固生堂 (2273 HK)

26 年有望重回加速增长通道

固生堂公布 25 年度业绩，收入同比增长 7.5%至 32.5 亿元，经调整净利润同比增长 0.6%至 4.0 亿元。公司的收入/经调整净利润分别比我们的预期低 3.4%/10.2%。25 年固生堂的线下门诊人次同比仍稳健增长 12.8%，主要来自同店人次同比增长10.0%；客单价受到宏观经济的影响同比下降3.2%，但2H25相比1H25已经大体企稳（环比仅下降 1.1%）。管理层目标 26 年收入同比增长 15%。

- **门店网络与医生资源双扩张，海内外布局齐头并进。**截至 25 年底固生堂在境内及新加坡门店总数已达 101 家。25 年公司新增 22 家门店，延续了 24 年新增 21 家的快速扩张势头。管理层表示目前国内市场并购标的 PS 估值低于 1 倍，为公司的收购提供了良好窗口期，公司将利用这一窗口收购合适的区域龙头。新加坡市场 25 年收入同比大增 228%，通过"自建+共建+并购"策略实现规模化布局，截至年底拥有 15 家线下门店。24 年收购的宝中堂门店 25 年业绩大幅提升，单店月营收接近 100 万元，应回诊率达 45.6%，达到国内门店第一梯队水平，宝中堂的运营表现证明了固生堂业务模式在新加坡的初步落地。公司持续丰富其网络内的医生资源，截至 25 年底医生总数达 43,220 人（+7.4% YoY），其中线下医生 7,443 人（+23.0% YoY），新增医生创造收入 2.2 亿元（+44.6% YoY），将是公司 26 年业绩增长的引擎之一。
- **多维度举措改善客单价。**1）自主定价产品持续发力。截至 25 年底公司累计有 19 款院内制剂获得药监局备案，其中 3 款通过新加坡卫生科学局认证，25 年院内制剂收入同比大增 226.5%，推动自主定价产品收入同比增长 73.1%。2）发掘消费医疗业务潜力。公司在 25 年推出护士治疗、中医美颜手法、美颜针灸及纯中药美颜面膜等消费医疗业务，其中护士治疗收入同比增长 64.9%。3）国内市场聚焦北上广核心市场。管理层表示未来将加大在北上广等核心城市的布局，以更好的利用高能级城市消费者较高的医疗消费能力。4）国际化布局。新加坡市场诊疗客单价约 1,500 元，约为国内市场三倍，且客户粘性高，海外业务占比扩大也将带动整体客单价上行。
- **将持续大力度回馈股东。** 25 年固生堂耗资 4.7 亿港元合计回购 1,571 万股（累计注销 1,175 万股），有效增厚股东 EPS。此外，公司全年累计分红 2.13 亿元，分红率高达 60.5%，分红和回购金额合计相当于当前市值的~11.5%。公司创始人同样在年内耗资 2,354 万港元增持公司股份，表明对公司长期发展的信心。管理层表示未来几年均将维持 50%以上分红比例，并将积极进行股份回购和注销，以持续回馈股东。
- **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 2026E/ 27E/ 28E 的收入增速为 14.2%/ 16.0%/ 18.0%，经调整净利润增速为 11.0%/ 14.7%/ 17.4%。因此，我们将基于 DCF 的目标价从 44.95 港元下调至 39.00 港元 (WACC: 10.2%, 永续增长率：3.0%，均不变)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入 (百万人民币)	3,022	3,249	3,710	4,303	5,077
同比增长 (%)	30.1	7.5	14.2	16.0	18.0
调整后净利润 (百万人民币)	400	403	447	513	602
同比增长 (%)	31.4	0.6	11.0	14.7	17.4
调整后每股收益 (人民币)	1.64	1.70	1.91	2.19	2.57
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	2.09	2.52	2.65
调整后市盈率 (倍)	14.8	14.3	12.7	11.1	9.5

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	39.00 港元
(此前目标价	44.95 港元)
潜在升幅	44.5%
当前股价	26.98 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)	6,323.3
3 月平均流通量(百万港元)	40.2
52 周内股价高/低(港元)	38.35/25.48
总股本 (百万)	234.4

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	34.4%
睿远基金	8.1%

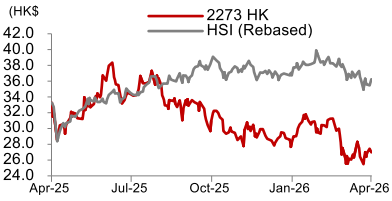
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-2.0%	3.2%
3 -月	-4.3%	-3.1%
6 -月	-12.8%	-7.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

	新预测			过往预测			差值 (%)		
人民币 百万元	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,710	4,303	5,077	4,099	5,081	na	-9.49%	-15.30%	na
毛利	1,174	1,374	1,636	1,321	1,663	na	-11.17%	-17.36%	na
运营利润	530	623	734	630	809	na	-15.96%	-22.96%	na
经调整净利润	447	513	602	555	701	na	-19.47%	-26.89%	na
经调整每股收益 (元)	1.91	2.19	2.57	2.40	3.03	na	-20.43%	-27.76%	na
毛利率	31.63%	31.93%	32.23%	32.23%	32.73%	na	-0.60ppt	-0.79ppt	na
运营利润率	14.28%	14.48%	14.46%	15.38%	15.92%	na	-1.10ppt	-1.44ppt	na
经调整净利润率	12.04%	11.91%	11.86%	13.54%	13.80%	na	-1.49ppt	-1.89ppt	na

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

	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
人民币 百万元	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,710	4,303	5,077	4,076	4,854	5,251	-8.97%	-11.34%	-3.32%
毛利	1,174	1,374	1,636	1,262	1,511	1,620	-7.01%	-9.07%	1.00%
运营利润	530	623	734	558	680	731	-4.99%	-8.42%	0.49%
经调整净利润	447	513	602	506	609	644	-11.72%	-15.80%	-6.48%
经调整每股收益 (元)	1.91	2.19	2.57	2.09	2.52	2.65	-8.59%	-13.19%	-3.02%
毛利率	31.63%	31.93%	32.23%	30.96%	31.14%	30.85%	+0.67ppt	+0.80ppt	+1.38ppt
运营利润率	14.28%	14.48%	14.46%	13.68%	14.01%	13.92%	+0.60ppt	+0.46ppt	+0.55ppt
经调整净利润率	12.04%	11.91%	11.86%	12.42%	12.54%	12.26%	-0.37ppt	-0.63ppt	-0.40ppt

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)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	508	600	714	825	944	1,072	1,206	1,344	1,485	1,626
税率	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
息税前利润*(1-税率)	422	498	593	685	785	891	1,002	1,117	1,234	1,352
+折旧与摊销	134	129	127	127	127	127	127	127	127	127
- 营运资金变化	24	-85	-110	-125	-140	-155	-171	-186	-201	-215
-资本支出	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
自由现金流	**280**	**243**	**310**	**387**	**472**	**562**	**658**	**758**	**860**	**963**
终值										**13,834**

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	5,250
总现值	8,212
净负债	-27
少数股东权益	14
股权价值	**8,226**
股份数（百万股）	**234**
DCF 每股价值 (港元)	**39.00**

资料来源：招银国际环球市场预测
注：港元:人民币 = 0.90 。

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%	53.07	47.75	43.31	39.55	36.33
	3.5%	49.54	44.91	40.99	37.63	34.73
	3.0%	46.58	42.50	**39.00**	35.97	33.33
	2.5%	44.07	40.42	37.26	34.51	32.09
	2.0%	41.90	38.61	35.74	33.21	30.98

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**2,323**	**3,022**	**3,249**	**3,710**	**4,303**	**5,077**
销售成本	(1,623)	(2,113)	(2,237)	(2,537)	(2,929)	(3,441)
毛利润	**700**	**909**	**1,012**	**1,174**	**1,374**	**1,636**
运营费用	**(390)**	**(528)**	**(561)**	**(644)**	**(751)**	**(902)**
销售费用	(281)	(369)	(372)	(433)	(506)	(607)
行政费用	(155)	(185)	(192)	(223)	(258)	(305)
其他	46	26	3	12	13	10
运营利润	**310**	**382**	**451**	**530**	**623**	**734**
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	0	(1)	(2)	0	0	0
净利息收入(支出)	**(26)**	**(18)**	**(26)**	**(36)**	**(45)**	**(45)**
税前利润	**284**	**363**	**424**	**494**	**578**	**689**
所得税	(31)	(56)	(72)	(84)	(98)	(116)
税后利润	**253**	**307**	**352**	**411**	**480**	**573**
净利润	**253**	**307**	**352**	**411**	**480**	**573**
调整后净利润	**305**	**400**	**403**	**447**	**513**	**602**
总股息	90	118	213	249	290	346

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**1,838**	**1,813**	**1,856**	**2,484**	**2,569**	**2,702**
现金与现金等价物	1,301	1,116	882	1,550	1,570	1,619
应收账款	180	269	257	203	236	278
存货	153	179	195	208	241	283
预付款项	156	195	259	259	259	259
其他流动资产	48	52	263	263	263	263
非流动资产	**1,542**	**1,844**	**2,136**	**2,302**	**2,473**	**2,646**
物业及厂房及设备（净额）	110	142	177	168	162	159
使用权资产	334	390	460	441	422	403
商誉	985	1,133	1,327	1,527	1,727	1,927
其他非流动资产	114	179	172	167	162	157
总资产	**3,379**	**3,656**	**3,992**	**4,786**	**5,042**	**5,348**
流动负债	**708**	**763**	**1,152**	**1,967**	**2,221**	**2,491**
短期债务	16	8	118	888	1,088	1,288
应付账款	287	308	302	347	401	471
其他流动负债	328	367	634	634	634	634
租赁负债	77	81	97	97	97	97
非流动负债	**365**	**517**	**656**	**656**	**656**	**656**
长期债务	0	92	188	188	188	188
融资租赁承担	277	328	380	380	380	380
其他非流动负债	88	96	88	88	88	88
总负债	**1,073**	**1,280**	**1,808**	**2,623**	**2,877**	**3,147**
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	2,428	2,612	2,564	2,763	2,986	3,243
其他储备	(123)	(236)	(394)	(614)	(834)	(1,054)
股东权益总额	**2,305**	**2,376**	**2,170**	**2,149**	**2,152**	**2,189**
少数股东权益	1	0	14	14	13	12
总负债和股东权益	**3,379**	**3,656**	**3,992**	**4,786**	**5,042**	**5,348**

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**284**	**363**	**424**	**494**	**578**	**689**
折旧摊销	120	151	188	134	129	127
税款	(14)	(38)	(72)	(84)	(98)	(116)
营运资金变化	(40)	(140)	(8)	85	(11)	(14)
其他	60	116	66	72	78	75
净经营现金流	**410**	**452**	**598**	**702**	**676**	**760**
投资现金流						
资本开支	(76)	(89)	(100)	(100)	(100)	(100)
收购与投资	(173)	(117)	(200)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	2	31	0	0	0	0
其他	(16)	(92)	0	0	0	0
净投资现金流	**(264)**	**(267)**	**(300)**	**(300)**	**(300)**	**(300)**
融资现金流						
净借贷	(55)	84	200	770	200	200
发行股票所得现金	480	0	0	0	0	0
股票回购	(94)	(133)	(430)	(220)	(220)	(220)
其他	(173)	(326)	(302)	(284)	(336)	(392)
净融资现金流	**158**	**(375)**	**(532)**	**266**	**(356)**	**(412)**
净现金流变动						
年初现金	994	1,301	1,116	882	1,550	1,570
汇率变动	3	5	0	0	0	0
年末现金	**1,301**	**1,116**	**882**	**1,550**	**1,570**	**1,619**

增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
销售收入	43.0%	30.1%	7.5%	14.2%	16.0%	18.0%
毛利润	40.1%	29.9%	11.3%	15.9%	17.1%	19.1%
经营利润	43.5%	23.2%	18.3%	17.4%	17.6%	17.9%
净利润	37.8%	21.4%	14.6%	16.7%	16.9%	19.3%
调整后净利润	51.7%	31.4%	0.6%	11.0%	14.7%	17.4%

盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.1%	30.1%	31.2%	31.6%	31.9%	32.2%
营业利益率	13.3%	12.6%	13.9%	14.3%	14.5%	14.5%
调整后净利润率	13.1%	13.2%	12.4%	12.0%	11.9%	11.9%
股本回报率	12.6%	13.1%	15.5%	19.0%	22.3%	26.4%

资产负债比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.1	0.2
流动比率（倍）	2.6	2.4	1.6	1.3	1.2	1.1
应收账款周转天数	21.2	27.1	29.6	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	29.0	28.7	30.5	30.0	30.0	30.0
应付帐款周转天数	52.8	50.7	51.3	49.8	50.0	50.0

估值指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
市盈率（调整后）	18.9	14.8	14.3	12.7	11.1	9.5
市帐率	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6	2.5
市现率	13.8	12.8	9.4	7.9	8.2	7.3
股息（%）	1.6	2.0	3.8	4.5	5.2	6.2

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之分析员，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于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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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。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篇制的报告。 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。