

固生堂 (02273.HK)

一季度经营向好，海外扩张与 AI 布局加速 买入 (维持)

2026年04月24日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,022	3,249	3,763	4,324	4,958
同比 (%)	30.09	7.50	15.82	14.90	14.66
归母净利润 (百万元)	306.78	352.77	422.08	502.52	594.84
同比 (%)	21.64	14.99	19.65	19.06	18.37
Non-GAAP 净利润 (百万元)	400.40	403.00	477.08	557.52	649.84
同比 (%)	31.40	0.65	18.38	16.86	16.56
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.31	1.51	1.80	2.14	2.54
P/E (现价&最新摊薄)	19.83	17.25	14.42	12.11	10.23
PE (Non-GAAP)	15.20	15.10	12.75	10.91	9.36

投资要点

- **事件:** 公司公告, 2026 年一季度客户就诊人次总数为 139.2 万人次, 同比增长约 15%。2025 年, 公司实现营业收入 32.49 亿元 (+7.5%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 3.53 亿元 (+14.99%), EBITDA 约 6.1 亿元 (+22.7%); 2025H2, 公司实现营业收入 17.54 亿元 (+5.8%), 归母净利润 2.01 亿元 (+0.6%)。公司 2025 年利润增长承压, 但 2026 年一季度经营趋势企稳向好。
- **就诊人次保持双位数增长, 海外扩张与 AI 布局加速推进。** 2025 年, 公司全年就诊人次 601 万人次 (+11.0%), 新客户 96.83 万人次 (+8.9%), 客户回头率 66.1% (同比-1.0pp), 次均消费 (ASP) 为 541 元 (-3.2%)。分渠道看, 线下实现收入 29.83 亿元 (+8.8%), 线上医疗健康平台则因主动调整策略, 收入为 2.66 亿元 (-5.5%)。公司门店网络与医生团队规模持续扩张, 截至 2025 年末, 公司拥有 101 家医疗机构 (国内 86 家+新加坡 15 家), 较 2024 年末的 79 家净增 22 家; 年内新增医生近 3000 人 (+23%), 其中约一半为线下医生, 为内生增长储备了充足产能。海外业务成为新亮点, 2025 年新加坡市场实现收入 1030.6 万元 (+228%), 年末门店数达 15 家, 并有 3 款院内制剂通过新加坡 HSA 认证, 公司计划 2026 年进一步拓展中国香港、马来西亚市场。AI 商业化初步落地, 公司已发布 13 个覆盖 8 大中医专科的“国医 AI 分身”, “中医大脑”辅助问诊系统已在全国门店铺开。
- **毛利率稳步提升, 费用管控良好。** 2025 年, 公司销售毛利率为 31.2% (同比+1.1pp), 销售净利率为 10.86% (同比+0.68pp), 盈利能力稳中有升。公司费用管控效果显著, 规模效应持续显现, 全年销售费用率和管理费用率分别为 11.5% (同比-0.7pp) 和 5.9% (同比-0.2pp), 均实现同比下降。从下半年看, 2025H2 毛利率延续改善趋势至 31.69% (同比+1.00pp), 但销售净利率为 11.46% (同比-0.61pp), 主因利息收入减少、资产减值及汇兑损失等非经营性项目拖累。公司经营质量依然优异, 期末现金储备超过 10 亿元, 为后续扩张和股东回报提供了坚实保障。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业环境变化及 2025 年客单价下降, 我们将 2026-2027 年公司 Non-GAAP 净利润预期由 6.29/7.59 亿元调整至 4.77/5.58 亿元, 预期 2028 年为 6.50 亿元, 对应当前市值的 PE 估值分别为 13/11/9 倍。考虑到公司 2026 年一季度经营企稳向好, 当前估值已经消化至较低水平, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险不确定性风险, 市场竞争加剧风险, 上游中药材成本上涨风险, 并购不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	28.88
一年最低/最高价	25.00/39.00
市净率(倍)	2.73
港股流通市值(百万港元)	5,934.06

基础数据

每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	45.29
总股本(百万股)	234.37
流通股本(百万股)	234.37

相关研究

- 《固生堂(02273.HK): 2025 年中期业绩点评: 内生业务稳健, AI 赋能+海外拓展打开想象空间》
2025-09-02
- 《固生堂(02273.HK): 2024 年业绩点评: 收入/经调利润快速增长, 门店扩张与 AI 布局快速推进》
2025-04-02

固生堂三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,856.27	2,188.74	2,834.46	3,592.35	营业总收入	3,249.07	3,763.07	4,323.89	4,957.91
现金及现金等价物	882.33	1,007.48	1,427.33	1,943.06	营业成本	2,236.66	2,590.50	2,967.92	3,393.19
应收账款及票据	257.40	313.59	360.32	413.16	销售费用	372.45	432.75	497.25	570.16
存货	194.54	215.87	247.33	282.77	管理费用	191.90	237.07	259.43	297.47
其他流动资产	522.00	651.80	799.47	953.36	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,136.22	2,185.07	2,232.04	2,277.31	其他费用	32.57	37.63	43.24	49.58
固定资产	177.33	188.10	197.79	206.51	经营利润	415.50	465.12	556.05	647.50
商誉及无形资产	1,819.17	1,827.25	1,834.52	1,841.07	利息收入	0.00	17.65	20.15	35.68
长期投资	39.69	69.69	99.69	129.69	利息支出	26.15	13.74	15.99	18.24
其他长期投资	29.00	29.00	29.00	29.00	其他收益	34.30	41.05	47.06	53.89
其他非流动资产	71.03	71.03	71.03	71.03	利润总额	423.65	510.06	607.27	718.83
资产总计	3,992.49	4,373.82	5,066.49	5,869.66	所得税	71.58	86.71	103.24	122.20
流动负债	1,152.12	1,060.10	1,198.74	1,355.27	净利润	352.07	423.35	504.04	596.63
短期借款	118.22	118.22	118.22	118.22	少数股东损益	(0.70)	1.27	1.51	1.79
应付账款及票据	302.19	374.18	428.70	490.13	归属母公司净利润	352.77	422.08	502.52	594.84
其他	731.72	567.70	651.82	746.92	EBIT	449.80	506.16	603.12	701.39
非流动负债	655.98	705.98	755.98	805.98	EBITDA	614.68	717.31	816.15	916.12
长期借款	188.49	238.49	288.49	338.49	Non-GAAP	403.00	477.08	557.52	649.84
其他	467.49	467.49	467.49	467.49					
负债合计	1,808.10	1,766.08	1,954.72	2,161.25					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	14.41	15.68	17.19	18.98	每股收益(元)	1.51	1.80	2.14	2.54
归属母公司股东权益	2,169.98	2,592.06	3,094.59	3,689.43	每股净资产(元)	9.26	11.06	13.20	15.74
负债和股东权益	3,992.49	4,373.82	5,066.49	5,869.66	发行在外股份(百万股)	234.37	234.37	234.37	234.37
					ROIC(%)	15.05	15.40	15.44	15.15
					ROE(%)	16.26	16.28	16.24	16.12
					毛利率(%)	31.16	31.16	31.36	31.56
					销售净利率(%)	10.86	11.22	11.62	12.00
					资产负债率(%)	45.29	40.38	38.58	36.82
					收入增长率(%)	7.50	15.82	14.90	14.66
					净利润增长率(%)	14.99	19.65	19.06	18.37
					P/E	17.25	14.42	12.11	10.23
					P/B	2.80	2.35	1.97	1.65
					EV/EBITDA	8.42	7.58	6.20	5.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年4月23日的1港币=0.87人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>