

固生堂 (2273 HK)

1Q26 业务加速增长，持续加码股东回报

固生堂披露一季度运营数据、新一轮回购计划及未来三年分红规划。1Q26 就诊人次同比增长 15.0% 至 139.2 万人次，其中内生增长贡献占比超 90%。公司宣布将追加 3 亿港元股份回购，并计划在 2026-28 年每年累计现金分红不低于 4.5 亿港元或当年经调整净利润的 60%（孰高）。管理层目标 2030 年达到百亿收入。

■ **内生增长提速。**1Q26 固生堂实现客户就诊人次约 139.2 万，同比增长 15.0%，较去年下半年明显提速（+7.7% YoY）。业务增长提速驱动力来自三方面：1) 政策红利释放，三明医改及公立医院薪酬体制改革深化，优质医生向市场化平台流动意愿增强；2) 公司自 4Q25 明确将增长置于核心战略优先级；3) 供给端能力跃升，一季度新医生业绩同比增长接近 80%，新医生加入人数同比增长近 50%。此外，客单价自去年下半年以来已实现环比企稳，随着部分饮片价格恢复上行，叠加公司聚焦国内一线城市以及海外收入的预期放量，我们预计公司的整体客单价有望保持结构性改善趋势。

■ **预计外延并购将显著发力。**基于内生和外延扩张规划，管理层提出 2030 年实现收入突破 100 亿元的中长期目标，其中海外业务将贡献超 20%。在外延并购方面，管理层表示当前国内并购市场的 PS 估值已从几年前的 1 倍以上回落至 1 倍以下，叠加银行并购贷支持，外延扩张的财务可行性与回报率均有望改善。我们认为公司将可充分利用有利的并购环境推进国内的并购整合。在海外市场，管理层表示包括香港和马来西亚在内的海外市场也将是公司并购的潜在方向。公司财务资源充裕，截至 2025 年底现金储备超 11 亿元，可转债发行后现金储备接近 20 亿元，2025 年经营活动现金流达 6.2 亿元，充裕的资金将有效支撑公司的并购计划。

■ **持续加码股东回报。**公司同步公告 2026 至 2028 年长期分红计划，预计每年累计现金分红不低于 4.5 亿港元，或不低于当年经调整净利润的 60%，以较高者为准。回购方面，董事会于 4 月 21 日决议在原有回购授权基础上进一步追加 3 亿港元。此前公司发行的可转债资金用途中也包括股份回购，叠加此次新增的回购，彰显管理层对公司长期发展的坚定信心。截至目前，公司今年已回购 1.7 亿港元，考虑新追加的 3 亿港元回购和预计的 4.5 亿港元的分红，对应目前市值的回报率达到约 14%

■ **维持买入评级。**考虑到固生堂 1Q26 门诊人次的加速上涨，我们上调了固生堂的业绩预测，预计公司 2026E/ 27E/ 28E 的收入增速为 14.7%/ 17.0%/ 19.0%，经调整净利润增速为 14.7%/ 17.7%/ 19.9%。因此，我们将基于 DCF 的目标价从 39.00 港元上调至 42.00 港元 (WACC: 10.2%，永续增长率: 3.0%，均不变)，以反映我们对需求展望改善的看法。

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	3,728	4,361	5,187
同比增长 (%)	30.1	7.5	14.7	17.0	19.0
调整后净利润 (百万人民币)	400	403	462	544	652
同比增长 (%)	31.4	0.6	14.7	17.7	19.9
调整后每股收益 (人民币)	1.64	1.70	2.01	2.37	2.84
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	1.88	2.24	2.41
调整后市盈率 (倍)	15.6	15.1	12.7	10.8	9.0

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	42.00 港元
(此前目标价)	39.00 港元)
潜在升幅	44.4%
当前股价	29.08 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)	6,680.2
3 月平均流量(百万港元)	39.4
52 周内股价高/低(港元)	38.35/25.48
总股本(百万)	229.7

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	35.6%
睿远基金	8.4%

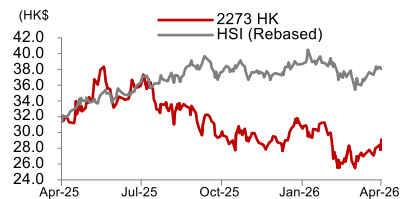
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.7%	6.0%
3-月	-4.7%	-3.0%
6-月	-3.5%	-4.9%

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 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,728	4,361	5,187	3,710	4,303	5,077	0.47%	1.33%	2.18%
毛利	1,183	1,401	1,688	1,174	1,374	1,636	0.81%	1.98%	3.15%
运营利润	555	681	825	530	623	734	4.83%	9.30%	12.30%
经调整净利润	462	544	652	447	513	602	3.34%	6.05%	8.25%
经调整每股收益 (元)	2.01	2.37	2.84	1.91	2.19	2.57	5.43%	8.20%	10.44%
毛利率	31.74%	32.14%	32.54%	31.63%	31.93%	32.23%	+0.11ppt	+0.21ppt	+0.31ppt
运营利润率	14.90%	15.62%	15.90%	14.28%	14.48%	14.46%	+0.62ppt	+1.14ppt	+1.43ppt
经调整净利润率	12.39%	12.46%	12.56%	12.04%	11.91%	11.86%	+0.34ppt	+0.56ppt	+0.70ppt

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 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,728	4,361	5,187	3,848	4,485	4,879	-3.13%	-2.78%	6.32%
毛利	1,183	1,401	1,688	1,193	1,399	1,527	-0.79%	0.17%	10.53%
运营利润	555	681	825	534	640	697	4.00%	6.40%	18.24%
经调整净利润	462	544	652	464	546	576	-0.47%	-0.37%	13.18%
经调整每股收益 (元)	2.01	2.37	2.84	1.88	2.24	2.41	6.71%	5.87%	17.74%
毛利率	31.74%	32.14%	32.54%	30.99%	31.20%	31.30%	+0.75ppt	+0.94ppt	+1.24ppt
运营利润率	14.90%	15.62%	15.90%	13.88%	14.27%	14.30%	+1.02ppt	+1.35ppt	+1.60ppt
经调整净利润率	12.39%	12.46%	12.56%	12.06%	12.16%	11.80%	+0.33ppt	+0.30ppt	+0.76ppt

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	537	665	813	964	1,132	1,319	1,523	1,744	1,980	2,227
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)	446	552	676	801	941	1,096	1,266	1,449	1,645	1,851
+折旧与摊销	185	180	178	178	178	178	178	178	178	178
-营运资金变化	85	-12	-16	-18	-21	-23	-26	-29	-32	-35
-资本支出	-700	-800	-900	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	16	-79	-62	261	398	551	718	899	1,091	1,294
终值										18,580

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	7,051
总现值	9,410
净负债	905
少数股东权益	14
股权价值	8,491
股份数 (百万股)	230
DCF 每股价值 (港元)	42.00

资料来源：招银国际环球市场预测

注：港元:人民币 = 0.88。

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%	61.48	54.15	48.05	42.90	38.51
	3.5%	56.53	50.17	44.80	40.22	36.27
	3.0%	52.39	46.78	42.00	37.88	34.30
	2.5%	48.86	43.87	39.57	35.83	32.56
	2.0%	45.83	41.34	37.44	34.02	31.01

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	3,728	4,361	5,187
销售成本	(1,623)	(2,113)	(2,237)	(2,544)	(2,959)	(3,500)
毛利润	700	909	1,012	1,183	1,401	1,688
运营费用	(390)	(528)	(561)	(628)	(721)	(863)
销售费用	(281)	(369)	(372)	(420)	(478)	(569)
行政费用	(155)	(185)	(192)	(216)	(249)	(296)
其他	46	26	3	9	6	2
运营利润	310	382	451	555	681	825
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)	(43)	(66)	(76)
税前利润	284	363	424	512	615	749
所得税	(31)	(56)	(72)	(87)	(104)	(127)
税后利润	253	307	352	426	511	622
净利润	253	307	352	426	511	622
调整后净利润	305	400	403	462	544	652
总股息	90	118	213	396	396	396
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,838	1,813	1,856	2,053	1,918	1,806
现金与现金等价物	1,301	1,116	882	1,118	914	712
应收账款	180	269	257	204	239	284
存货	153	179	195	209	243	288
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	2,651	3,271	3,993
物业及厂房及设备(净额)	110	142	177	168	162	159
使用权资产	334	390	460	390	320	250
商誉	985	1,133	1,327	1,927	2,627	3,427
其他非流动资产	114	179	172	167	162	157
总资产	3,379	3,656	3,992	4,705	5,189	5,799
流动负债	708	763	1,152	2,468	3,225	3,999
短期债务	16	8	118	1,388	2,088	2,788
应付账款	287	308	302	349	405	479
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	3,124	3,881	4,655
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	2,428	2,612	2,564	2,131	1,979	1,936
其他储备	(123)	(236)	(394)	(564)	(684)	(804)
股东权益总额	2,305	2,376	2,170	1,567	1,295	1,132
少数股东权益	1	0	14	14	13	11
总负债和股东权益	3,379	3,656	3,992	4,705	5,189	5,799

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	512	615	749
折旧摊销	120	151	188	185	180	178
税款	(14)	(38)	(72)	(87)	(104)	(127)
营运资金变化	(40)	(140)	(8)	85	(12)	(16)
其他	60	116	66	79	99	105
净经营现金流	410	452	598	775	778	890
投资现金流						
资本开支	(76)	(89)	(100)	(100)	(100)	(100)
收购与投资	(173)	(117)	(200)	(600)	(700)	(800)
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)	(700)	(800)	(900)
融资现金流						
净借贷	(55)	84	200	1,270	700	700
发行股票所得现金	480	0	0	0	0	0
股票回购	(94)	(133)	(151)	(170)	(120)	(120)
其他	(173)	(326)	(614)	(939)	(762)	(772)
净融资现金流	158	(375)	(564)	161	(182)	(192)
净现金流变动						
年初现金	994	1,301	1,116	882	1,118	914
汇率变动	3	5	0	0	0	0
年末现金	1,301	1,116	850	1,118	914	712
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%	14.7%	17.0%	19.0%
毛利润	40.1%	29.9%	11.3%	16.9%	18.5%	20.4%
经营利润	43.5%	23.2%	18.3%	23.1%	22.6%	21.1%
净利润	37.8%	21.4%	14.6%	20.9%	20.0%	21.8%
调整后净利润	51.7%	31.4%	0.6%	14.7%	17.7%	19.9%
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%	31.7%	32.1%	32.5%
营业利润率	13.3%	12.6%	13.9%	14.9%	15.6%	15.9%
调整后净利润率	13.1%	13.2%	12.4%	12.4%	12.5%	12.6%
股本回报率	12.6%	13.1%	15.5%	22.8%	35.7%	51.3%
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)	0.6	1.4	2.4
流动比率 (倍)	2.6	2.4	1.6	0.8	0.6	0.5
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)	19.9	15.6	15.1	12.7	10.8	9.0
市帐率	2.6	2.6	2.8	3.7	4.5	5.1
市现率	14.7	13.6	10.1	7.5	7.5	6.5
股息 (%)	1.5	1.9	3.5	6.8	6.8	6.8

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策。

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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策。

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。