



# 固生堂 (02273.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 业务稳健增长，全球化战略初现成效

### 业绩简评

2026年3月31日，公司披露2025年度业绩公告，2025年公司实现收入32.5亿元，同比增长7.5%；实现归母净利润3.5亿元，同比增长14.6%；实现经调整净利润4.03亿元，同比增长0.55%。

### 经营分析

**国际化战略初见成效，境内业务稳健增长。** 分区域来看，2025年公司在内地实现收入32.4亿元，同比增长7.3%；在新加坡市场实现收入1031万元，同比增长226.9%，海外业务实现高速增长。经营数据方面，2025年公司整体客户就诊人次达到601万，同比增长11.0%。截至2025年末，公司在国内外共拥有及经营101家医疗机构，其中中国内地86家，新加坡15家，网络布局持续扩张。

**盈利能力持续提升，非经营性项目影响利润。** 盈利能力方面，得益于中药材市场价格回落及采购效率提升，公司2025年毛利率提升至31.2%，同比增长1.1pct。同时，销售及行政费用率保持稳定，体现了良好的成本管控能力。公司经调整净利润增速(+0.55%)低于归母净利润增速(+15.0%)，主要由于2025年用于调整的股权激励费用由2024年的9318万元减少至5049万元所致。

**院内制剂有望打开新空间。** 截至2025年，公司累计成功备案19款院内制剂，其中3款制剂已通过新加坡卫生科学局(HSA)认证(护发益发颗粒、参芪固本颗粒、健脾润肠颗粒)。2025年院内制剂收入同比增长227%，自主定价产品的放量，一方面提升了营收自主性，另一方面也增强了公司的市场竞争力。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到宏观环境影响，我们调整公司2026-2027年归母净利润至4.36/5.11亿元，同比增长24%、17%。我们预计公司2028年归母净利润为5.91亿元，同比增长16%。2026-2028年EPS分别为1.86/2.18/2.52元，现价对应PE为15/12/11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

海外扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险；医疗事故风险等。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：27.100 元

相关报告：

- 《固生堂公司点评：业绩稳健增长，AI 赋能开启新篇章》，2025.9.1
- 《固生堂公司点评：国医 AI 分身提质增效，后续增长可期》，2025.8.2
- 《固生堂公司深度研究：中医诊疗龙头，AI+扩张+院内制剂驱动增...》，2025.7.29



### 主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,022	3,249	3,834	4,472	5,150
营业收入增长率	30.09%	7.50%	18.00%	16.65%	15.15%
归母净利润(百万元)	307	353	436	511	591
归母净利润增长率	21.64%	14.99%	23.61%	17.17%	15.66%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.51	1.86	2.18	2.52
每股经营性现金流净额	1.86	1.93	1.23	2.14	2.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	16.26%	18.56%	19.96%	21.10%
P/E	25.82	18.74	14.57	12.43	10.75
P/B	3.47	3.05	2.70	2.48	2.27

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,323</b>	<b>3,022</b>	<b>3,249</b>	<b>3,834</b>	<b>4,472</b>	<b>5,150</b>
增长率	43.0%	30.1%	7.5%	18.0%	16.7%	15.2%
主营业务成本	1,623	2,113	2,237	2,639	3,078	3,544
%销售收入	69.9%	69.9%	68.8%	68.8%	68.8%	68.8%
毛利	700	909	1,012	1,195	1,394	1,606
%销售收入	30.1%	30.1%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	281	369	372	460	537	618
%销售收入	12.1%	12.2%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	155	185	192	226	262	299
%销售收入	6.7%	6.1%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	310	381	450	516	605	699
%销售收入	13.3%	12.6%	13.8%	13.5%	13.5%	13.6%
财务费用	26	18	26	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.6%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	0	-1	-2	0	0	0
%税前利润	0.0%	-0.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	255	337	415	478	560	648
营业利润率	11.0%	11.2%	12.8%	12.5%	12.5%	12.6%
营业外收支						
税前利润	284	363	424	516	605	699
利润率	12.2%	12.0%	13.0%	13.5%	13.5%	13.6%
所得税	31	56	72	80	94	108
所得税率	11.0%	15.4%	16.9%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	253	307	352	436	511	591
少数股东损益	1	0	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>252</b>	<b>307</b>	<b>353</b>	<b>436</b>	<b>511</b>	<b>591</b>
净利率	10.9%	10.2%	10.9%	11.4%	11.4%	11.5%

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,301	1,116	882	643	579	594
应收款项	336	465	516	577	667	761
存货	153	179	195	227	265	305
其他流动资产	48	52	263	280	297	313
流动资产	1,838	1,813	1,856	1,728	1,808	1,974
%总资产	54.4%	49.6%	46.5%	42.3%	41.2%	41.3%
长期投资	31	40	40	40	40	40
固定资产	110	142	177	207	237	267
%总资产	3.2%	3.9%	4.4%	5.1%	5.4%	5.6%
无形资产	1,343	1,544	1,819	2,019	2,219	2,419
非流动资产	1,542	1,844	2,136	2,356	2,576	2,802
%总资产	45.6%	50.4%	53.5%	57.7%	58.8%	58.7%
<b>资产总计</b>	<b>3,379</b>	<b>3,656</b>	<b>3,992</b>	<b>4,084</b>	<b>4,384</b>	<b>4,776</b>
短期借款	16	8	118	68	18	18
应付款项	287	308	302	359	419	482
其他流动负债	405	448	732	667	777	894
流动负债	708	763	1,152	1,094	1,214	1,395
长期贷款	0	92	188	158	128	98
其他长期负债	365	424	467	467	467	467
负债	1,073	1,280	1,808	1,720	1,810	1,961
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,305</b>	<b>2,376</b>	<b>2,170</b>	<b>2,350</b>	<b>2,559</b>	<b>2,801</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	2,258	2,462	2,395	2,575	2,785	3,027
少数股东权益	1	0	14	14	14	14
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,379</b>	<b>3,656</b>	<b>3,992</b>	<b>4,084</b>	<b>4,384</b>	<b>4,776</b>

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.06	1.26	1.49	1.86	2.18	2.52
每股净资产	9.35	9.75	9.26	10.03	10.92	11.95
每股经营现金净流	1.66	1.86	1.93	1.23	2.14	2.47
每股股利	0.00	0.49	0.93	1.12	1.31	1.51
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.94%	12.91%	16.26%	18.56%	19.96%	21.10%
总资产收益率	7.46%	8.39%	8.84%	10.68%	11.65%	12.37%
投入资本收益率	11.87%	13.01%	15.01%	16.83%	18.78%	20.15%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	43.01%	30.09%	7.50%	18.00%	16.65%	15.15%
EBIT 增长率	43.19%	22.97%	18.09%	14.73%	17.17%	15.66%
净利润增长率	37.59%	21.64%	14.99%	23.61%	17.17%	15.66%
总资产增长率	29.30%	8.19%	9.20%	2.29%	7.34%	8.95%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	20.9	26.8	29.2	26.6	26.7	26.4
存货周转天数	28.6	28.3	30.1	28.8	28.8	29.0
应付账款周转天数	50.0	50.6	49.1	45.1	45.5	45.8
固定资产周转天数	14.0	15.0	17.7	18.1	17.9	17.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-41.41%	-25.41%	-8.00%	-0.65%	-1.21%	-2.73%
EBIT 利息保障倍数	12.1	21.6	17.2	—	—	—
资产负债率	31.76%	35.01%	45.29%	42.11%	41.29%	41.05%

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究