

推进三大战略，营收提速可期

——固生堂 25 年报&26Q1 经营数据点评

核心观点

- 盈利表现稳健，营收提速可期。**公司 2025 年实现营收 32.5 亿元（同比+7.5%），归母净利润 3.5 亿元（同比+15.0%），经营活动现金流 6.2 亿元（同比+37.0%），自由现金流 3.9 亿元（同比+67.1%），且费用端控制良好（销售/管理/研发费用率同比-0.9pct），全年实现高质量发展。值得注意的是，公司 26Q1 就诊人次同比增长 15%，较 25 年 12.8%明显提速，表明公司以收入为中心的战略调整初见成效，未来营收增长动能有望持续增强。
- 推进三大战略，释放成长潜力。**2025 年，公司线下医生达 7443 人（同比+23.0%），其中自有医生 985 人（同比+26.0%），业绩占比达 31.3%（同比+0.8pct），随着医生队伍稳步扩容，公司成长的持续性将得到坚实支撑。海外布局方面，截至 25 年底，公司已在新加坡拥有 15 家门店，当地实现收入 1030.6 万元（同比+228%），充分验证商业模式的海外可复制性和高成长性。依托现有优势，公司将持续落地规模化、国际化、生活化三大战略：一方面，加速并购外延扩张，稳步提升市场份额；另一方面，深耕新加坡核心市场，同步开拓马来西亚、香港等地区市场，推动海外收入实现规模化突破。此外，公司还积极布局“消费+医疗”赛道，将医疗服务场景从传统诊疗延伸至日常健康管理、消费保健等领域，深度挖掘用户健康消费需求。如 2025 年护士治疗收入同比增长 65%，其中中医美容、美颜针灸等兼具消费与医疗属性的高增长项目表现突出。
- 积极回购分红，重视股东利益。**回购方面，2025 年公司累计耗资 4.7 亿港元回购 1570.7 万股，累计注销 1174.6 万股；分红方面，25 年中期已分红 7536.6 万元，年终拟分红 0.69 港元/股，25 全年合计拟分红 21300.6 万元，分红率高达 60.5%。我们认为，公司盈利稳健、现金充足、分红丰厚，未来将继续积极回报股东。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2025 年报，我们下调 26-27 年收入和费用率预测，上调同期毛利率预测，调整公司 26-28 年每股收益分别为 1.86、2.17、2.49 元（26-27 年原预测为 1.88 和 2.30 元），根据可比公司 26 年平均估值，给予公司当年 19 倍市盈率，对应目标价 40.43 港元（按照港元兑人民币汇率 1: 0.87581 测算），维持“买入”评级。

风险提示

医保控费、中药集采与供应链、合规经营、优质中医师资源不足、行业竞争加剧等风险

公司主要财务信息

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3022 | 3249 | 3832 | 4449 | 5044 |
| 同比增长(%) | 30.1% | 7.5% | 18.0% | 16.1% | 13.4% |
| 营业利润(百万元) | 31.91 | 387.8 | 469.2 | 554.8 | 641.8 |
| 同比增长(%) | 39.5% | 21.5% | 21.0% | 18.2% | 15.7% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 306.8 | 352.8 | 436.8 | 509.4 | 583.4 |
| 同比增长(%) | 21.6% | 15.0% | 23.8% | 16.6% | 14.5% |
| 每股收益(元) | 1.31 | 1.51 | 1.86 | 2.17 | 2.49 |
| 毛利率(%) | 30.1% | 31.2% | 31.1% | 31.1% | 31.1% |
| 净利率(%) | 10.2% | 10.8% | 11.4% | 11.5% | 11.6% |
| 净资产收益率(%) | 12.9% | 16.3% | 17.5% | 17.7% | 17.6% |
| 市盈率(倍) | 19.8 | 17.2 | 13.9 | 11.9 | 10.4 |
| 市净率(倍) | 2.6 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |

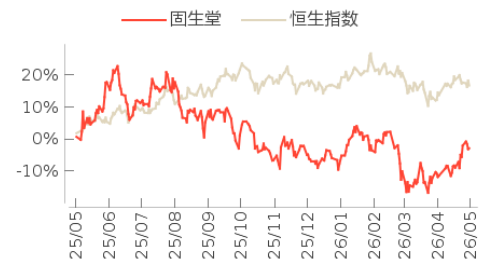
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

| | |
|-----------------|------------------|
| 股价（2026年04月30日） | 29.7 港元 |
| 目标价格 | 40.43 港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 38.12/25 港元 |
| 总股本/流通 H 股（万股） | 23,437/23,437 |
| H 股市值（百万港币） | 6,961 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 医药生物 |
| 报告发布日期 | 2026 年 05 月 02 日 |

股价表现

| | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|-------|-------|------|-------|--------|
| 绝对表现% | 2.84 | 8.24 | 0.68 | -2.93 |
| 相对表现% | 3.38 | 4.1 | 6.56 | -19.46 |
| 恒生指数% | -0.54 | 4.14 | -5.88 | 16.53 |



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

内生盈利高增，推进 AI 与出海：——固生堂 2025 年中报点评 2025-09-24
国内中医连锁服务龙头，AI 推动创新出海：——固生堂首次覆盖报告 2025-06-09

表 1：可比公司估值表（2026 年 4 月 30 日收盘价）

| 公司 | 代码 | 最新价格(元) | 每股收益（元） | | | 市盈率 | | |
|------|--------------|---------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 美年健康 | 002044 | 5.43 | 0.07 | 0.16 | 0.22 | 74.49 | 34.07 | 24.83 |
| 一心堂 | 002727 | 12.68 | 0.45 | 0.72 | 0.80 | 28.19 | 17.66 | 15.95 |
| 同仁堂 | 600085 | 27.77 | 0.87 | 1.09 | 1.23 | 32.02 | 25.52 | 22.62 |
| 大参林 | 603233 | 18.72 | 1.08 | 1.24 | 1.43 | 17.26 | 15.08 | 13.10 |
| 益丰药房 | 603939 | 23.20 | 1.38 | 1.62 | 1.84 | 16.76 | 14.36 | 12.62 |
| | 最大值 | | | | | 74.49 | 34.07 | 24.83 |
| | 最小值 | | | | | 16.76 | 14.36 | 12.62 |
| | 平均数 | | | | | 33.74 | 21.34 | 17.82 |
| | 调整后平均 | | | | | 26 | 19 | 17 |

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 单位: 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 货币资金 | 1135.76 | 913.42 | 1916.06 | 2224.52 | 2521.82 | 营业额 | 3022.38 | 3249.07 | 3832.12 | 4449.03 | 5043.64 |
| 应收账款 | 269.44 | 257.40 | 314.00 | 364.54 | 413.27 | 销售成本 | 2113.03 | 2236.66 | 2640.93 | 3066.60 | 3476.88 |
| 预付款项、按金及其他 | 166.87 | 258.97 | 242.83 | 281.92 | 319.60 | 其他费用 | 18.52 | 32.57 | 38.42 | 44.60 | 50.56 |
| 其他应收款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售费用 | 368.69 | 372.45 | 438.39 | 496.17 | 559.18 |
| 存货 | 179.49 | 194.54 | 234.29 | 272.05 | 308.45 | 管理费用 | 184.69 | 191.90 | 219.33 | 247.07 | 278.32 |
| 其他流动资产 | 61.04 | 231.94 | 167.49 | 183.74 | 199.40 | 财务费用 | 17.61 | 26.15 | 25.82 | 39.83 | 36.90 |
| 流动资产总计 | 1812.60 | 1856.27 | 2874.66 | 3326.77 | 3762.54 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 39.77 | 39.69 | 46.07 | 51.95 | 51.95 | 投资收益 | -0.77 | -1.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 142.20 | 177.33 | 243.28 | 305.88 | 364.62 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润 | 319.07 | 387.80 | 469.24 | 554.76 | 641.80 |
| 无形资产 | 411.17 | 491.70 | 410.95 | 330.09 | 249.08 | 其他非经营损益 | 44.21 | 35.85 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 税前利润 | 363.27 | 423.65 | 514.24 | 599.76 | 686.80 |
| 其他非流动资产 | 1250.39 | 1427.50 | 1548.79 | 1660.37 | 1777.83 | 所得税 | 56.10 | 71.58 | 77.14 | 89.96 | 103.02 |
| 非流动资产合计 | 1843.52 | 2136.22 | 2249.10 | 2348.28 | 2443.48 | 税后利润 | 307.17 | 352.07 | 437.11 | 509.80 | 583.78 |
| 资产总计 | 3656.12 | 3992.49 | 5123.75 | 5675.05 | 6206.02 | 归属于非控制股东 | 0.39 | -0.70 | 0.32 | 0.38 | 0.43 |
| 短期借款 | 7.89 | 118.22 | 674.67 | 666.57 | 588.88 | 归属于母公司股东 | 306.78 | 352.77 | 436.78 | 509.42 | 583.35 |
| 应付账款 | 307.67 | 302.19 | 402.54 | 467.42 | 529.96 | EBITDA | 531.87 | 449.80 | 667.44 | 787.27 | 894.70 |
| 其他流动负债 | 447.75 | 731.72 | 697.64 | 809.71 | 917.89 | NOPLAT | 284.69 | 344.01 | 420.80 | 505.40 | 576.90 |
| 流动负债合计 | 763.31 | 1152.12 | 1774.86 | 1943.71 | 2036.73 | EPS(元) | 1.31 | 1.51 | 1.86 | 2.17 | 2.49 |
| 长期借款 | 92.21 | 188.49 | 369.11 | 369.11 | 369.11 | 主要财务比率 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 其他非流动负债 | 424.32 | 467.49 | 467.49 | 467.49 | 467.49 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 516.52 | 655.98 | 836.60 | 836.60 | 836.60 | 营收额增长率 | 30.09% | 7.50% | 17.95% | 16.10% | 13.36% |
| 负债合计 | 1279.83 | 1808.10 | 2611.45 | 2780.31 | 2873.33 | EBIT增长率 | 22.97% | 18.09% | 20.07% | 18.43% | 13.15% |
| 股本 | 0.16 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | EBITDA增长率 | 23.72% | -15.43% | 48.39% | 17.95% | 13.65% |
| 储备 | 2375.76 | 2169.83 | 2169.83 | 2169.83 | 2169.83 | 税后利润增长率 | 21.44% | 14.62% | 24.15% | 16.63% | 14.51% |
| 留存收益 | 0.00 | 0.00 | 327.59 | 709.65 | 1147.17 | 盈利能力 | | | | | |
| 归属于母公司股东权益 | 2375.92 | 2169.98 | 2497.57 | 2879.63 | 3317.15 | 毛利率 | 30.09% | 31.16% | 31.08% | 31.07% | 31.06% |
| 归属于非控制股东权益 | 0.37 | 14.41 | 14.73 | 15.11 | 15.54 | 净利率 | 10.16% | 10.84% | 11.41% | 11.46% | 11.57% |
| 权益合计 | 2376.29 | 2184.39 | 2512.30 | 2894.74 | 3332.69 | ROE | 12.91% | 16.26% | 17.49% | 17.69% | 17.59% |
| 负债和权益合计 | 3656.12 | 3992.49 | 5123.75 | 5675.05 | 6206.02 | ROA | 8.39% | 8.84% | 8.52% | 8.98% | 9.40% |
| 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | ROIC | 13.33% | 13.96% | 17.36% | 14.48% | 14.93% |
| 税后经营利润 | 270.44 | 323.57 | 398.86 | 471.55 | 545.53 | 估值倍数 | | | | | |
| 折旧与摊销 | 150.98 | 0.00 | 127.39 | 147.67 | 170.99 | P/E | 19.87 | 17.28 | 13.96 | 11.97 | 10.45 |
| 财务费用 | 17.61 | 26.15 | 25.82 | 39.83 | 36.90 | P/S | 2.02 | 1.88 | 1.59 | 1.37 | 1.21 |
| 其他经营资金 | 13.34 | 270.04 | 50.53 | 33.30 | 32.25 | P/B | 2.57 | 2.81 | 2.44 | 2.12 | 1.84 |
| 经营性现金净流量 | 452.37 | 619.75 | 602.59 | 692.35 | 785.68 | 股息率 | 0.00 | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 投资性现金净流量 | -267.37 | -210.00 | -202.01 | -208.61 | -227.94 | EV/EBIT | 16.24 | 14.12 | 13.13 | 11.07 | 9.68 |
| 筹资性现金净流量 | -375.19 | 50.00 | 602.06 | -175.28 | -260.43 | EV/EBITDA | 11.63 | 14.12 | 10.62 | 8.99 | 7.83 |
| 现金流量净额 | -190.18 | 459.75 | 1002.64 | 308.46 | 297.31 | EV/NOPLAT | 21.73 | 18.46 | 16.84 | 14.01 | 12.14 |

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。