

固生堂 (2273 HK)

业绩强势增长，源于效率提升和快速扩张

固生堂发布 2023 年度报告，收入同比增长 43.0% 至人民币 23.2 亿元，经调整净利润同比增长 53.6% 至 3.0 亿元。23 年收入符合我们的预期，经调整净利润比我们的预测高 3.9%。固生堂的运营在疫情后迎来强劲反弹，线下门店收入同比增长 49.2%，线下门诊人次同比增长 53%，其中复诊人数大幅增长 77.7%。公司持续推进医联体合作，年内与 11 所中医药大学/医院达成合作协议。线下门店扩展稳步推进，23 年新增 9 家门店，新进入武汉和昆山两个城市。固生堂网络内医生数量同比增长 26.5% 到 3.7 万人。公司在 23 年分配了约 9000 万元的特别股息，体现了公司稳健的现金流以及管理层对股东回报的重视。公司经营现金流持续高于净利润水平，2023 年经营现金流入约 4.1 亿元，自由现金流约 1.4 亿元，体现了公司健康的业务模式与强劲的盈利能力。基于门店网络和医生资源的持续强化，管理层预计 24 年收入同比增长 30%，经调整利润同比增长 35%。

■ **持续扩张线下门店网络。** 根据公司数据，截至 23 年 12 月，公司共有 56 家线下门店 (vs 22 年底的 48 家)，覆盖全国 16 个城市 (vs 22 年底的 14 个)。23 年固生堂共收购 7 家门店，包括昆山明泰、无锡李同丰、武汉颐德、上海宝中堂崂山、上海宝中堂峨山、上海巨衍和爱民诊所，新开设福州陆壹分院和佛山禅城分院。23 年新增的门店进一步增强公司在华东、华南和华中重点城市的布局。考虑到这些城市的经济发展水平靠前，居民拥有较强的医疗服务购买力，我们认为随着国民对中医药认可度的不断提高，固生堂将会持续受益。管理层计划在 24 年新增 10-15 家门店，新进入 3-5 个城市，门店扩张进一步提速。值得注意的是，固生堂于 2024 年 3 月 26 日宣布收购宝中堂新加坡的全部股权，迈出国际化战略的第一步。管理层表示新加坡中医市场以小型中医馆为主，将有利于公司未来进行国际市场整合。

■ **高质量医生团队强化固生堂的核心竞争力。** 23 年固生堂网络内的医生数量同比增长 26.5% 到 3.7 万人，其中 38.9% 的医生具有高级职称，管理层表示公司网络内已汇集了全国约 11% 的高级职称中医师，优质的医生资源是固生堂维持其竞争力的核心要素。固生堂在 23 年内相继与华西医院中国循证医学中心、湖北中医药大学、天津中医药大学等机构达成合作协议，持续提升固生堂的医生资源覆盖以及行业认可度。此外，公司在 23 年开展了专家股权计划，通过向核心专家授予股权，巩固与核心医生的长期合作关系。固生堂自有医生团队取得快速发展，自有医生人数增加 68.3% 至 542 人，贡献了 34.6% 的 23 年总收入 (vs 2022 年的 25.8%)。

■ **维持买入评级。** 调整目标至 71.96 港元 (WACC: 10.1%，永续增长率: 3.0%)。我们预计固生堂 2024E/ 25E/ 26E 收入增速为 34.8%/ 32.9%/ 29.9%，经调整净利润增速为 38.2%/ 36.6%/ 34.4%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	1,625	2,323	3,131	4,160	5,405
同比增长 (%)	18.4	43.0	34.8	32.9	29.9
调整后净利润(百万人民币)	200.8	304.7	421.0	575.0	772.7
同比增长 (%)	28.1	51.7	38.2	36.6	34.4
调整后每股收益(人民币)	0.87	1.28	1.71	2.33	3.13
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.47	1.95	2.63
市盈率(倍)	45.0	30.6	23.0	16.8	12.5

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	71.96 港元
(此前目标价)	70.77 港元
潜在升幅	65.0%
当前股价	43.60 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)	10,751.3
3月平均流通量(百万港元)	42.4
52周内股价高/低(百万港元)	58.00/35.50
总股本(百万)	246.6

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	34.3%
Eight Roads Investments	11.5%

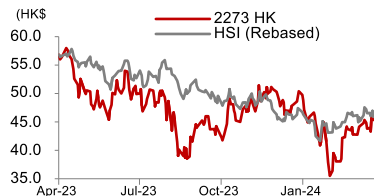
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.6%	1.9%
3-月	-13.5%	-10.8%
6-月	-1.2%	6.3%

资料来源：FactSet

股价表现



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 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	3,131	4,160	5,405	3,133	4,164	na	-0.06%	-0.10%	na
毛利	972	1,300	1,700	970	1,310	na	0.25%	-0.77%	na
运营利润	449	616	832	452	620	na	-0.68%	-0.63%	na
经调整净利润	421	575	773	403	551	na	4.47%	4.36%	na
经调整每股收益 (元)	1.71	2.33	3.13	1.68	2.30	na	1.62%	1.39%	na
毛利率	31.06%	31.25%	31.44%	30.96%	31.46%	na	+0.10ppt	-0.21ppt	na
运营利润率	14.34%	14.81%	15.39%	14.43%	14.89%	na	-0.09ppt	-0.08ppt	na
经调整净利润率	13.45%	13.82%	14.30%	12.86%	13.24%	na	+0.59ppt	+0.58ppt	na

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 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	3,131	4,160	5,405	2,974	3,820	4,976	5.28%	8.90%	8.63%
毛利	972	1,300	1,700	912	1,184	1,544	6.63%	9.79%	10.10%
运营利润	449	616	832	398	534	693	12.77%	15.41%	20.03%
经调整净利润	421	575	773	358	473	629	17.65%	21.45%	22.83%
经调整每股收益 (元)	1.71	2.33	3.13	1.47	1.95	2.63	15.99%	19.52%	19.28%
毛利率	31.06%	31.25%	31.44%	30.66%	31.00%	31.02%	+0.39ppt	+0.25ppt	+0.42ppt
运营利润率	14.34%	14.81%	15.39%	13.39%	13.97%	13.93%	+0.95ppt	+0.83ppt	+1.46ppt
经调整净利润率	13.45%	13.82%	14.30%	12.03%	12.39%	12.64%	+1.41ppt	+1.43ppt	+1.65ppt

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)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	430	595	809	970	1,155	1,363	1,594	1,849	2,127	2,424
税率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润*(1-税率)	383	530	720	864	1,028	1,213	1,419	1,646	1,893	2,158
+折旧与摊销	113	104	98	98	98	98	98	98	98	98
-营运资金变化	(36)	(63)	(89)	(102)	(116)	(131)	(147)	(163)	(180)	(196)
-资本支出	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)
自由现金流	210	321	479	610	760	930	1,120	1,331	1,562	1,810
终值										26,213

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	10.1%
股本成本	13.5%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	1.0
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	25.0%

终值现值	10,002
总现值	14,756
净负债	(1,216)
少数股东权益	2
股权价值	15,970
股份数 (百万股)	17,744
DCF 每股价值 (港币)	71.96

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: DCF 估值敏感性分析

		WACC				
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
永续增长率	4.0%	97.55	87.88	79.84	73.05	67.25
	3.5%	91.06	82.68	75.60	69.56	64.34
	3.0%	85.64	78.26	71.96	66.52	61.78
	2.5%	81.04	74.47	68.79	63.85	59.52
	2.0%	77.09	71.17	66.02	61.50	57.51

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,372	1,625	2,323	3,131	4,160	5,405
销售成本	(752)	(1,125)	(1,623)	(2,159)	(2,860)	(3,706)
毛利润	620	500	700	972	1,300	1,700
运营费用	(1,111)	(284)	(390)	(523)	(684)	(868)
销售费用	(414)	(207)	(281)	(344)	(449)	(568)
行政费用	(248)	(100)	(155)	(188)	(245)	(314)
其他	(449)	24	46	9	11	13
运营利润	(491)	216	310	449	616	832
应占联营公司的(亏损)/溢利	1	1	0	0	0	0
净利息收入(支出)	(28)	(18)	(26)	(17)	(15)	(13)
税前利润	(518)	199	284	432	601	819
所得税	11	(15)	(31)	(48)	(66)	(90)
税后利润	(507)	184	253	385	535	729
净利润	(507)	184	253	385	535	729
调整后净利润	157	201	305	421	575	773
总股息	na	na	90	0	107	145
资产负债表						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,297	1,360	1,838	2,126	2,539	3,126
现金与现金等价物	1,031	994	1,301	1,574	1,873	2,322
应收账款	73	89	180	172	228	296
存货	77	105	153	177	235	305
预付款项	109	136	156	156	156	156
其他流动资产	7	35	48	48	48	48
非流动资产	1,095	1,254	1,542	1,683	1,835	1,991
物业及厂房及设备(净额)	65	71	110	95	87	83
Right-of-use assets	248	268	334	295	259	225
商誉	689	817	985	1,185	1,385	1,585
其他非流动资产	93	98	114	109	104	99
总资产	2,392	2,614	3,379	3,809	4,374	5,117
流动负债	521	554	708	717	813	929
短期债务	17	18	16	16	16	16
应付账款	161	164	287	296	392	508
其他流动负债	285	314	328	328	328	328
Lease liabilities	57	57	77	77	77	77
非流动负债	321	337	365	365	365	365
长期债务	67	53	0	0	0	0
融资租赁承担	204	223	277	277	277	277
其他非流动负债	51	62	88	88	88	88
总负债	842	891	1,073	1,082	1,178	1,294
留存收益	1,549	1,721	2,428	2,848	3,315	3,940
股东权益总额	1,549	1,721	2,428	2,848	3,315	3,940
少数股东权益	1	1	1	2	4	6
总负债和股东权益	2,392	2,613	3,502	3,932	4,497	5,240

现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(518)	199	284	432	601	819
折旧摊销	94	108	120	113	104	98
税款	(5)	(5)	(31)	(48)	(66)	(90)
营运资金变化	(6)	(50)	3	(7)	(18)	(22)
其他	623	30	34	53	55	57
净经营现金流	188	281	410	544	676	862
投资现金流						
资本开支	(50)	(37)	(71)	(50)	(50)	(50)
收购与投资	(133)	(109)	(189)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	108	(29)	0	0	0	0
其他	26	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
净投资现金流	(49)	(178)	(265)	(255)	(255)	(255)
融资现金流						
净借贷	(61)	(18)	0	0	0	0
发行股票所得现金	1,155	0	480	0	0	0
其他	(455)	(120)	(115)	(17)	(122)	(158)
净融资现金流	639	(138)	364	(17)	(122)	(158)
净现金流变动						
年初现金	250	1,031	994	1,301	1,574	1,873
汇率变动	3	(1)	0	0	0	0
年末现金	1,031	994	1,503	1,574	1,873	2,322
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	48.3%	18.4%	43.0%	34.8%	32.9%	29.9%
毛利润	41.8%	(19.5%)	40.1%	38.9%	33.7%	30.7%
经营利润	na	na	43.5%	45.0%	37.2%	35.0%
净利润	na	na	37.8%	52.1%	39.1%	36.2%
调整后净利润	85.0%	28.1%	51.7%	38.2%	36.6%	34.4%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	45.2%	30.7%	30.1%	31.1%	31.2%	31.4%
营业利益率	(35.8%)	13.3%	13.3%	14.3%	14.8%	15.4%
调整后净利润率	11.4%	12.4%	13.1%	13.4%	13.8%	14.3%
股本回报率	(244.2%)	11.2%	12.2%	14.6%	17.4%	20.1%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	2.5	2.5	2.6	3.0	3.1	3.4
应收账款周转天数	17.2	18.2	21.2	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	32.8	29.6	29.0	30.0	30.0	30.0
应付帐款周转天数	87.6	66.6	52.8	50.7	50.0	50.0
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率 (经调整)	ns	45.0	30.6	23.0	16.8	12.5
市帐率	3.0	5.4	3.9	3.5	3.0	2.5
市现率	24.8	33.0	23.3	18.3	14.7	11.5
股息 (%)	na	na	na	0.0	1.1	1.5

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于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 个月的潜在涨幅在-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定。

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错误、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定。

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关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给非《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。