

固生堂 (2273.HK): 中医服务龙头, 海内外并购加速推动收入增长

我们首次覆盖固生堂 (2273.HK), 给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐, 目标价为 38.5 港元。我们认为随着 2026 年收入增速重回快速成长通道, 公司股价有望随着业绩的兑现实现积极上涨。

- 中医医疗服务市场规模有望在未来五年以接近 10% CAGR 持续增长。随着人口老龄化程度的不断加深、年轻群体健康意识的上升, 整体中医服务医疗需求有望持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据, 我国中医医疗服务市场规模已由 2019 年的 6,599 亿元增至 2024 年 10,016 亿元 (2019-2024 CAGR: 8.7%), 并有望于 2029 年进一步增至 16,205 亿元 (2025E-2029E CAGR: 9.9%)。
- 公司是国内中医服务龙头, 定位一二线城市, 具备丰富的中医师资源和规模化门店网络。公司储备了丰富的中医师资源, 尤其是名中医资源。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司共有 4.17 万名医生 (包括线上医生 3.5 万人, 自有线下医生 6,700 人), 其中名医资源充沛, 包括 7 名国医大师和逾 2,200 名中医特色人才。此外, 凭借外延并购以及自建, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司已拥有线下门店 83 家, 建立了覆盖全国一二线城市及新加坡的规模化门店网络。
- 并购重回发展策略重心, 2026 年公司有望实现 20% 收入增速。公司在 2022-2024 年收入、经调整净利润分别实现 34%、47% CAGR, 主要受益于并购带来的规模扩张使得就诊人次高速增长 (~32% CAGR)。1H25 收入、经调整净利润分别实现 9.5%、15.2% YoY 增速, 主要由于受国内并购放缓影响, 就诊人次仅温和增长 15.3% YoY。展望未来, 随着海内外并购重回发展策略重心, 公司有望在 2026 年重回快速成长通道 (~20% 收入增速指引)。
- 加速海外布局, 国际化收入亦将成为公司中长期收入发展驱动力。公司自 2024 年收购新加坡宝中堂后, 于 2025 年四季度加快了新加坡业务的发展步伐, 包括 10 月与 1 doc 达成战略合作共同开展中医业务, 11 月收购大中堂 100% 股权, 11 月与仁合中医达成战略合作, 合资开设中医诊所。除新加坡外, 公司亦拟于 2026 年进入香港、马来西亚等市场。随着海外规模的加速扩张, 我们认为公司凭借丰富的中医诊疗运营经验以及海外领先中医品牌的稀缺性, 海外收入有望实现高速增长, 我们预计国际化收入将成为公司收入增速的一大驱动力。
- 首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐, 目标价 38.5 港元。我们预计公司于 2025E/2026E/2027E 实现人民币 33/40/47 亿元收入, 经调整 Non-IFRS 净利润 4.5/5.4/6.3 亿元。我们采取 15x 2026E PE 对公司进行估值 (较过去 5 年均值低 1.1 个标准差), 得到 38.5 港

完整报告: [《中国民营医疗服务: 穿越寒冬, 静待春生》](#)

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

买入

| | |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元) | 38.5 |
| 潜在升幅/降幅 | +24% |
| 目前股价 (港元) | 31.1 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 25.5-46.5 |
| 总市值 (百万港元) | 7,153 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 43 |

市场预期区间

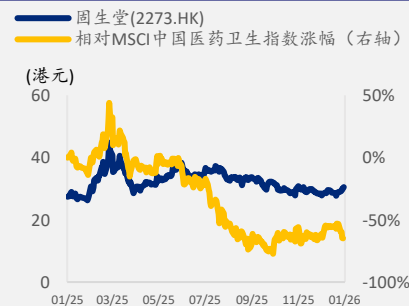


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦銀國際

首次覆盖

固生堂 (2273.HK)



元目标价，给予“买入”评级。固生堂是我们在中国医疗服务行业首选推荐股票之一，我们认为随着 2026 年收入重回快速成长通道，公司股价有望随着业绩的兑现实现积极上涨。

- **投资风险：**中药饮片集采影响范围扩大、消费意愿疲软、行业竞争加剧、并购进度不及预期、国际化进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

| 人民币百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,323 | 3,022 | 3,324 | 4,009 | 4,714 |
| 同比增速 (%) | 43.0% | 30.1% | 10.0% | 20.6% | 17.6% |
| 归母净利润 | 252 | 307 | 359 | 434 | 512 |
| 同比增速 (%) | 37.6% | 21.6% | 16.9% | 21.1% | 17.9% |
| PE (x) | 27.5 | 23.2 | 19.9 | 16.4 | 13.9 |

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,323 | 3,022 | 3,324 | 4,009 | 4,714 |
| 营业成本 | -1,623 | -2,113 | -2,302 | -2,772 | -3,250 |
| 毛利润 | 700 | 909 | 1,021 | 1,238 | 1,465 |
| 销售费用 | -281 | -369 | -392 | -477 | -566 |
| 管理费用 | -155 | -185 | -203 | -251 | -302 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 核心营业利润 | 264 | 356 | 426 | 510 | 597 |
| 利息支出 | -26 | -18 | -26 | -25 | -25 |
| 利息收入 | 18 | 25 | 21 | 24 | 28 |
| 应占联营公司损益 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 其他 | 27 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 284 | 363 | 421 | 510 | 601 |
| 所得税 | -31 | -56 | -63 | -76 | -90 |
| 净利润 | 253 | 307 | 358 | 433 | 511 |
| 减：少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 归母净利润 | 252 | 307 | 359 | 434 | 512 |
| 经调整Non-IFRS净利 | 305 | 400 | 452 | 541 | 632 |

资产负债表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1,301 | 1,116 | 1,272 | 1,479 | 1,736 |
| 应收票据及应收账款 | 180 | 269 | 264 | 319 | 375 |
| 存货 | 153 | 179 | 208 | 251 | 294 |
| 其他流动资产 | 203 | 247 | 373 | 373 | 373 |
| 流动资产合计 | 1,838 | 1,813 | 2,117 | 2,421 | 2,777 |
| 固定资产 | 110 | 142 | 170 | 194 | 215 |
| 商誉 | 985 | 1,133 | 1,133 | 1,133 | 1,133 |
| 其他非流动资产 | 447 | 569 | 575 | 580 | 584 |
| 非流动资产合计 | 1,542 | 1,844 | 1,878 | 1,907 | 1,931 |
| 短期借款 | 16 | 8 | 13 | 13 | 13 |
| 应付票据及应付账款 | 287 | 308 | 324 | 390 | 457 |
| 应交税费 | 34 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| 其他流动负债 | 372 | 395 | 395 | 395 | 395 |
| 流动负债合计 | 708 | 763 | 785 | 851 | 918 |
| 长期借款 | 0 | 92 | 190 | 190 | 190 |
| 其他非流动负债 | 365 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| 非流动负债合计 | 365 | 517 | 614 | 614 | 614 |
| 实收资本(或股本) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 未分配利润 | 2,305 | 2,376 | 2,596 | 2,863 | 3,177 |
| 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 所有者权益合计 | 2,306 | 2,376 | 2,596 | 2,862 | 3,176 |

现金流量表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 253 | 307 | 358 | 433 | 511 |
| 固定资产折旧 | 120 | 151 | 182 | 191 | 200 |
| 营运资本变动 | -40 | -140 | -7 | -31 | -32 |
| 其他 | 77 | 134 | -126 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流量净额 | 410 | 452 | 407 | 594 | 679 |
| 资本开支 | -76 | -89 | -86 | -90 | -94 |
| 其他 | -187 | -178 | -130 | -130 | -130 |
| 投资活动现金流量净额 | -264 | -267 | -216 | -220 | -224 |
| 股权融资 | 506 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务融资 | -55 | 84 | 103 | 0 | 0 |
| 其他 | 212 | -459 | -138 | -167 | -197 |
| 筹资活动现金流量净额 | 158 | -375 | -35 | -167 | -197 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 307 | -185 | 156 | 207 | 257 |
| 期初现金及现金等价物 | 994 | 1,301 | 1,116 | 1,272 | 1,479 |
| 期末现金及现金等价物 | 1,301 | 1,116 | 1,272 | 1,479 | 1,736 |

财务和估值比率

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股收益 | 1.03 | 1.22 | 1.42 | 1.72 | 2.03 |
| 每股销售额 | 9.49 | 12.02 | 13.20 | 15.93 | 18.73 |
| 每股股息 | 0.36 | 0.49 | 0.57 | 0.69 | 0.81 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | 43.0% | 30.1% | 10.0% | 20.6% | 17.6% |
| 核心营业利润 | 37.5% | 34.9% | 19.8% | 19.6% | 17.1% |
| 归母净利润 | 37.6% | 21.6% | 16.9% | 21.1% | 17.9% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 30.1% | 30.1% | 30.7% | 30.9% | 31.1% |
| 核心经营利润率 | 11.4% | 11.8% | 12.8% | 12.7% | 12.7% |
| 归母净利率 | 10.9% | 10.2% | 10.8% | 10.8% | 10.9% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 12.0% | 13.1% | 14.6% | 15.9% | 16.9% |
| 平均资产回报率 | 8.3% | 8.8% | 9.3% | 10.4% | 11.3% |
| 资产效率 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 21.2 | 27.1 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 库存周转天数 | 29.0 | 28.7 | 33.0 | 33.0 | 33.0 |
| 应付账款周转天数 | 50.7 | 51.3 | 51.3 | 51.3 | 51.3 |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 2.6 | 2.4 | 2.7 | 2.8 | 3.0 |
| 速动比率 (x) | 2.4 | 2.1 | 2.4 | 2.6 | 2.7 |
| 现金比率 (x) | 1.8 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.9 |
| 负债/ 权益 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x) | 27.5 | 23.2 | 19.9 | 16.4 | 13.9 |
| 股息率 | 1.3% | 1.7% | 2.0% | 2.4% | 2.9% |

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测



目录

中医药医疗服务行业概况 5

公司简介 9

民营中医诊疗龙头，并购驱动规模扩张 10

以“名医工作室”为核心，公司已建立起庞大的名中医资源网络 17

积极推进国际化进程，海外收入有望迎来迅速增长..... 22

财务分析及预测 24

估值..... 27

投资风险 28

附录 29

SPDBI 目标价 30

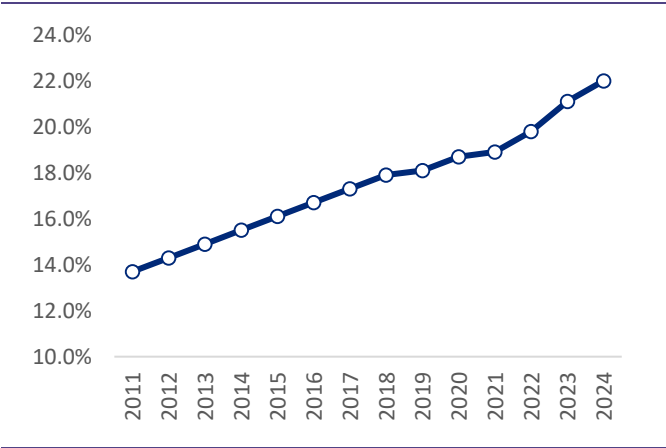
SPDBI 乐观与悲观情景假设..... 31

中医药医疗服务行业概况

随着我国人口老龄化加深，中医就诊人次持续增加，中医服务市场规模稳步增长。2024 年末，我国 60 岁及以上人口首次突破 3 亿，占人口比例达 22%。在老龄化背景下，我国中医就诊人次不断增加，由 2019 年的 11.6 亿人次增至 2024 年的 16.8 亿人次（7.7% CAGR）。

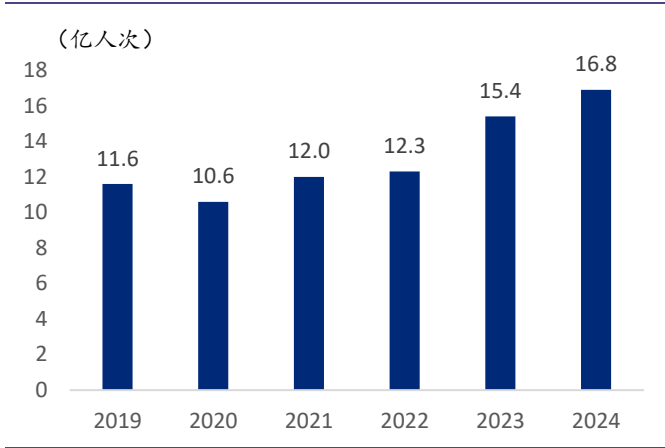
受益于就诊人次的增长，我国中医医疗服务行业的市场规模由 2019 年的人人民币 6,599 亿元增至 2024 年的 10,016 亿元，复合年增长率达 8.7%（占 2024 年中国医疗服务行业总市场份额的 14.0%）。此外，根据 Frost & Sullivan 预测，我国中医医疗服务市场规模将于 2029 年持续增长至人民币 16,205 亿元（对应 2025-2029 CAGR: 9.9%）。

图表 2：我国 60 岁及以上人口占比



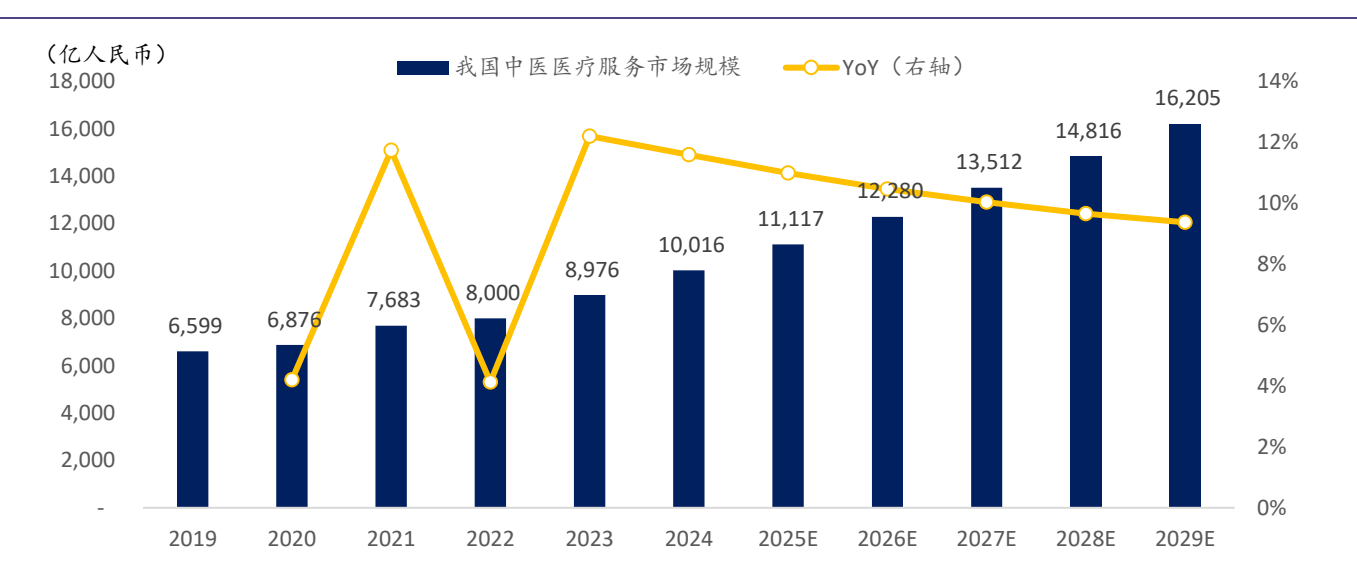
资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 3：我国中医诊疗人次



资料来源：卫生健康事业发展统计公报、浦银国际

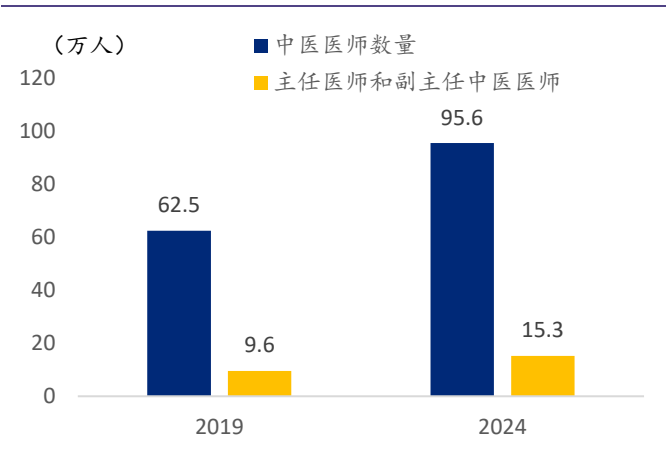
图表 4：我国中医医疗服务市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

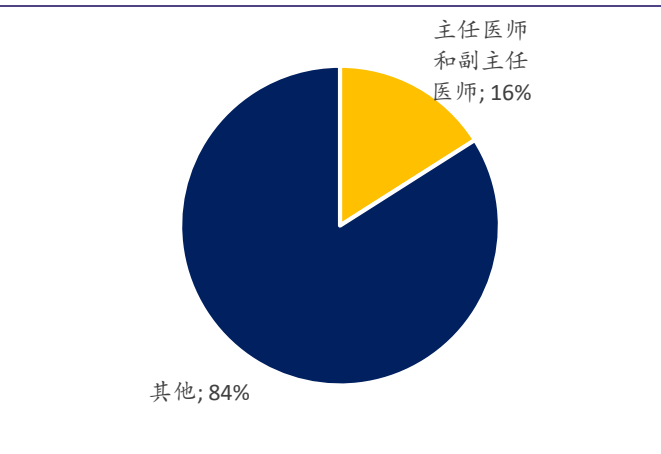
中医医师培养周期长，经验丰富的中医医师稀缺。中医医师在学习中医经典理论与西医基础学科的同时，还需要掌握针灸、推拿等技能，知识体系较为庞杂，因此优秀中医医师的培养周期相对较长。根据 Frost & Sullivan，我国中医医师数量由 2019 年的 62.5 万人增长至 2024 年的 95.6 万人（8.9% CAGR），其中主任医师和副主任医师总数由 2019 年的 9.6 万人增长至 2024 年的 15.3 万人（9.8% CAGR）。从资深中医医师占比来看，2024 年我国中医主任医师和副主任医师仅占全国中医医师数量 16.0%，经验丰富的中医医师较为稀缺。

图表 5：我国中医医师数量



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

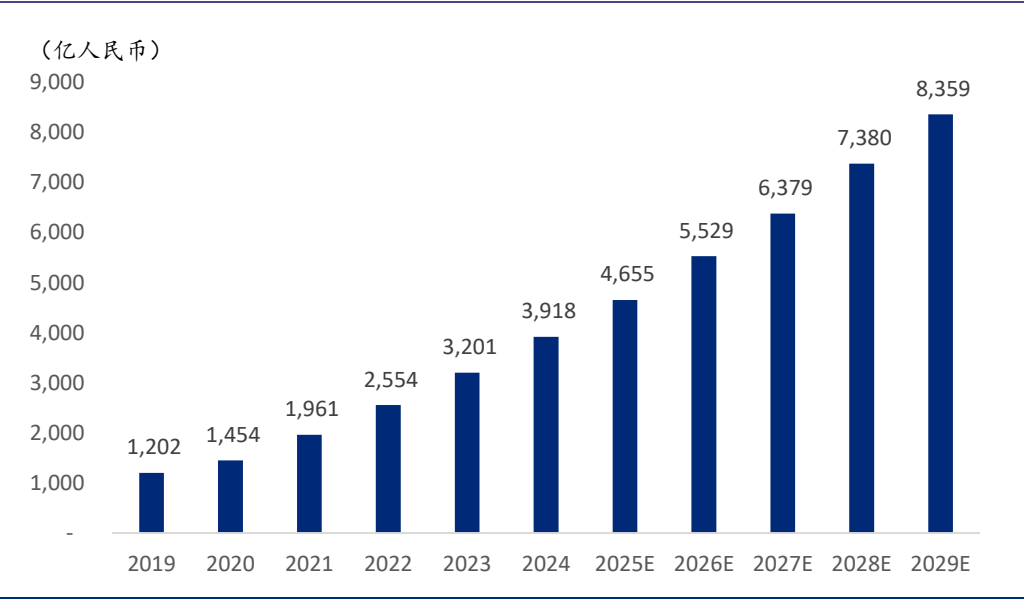
图表 6：我国中医医师中主任医师和副主任医师数量占比



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

民营中医市场规模快速增长，但行业集中度低，竞争格局分散。根据 2025 年 Frost & Sullivan 在同仁堂医养港股招股说明书的测算，中国非公立中医院医疗服务行业 2024 年市场规模人民币为 3,918 亿元（按非公立中医院产生的总收入计），占 2024 年中国中医医疗服务行业总市场份额的 46.5%。Frost & Sullivan 预计 2025 年至 2029 年，该市场将继续以 13.7% CAGR 蓬勃发展，于 2029 年达到人民币 8,359 亿元。但从竞争格局看，中国的非公立中医院医疗服务行业竞争激烈且较为分散，根据 Frost & Sullivan 数据，2024 年按患者就诊人次计算的前 5 大中医院集团市占率仅 5.4%，按医疗服务收入计算的前 5 大中医院集团市占率仅 0.8%。

图表 7：我国非公立中医院医疗服务市场规模



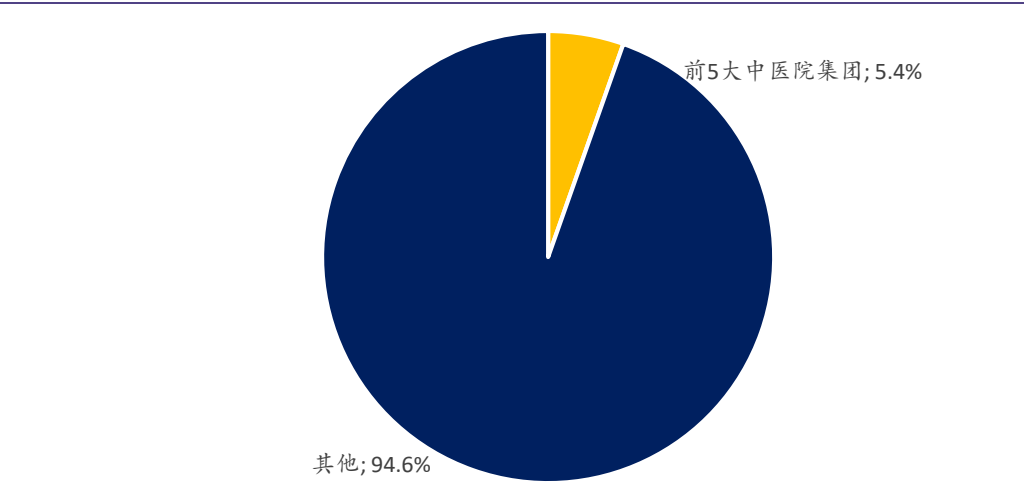
E = Frost & Sullivan 预测
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 8：国内主要非公立中医医疗服务提供商

| | 成 立 年份 | 2024 年中医医疗服务 收入 (亿人民币) | 医疗机构数量 | 覆盖城市 |
|--------|-----------|---------------------------|---|----------------------|
| 固生堂 | 2010 | 29.9 | 83 家 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 主要一二线城市 |
| 张仲景国医馆 | 2011 | NA | 中医诊所 108 家、中医门诊部 53 家 (2024 年末) | 全国，河南为核心区域 |
| 圣爱中医 | 2005 | NA | 28 家 (2023 年末) | 主要布局在长江经济带核心及延伸区域 |
| 同仁堂医养 | 2001 | 9.9 | 12 家自有线下医疗机构、1 家自有互联网医院、10 家线下管理医疗机构 (截至 2025 年 6 月 24 日) | 全国，大多数线下机构集中在华北、华东地区 |

资料来源：各公司资料、浦银国际整理

图表 9：2024 年前 5 大中医院集团市占率（占非公立中医院就诊人次比例）



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

国家政策明确支持中医诊疗机构发展。近年来，国家多次发布支持中医诊疗的政策文件，在分级医疗体系下，推动中医振兴发展的同时，也激发了全国中医医疗服务机构（尤其是民营中医院及诊所）的增长潜力。2023 年发布的《中医药振兴发展重大工程实施方案》，明确指出鼓励建设地市级中医院，鼓励县级中医院建成特色优势专科并鼓励建设基层中医医疗机构；2024 年发布的《关于加快推进县级中医医院高质量发展的意见》明确指出加快推进县办中医医疗机构全覆盖。除此之外，2025 年政府工作报告还重点提及要完善中医药传承创新发展机制，推动中医药事业和产业高质量发展。

图表 10：近 3 年国家扶持中医诊疗的政策

| 政策 | 发布时间 | 核心要点 |
|------------------------|------------|--|
| 《中医药振兴发展重大工程实施方案》 | 2023 年 2 月 | <ul style="list-style-type: none">● 健全中医药服务体系：推进建设优质高效中医药服务体系，基本实现县办中医医疗机构全覆盖，加强县级中医医院“两专科一中心”建设，并布局 35 个左右国家中医药疫病防治基地。● 创新中西医协同模式：建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院、一批中西医协同“旗舰”科室，并聚焦重大疑难疾病开展中西医联合攻关。● 推动中医药传承创新：布局一批中医药科技创新重点项目，建设若干国家中医药传承创新中心，并系统化开展中医药古籍文献传承工作。 |
| 2024 年政府工作报告 | 2024 年 3 月 | <ul style="list-style-type: none">● 促进中医药传承创新：再次强调“促进中医药传承创新”，并将其作为年度重点工作任务之一。● 加强中医优势专科建设：新增“加强中医优势专科建设”的要求，引导资源向提升中医药核心疗效集中。 |
| 《关于促进数字中医药发展的若干意见》 | 2024 年 7 月 | <ul style="list-style-type: none">● 推动数字技术与中医药深度融合：旨在推动大数据、人工智能等新兴数字技术深度融入中医药传承创新发展全链条各环节，全力打造“数智中医药”。● 明确发展阶段目标：提出用 3~5 年时间，全力打造“数智中医药”的发展目标。 |
| 党的二十届三中全会《决定》相关部署 | 2024 年 7 月 | <ul style="list-style-type: none">● 完善中医药传承创新发展机制：从体制机制改革的高度对中医药工作提出明确要求，将其作为进一步全面深化改革的重要内容。● 统筹教育、科技、人才体制改革：强调为中医药传承创新发展提供基础性、战略性支撑，统筹推进相关体制机制一体改革。 |
| 《关于加快推进县级中医医院高质量发展的意见》 | 2024 年 8 月 | <ul style="list-style-type: none">● 明确县级中医医院发展目标：提出到 2030 年实现五个“100%”的具体目标，包括医疗服务能力达标率、基础设施标准化率、中医类别医师占比达标率等。● 提升医院核心服务能力：要求加强中医优势专科建设，提升急诊急救能力，并完善全生命周期健康服务功能，如加强老年病科和儿科建设。● 加大医保政策支持：明确一般中医医疗服务可继续按项目付费，探索中医病种按病种分值付费，并对已实行 DRG/DIP 付费的地区适当提高中医医疗机构的系数和分值。 |
| 2025 年政府工作报告 | 2025 年 3 月 | <ul style="list-style-type: none">● 完善中医药传承创新发展机制，推动中医药事业和产业高质量发展 |

资料来源：国务院、国家中医药局、浦银国际

公司简介

连锁中医诊疗龙头，通过线上线下模式为患者提供全方位的中医医疗健康解决方案。固生堂成立于 2010 年，总部位于广州，2021 年于香港联交所主板上市，是中国领先的连锁中医医疗服务提供商。截至 1H25 末，公司在中国及新加坡拥有并经营 83 家线下医疗机构。此外，公司已建立多种线上渠道，且与多个第三方线上平台合作提供线上中医诊疗服务。通过线上线下双重模式，公司可为患者提供全方位的医疗健康解决方案。

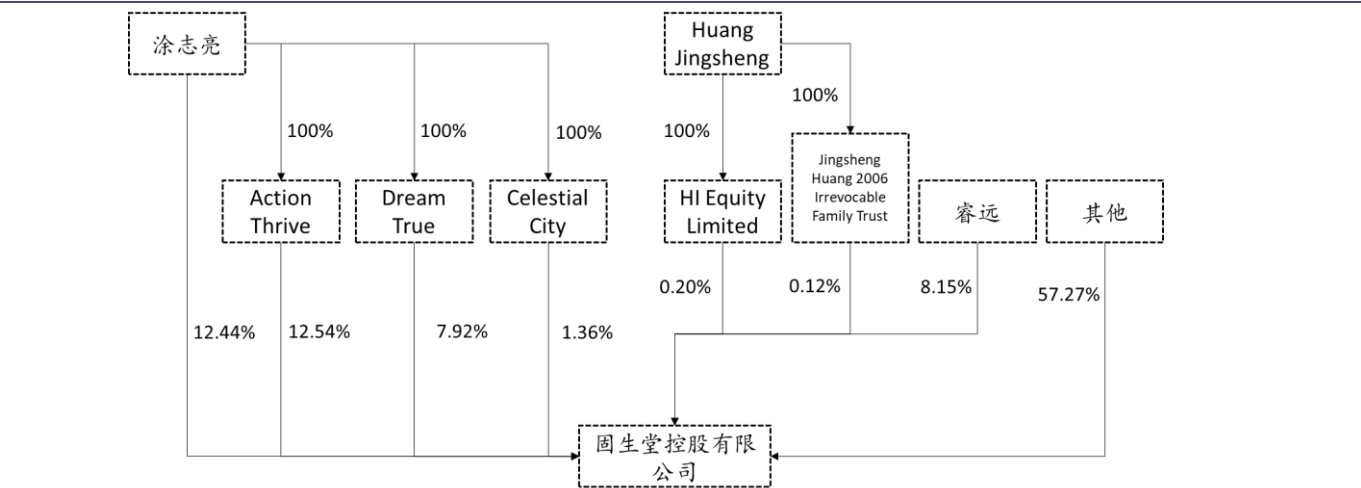
图表 11：固生堂发展历程



资料来源：公司资料、浦银国际

股权结构上，截至 2025 年 6 月 30 日，公司的创始人涂志亮通过直接持有、间接持有（通过 Action Thrive、Dream True、Celestial City 等）以及控制部分投票权（控制股东大会 8.71%投票权）等多种方式共计持有控制固生堂 34.26% 股权。此外，睿远基金持有公司 8.15% 的股权。

图表 12：固生堂股权结构

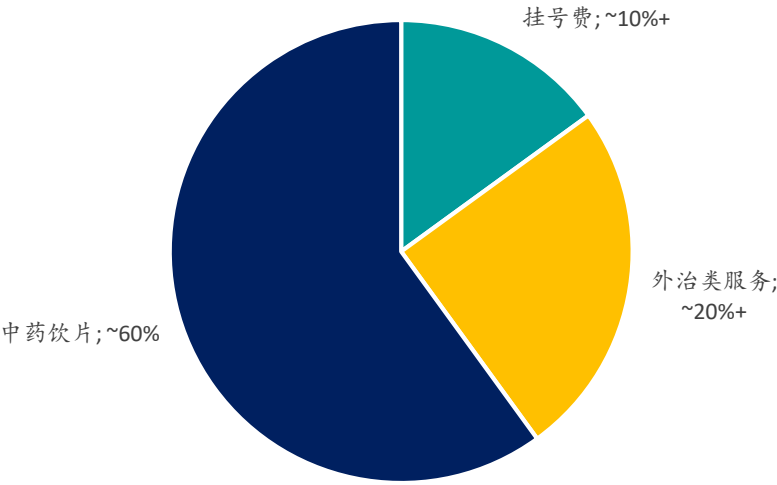


资料来源：公司资料、浦银国际

民营中医诊疗龙头，并购驱动规模扩张

中医诊疗为公司最主要收入来源。公司收入分为医疗健康解决方案（中医诊疗服务；含中药饮片销售）以及销售医疗健康产品两大板块，其中医疗健康解决方案贡献公司主要收入（1H25 贡献公司总收入 99%），包括咨询和诊断服务、处方服务、煎药服务、理疗以及第三方管理服务收入等。在医疗健康解决方案板块中，中药饮片销售、医生外治类服务及挂号费分别贡献板块收入约 60%、20+%、10+%。

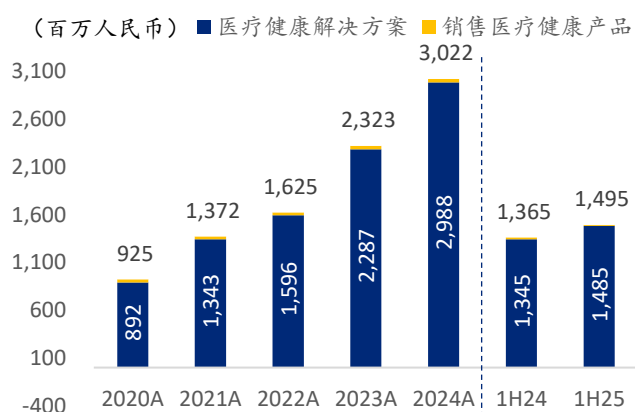
图表 13：固生堂医疗健康解决方案收入构成（1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

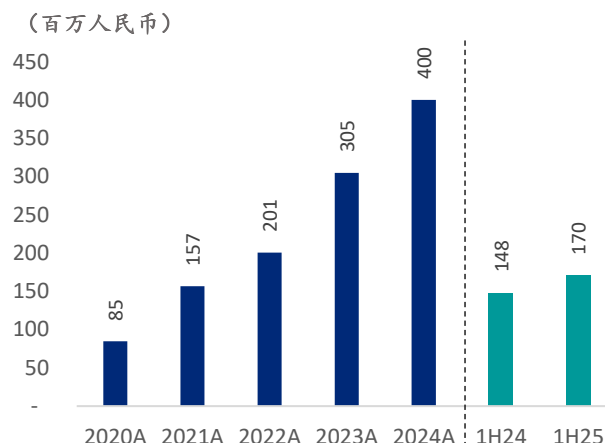
2020-2024 年公司实现收入利润高速增长，主要得益于规模扩张下就诊人次的增长。2020-2024 年公司实现 34.4%收入 CAGR，主要受益于公司持续扩张的门店数量（并购为主、自建为辅）带来的就诊人次的增加（31.9% CAGR）。盈利端，公司在 2020-2024 年经调整净利润实现 47.4% CAGR，主要受益于收入的快速增长及经营效率的提升。1H25 公司收入和经调整净利润分别实现 9.5%、15.2% YoY 增速，主要由于并购的放缓使得就诊人次增速仅实现温和增长（+15.3% YoY）、以及就诊次均费用的轻微下降（受到饮片价格回落以及单次开药覆盖周期数的管控）。

图表 14：固生堂营业收入（2020-1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

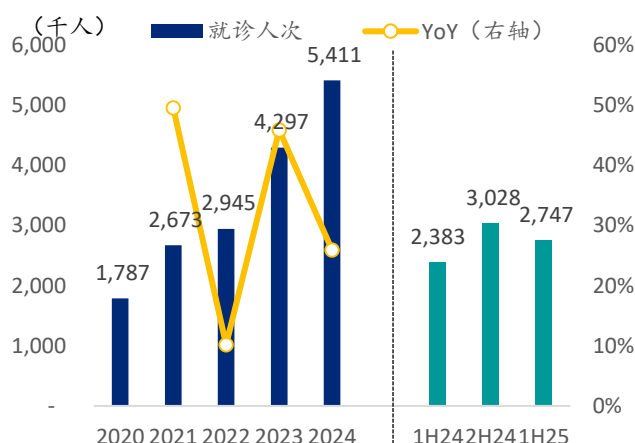
图表 15：固生堂经调整净利润 (2020-1H25)



资料来源：公司资料、浦银国际

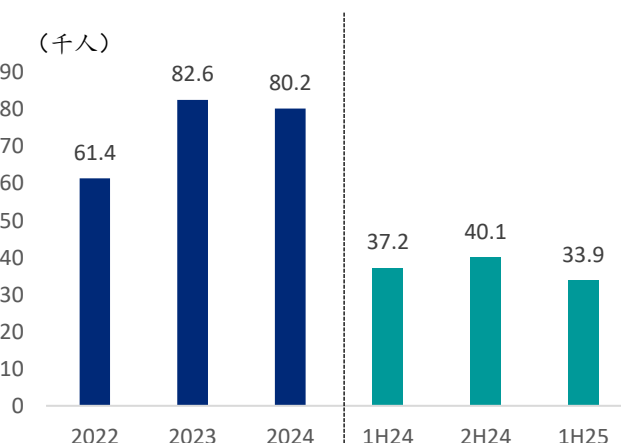
2020-2024 年公司就诊人次实现 32% CAGR，1H25 实现 15% YoY 增速。2020-2024 年间，公司就诊人次从 2020 年 179 万增长至 2024 年的 541 万（31.9% CAGR），除 2022 年受到新冠疫情影响，就诊人次增速有所放缓外，公司各年就诊人次均维持较高增速；1H25，公司就诊人次持续增长至 275 万（+15.3% YoY）。此外，从平均单店就诊人次看，2022 年、2023 年、2024 年平均单店就诊人次分别达到 6.1 万、8.3 万、8.0 万人次，1H25 则实现 3.4 万人次。

图表 16：固生堂历年就诊人次



资料来源：公司资料、浦银国际

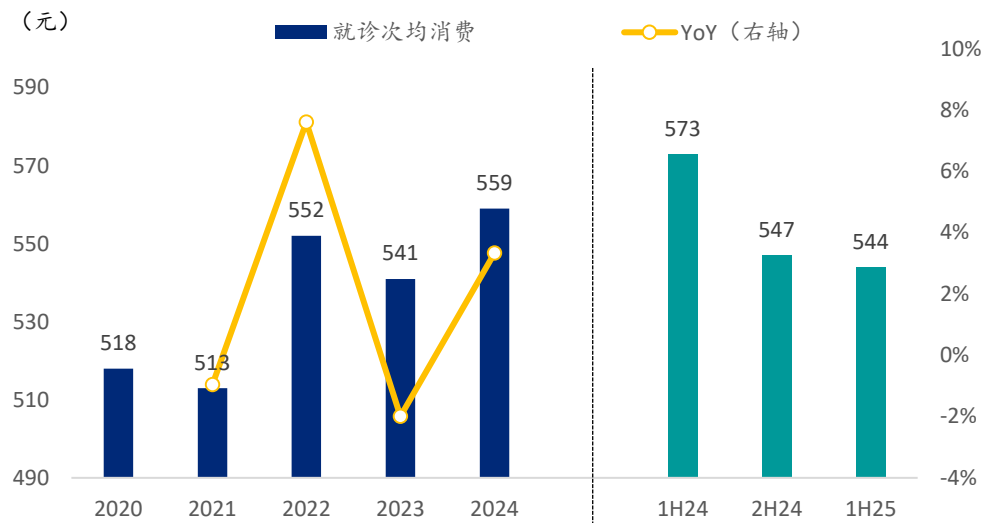
图表 17：固生堂就诊人次/平均门店数



资料来源：公司资料、浦银国际

就诊次均费用整体呈现上升趋势。此外，从次均消费角度看，固生堂就诊次均费用由 2020 年的 518 元提升至 2024 年的 559 元，尽管 1H25 客单价略微下滑至 544 元/次，但与 2H24 客单价较为接近（547 元/次），主要受到 2H24 饮片价格开始回落以及医保合规要求下，单次处方覆盖治疗周期数较以前变短的影响。目前公司客单价已稳定。

图表 18：固生堂就诊次均费用

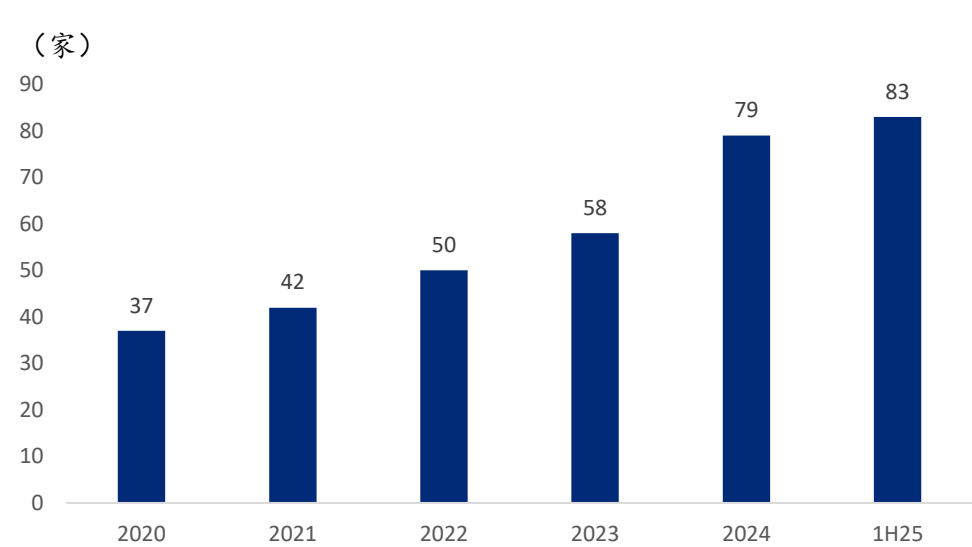


资料来源：公司资料、浦银国际

● 并购驱动公司规模快速扩张、收入快速增长

公司通过外延并购快速进入一、二线城市。截至 1H25 末，公司共有线下门店 83 家。2020 年以前，公司战略重点在于提升门店运营效率。2021 年起，随着已有门店逐步进入成熟期，公司通过并购及自建的方式，逐步向一线城市与二线城市扩张。公司分别于 2022 年、2023 年、2024 年、1H25 新增 6 家、10 家、21 家、7 家门店，其中收购门店分别为 3 家、7 家、17 家、3 家，在新增门店中占比分别达 50%、70%、81%、43%，收购成为公司核心的业务拓展策略。

图表 19：固生堂历年门店总数



资料来源：公司资料、浦银国际

从盈亏周期看，自建新店一般可于 2-3 年收回投入成本，并购的新店回本周
期则一般在 4 年左右。并购新店的回本周周期虽然更长，但通过并购当地口碑
良好的中医馆，公司可以快速获取牌照资源（vs. 自建需要花费 6-12 个月等
待牌照审批），可在短时间内进入新城市。

图表 20：自建 vs 并购中医馆的特点

| | 自建 | 并购 |
|----------|-----------------------|------------------------|
| 回本周 期 | 2-3 年 | 约 4 年 |
| 前期投入 | 成本较小，但需要花时间 等待牌照审批 | 成本较自建大，但通常已 有牌照和客流量 |

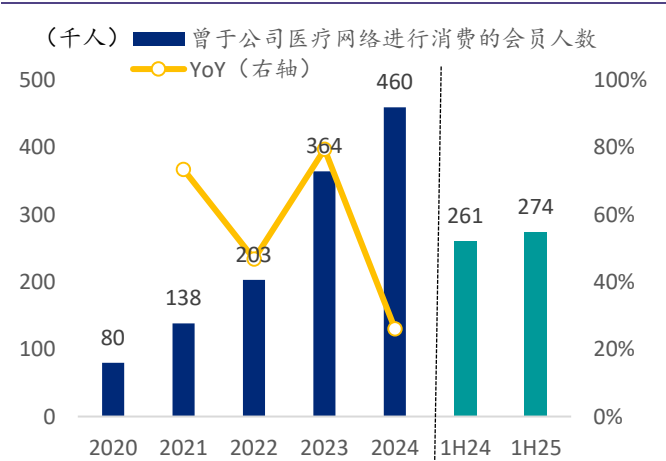
资料来源：公司资料、浦银国际

展望未来，预计公司 2026 年并购门店数量将明显多于 2025 年。受到医保
控费以及消费仍未复苏的影响，公司在 2025 年主动放慢了并购的步伐，对
并购采取了更谨慎的态度，1H25 共新收购 3 家门店（vs 2024 年全年并购门
店 17 家），且公司整体目标从以往的收入导向转为利润导向。公司有望于
2026 年起逐步加速对新门店的并购。我们预计 2026 年并购门店数量将明显
多于 2025 年。

● 会员持续增长，回头率及平均消费远高于非会员患者

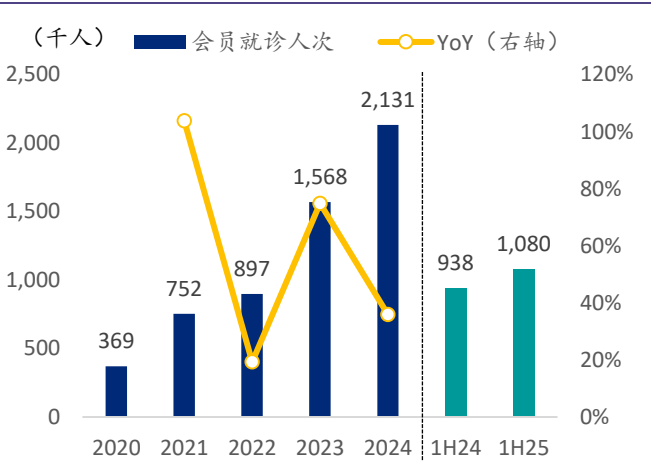
公司会员人数稳步增长，1H25 贡献公司近四成就诊人次以及四成出头收入。
固生堂自 2019 年 3 月起推出综合会员制度，给予会员涵盖全周期的专属福
利，如挂号费代金券、治疗代金券、中药代金券和治疗项目折扣价等。过去
五年间，固生堂会员人数由 2020 年 8.0 万人增长至 1H25 末 27.4 万人，会
员人数稳步增长；1H25 公司会员就诊人次达 108 万人次，占公司总就诊人
次 39%。得益于会员人数及就诊人次的持续增长，公司会员收入稳步增长，
于 2024 年分别实现 12.7 亿元（+32% YoY）、6.2 亿元（+6.3% YoY）收入，分
别占公司总收入 42%、41.5%。

图表 21：固生堂会员人数



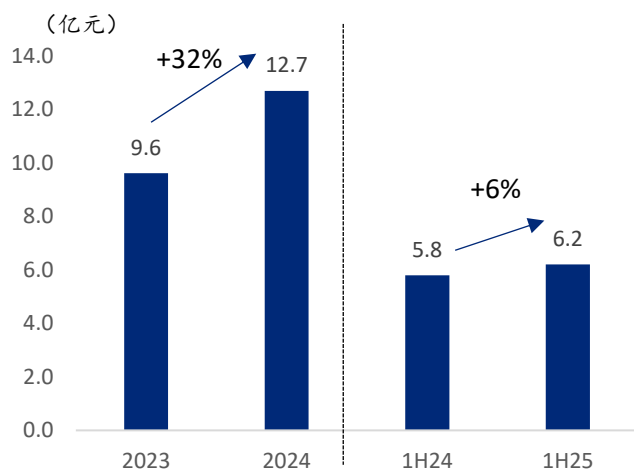
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 22：固生堂会员就诊次数



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 23：固生堂会员收入



资料来源：公司资料、浦银国际

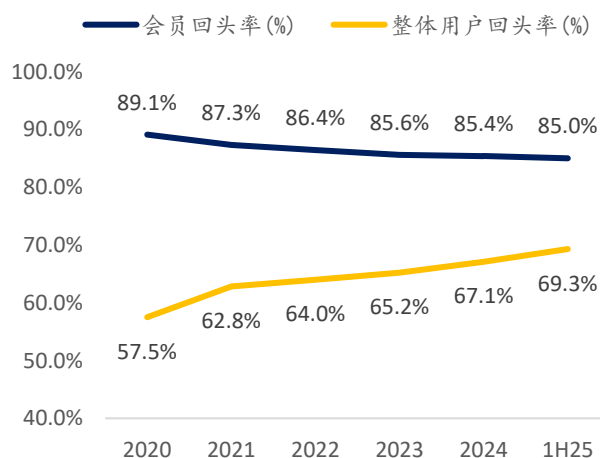
图表 24：固生堂会员价格与权益



资料来源：公司资料、浦银国际

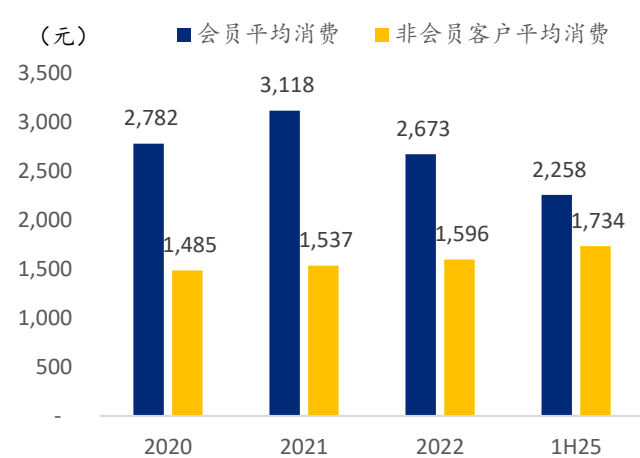
会员回头率及平均消费金额远高于非会员。公司会员患者的回头率明显高于非会员患者，2024 年/1H25 固生堂会员回头率分别为 85.4%/85.0%，明显高于公司整体患者回头率 (67.1%/69.3%)。此外，会员平均消费金额远高于非会员，1H25 公司会员人均消费 2,258 元，明显高于公司整体人均消费金额 (1,734 元)，符合过往年份会员年平均消费额远高于非会员的趋势 (2020-2022 年会员平均消费额为非会员的 1.7-2 倍左右)。

图表 25：固生堂会员回头率



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 26：固生堂会员 vs 非会员平均消费

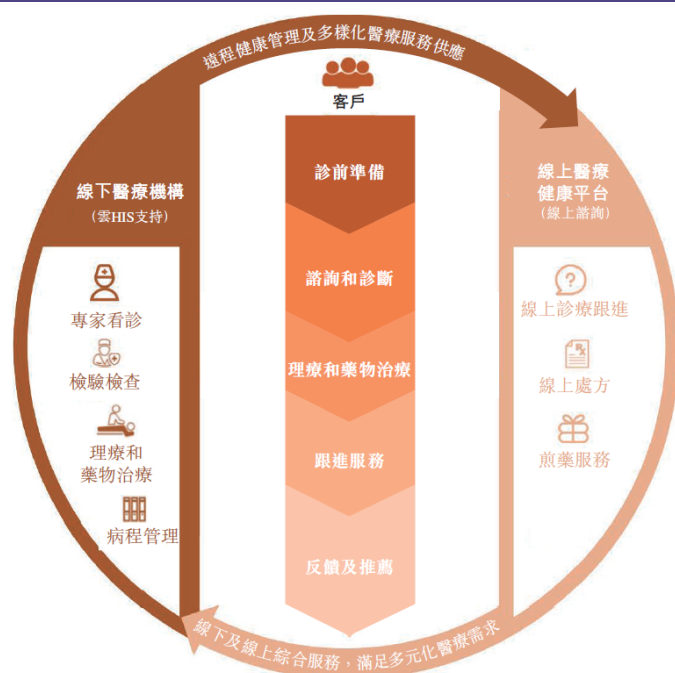


资料来源：公司资料、浦银国际

● 线上线下模式共同推动业务发展

“线上+线下”商业模式推动公司业务快速发展。“OMO”（Online-Merge-Offline, “线上+线下”商业模式），是固生堂发展策略之一，此模式使得公司突破了中医服务在服务时间和实体基础设施上的限制，实现了业务的快速扩张。线下业务方面，固生堂通过建立并运营多家医疗机构，提供直接的诊疗和康复服务。线上业务方面（1H25 贡献公司总收入 9%），固生堂通过建立自有线上平台，提供专业咨询、预约挂号等服务；借助线上医疗健康平台，如微信公众号及小程序，提供在线预约、后续咨询、诊断和处方服务，并凭借庞大的医师网络以及自有信息技术基础设施为更庞大的跨地域客户群提供服务。线上服务的发展助力公司更有效地使用医疗资源和扩大客户覆盖范围，公司还可根据线上医师及客户活跃度，策略性地选择城市扩大线下覆盖率。

图表 27：固生堂 OMO 业务模式示意图



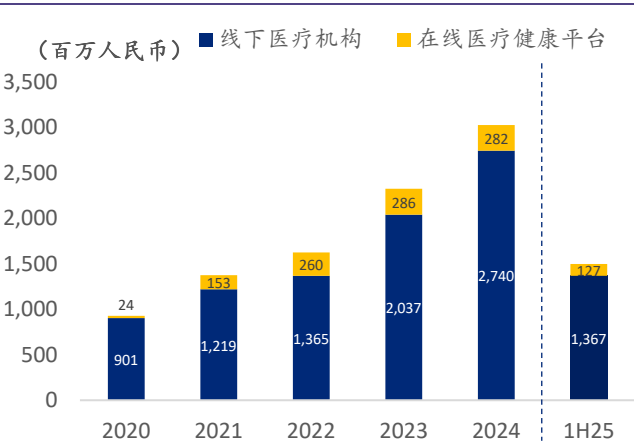
资料来源：公司招股说明书、浦银国际

图表 28：固生堂线上、线下服务对比

| | 线下医疗机构 | 线上医疗平台 |
|---------|--|--|
| 服务项目 | <ul style="list-style-type: none">首次及随访诊断、处方服务、煎药服务、理疗及医疗健康产品销售。 | <ul style="list-style-type: none">随访诊断、处方服务、煎药服务及医疗健康产品销售。 |
| 定价及收入模式 | <ul style="list-style-type: none">医疗费用主要包括咨询费、药费、处置费及理疗费。对于定点医疗机构，医疗费用按照当地相关医疗卫生行政部门对国家医保报销方案涵盖的服务和产品制定的定价指引、价格上限及/或成本加成上限收取。对于其他医疗机构，公司的价格主要参考同地区公立医疗机构对同类医疗健康解决方案及产品的定价确定。对于公司有权自行定价的医疗健康产品的价格，公司通常根据采购成本和相同或可资比较产品的市场价格设定。 | <ul style="list-style-type: none">医疗费用主要包括咨询费、药费及处置费。根据国家医疗保障局于 2019 年 8 月 17 日发布的《国家医疗保障局关于完善「互联网+」医疗服务价格和医疗支付政策的指导意见》，私营替代性医疗健康服务提供商提供的在线医疗健康服务价格实行市场调节。在线平台的医疗服务价格参照线下医疗机构的价格及相关定价指引、医疗机构价格上限及/或成本加成上限确定。医疗健康产品价格根据采购成本及同地区可资比较产品价格确定。 |
| 支付方式 | <ul style="list-style-type: none">通过国家医保报销方案、商业保险，或直接或通过现金、银行卡或通过第三方支付平台在线支付。 | <ul style="list-style-type: none">通过银行卡，或通过第三方支付平台在线支付。 |
| 监管限制 | <ul style="list-style-type: none">诊疗活动需按照医疗机构执业许可证核定的服务范围开展。公司旗下医疗机构的合格中医师可以开具西药处方（包括 OTC 药品和处方药）。 | <ul style="list-style-type: none">医师仅允许通过互联网医院为某些常见病或慢性病患者提供随访医疗健康服务，但邀请医师通过在线平台与同时为线下医疗机构的患者提供咨询和诊断的主管医师共同进行远程会诊的情况除外。除首次咨询（以及对患有不能归类为常见病或慢性病的客户），以及性质上只能在实体医疗机构提供的服务（如现场及检测检查）外，随访诊断及开具处方等其他医疗健康服务应互为补充、在线或线下均可提供。 |

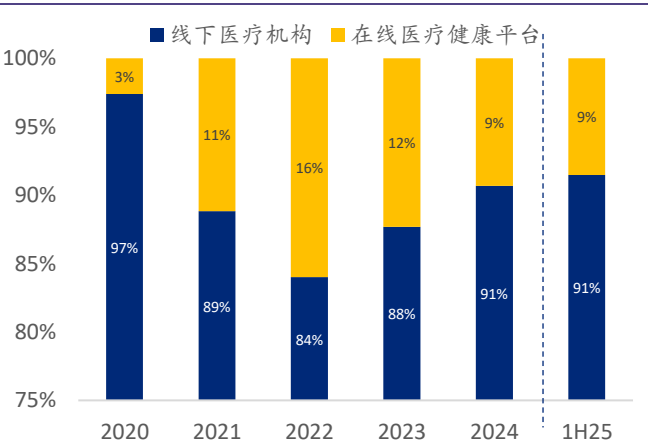
资料来源：公司招股说明书、浦银国际

图表 29：线下及线上平台收入



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 30：线下及线上平台收入占比



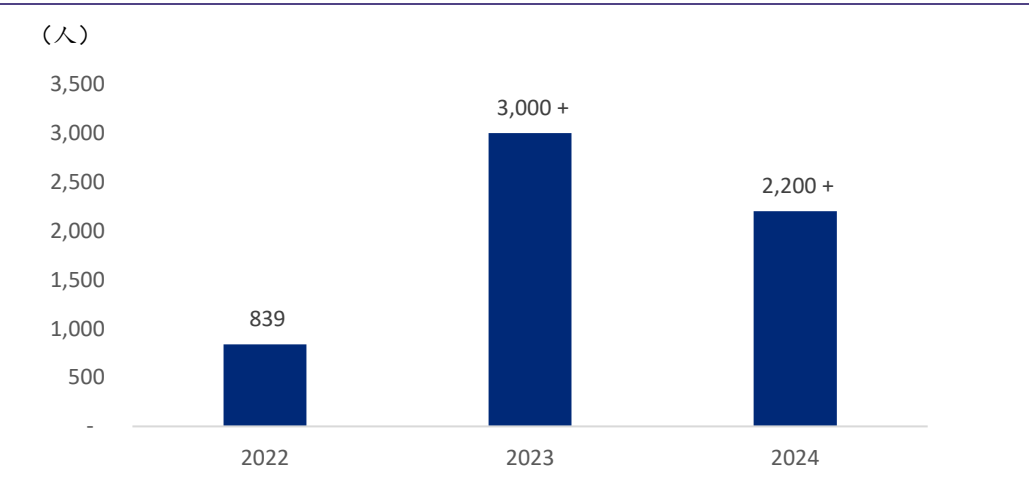
资料来源：公司资料、浦银国际

以“名医工作室”为核心，公司已建立起庞大的名中医资源网络

● 通过工作室和 AI 分身实现名医诊疗经验复制和推广

公司具有丰富的名中医资源。截至 1H25 末，固生堂已在全国建立了 141 个由国医大师、全国名中医领衔的“名医工作室”。公司目前聘请 7 位国医大师（全国范围内仅 120 位国医大师），铸造了较强的稀缺性资源壁垒。此外，截至 2024 年末，公司拥有特色人才（国医大师、全国名中医、岐黄学者、省市级名中医、三甲医院科室主任、院长或副院长）逾 2,200 人。

图表 31：固生堂中医药特色人才人数*



注：*特色人才指国医大师、全国名中医、岐黄学者、省市级名中医、三甲医院科室主任、院长或副院长；
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 32：固生堂 7 位国医大师名单

| 姓名 | 履历 |
|-----|--|
| 许润三 | 男，1926 年生人，一名专注于妇科疾病中医诊治的专家。许润三为中日友好医院的主任医师，获授予“首都国医名师”称号。 |
| 周岱翰 | 男，1941 年生人，一名专注于肿瘤疾病的中医诊治的专家。周岱翰教授为广州中医药大学博士生导师及国务院特殊津贴专家。他还获得了人力资源和社会保障部、国家卫生健康委员会和国家中医药管理局颁发的“全国中医药杰出贡献奖”。 |
| 施杞 | 男，1937 年生人，中共党员，中医骨伤专家教授、博士研究生导师、主任医师。施杞提出骨伤病整体论治观，构建了中医骨内科学，主要从事气血、肾精、痰瘀等中医理论现代基础研究。2022 年施杞教授的固生堂名医传承工作室揭牌。 |
| 严世芸 | 男，1940 年生人，中共党员，临床善于治疗内科疾病、各种疑难杂症以及亚健康的调理。上海中医药大学教授，博士研究生导师，主任医师，国家级教学名师。 |
| 林毅 | 女，1942 年出生医学世家，全国著名中医乳腺病专家、主任医师、教授。 |
| 葛琳仪 | 女，1933 年生人，擅长呼吸系统和消化系统疾病。临床经验十分丰富，尤其擅长采用中西医结合的方法治疗呼吸系统与消化系统疾病及疑难杂症。在治疗消化道疾病方面，早年研制的“止血一号”获 1992 年省医药科技进步三等奖。她对胃炎、溃疡病的治疗也颇有心得，临床疗效明显。 |
| 王庆国 | 男，1952 年生人，医学博士，北京中医药大学终身教授，中医临床基础专业博士生导师。肝胆脾胃科特聘专家，从事中医临床、教学与科研工作近三十年。 |

资料来源：公司资料、浦银国际

“名医工作室”通过合伙人机制与名医共享门店收益，吸引及保留优质名医资源。固生堂在新开的医馆开放部分股权接受医生投资，除挂号、外治、中药分成等常规收益外，当单店年收入超过一定限额时，医生合伙人可按投资比例获得分红。通过将医生的收益与门店的业绩绑定，固生堂可在留存优秀医师的同时实现门店的稳定发展。

图表 33：固生堂“名医工作室”合伙人机制

| | |
|---------|---|
| 合伙人条件 | <ul style="list-style-type: none">符合固生堂合伙医师要求资格并于门店试诊1-2次；至少能合作五年，每周能不定时出诊。 |
| 股权及收益分配 | <ul style="list-style-type: none">投资门槛：每人最低投资金额为30万元，最高不超过300万元。股权结构：新开单店30%的股权向医生开放投资，公司保留70%的控股权。激励性分红：当单店年度营收超过3000万元时，从第二年开始，按投资比例进行现金分红。 |
| 退出机制 | <ul style="list-style-type: none">合伙人可随时变现股权。公司负责经营和兜底，回购股权。 |

资料来源：公司资料、浦银国际

名医资源及公司多年诊疗数据赋能“AI+中医”研发。在 AI 赋能中医诊疗方面，公司的核心优势在于拥有海量的中医诊疗高质量数据以及丰富的应用场景。截至 2024 年末，公司累计就诊量已达到 2200 万+，每年新增数百万就诊数据，临床数据量大且质量高。此外，公司的线下医疗机构及辐射全国的互联网医院，覆盖了诊前诊中诊后全流程，使得 AI 能在不同场景下为患者提供优质医疗资源。

图表 34：固生堂中医 AI 服务平台架构



资料来源：公司资料、浦银国际

打造“国医 AI 分身”，实现诊疗经验的可复制、可推广。公司于 2025 年 6 月发布首个“国医 AI 分身”，并于 8 月将“国医 AI 分身”数量增至 10 个，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、骨伤科等八大中医核心专科领域。“国医 AI 分身”基于国医大师施杞、全国名中医蔡淦、广东省名中医丁国安、知名肿瘤科专家贺用和、广东省名中医黄穗平、国家名老中医药专家李海松、广东省名中医李浩、知名经方专家欧阳卫权、广东省名中医阮岩、上海市名中医徐振晔共 10 位名医的临床经验深度构建，可协助医生处理常规诊疗事务，提升诊疗效率，还能通过智能辅助青年医生开展诊疗工作，帮助其系统掌握名医诊疗思维，有效缩短从跟诊学习到独立出诊的成长周期。目前，AI 分身在专家模拟一致性上已达 86% 以上，实现了让专家数十年宝贵诊疗经验的可复制、可推广。

图表 35：固生堂国医 AI 分身基于 10 位名医临床经验

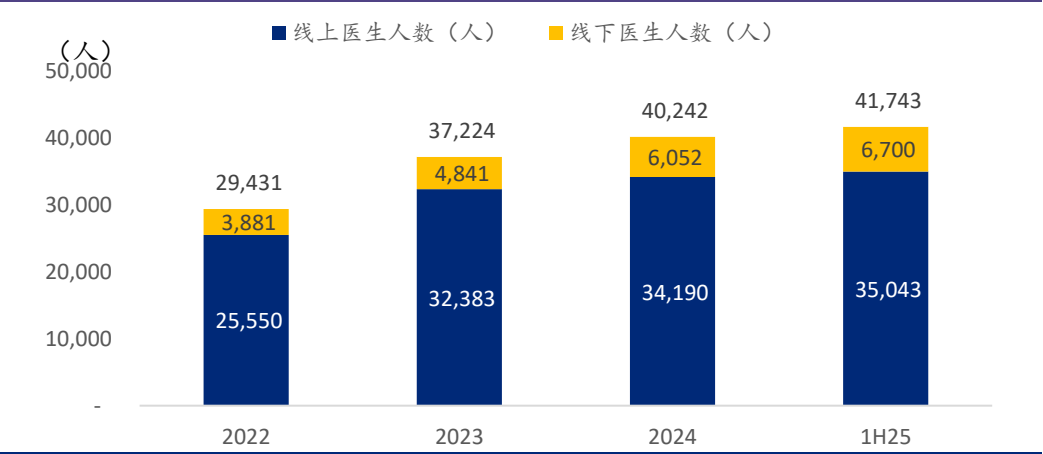


资料来源：公司资料、浦银国际

● 医生队伍规模持续扩大，晋升路径明确

医生队伍规模持续扩张。医师资源是中医院的核心竞争力。在固生堂执业的医师分为两类，自有线下医生及线上医生（与固生堂订立专家合作协议）。截至 1H25 年末，公司共有医生人数 41,743 人，其中自有线下医生 6,700 人（相较 2024 年末增加 648 人），线上医生 35,043 人（相较 2024 年末增加 853 人），线上医生人数占 84%。

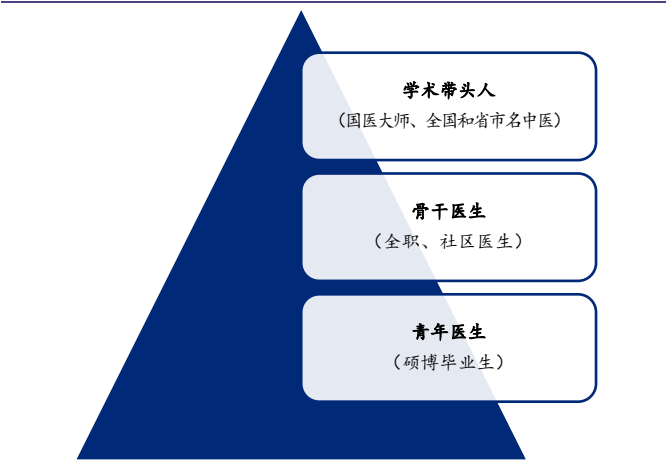
图表 36：固生堂医生人数



资料来源：公司资料、浦银国际

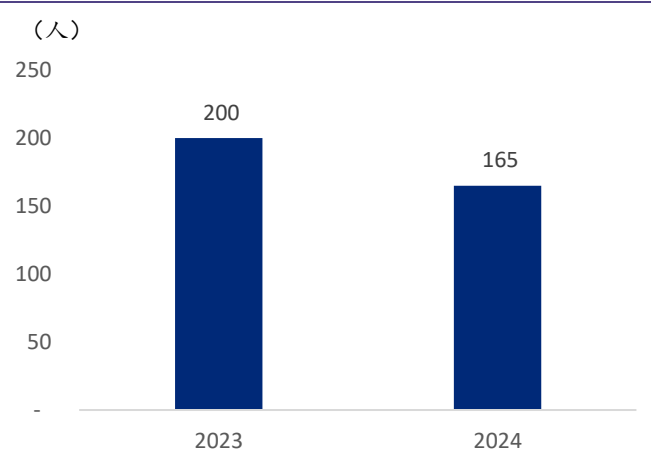
固生堂已建立了较完备的自有医生培养与晋升体系。固生堂采用师带徒模式培养中医药人才，打造高素质的青年医师团队。公司的名中医传承工作室及 OMO 平台让来自不同地域的优秀专家与青年人才高效分享临床经验和学术成果，加速专职医师队伍建设。目前公司已经搭建起学术带头人（国医大师、全国和省市名中医）、骨干医生（全职、社区医生）、青年医生（硕博毕业生）三个梯队人才培养体系，每年均可吸纳 150-200 名青年医生加入固生堂。

图表 37：固生堂人才培养体系



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 38：每年加入固生堂的青年医生数量



资料来源：公司资料、浦银国际

针对不同岗位，固生堂搭建了清晰的晋升机制。除全公司有统一的晋升制度外，固生堂针对各个层级、业务部门、岗位均设置了具体的晋升管理机制。同时，为引导青年医生在公司平台成长，公司还推出了《关于全职医生（含医助）出诊及晋升的管理规范》，明确了业务专业管理岗位及专业技术人才的晋升相关管理规定。

图表 39：固生堂晋升路径



资料来源：公司资料、浦银国际

积极推进国际化进程，海外收入有望迎来迅速增长

公司积极推动业务出海，新加坡成为出海首站。海外的中医资源较为缺乏，但海外华人数量众多，中医诊疗服务的供需矛盾相较国内更为突出。公司于2024 年首次进行出海尝试，先后完成了与宝中堂、大中堂、仁合中医的三项交易与合作：

- **收购宝中堂 100%股权：**公司于 2024 年 3 月与新加坡宝中堂订立股权转让协议，收购宝中堂 100%股权，迈出了公司国际化的第一步。
- **与 1doc 达成战略合作：**公司于 2025 年 10 月与新加坡 1doc 达成战略合作，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 目前在新加坡运营 9 家自有诊所和 21 家附属诊所，根据合作框架，患者可在同一医疗生态内获得中西医结合的诊疗方案，体验从预防、诊断到康复的全周期健康管理。
- **收购大中堂 100%股权：**公司于 2025 年 11 月宣布收购新加坡大中堂 100%股权。此次收购完成后，固生堂将在新加坡新增 14 家中医门诊部，进一步拓宽公司在新加坡的患者覆盖范围。
- **与新加坡仁合中医达成战略合作：**公司于 2025 年 11 月宣布与新加坡仁合中医达成战略合作，双方将以单店合伙的创新模式开设中医诊所。随着合作落地，固生堂在新加坡运营的中医诊疗机构数量进一步增加。

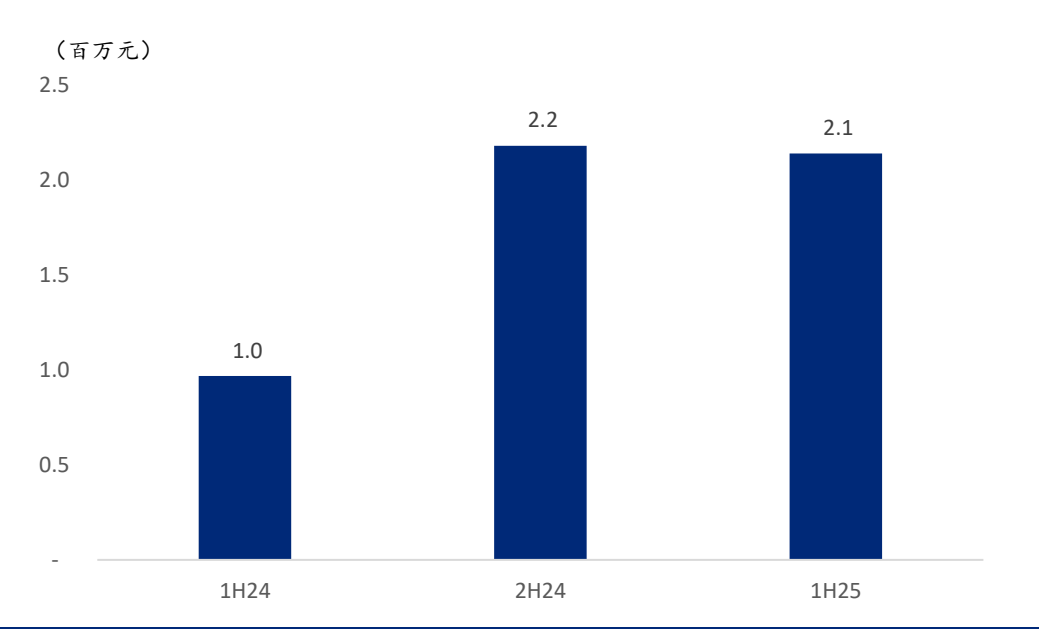
图表 40：新加坡宝中堂诊所室内环境



资料来源：公司资料、浦银国际

目前，新加坡业务处于扩张初期，短中期有望实现快速收入增长。自 2024 年公司进入新加坡市场后，当年实现海外收入人民币 315 万元，1H25 进一步增长到人民币 214 万元（+121% YoY）。随着 4Q25 公司加快新加坡收购及合作发展的步伐，我们预计公司新加坡业务将在短中期实现持续快速增长。

图表 41：公司新加坡业务收入



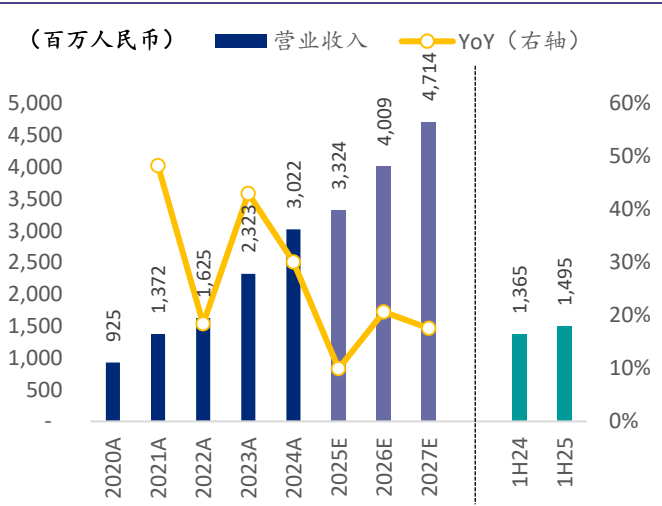
资料来源：公司资料、浦银国际

财务分析及预测

2020-2024 年收入高速增长，1H25 实现 9.5%的收入同比增速。2020-2024 年公司收入实现 34.4% CAGR 的高速增长，主要受益于公司持续扩张的门店数量（并购为主、自建为辅）带来的就诊人次的增加（+31.9% CAGR）。1H25 公司实现收入 14.9 亿元，对应+9.5% YoY 增速，主要由于线下医疗机构板块实现 13.7 亿元收入（+ 11.1% YoY），主要受益于就诊人次增长+15.3% YoY，客单价与 2H24 相比基本保持稳定。

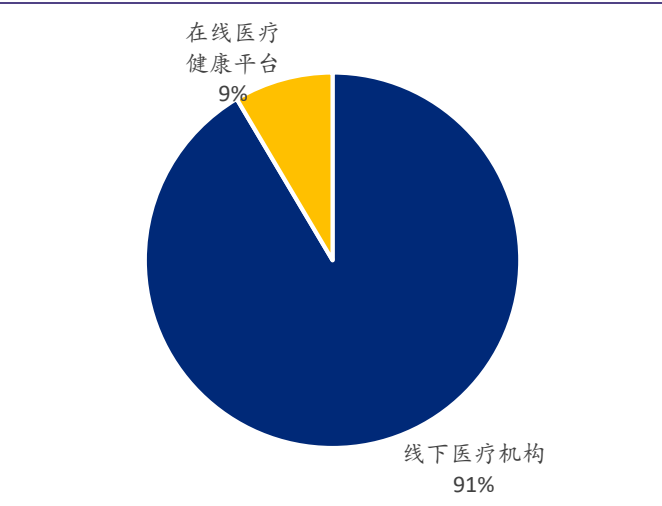
展望未来，我们预计公司有望于 2025E、2026E、2027E 实现收入 33.2 亿元（+10.0% YoY）、40.1 亿元（+20.6% YoY）、47.1 亿元（+17.6% YoY），主要受益于并购扩张重回策略重心带来的就诊人次的双位数增长，以及就诊次均费用维持单位数速率稳定增长。

图表 42：固生堂营业收入



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

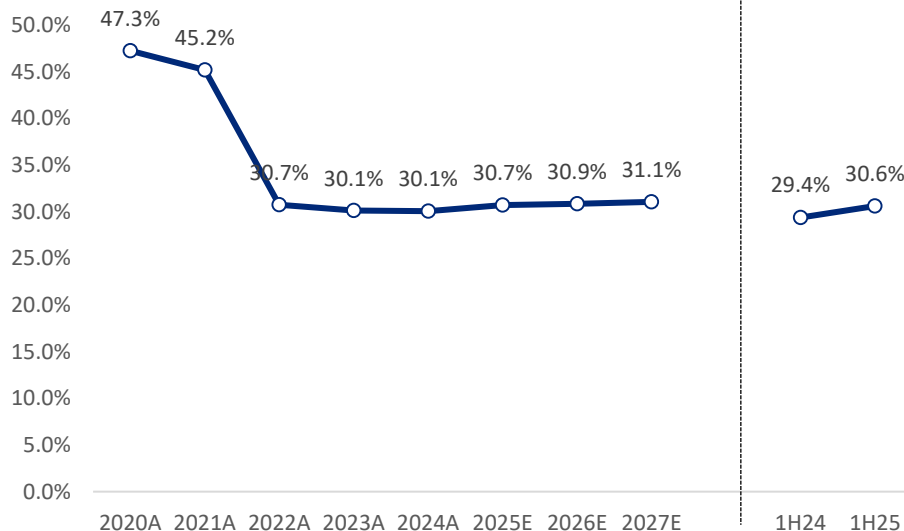
图表 43：固生堂线下、线上收入占比（1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

2022-1H25 公司毛利率维持在 30%出头水平，较为稳定。公司 2022 年、2023 年、2024 年、1H25 毛利率分别为 30.7%、30.1%、30.1%、30.6%，较为稳定。就 1H25 而言，医疗健康解决方案业务毛利率小幅提升至 30.6%（+1.2ppts YoY），销售医疗健康产品业务毛利率提升至 36.4%（+8.6 ppts YoY）。展望未来，我们认为公司毛利率有望温和稳定增长，因此我们预测 2025E、2026E、2027E 毛利率分别为 30.7%、30.9%、31.1%。

图表 44：固生堂毛利率

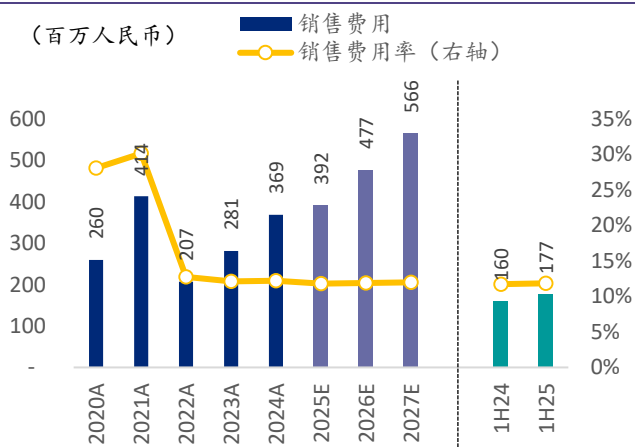


E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

公司近年来销售费用率和管理费用率相对稳定。2022-2024 年公司销售费用率维持在 12.1%-12.8% 区间，1H25 销售费用率为 11.8% (+0.1 ppts YoY)，较 1H24 大致相当。2022-2024 年公司管理费用率大约在 6.1%-6.7% 区间，1H25 管理费用率进一步下降至 6.3% (-1.8ppts YoY)，体现出更强的成本管控和更高的经营效率。展望未来，我们认为短中期销售费用率和管理费用率有望轻微同比上升（主要考虑到海外运营机构新增较多，对应销售与管理费用增加较多）。因此，我们预计 2025E、2026E、2027E 销售费用率分别为 11.8%、11.9%、12.0%，管理费用率分别为 6.1%、6.3%、6.4%。

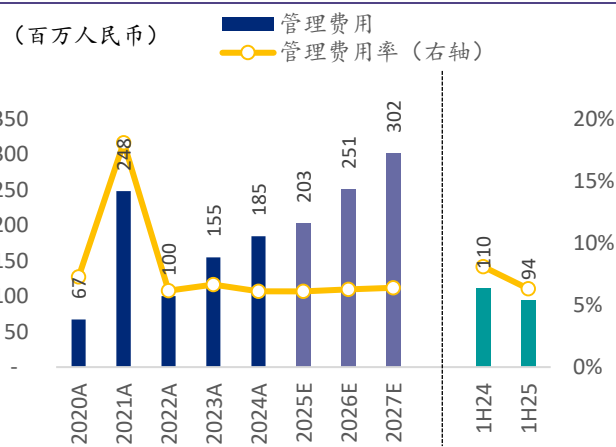
图表 45：固生堂销售费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 46：固生堂管理费用



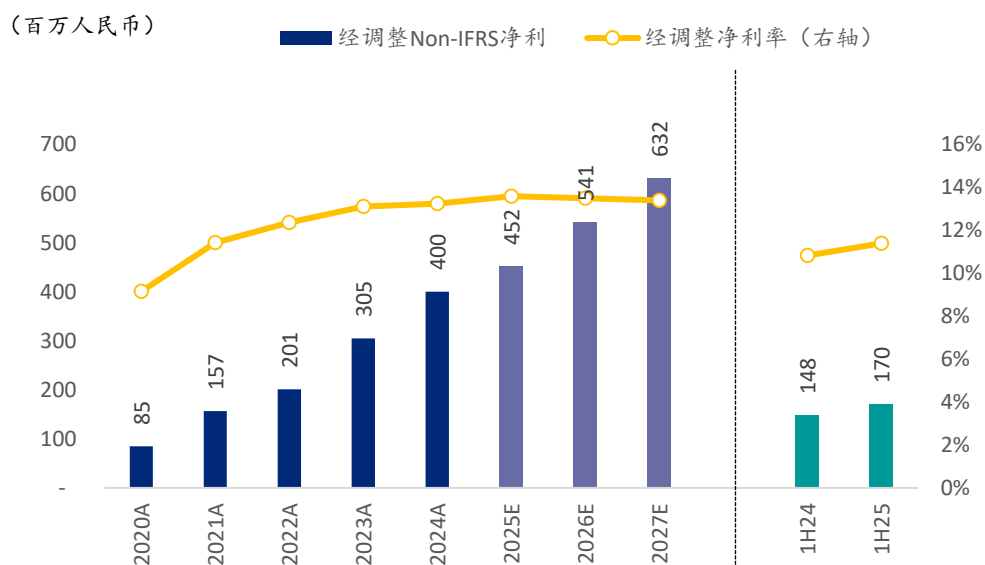
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

2022-2024 年经调整净利润增长迅猛，1H25 实现 15% 同比增速。2022-2024 年公司实现经调整净利润 47.4% CAGR，主要受益于收入的快速增长及经营效率的提升。1H25 公司经调整净利润实现+15.2% YoY 增速，主要由于收入仅温和增长 (+9.5% YoY)，较前些年强劲增长有所放缓。

公司经调整净利率过去三年逐步上升，1H25 经调整净利率达到 **11.4%**，我们认为公司经调整净利率短中期有望维持稳定。公司经调整净利率从 2022 年的 12.4% 逐步上升至 2024 年的 13.2%；1H25 经调整净利率为 11.4%（注：公司历年来上半年通常比下半年利润率低），同比而言亦有所提升（vs. 1H24: 10.8%，+0.6ppts YoY），主要由于公司 1H25 毛利率较 1H24 同比提升以及管理费用率的明显下降。展望未来，我们认为公司经调整净利率短中期有望稳定在 13.4%-13.6% 区间。

图表 47：固生堂经调整净利润



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

估值

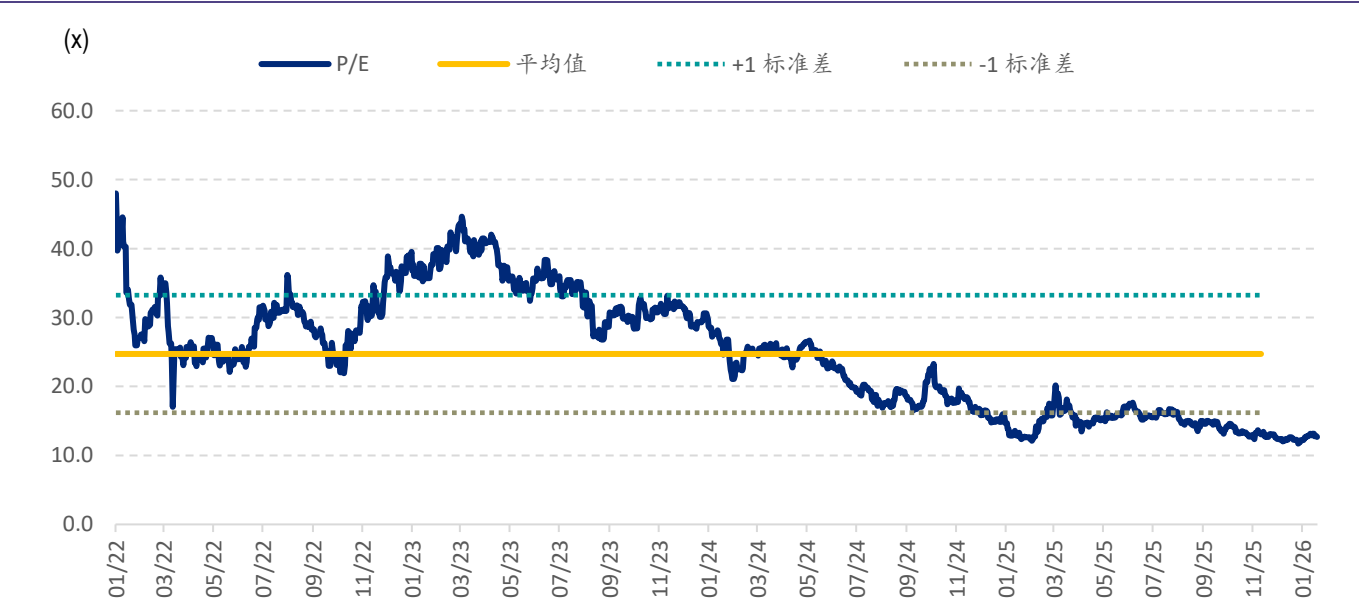
我们基于市盈率（PE）法对公司进行估值。考虑到公司所处行业的发展前景及其自身的盈利增长潜力，我们设定其 2026E P/E 目标倍数为 15 倍，较其过去五年的历史平均前瞻 PE 水平低约 1.1 个标准差。基于此，我们得出公司目标价为 38.5 港元，首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐。我们看好公司并购重回策略重心之后，短中期收入有望重新回到快速成长通道，股价亦有望随着业绩兑现实现积极上涨。

图表 48：固生堂 PE 估值

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 经调整净利润 (百万人民币) | 400 | 452 | 541 | 632 |
| 目标 P/E (x) | | | 15 | |
| 股权价值 (百万人民币) | | | 8,118 | |
| 发行在外股数 (百万股) | | | 232 | |
| 目标价 (港币) | | | 38.5 | |

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 49：固生堂 PE Band



资料来源：公司资料、浦银国际

投资风险

- **中药饮片集采影响范围扩大：**中药饮片占公司收入比例较大。若后续批次的中药饮片集采中出现较大的价格降幅，或将对民营医院中药饮片价格造成一定下行压力，对公司收入造成负面影响；
- **消费意愿疲软：**中医诊疗量与国内患者的消费意愿有较强的关联。若后续国内消费者为中医诊疗的付费意愿下降，则可能对公司收入带来负面影响；
- **行业竞争加剧：**国内民营中医诊所数量较多，且竞争激烈。若后续行业竞争加剧，公司原有患者或选择在竞争对手的中医诊所进行诊疗，公司诊疗量增速存在不及预期的可能性；
- **并购进度不及预期：**并购是公司业务扩张的重要策略，通过并购已有中医诊所可快速进入当地中医诊疗市场并获得当地客户资源。若后续并购进度不及预期，公司收入增长速度或较预期缓慢；
- **国际化进度不及预期：**公司积极推进业务出海，若后续国际化进度不及预期，或影响公司海外收入不及预期。

附录

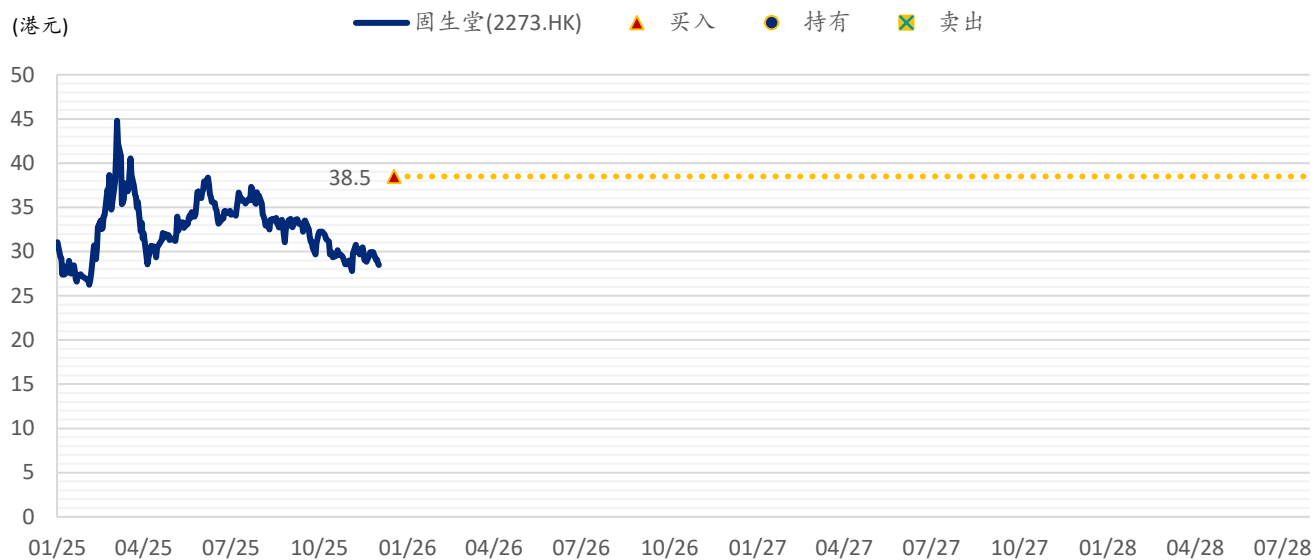
图表 50：公司核心管理层

| 姓名 | 职务 | 个人简介 |
|-------|-------------|---|
| 涂志亮先生 | 创始人兼提名委员会主席 | 于 2010 年 9 月创办公司，涂先生主要负责整体公司及业务战略、监督公司的管理及营运，其在医疗行业拥有逾 20 年经验。 |
| | | 涂先生为第十三届中国人民政治协商会议广东省委员会委员及第十二届中国人民政治协商会议广东省委员会委员。此外，彼亦曾担任中华中医药学会常务理事、世界中医药学会联合会国医堂馆社区服务专业委员会副会长、世界中医药学会联合会中医治未病专业委员会常务理事、广东省中医药学会常务理事。自 2023 年 3 月起，涂先生一直担任中华中医药学会中医馆共同体主席，任期至 2027 年 3 月。此外，涂先生曾登上 2024 福布斯中国最具影响力华人精英 TOP100 榜单。 |
| 邓仕刚先生 | 首席财务官 | 于 2019 年 8 月 5 日获委任为公司首席财务官，主要负责监督并购、融资及主管公司的财务管理及资本运作系统。 |
| | | 邓先生于财务及会计方面拥有逾25年经验。曾担任中粮包装控股有限公司（股份代号：906.HK）全资附属公司广州番禺美特包装有限公司财务经理、明辉国际控股有限公司（股份代号：3828.HK）附属公司明辉实业（深圳）有限公司财务经理、锦兴国际控股有限公司（股份代号：2307.HK）副总经理、赢家时尚控股有限公司（股份代号：3709.HK）首席财务官。 |
| 郑项先生 | 副总裁 | 邓先生分别于1995年6月及2001年6月自广东省广州市中山大学取得经济学学士学位（主修会计及审计）及工商管理硕士学位。邓先生于2001年1月成为中国注册会计师协会资格会员。 |
| | | 于2020年9月9日获委任为公司副总裁，主要负责主管技术系统的构建及开发，管理集团三方平台流量合作，领导推广及扩张提供中医医疗健康服务的在线医院整体业务营运，以及中医AI方面的业务。 |
| | | 郑先生于互联网及医药行业拥有逾17年经验，曾任职于南京南瑞继保电气有限公司、担任南京金创能网络技术有限公司首席运营官、正大天晴药业集团股份有限公司互联网产品运营经理、南京一康信息技术有限公司合伙人、南京百会云医科技有限公司的董事及法定代表人、上海万联大药房有限公司的董事及法定代表人。 |
| 张秋敏女士 | 助理总裁 | 郑先生于2007年9月取得南京理工大学信息与计算科学专业学士学位，于2024年10月取得中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士学位。 |
| | | 于2024年2月5日获委任为公司助理总裁，主要负责公司北京业务区域的整体业务管理及团队管理，兼管上海及天津业务区域。 |
| | | 张女士于医疗健康行业拥有逾17年经验，曾担任深圳爱康卓悦快验保门诊部院长助理。张女士于2011年4月加入广东固生堂，曾担任北京、广州门店经理、广州业务区副总经理、上海业务区营运副总经理、上海业务区域总经理。 |
| | | 张女士于2013年1月毕业于广东医科大学（前称广东医学院）的护理专业。 |

资料来源：公司 1H25 财报、浦银国际

SPDBI 目标价

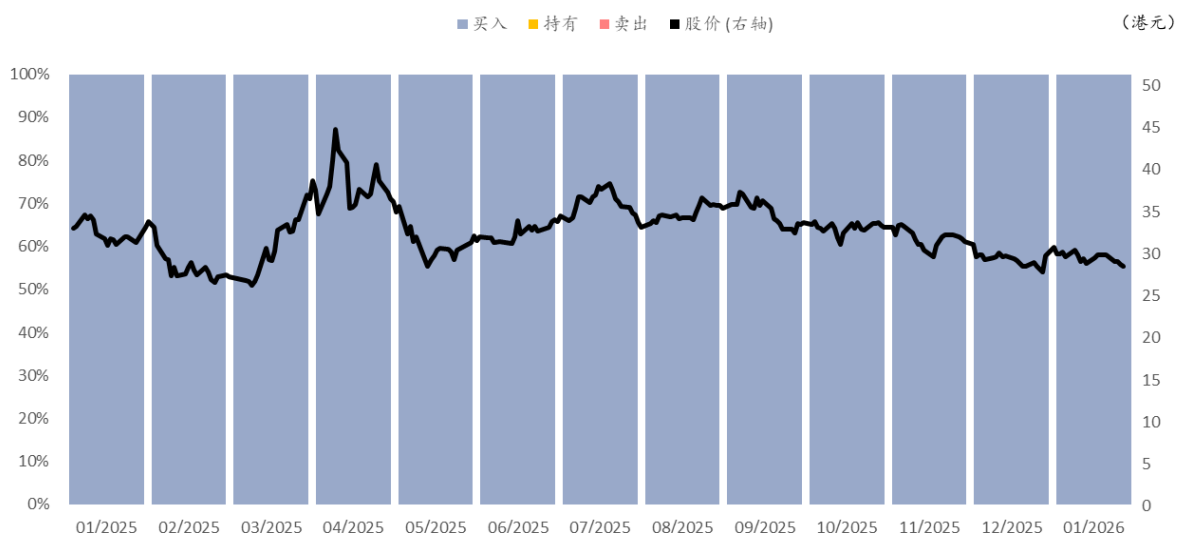
图表 51: SPDBI 目标价: 固生堂 (2273.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

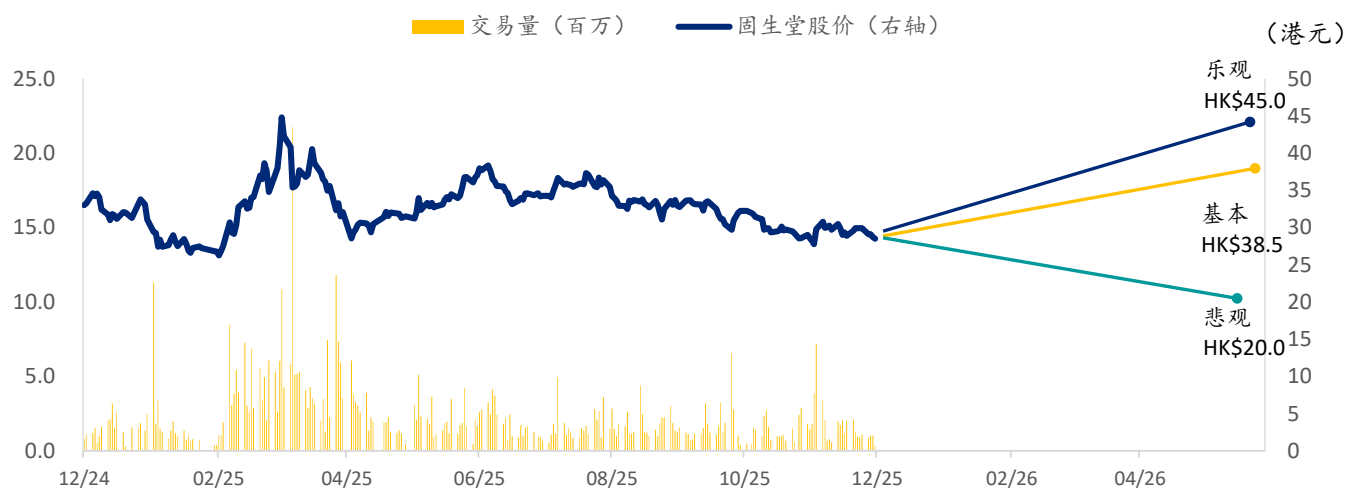
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 52：固生堂（2273.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：固生堂（2273.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：45.0 港元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>25%
- 2025-2027 年毛利率>35%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR>25%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：20.0 港元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<10%
- 2025-2027 年毛利率<25%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR<10%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 54：SPDBI 医药行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 行业 |
|------------------|--------|---------|----|----------|----------|
| 6990.HK Equity | 科伦博泰 | 429.4 | 买入 | 525.0 | 生物科技 |
| 13.HK Equity | 和黄医药 | 24.7 | 买入 | 28.0 | 生物科技 |
| HCM.US Equity | 和黄医药 | 15.9 | 买入 | 18.0 | 生物科技 |
| 9688 HK Equity | 再鼎医药 | 14.9 | 买入 | 27.0 | 生物科技 |
| ZLAB US Equity | 再鼎医药 | 18.8 | 买入 | 35.0 | 生物科技 |
| ONC US Equity | 百济神州 | 341.6 | 买入 | 349.0 | 生物科技 |
| 6160 HK Equity | 百济神州 | 200.6 | 买入 | 211.0 | 生物科技 |
| 688235 CH Equity | 百济神州 | 261.2 | 买入 | 276.0 | 生物科技 |
| 6996.HK Equity | 德琪医药 | 3.6 | 买入 | 5.4 | 生物科技 |
| 1952 HK Equity | 云顶新耀 | 37.7 | 买入 | 25.0 | 生物科技 |
| 9995 HK Equity | 荣昌生物 | 93.8 | 持有 | 75.0 | 生物科技 |
| 688331 CH Equity | 荣昌生物 | 103.5 | 持有 | 96.7 | 生物科技 |
| 9969 HK Equity | 诺诚健华 | 12.2 | 买入 | 21.0 | 生物科技 |
| 688428 CH Equity | 诺诚健华 | 20.4 | 买入 | 34.0 | 生物科技 |
| 1801 HK Equity | 信达生物 | 82.7 | 买入 | 95.0 | 生物科技 |
| 6622 HK Equity | 兆科眼科 | 3.4 | 买入 | 12.5 | 生物科技 |
| 2616.HK Equity | 基石药业 | 5.5 | 持有 | 4.25 | 生物科技 |
| 9926 HK Equity | 康方生物 | 114.0 | 买入 | 174.0 | 生物科技 |
| 9966.HK Equity | 康宁杰瑞 | 9.9 | 买入 | 13.6 | 生物科技 |
| 2162.HK Equity | 康诺亚 | 58.3 | 买入 | 77.0 | 生物科技 |
| IMAB US Equity | 天境生物 | 3.8 | 买入 | 22.5 | 生物科技 |
| 2696.HK Equity | 复宏汉霖 | 61.9 | 持有 | 19.0 | 生物科技 |
| 6855.HK Equity | 亚盛医药 | 50.0 | 买入 | 105.0 | 生物科技 |
| AAPG.US Equity | 亚盛医药 | 26.4 | 买入 | 55.0 | 生物科技 |
| 2256.HK Equity | 和誉 | 14.3 | 买入 | 5.6 | 生物科技 |
| 2142.HK Equity | 和铂医药 | 12.5 | 买入 | 6.0 | 生物科技 |
| 600276 CH Equity | 恒瑞医药 | 60.1 | 买入 | 80.0 | 制药 |
| 1276 HK Equity | 恒瑞医药 | 73.9 | 买入 | 95.0 | 制药 |
| 1177 HK Equity | 中国生物制药 | 6.6 | 买入 | 9.1 | 制药 |
| 2359 HK Equity | 药明康德 | 114.1 | 买入 | 134.5 | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德 | 98.6 | 买入 | 124.4 | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity | 康龙化成 | 24.6 | 买入 | 30.0 | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成 | 30.9 | 买入 | 39.6 | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity | 药明生物 | 38.4 | 持有 | 30.0 | CRO/CDMO |
| 2268 HK Equity | 药明合联 | 67.8 | 买入 | 69.0 | CRO/CDMO |
| 300015 CH Equity | 爱尔眼科 | 11.2 | 买入 | 14.0 | 医疗服务 |
| 2273 HK Equity | 固生堂 | 31.1 | 买入 | 38.5 | 医疗服务 |
| 6078 HK Equity | 海吉亚 | 13.6 | 持有 | 13.5 | 医疗服务 |
| 1951 HK Equity | 锦欣生殖 | 2.5 | 持有 | 2.6 | 医疗服务 |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗 | 195.3 | 买入 | 267.0 | 医疗器械 |
| 2252 HK Equity | 微创机器人 | 30.9 | 持有 | 23.7 | 医疗器械 |
| 2500 HK Equity | 启明医疗 | 3.0 | 买入 | 10.0 | 医疗器械 |
| 9996 HK Equity | 沛嘉医疗 | 6.9 | 买入 | 9.6 | 医疗器械 |
| 2160 HK Equity | 心通医疗 | 1.1 | 买入 | 3.4 | 医疗器械 |
| 2172 HK Equity | 微创脑科学 | 12.8 | 买入 | 15.5 | 医疗器械 |
| 688351 CH Equity | 微电生理 | 25.4 | 买入 | 29.0 | 医疗器械 |
| 2190 HK Equity | 归创通桥 | 26.4 | 买入 | 30.0 | 医疗器械 |
| 688617 CH Equity | 惠泰医疗 | 241.3 | 买入 | 454.0 | 医疗器械 |
| 688236 CH Equity | 春立医疗 | 26.8 | 买入 | 27.2 | 医疗器械 |
| 1858 HK Equity | 春立医疗 | 15.5 | 买入 | 20.0 | 医疗器械 |
| 1789 HK Equity | 爱康医疗 | 6.2 | 买入 | 8.0 | 医疗器械 |
| 2325 HK Equity | 云康集团 | 0.9 | 买入 | 10.5 | ICL |
| 241 HK Equity | 阿里健康 | 6.8 | 持有 | 4.7 | 互联网医疗 |
| 1833 HK Equity | 平安好医生 | 16.2 | 持有 | 14.0 | 互联网医疗 |
| 6681 HK Equity | 脑动极光 | 6.6 | 买入 | 7.5 | 数字疗法 |

注：数据截至 2026 年 1 月 21 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

