

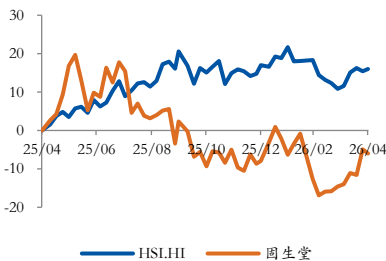
Q1 内生增长显韧性，海外扩张与 AI 赋能打开新空间

相关研究：

- 《医生资源与模式创新双轮驱动，会员制+外延扩张验证成长逻辑》 20250827
- 《业绩稳健增长源于内生驱动，AI赋能前景可期》 20250901

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	5	5	-22
绝对收益	9	0	-6

注：相对收益与恒生指数相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 内生增长韧性较强，核心业务稳健发展

2025 年公司营收与利润增速出现放缓，根据年度业绩公告，报告期内实现营收 32.49 亿元 (+7.5%)，归母净利润 3.53 亿元 (+14.99%)，经调净利润 4.03 亿元 (+0.55%)。营收与归母净利润双增，但增速有所放缓，主要原因在于海外扩张前期投入、AI 研发以及股权激励费用变动等阶段性因素所致。但从线下就诊人次、毛利率、现金流等指标看，公司核心业务仍显示出较强的韧性。2026Q1 客户就诊人次继续保持 15% 的快速增长，为 2026 年业绩奠定了较好基础。

内生增长强劲，Q1 开门红奠定向好基调。从门诊量来看，根据年度业绩公告，公司 2025 年客户就诊人次为 600.8 万人次，同比增长 11%。根据 2026 年一季度经营数据公告，公司 2026Q1 客户就诊人次总数约为 139.2 万人次较 2025 年同期增长约 15%，其中内生增长的贡献预计超过 90%，表明公司自身运营能力依然是业绩增长的核心引擎，同时也在一定程度上验证了公司管理层将 2026 年的年度策略调整为“以增长为核心”的成效。从医生端来看，根据公司公开交流资料，医生供给端的拐点已全面形成。受益于三明医改深化和公立医院薪酬体制改革，大量优质医生加速加入固生堂。2026Q1 引进医生业绩同比增长接近 80%，医生人数同比增长接近 50%，为持续增长提供了最核心的资源保障。

客单价企稳回升，结构性优化可期。从环比数据来看，呈现企稳态势。根据公司公开交流资料，2026Q1 客单价已实现环比持平，剔除新推的低客单价项目后，传统诊疗客单价同比已基本持平，显示价格压力最大的时期已过。此外，后续客单价有望继续企稳回升，主要原因在于：一是中药饮片价格趋稳或有上行可能，成本端或可能推动公司在一定程度上提价；二是公司未来并购重心向一线城市聚焦，一线城市客单价较高；三是公司海外市场快速发展，海外市场客单价较高。结构性优化有望带动公司整体客单价企稳回升。

□ 海外扩张初显成效，AI 及院内制剂成长可期

海外扩张初显成效。年度业绩公告显示，2025 年公司在新加坡地区实现营收 1030.6 万元，较 2024 年（315.2 万元）增长 226.97%。截至 2025 年底，公司在新加坡拥有或运营了 15 家医疗机构，较 2024 年底增加 14 家。新加坡市场已基本验证成功，大中堂等并购标的实现快速爬坡。2026 年公司计划通过“自建+并购”方式深耕新加坡，并开拓香港、马来西亚市场，国际化战略进入加速期。

AI 分身商业化与院内制剂产品化进展顺利。根据年度业绩公告，截至 2025 年底，公司已发布 13 个“国医 AI 分身”，覆盖 8 大核心专科。该模式不仅打破了优质中医师的产能瓶颈，更有望成为公司新的收入增长极。院内制剂业务上，公司从备案到生产，再到海外上市（3 款院内制剂通过新加坡 HAS 认证），路径已跑通，从“服务”向“服务+产品”的模式升级打开了

长期成长天花板。随着制剂海外上市、国内制剂陆续放量，以及“AI分身”在线上复诊场景的成熟应用，高附加值业务占比有望逐步提升。

□ 投资建议

我们看好公司主要源于：一是公司依托国医大师、名中医形成了核心医师资源，构建了较高竞争壁垒；二是公司通过会员制以及高效平台建立了客户的高黏性；三是 OMO 模式以及 AI 赋能打通线上线下就诊，提升了医生诊疗能力和效率，在供需两端形成助力，公司运营能力提升明显；四是公司外延式扩张的可复制性得到验证，海外业务增长可期；五是院内制剂有望成为新的业绩增长点。

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 37.74/44.24/52.12 亿元，归母净利润分别为 4.55/5.45/6.61 亿元，EPS 分别为 1.94/2.33/2.82 元，维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

- (1) 医生人才流失的风险。
- (2) 扩张不及预期的风险。
- (3) 政策变动的风险。

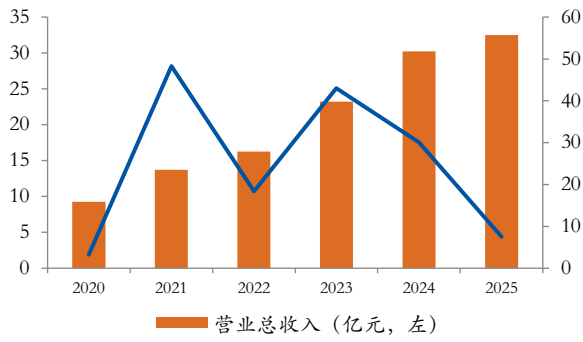
重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业额	3249.07	3773.79	4424.11	5212.05
增长率(%)	7.50%	16.15%	17.23%	17.81%
归属于母公司股东利润	352.77	455.01	545.09	661.46
增长率(%)	14.99%	28.99%	19.80%	21.35%
每股收益 EPS(元)	1.51	1.94	2.33	2.82
销售毛利率	31.16%	31.50%	32.00%	32.50%
销售净利率	10.84%	12.07%	12.32%	12.69%
市盈率(P/E)	17.23	13.36	11.15	9.19
市净率(P/B)	2.80	2.32	1.92	1.59

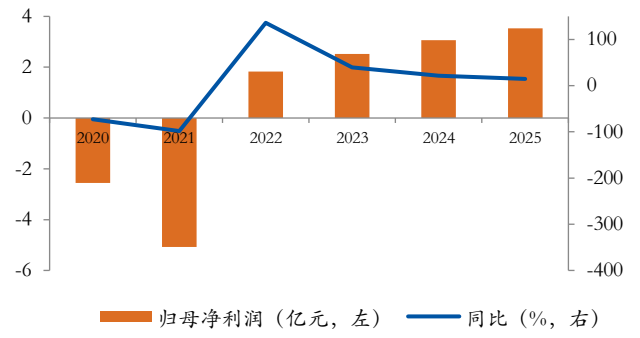
资料来源：iFinD、湘财证券研究所

图 1、营收及同比增速



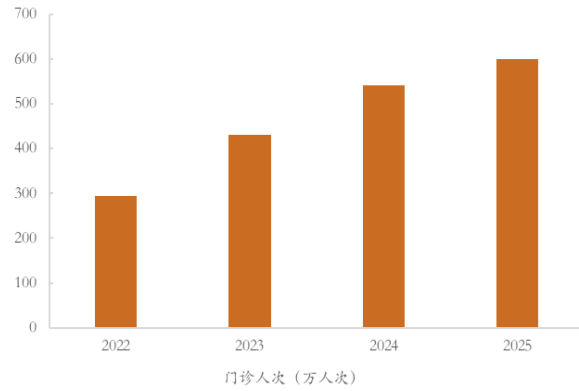
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2、归母净利润及同比增速



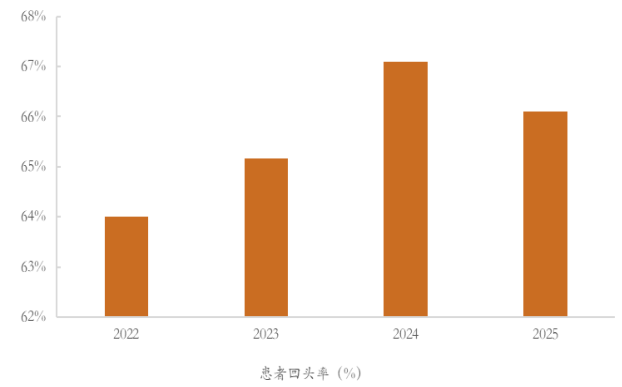
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3、门诊人次



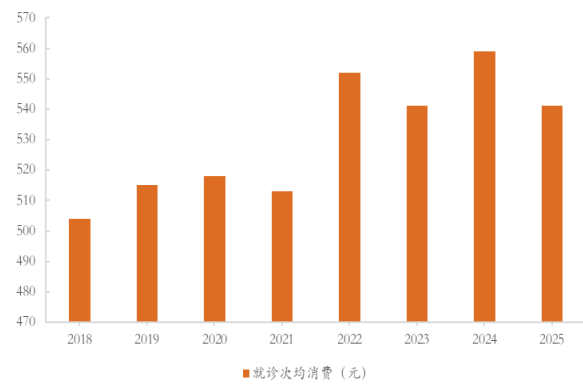
资料来源：2022-2025 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 4、患者回头率



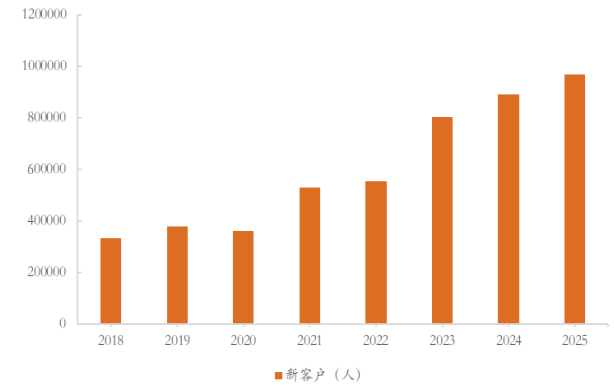
资料来源：2022-2025 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 5、客单价



资料来源：2022-2025 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

图 6、新客户人数



资料来源：2022-2025 财报、公司公开交流资料、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	913.42	1773.68	2079.33	2806.26	营业额	3249.07	3773.79	4424.11	5212.05
应收账款	257.40	309.22	369.13	424.95	销售成本	2236.66	2585.05	3008.40	3518.13
预付款项、按金及其他应收款项	258.97	239.13	292.41	363.39	其他费用	32.57	25.28	44.24	52.12
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	372.45	422.67	495.50	583.75
存货	194.54	229.33	261.37	307.92	管理费用	191.90	218.88	247.75	297.09
其他流动资产	231.94	165.95	204.47	254.92	财务费用	26.15	9.84	8.16	1.19
流动资产总计	1856.27	2717.31	3206.71	4157.44	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	39.69	39.69	39.69	39.69	投资收益	-1.55	0.00	0.00	0.00
固定资产	177.33	169.18	161.02	152.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	387.80	512.08	620.07	759.77
无形资产	491.70	442.53	393.36	344.19	其他非经营损益	35.85	35.85	35.85	35.85
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	423.65	547.93	655.91	795.61
其他非流动资产	1427.50	1427.50	1427.50	1427.50	所得税	71.58	92.57	110.82	134.42
非流动资产合计	2136.22	2078.90	2021.57	1964.24	税后利润	352.07	455.35	545.09	661.19
资产总计	3992.49	4796.21	5228.28	6121.68	归属于非控制股东利润	-0.70	0.34	0.01	-0.27
短期借款	118.22	332.62	49.51	0.00	归属于母公司股东利润	352.77	455.01	545.09	661.46
应付账款	302.19	394.02	434.35	506.50	EBITDA	449.80	615.09	721.40	854.13
其他流动负债	731.72	686.18	815.93	1025.50	NOPLAT	344.01	433.74	522.08	632.39
流动负债合计	1152.12	1412.82	1299.79	1532.01	EPS(元)	1.51	1.94	2.33	2.82
长期借款	188.49	276.16	276.16	276.16					
其他非流动负债	467.49	467.49	467.49	467.49					
非流动负债合计	655.98	743.65	743.65	743.65	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1808.10	2156.47	2043.44	2275.66	成长能力				
股本	0.15	1000.15	2000.15	3000.15	营收额增长率	0.08	0.16	0.17	0.18
储备	2169.83	1169.83	169.83	-830.17	EBIT 增长率	0.18	0.24	0.19	0.20
留存收益	0.00	455.01	1000.10	1661.56	EBITDA 增长率	-0.15	0.37	0.17	0.18
归属于母公司股东权益	2169.98	2625.00	3170.08	3831.54	税后利润增长率	0.15	0.29	0.20	0.21
归属于非控制股东权益	14.41	14.74	14.75	14.48	盈利能力				
权益合计	2184.39	2639.74	3184.84	3846.02	毛利率	0.31	0.32	0.32	0.33
负债和权益合计	3992.49	4796.21	5228.28	6121.68	净利率	0.11	0.12	0.12	0.13
					ROE	0.16	0.17	0.17	0.17
					ROA	0.09	0.09	0.10	0.11
					ROIC	0.14	0.18	0.16	0.18
现金流量表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	估值倍数				
税后经营利润	323.57	425.56	515.31	631.40	P/E	17.23	13.36	11.15	9.19
折旧与摊销	-	57.33	57.33	57.33	P/S	1.87	1.61	1.37	1.17
财务费用	26.15	9.84	8.16	1.19	P/B	2.80	2.32	1.92	1.59
其他经营资金	-349.72	45.52	-13.67	57.92	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-	538.24	567.12	747.84	EV/EBIT	0.57	47.51	78.53	97.49
投资性现金净流量	-	29.79	29.79	29.79	EV/EBITDA	0.57	43.08	72.29	90.95
筹资性现金净流量	-	292.23	-291.26	-50.71	EV/NOPLAT	0.75	61.09	99.89	122.84
现金流量净额	-	860.26	305.65	726.93					

资料来源: iFinD、湘财证券研究所 (注: 公司未发布 2025 年现金流量表)

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（港股市场比较基准为恒生指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。