

医药	收盘价 港元 27.10	目标价 港元 34.20↓	潜在涨幅 +26.2%
----	-----------------	------------------	----------------

2026年4月2日

## 固生堂 (2273 HK)

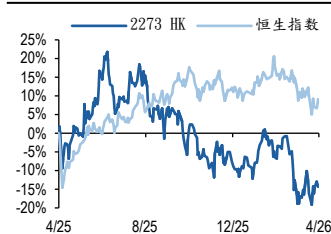
### 2025 年业绩逆势增长，2026 年内生、外延、新业务齐发力；维持买入

尽管面临消费环境和民营医院政策环境变化等多重因素影响，公司在 2025 年依旧录得优于行业的高单位数收入增速，并为股东提供了超 11% 的回报率；进入 2026 年，随着内生增速边际复苏、充裕现金下更多更大规模并购布局、以及新业务积极布局，公司有望先于同行走出低谷。维持买入。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	38.35
52周低位 (港元)	25.48
市值 (百万港元)	6,274.19
日均成交量 (百万)	1.29
年初至今变化 (%)	(3.90)
200天平均价 (港元)	29.40

资料来源：FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

⊕ **2025 年业绩表现优于行业，充足现金支持业务扩张和股东回报：**全年收入和净利润分别同比增长 8%/15% 至 32.5 亿元/3.5 亿元（人民币，下同），虽略低于我们和市场一致预测，但在整体消费环境和院端控费大环境下，公司取得优于行业的业绩增长实属不易，也是对公司自建+并购模式和海外布局、消费医疗、国医 AI 分身等新业务尝试的再次成功验证。年内线下门店人次增长 13%，主要来自内生人次增长（+10%），客单价下降 3% 但 2H 已环比企稳持平。毛利率和 SG&A 费用率各有 1ppt 左右的改善，得益于对租金的较好控制。公司年内加大股东回报力度，回购+分红超 6 亿元，股东回报率超 11%；但年底现金储备保持 11 亿元的健康水平，得益于现金流的显著增长（经营活动现金流+37%、自由现金流+67%）。**2026 年及以后，公司将保持 50% 以上的分红比例，并更积极地回购。**

⊕ **2026 年有望重回高增长，新业务尝试渐入佳境：管理层预计 2026 年收入增速将恢复至 15% 左右，**主要由以下因素驱动：**1) 内生增长：**去年年底起，收入和门诊量逐步回暖，1Q26 门诊量内生增速有望达到双位数，同时客单价已企稳；**2) 外延并购：**在充足现金储备和现金流的加持下，公司将利用当前民营医院行业的低成本整合窗口期，提升规模性业务并购，并深耕或开拓新加坡、中国香港、马来西亚等华人密集的关键海外市场，并购对业绩的增厚作用有望进一步强化；**3) 消费医疗场景拓宽（中药面膜、面部针灸、美颜推拿等）、AI 产生实际业绩贡献（已取得千万级收入规模，推动患者复诊率提升），新业务将逐步成为公司的新增长极。**

⊕ **下调目标价：**我们下调 2026-27 年盈利预测，下调目标价至 34.2 港元（原 42 港元），对应 16 倍/0.7 倍 2026 年市盈率/PEG（原 18 倍/0.7 倍），看好强消费属性+新业务布局驱动业绩增速先于行业回升，维持买入。

#### 盈利预测变动

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,724	4,166	-11%	4,287	4,882	-12%	4,820	-	-
毛利润	1,171	1,301	-10%	1,360	1,534	-11%	1,534	-	-
毛利率	31.4%	31.2%	0.2ppts	31.7%	31.4%	0.3ppts	31.8%	-	-
归母净利润	432	505	-14%	522	606	-14%	601	-	-
净利率	11.6%	12.1%	-0.5ppts	12.2%	12.4%	-0.2ppts	12.5%	-	-

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 固生堂：DCF 估值模型

人民币，百万	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	3,249	3,724	4,287	4,820	5,324	5,709	6,026	6,234	6,373	6,516	6,661
EBIT	436	531	638	728	811	870	920	953	975	998	1,022
EBIT * (1-t)	362	441	530	605	674	723	764	792	810	830	849
加：折旧摊销	64	81	88	98	109	121	132	142	149	155	160
减：营运资金增加/（减少）	166	(225)	(145)	(135)	(148)	(153)	(142)	(134)	(140)	(130)	(135)
减：资本开支	(86)	(95)	(110)	(123)	(136)	(146)	(154)	(159)	(163)	(167)	(170)
自由现金流	506	203	364	445	499	546	600	640	657	688	704
永续增长率	2%										
自由现金流现值	3,210										
终值现值	3,146										
企业价值	6,356										
净现金	611										
少数股东权益	(15)										
股权价值（百万人民币）	6,952										
股权价值（百万港元）	7,856										
股份数量（百万）	230										
<b>每股价值（港元）</b>	<b>34.20</b>										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	11.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	10.0%
有效税率	15.0%
<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 固生堂 (2273 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2026 年 4 月 2 日

固生堂 (2273 HK)

图表 3: 交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	25.32	32.40	28.0%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	139.20	175.00	25.7%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	497.00	530.00	6.6%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.36	10.00	86.6%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	18.09	60.40	233.9%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.88	36.60	53.3%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	185.00	229.20	23.9%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	36.98	51.00	37.9%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	110.40	136.00	23.2%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	9.05	13.00	43.6%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	40.60	84.00	106.9%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	90.90	105.00	15.5%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	67.00	78.00	16.4%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	102.50	123.20	20.2%	2026 年 04 月 01 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	20.88	32.50	55.7%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	61.70	91.00	47.5%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.85	28.75	142.6%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	34.86	35.80	2.7%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	200.73	93.30	-53.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	61.73	33.10	-46.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	37.42	44.50	18.9%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	6.36	7.70	21.1%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	13.52	17.70	30.9%	2026 年 03 月 27 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.59	14.00	46.0%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.62	8.70	-9.5%	2026 年 03 月 27 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	66.90	69.50	3.9%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.19	40.20	11.1%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	26.98	34.20	26.8%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.19	18.00	47.7%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.49	3.30	32.5%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 4 月 2 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	3,022	3,249	3,724	4,287	4,820
主营业务成本	(2,113)	(2,237)	(2,553)	(2,926)	(3,286)
<b>毛利</b>	<b>909</b>	<b>1,012</b>	<b>1,171</b>	<b>1,360</b>	<b>1,534</b>
销售及管理费用	(553)	(564)	(636)	(719)	(804)
其他经营净收入/费用	1	(12)	(4)	(3)	(2)
<b>经营利润</b>	<b>357</b>	<b>436</b>	<b>531</b>	<b>638</b>	<b>728</b>
财务成本净额	7	(10)	(10)	(8)	(3)
其他非经营净收入/费用	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>税前利润</b>	<b>363</b>	<b>424</b>	<b>520</b>	<b>629</b>	<b>723</b>
税费	(56)	(72)	(88)	(106)	(122)
非控股权益	(0)	1	(0)	(0)	(0)
<b>净利润</b>	<b>307</b>	<b>353</b>	<b>432</b>	<b>522</b>	<b>601</b>
作每股收益计算的净利润	307	353	432	522	601

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,136	913	752	734	789
应收账款及票据	269	257	411	549	674
存货	179	195	184	210	238
其他流动资产	228	491	437	446	461
<b>总流动资产</b>	<b>1,813</b>	<b>1,856</b>	<b>1,783</b>	<b>1,939</b>	<b>2,161</b>
物业、厂房及设备	142	177	194	218	245
无形资产	22	32	29	27	26
其他长期资产	1,680	1,927	2,209	2,494	2,778
<b>总长期资产</b>	<b>1,844</b>	<b>2,136</b>	<b>2,432</b>	<b>2,739</b>	<b>3,048</b>
<b>总资产</b>	<b>3,656</b>	<b>3,992</b>	<b>4,215</b>	<b>4,678</b>	<b>5,209</b>
短期贷款	8	118	118	118	118
应付账款	623	858	722	751	783
其他短期负债	133	176	176	176	176
<b>总流动负债</b>	<b>763</b>	<b>1,152</b>	<b>1,016</b>	<b>1,045</b>	<b>1,077</b>
长期贷款	92	188	188	188	188
长期应付账款	92	82	82	82	82
其他长期负债	333	386	278	164	45
<b>总长期负债</b>	<b>517</b>	<b>656</b>	<b>548</b>	<b>435</b>	<b>316</b>
<b>总负债</b>	<b>1,280</b>	<b>1,808</b>	<b>1,564</b>	<b>1,479</b>	<b>1,393</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,376	2,170	2,637	3,183	3,801
<b>股东权益</b>	<b>2,376</b>	<b>2,170</b>	<b>2,637</b>	<b>3,183</b>	<b>3,801</b>
非控股权益	0	14	15	15	15
<b>总权益</b>	<b>2,376</b>	<b>2,184</b>	<b>2,651</b>	<b>3,198</b>	<b>3,817</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	363	424	520	629	723
折旧及摊销	151	182	214	236	261
营运资本变动	(140)	166	(225)	(145)	(135)
利息调整	(0)	10	10	8	3
税费	(38)	(72)	(88)	(106)	(122)
其他经营活动现金流	117	92	57	44	36
<b>经营活动现金流</b>	<b>452</b>	<b>802</b>	<b>488</b>	<b>665</b>	<b>766</b>
资本开支	(89)	(84)	(93)	(107)	(121)
其他投资活动现金流	(97)	(404)	(417)	(435)	(450)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(187)</b>	<b>(489)</b>	<b>(510)</b>	<b>(542)</b>	<b>(570)</b>
负债净变动	84	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(459)	(49)	(140)	(140)	(141)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(375)</b>	<b>(49)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>	<b>(141)</b>
汇率收益/损失	5	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,301</b>	<b>1,116</b>	<b>894</b>	<b>733</b>	<b>714</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,136</b>	<b>913</b>	<b>752</b>	<b>734</b>	<b>789</b>

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.262	1.486	1.819	2.200	2.531
全面摊薄每股收益	1.222	1.455	1.781	2.153	2.478
每股账面值	9.841	9.259	11.478	13.858	16.548
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	30.1	31.2	31.4	31.7	31.8
EBITDA利润率	16.8	19.0	20.0	20.4	20.5
净利率	10.2	10.9	11.6	12.2	12.5
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	8.4	8.8	10.2	11.2	11.5
ROE	12.9	16.1	16.3	16.3	15.7
ROIC	12.4	14.2	14.6	14.9	14.6
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	1.6	1.8	1.9	2.0
存货周转天数	28.7	29.0	28.0	28.0	28.0
应收账款周转天数	27.1	42.0	43.0	50.0	54.0
应付账款周转天数	104.0	120.0	110.0	100.0	92.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司及南京埃斯顿自动化股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

## 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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。