固生堂）与 DA ZHONG TANG PTE. LTD.（大中堂）的股东签署股权转让合同，拟收购大中堂 100% 股权。收购完成后，大中堂的财务业绩将纳入公司的综合财务报表，进一步夯实公司整体营收。大中堂是新加坡主流中医连锁品牌——新加坡中国中医的控股公司，自 1996 年成立以来，已发展为当地具有广泛影响力的中医诊疗服务机构。该品牌在新加坡运营 14 家中医门诊部，覆盖多个核心商圈及居民社区，拥有成熟的本地化服务能力与高度信赖的用户基础。如收购顺利完成，公司将新增运营 14 家中医门诊部。

持续回购注销公司股份，彰显公司长期发展信心，重视股东回报。根据 iFind，2025 年初至今，公司累计回购股份数量达 1105.26 万股，回购金额共计约 3.39 亿港元，回购均价约 30.66 港元。根据固生堂投资者关系，2025 年 10 月，公司持续股份回购，10 月合计回购约 421.76 万股，回购金额达 1.27 亿港元。同时，公司已于近期完成注销 444.61 万股。根据公司公告，2025 年 8 月 29 日，公司董事会决议行使回购授权，拟于公开市场回购价值最多 3 亿港元的股份。2025 年 11 月 6 日，公司董事会再次决议行使回购授权，拟新增最多不超过 3 亿港元的回购额度，以进一步提升公司股份价值、增强股东回报。

投资建议：公司是国内中医医疗健康服务龙头企业，随着公司“内生+外延”持续拓展业务版图，以及“国医 AI 分身+院内制剂”的持续推进，未来可期。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 34.05 亿元、40.14 亿元、48.26 亿元，归母净利润 4.06 亿元、5.33 亿元、6.77 亿元，2025 年 11 月 17 日收盘价对应的 PE 倍数分别为 15.8X、12.1X、9.5X，维持“买入”评级。

风险提示：核心医师流失风险，医药行业政策不及预期，并购整合不及预期，自建门店不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,838	1,813	2,538	3,333	4,330
现金	1,314	1,136	1,809	2,479	3,309
应收票据及应收账款	180	269	252	297	357
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	128	167	220	259	312
存货	153	179	213	248	296
其他流动资产	63	61	44	49	57
非流动资产	1,542	1,844	1,753	1,662	1,571
长期股权投资	31	40	40	40	40
固定资产	110	142	120	98	75
无形资产	359	411	343	274	206
其他非流动资产	1,043	1,250	1,250	1,250	1,250
资产总计	3,379	3,656	4,291	4,995	5,901
流动负债	708	763	991	1,161	1,389
短期借款	16	8	0	0	0
应付票据及应付账款	287	308	367	427	508
其他流动负债	405	448	624	734	881
非流动负债	365	517	517	517	517
长期借款	0	92	92	92	92
其他非流动负债	365	424	424	424	424
负债合计	1,073	1,280	1,507	1,678	1,906
归属母公司股东权益	2,305	2,376	2,782	3,315	3,993
负债和股东权益	3,379	3,656	4,291	4,995	5,901

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	410	452	644	629	787
净利润	253	307	407	534	679
折旧摊销	120	151	91	91	91
财务费用	26	18	-1	-3	-6
其他经营现金流	11	-23	146	8	23
投资活动现金流	-264	-267	37	37	37
资本支出	-3	31	0	0	0
其他投资现金流	-261	-299	37	37	37
筹资活动现金流	158	-375	-7	3	6
短期借款	-2	-9	-8	0	0
长期借款	-53	92	0	0	0
其他筹资现金流	212	-459	1	3	6
现金净增加额	304	-190	674	670	830

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,405	4,014	4,826
营业成本	1,623	2,113	2,348	2,737	3,257
营业税金及附加	9	19	19	20	23
销售费用	281	369	414	472	560
管理费用	155	185	187	201	232
财务费用	26	18	-1	-3	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	229	319	438	588	761
其他非经营损益	55	44	44	44	44
利润总额	284	363	482	632	805
所得税	31	56	75	99	126
净利润	253	307	407	534	679
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	252	307	406	533	677
EBITDA	430	532	572	720	890
EPS (元/股)	1.09	1.32	1.75	2.30	2.93

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业利润 (%)	37.8	21.4	32.5	31.1	27.1
获利能力					
毛利率 (%)	30.1	30.1	31.0	31.8	32.5
净利率 (%)	10.9	10.2	12.0	13.3	14.1
ROE (%)	10.9	12.9	14.6	16.1	17.0
ROIC (%)	25.4	24.6	23.5	37.2	51.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.8	35.0	35.1	33.6	32.3
净负债比率 (%)	-56.3	-43.6	-61.7	-72.0	-80.5
流动比率	2.6	2.4	2.6	2.9	3.1
速动比率	2.3	2.1	2.3	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12.9	11.2	13.5	13.5	13.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.1	1.3	1.8	2.3	2.9
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.8	2.0	2.8	2.7	3.4
每股净资产 (最新摊薄)	10.0	10.3	12.0	14.3	17.2
估值比率					
P/E	25.5	21.0	15.8	12.1	9.5
P/B	2.8	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	-2.7	-1.5	-2.5	-2.9	-3.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686