

固生堂 (2273 HK)

开启海外规模化扩张，26 年业绩加速增长

固生堂在近期完成了对新加坡大中堂 100% 股权的收购，获得 14 家中医门诊部，标志着公司进入规模化海外扩张之路。公司计划进一步增加新加坡门店数量，同时计划进入香港和马来西亚等市场。我们预计 26 年海外市场收入可达 2-3 亿元，将有效支撑公司整体业绩增长。同时，国内目前政策环境趋稳，预计将更加利好龙头公司的发展。固生堂在年内的大规模回购和分红凸显管理层对业务发展的信心。我们认为固生堂将在 26 年重回快速增长轨道，夯实中医服务的龙头地位。

■ **新加坡重磅并购落地，开启规模化海外扩张之路。** 固生堂在近期完成了对新加坡大中堂 100% 股权的收购，获得 14 家覆盖新加坡核心商圈和居民社区的线下中医门诊部。大中堂 24 年收入约 800 万新币（近 5,000 万元人民币），25 年至今增速超过 5%。公司曾在 24 年收购新加坡的宝中堂（目前单店月收入 16-17 万新币），并在 25 年 10 月与新加坡综合数字医疗平台 1doc 达成战略合作。基于固生堂在中医内科诊治的优势以及成熟的供应链体系，我们预计大中堂的收入和利润水平将有较大增长空间。公司计划未来在新加坡额外收购 10-20 家诊所，目标在 26 年前成为当地市占率第一的中医服务品牌。此外，固生堂计划于 26 年进入香港（计划通过并购增加 20 家门店）、马来西亚等市场，进一步扩张海外业务网络。基于快速的海外扩张规划，我们预计公司 26 年海外市场收入有望达到 2-3 亿元，长期有更大的增长空间。

■ **国内政策环境趋稳，利好龙头扩张。** 无锡市的医疗市场在经历严格医保审查后，固生堂凭借高标准的合规能力扩大市场份额。25 年 10 月，无锡门店收入同比增长超过 40%，利润率达到 26%，远超公司平均水平。中药饮片集采规则进一步优化，三甲医院若使用高质量饮片可少报量或者不报量，表明集采政策对于高质量饮片差异化定价的认可。固生堂无需参与饮片集采，享受优质优价的饮片医保政策。公司在业务高度合规的前提下保持健康的成长，同时借助当前市场机遇以较低的估值并购国内的标的，持续扩张门店网络。

■ **持续强化股东回报。** 25 年 7 月 1 日至 11 月 17 日，公司已累计回购 2.32 亿港元，大幅超过今年上半年 0.85 亿港元的回购规模。年内回购股份总数相当于年初总股本的 4.5%。公司已新增额外 3 亿港元的回购授权。此外，管理层承诺将维持 50% 的分红率。基于对公司发展的看好，公司创始人在 11 月 17 日增持 817 万港元，并且自公司上市以来累计 6 次合计增持超过 300 万股。

■ **维持买入评级。** 考虑到宏观经济环境的影响，我们下调固生堂的业绩预测，预计公司 2025E/ 26E/ 27E 的收入增速为 11.3%/ 21.9%/ 24.0%，经调整净利润增速为 11.9%/ 23.8%/ 26.3%。因此，我们调整基于 DCF 的目标价至 44.95 港元 (WACC: 10.2%，永续增长率：3.0%)。目前股价对应 11.5x 的 26 年经调整 PE。公司的估值以及股东回报具备吸引力，是我们在医疗服务板块的首选。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	2,323	3,022	3,363	4,099	5,081
同比增长 (%)	43.0	30.1	11.3	21.9	24.0
调整后净利润(百万人民币)	305	400	448	555	701
同比增长 (%)	51.7	31.4	11.9	23.8	26.3
调整后每股收益(人民币)	1.28	1.64	1.94	2.40	3.03
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.73	2.13	2.60
调整后市盈率(倍)	21.4	16.7	14.2	11.5	9.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	44.95 港元
(此前目标价)	48.28 港元)
潜在升幅	50.3%
当前股价	29.90 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	7,286.9
3 月平均流通量(百万港元)	53.0
52 周内股价高/低(港元)	44.80/26.25
总股本(百万)	243.7

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	35.1%
睿远基金	8.3%

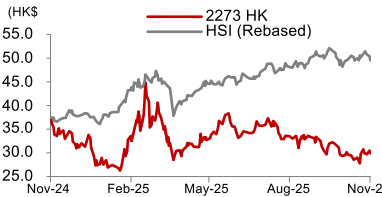
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	1.9%	-0.8%
3 月	-10.7%	-13.3%
6 月	-9.0%	-18.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	3,363	4,099	5,081	3,445	4,371	5,461	-2.38%	-6.21%	-6.96%
毛利	1,067	1,321	1,663	1,094	1,405	1,772	-2.45%	-5.98%	-6.16%
运营利润	498	630	809	515	677	865	-3.26%	-6.91%	-6.55%
经调整净利润	448	555	701	460	594	750	-2.67%	-6.63%	-6.55%
经调整每股收益 (元)	1.94	2.40	3.03	1.95	2.51	3.17	-0.64%	-4.68%	-4.60%
毛利率	31.73%	32.23%	32.73%	31.75%	32.15%	32.45%	-0.02ppt	+0.08ppt	+0.28ppt
运营利润率	14.82%	15.38%	15.92%	14.95%	15.50%	15.85%	-0.13ppt	-0.12ppt	+0.07ppt
经调整净利润率	13.32%	13.54%	13.80%	13.36%	13.60%	13.74%	-0.04ppt	-0.06ppt	+0.06ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	3,363	4,099	5,081	3,443	4,148	4,968	-2.32%	-1.18%	2.28%
毛利	1,067	1,321	1,663	1,055	1,282	1,565	1.16%	3.05%	6.25%
运营利润	498	630	809	463	567	686	7.52%	11.18%	17.80%
经调整净利润	448	555	701	431	525	630	3.96%	5.70%	11.20%
经调整每股收益 (元)	1.94	2.40	3.03	1.73	2.13	2.60	12.04%	12.67%	16.43%
毛利率	31.73%	32.23%	32.73%	30.64%	30.91%	31.50%	+1.09ppt	+1.32ppt	+1.22ppt
运营利润率	14.82%	15.38%	15.92%	13.46%	13.67%	13.82%	+1.36ppt	+1.71ppt	+2.10ppt
经调整净利润率	13.32%	13.54%	13.80%	12.52%	12.66%	12.69%	+0.81ppt	+0.88ppt	+1.11ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 3: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	
息税前利润	475	609	788	910	1,042	1,183	1,331	1,484	1,639	1,795	
税率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	
息税前利润*(1-税率)	401	515	665	769	880	999	1,124	1,253	1,385	1,516	
+折旧与摊销	120	121	122	122	122	122	122	122	122	122	
- 营运资金变化	31	-88	-121	-138	-156	-175	-194	-213	-233	-251	
-资本支出	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
自由现金流	252	247	367	453	546	646	752	862	974	1,087	
终值										15,607	
永续增长率	3.0%										
加权平均资本成本 WACC	10.2%										
股本成本	14.05%										
债务成本	3.5%										
市场风险系数 β	1.10										
无风险利率	2.5%										
市场风险溢价	10.50%										
目标负债率	35.0%										
有效公司税率	15.0%										
终值现值	5,923										
总现值	9,233										
净负债	-344										
少数股东权益	1										
股权价值	9,576										
股份数 (百万股)	232										
DCF 每股价值 (港元)	44.95										

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.92。

图 4: DCF 估值敏感性分析

		WACC				
		9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%
永续增长率	4.0%	60.68	54.73	49.77	45.57	41.97
	3.5%	56.74	51.56	47.18	43.43	40.18
	3.0%	53.43	48.86	44.95	41.57	38.61
	2.5%	50.62	46.54	43.01	39.93	37.23
	2.0%	48.20	44.52	41.31	38.49	35.99

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,625	2,323	3,022	3,363	4,099	5,081
销售成本	(1,125)	(1,623)	(2,113)	(2,296)	(2,778)	(3,418)
毛利润	500	700	909	1,067	1,321	1,663
运营费用	(284)	(390)	(528)	(569)	(691)	(854)
销售费用	(207)	(281)	(369)	(380)	(459)	(564)
行政费用	(100)	(155)	(185)	(203)	(243)	(301)
其他	24	46	26	14	11	11
运营利润	216	310	382	498	630	809
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	1	0	(1)	0	0	0
净利息收入(支出)	(18)	(26)	(18)	(15)	(16)	(17)
税前利润	199	284	363	483	614	792
所得税	(15)	(31)	(56)	(75)	(96)	(123)
税后利润	184	253	307	408	519	668
净利润	184	253	307	408	519	668
调整后净利润	201	305	400	448	555	701
总股息	na	90	118	204	259	334

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,360	1,838	1,813	1,654	1,816	2,074
现金与现金等价物	994	1,301	1,116	1,034	1,116	1,267
应收账款	89	180	269	184	225	278
存货	105	153	179	189	228	281
预付款项	136	156	195	195	195	195
其他流动资产	35	48	52	52	52	52
非流动资产	1,254	1,542	1,844	2,024	2,203	2,381
物业及厂房及设备 (净额)	71	110	142	148	152	153
使用权资产	268	334	390	369	350	331
商誉	817	985	1,133	1,333	1,533	1,733
其他非流动资产	98	114	179	174	169	164
总资产	2,614	3,379	3,656	3,677	4,019	4,454
流动负债	554	708	763	970	1,236	1,524
短期债务	18	16	8	208	408	608
应付账款	164	287	308	314	381	468
其他流动负债	314	328	367	367	367	367
租赁负债	57	77	81	81	81	81
非流动负债	337	365	517	517	517	517
长期债务	53	0	92	92	92	92
融资租赁承担	223	277	328	328	328	328
其他非流动负债	62	88	96	96	96	96
总负债	891	1,073	1,280	1,487	1,753	2,040
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	1,721	2,428	2,612	2,855	3,151	3,517
其他储备	0	(123)	(236)	(666)	(886)	(1,106)
股东权益总额	1,721	2,305	2,376	2,190	2,265	2,411
少数股东权益	1	1	0	1	2	2
总负债和股东权益	2,614	3,379	3,656	3,677	4,019	4,454

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	199	284	363	483	614	792
折旧摊销	108	120	151	120	121	122
税款	(5)	(14)	(38)	(75)	(96)	(123)
营运资金变化	(50)	(40)	(140)	83	(14)	(19)
其他	30	60	116	55	52	50
净经营现金流	281	410	452	666	678	822
投资现金流						
资本开支	(37)	(76)	(89)	(100)	(100)	(100)
收购与投资	(109)	(173)	(117)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	(29)	2	31	0	0	0
其他	(3)	(16)	(92)	0	0	0
净投资现金流	(178)	(264)	(267)	(300)	(300)	(300)
融资现金流						
净借贷	(18)	(55)	84	200	200	200
发行股票所得现金	0	480	0	0	0	0
股票回购	na	(94)	(133)	(430)	(220)	(220)
其他	(120)	(173)	(326)	(219)	(275)	(351)
净融资现金流	(138)	158	(375)	(449)	(295)	(371)
净现金流变动						
年初现金	1,031	994	1,301	1,116	1,034	1,116
汇率变动	(1)	3	5	0	0	0
年末现金	994	1,301	1,116	1,034	1,116	1,267
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	18.4%	43.0%	30.1%	11.3%	21.9%	24.0%
毛利润	(19.5%)	40.1%	29.9%	17.4%	23.8%	25.9%
经营利润	na	43.5%	23.2%	30.5%	26.5%	28.3%
净利润	na	37.8%	21.4%	32.8%	27.2%	28.8%
调整后净利润	28.1%	51.7%	31.4%	11.9%	23.8%	26.3%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.7%	30.1%	30.1%	31.7%	32.2%	32.7%
营业利润率	13.3%	13.3%	12.6%	14.8%	15.4%	15.9%
调整后净利润率	12.4%	13.1%	13.2%	13.3%	13.5%	13.8%
股本回报率	11.2%	12.6%	13.1%	17.9%	23.3%	28.6%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率 (倍)	2.5	2.6	2.4	1.7	1.5	1.4
应收账款周转天数	18.2	21.2	27.1	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	29.6	29.0	28.7	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	66.6	52.8	50.7	51.3	50.0	50.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	31.5	21.4	16.7	14.2	11.5	9.1
市帐率	3.7	2.8	2.8	2.9	2.8	2.6
市现率	22.4	15.8	14.7	9.5	9.3	7.7
股息 (%)	na	1.4	1.8	3.2	4.1	5.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。