

固生堂 (2273 HK)

客单价企稳，业绩有望回到加速通道

固生堂发布 1H25 业绩报告，收入同比增长 9.5%至 14.9 亿元，净利润同比增长 41.6%至 1.5 亿元，经调整净利润同比增长 15.2%至 1.7 亿元。1H25 收入占我们此前全年预测的 39.1%，稍低于历史区间 (42%-45%)，经调整净利润占我们此前全年预测的 35.4%，处在历史区间的高位 (30%-35%)。固生堂业绩增长持续由稳健的线下需求驱动，1H25 线下收入同比增长 11.1%，其中老店收入同比增长 8.2%，门诊人次同比增长 15.3%。公司主动让利消费者且加强合规建设，因此客单价同比下降 5.0%，但环比稳定。基于宏观环境的变化，管理层下调了 25 年业绩指引，预计收入同比增长 10%-15% (此前指引为 25%)，净利润同比增长 30% 以上。管理层认为 2026 年公司的收入增速将重回 20% 以上。

- **客单价将保持稳定。** 固生堂 1H25 收入增速放缓主要由客单价波动导致。去年下半年开始的医保控费延续至今，固生堂基于严格的合规内控，在开药周期和开药项目上严格遵循医保要求。同时随着饮片成本下降，公司主动下调终端价格让利消费者。由于基数原因，今年上半年客单价同比下降 5%。然而，1H25 客单价 (544 元人民币) 环比 2H24 (547 元人民币) 已企稳。我们预计年内医保政策将不会出现大的波动，并且随着公司自费项目 (如院内制剂和精致饮片) 占比的提升，因此预计客单价有望在下半年保持稳定。
- **波动的宏观环境下，积极推进业务发展。** 1) 1H25 固生堂新增 7 家门店，其中 4 家为自建门店，总门店数达到 83 家。公司另有 3 家并购标的已完成签约并将在下半年完成交割。尽管在挑战的行业环境下，我们预计固生堂在 25 年将新增约 15 家门店，驱动长期增长。2) 医生人数稳步提升。1H25 固生堂网络内医生增加 1,501 人，其中线下医生增加 648 人，同比增长 23.5%。自有医生人数同比增长 23.8%至 847 人。3) 在 AI 方面，公司率先推出了首个名医 AI 分身，目前已发布了 10 大“国医 AI 分身”，利用 AI 技术实现诊疗质量的提升以及名医经验的传承。公司的 AI 产品已实现创收，预计年内带来千万级别的收入。我们认为，尽管目前 AI 应用并未完全成熟，但是长期来看，AI 将极大提升医生的诊疗效率，从而带来成本的节省、利润率的提升。
- **持续回报股东。** 固生堂在 1H25 回购金额达 8,469 万港元，相当于净利润的 50%，1H25 公司已注销 730 万股，占总股本的 3.0%。此外，公司宣布派发 7,577 万元人民币的中期分红，相当于净利润的 50%。基于公司强劲的盈利能力和良好的现金流水平，我们预计公司将持续通过分红和回购回报股东。
- **维持买入评级。** 由于宏观环境的影响，我们下调了固生堂的业绩预测，预计公司 2025E/ 26E/ 27E 的收入增速为 14.0%/ 26.9%/ 24.9%，经调整净利润增速为 15.0%/ 29.1%/ 26.2%。因此，我们下调 DCF 目标价至 48.28 港元 (WACC: 10.2%，永续增长率：3.0%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	2,323	3,022	3,445	4,371	5,461
同比增长 (%)	43.0	30.1	14.0	26.9	24.9
调整后净利润 (百万人民币)	305	400	460	594	750
同比增长 (%)	51.7	31.4	15.0	29.1	26.2
调整后每股收益 (人民币)	1.28	1.64	1.95	2.51	3.17
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	1.78	2.22	2.70
调整后市盈率 (倍)	23.3	18.2	15.4	11.9	9.4

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	48.28 港元
(此前目标价)	52.75 港元)
潜在升幅	48.6%
当前股价	32.50 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)	7,920.5
3 月平均流通量(百万港元)	63.0
52 周内股价高/低(港元)	48.50/26.25
总股本 (百万)	243.7

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	34.2%
睿远基金	8.0%

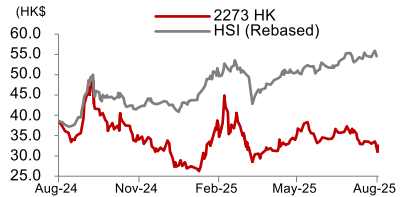
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-8.2%	-6.6%
3 - 月	-11.6%	-16.9%
6 - 月	-6.5%	-14.4%

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 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	3,445	4,371	5,461	3,828	4,818	6,021	-10.00%	-9.28%	-9.29%
毛利	1,094	1,405	1,772	1,161	1,462	1,827	-5.81%	-3.90%	-3.04%
运营利润	515	677	865	498	639	813	3.37%	6.03%	6.47%
经调整净利润	460	594	750	482	604	757	-4.46%	-1.55%	-0.94%
经调整每股收益 (元)	1.95	2.51	3.17	2.04	2.55	3.20	-4.54%	-1.41%	-0.85%
毛利率	31.75%	32.15%	32.45%	30.34%	30.35%	30.35%	+1.41ppt	+1.8ppt	+2.09ppt
运营利润率	14.95%	15.50%	15.85%	13.02%	13.26%	13.50%	+1.93ppt	+2.24ppt	+2.35ppt
经调整净利润率	13.36%	13.60%	13.74%	12.59%	12.53%	12.58%	+0.78ppt	+1.07ppt	+1.16ppt

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 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	3,445	4,371	5,461	3,771	4,640	5,654	-8.64%	-5.80%	-3.41%
毛利	1,094	1,405	1,772	1,138	1,399	1,706	-3.83%	0.42%	3.85%
运营利润	515	677	865	466	577	700	10.62%	17.30%	23.57%
经调整净利润	460	594	750	449	554	675	2.61%	7.38%	11.13%
经调整每股收益 (元)	1.95	2.51	3.17	1.78	2.22	2.70	9.16%	13.15%	17.60%
毛利率	31.75%	32.15%	32.45%	30.17%	30.16%	30.18%	+1.59ppt	+1.99ppt	+2.27ppt
运营利润率	14.95%	15.50%	15.85%	12.35%	12.44%	12.39%	+2.60ppt	+3.05ppt	+3.46ppt
经调整净利润率	13.36%	13.60%	13.74%	11.90%	11.93%	11.94%	+1.47ppt	+1.67ppt	+1.80ppt

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)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	
息税前利润	488	648	833	958	1,092	1,233	1,380	1,531	1,684	1,834	
税率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	
息税前利润*(1-税率)	412	547	704	809	922	1,041	1,166	1,293	1,422	1,549	
+折旧与摊销	120	121	122	122	122	122	122	122	122	122	
- 营运资金变化	31	-91	-121	-137	-154	-171	-189	-207	-225	-242	
-资本支出	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
自由现金流	263	277	405	494	590	692	798	908	1,019	1,130	
终值										16,221	
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	6,156										
总现值	9,690										
净负债	-812										
少数股东权益	1										
股权价值	10,501										
股份数 (百万股)	236										
DCF 每股价值 (港元)	48.28										

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.92 。

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%	64.31	58.25	53.18	48.90	45.23
	3.5%	60.30	55.02	50.55	46.72	43.41
	3.0%	56.93	52.27	48.28	44.83	41.81
	2.5%	54.07	49.91	46.31	43.17	40.40
	2.0%	51.61	47.85	44.58	41.69	39.14

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,625	2,323	3,022	3,445	4,371	5,461
销售成本	(1,125)	(1,623)	(2,113)	(2,351)	(2,966)	(3,689)
毛利润	500	700	909	1,094	1,405	1,772
运营费用	(284)	(390)	(528)	(579)	(728)	(907)
销售费用	(207)	(281)	(369)	(389)	(489)	(605)
行政费用	(100)	(155)	(185)	(207)	(259)	(323)
其他	24	46	26	17	20	22
运营利润	216	310	382	515	677	865
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	1	0	(1)	0	0	0
净利息收入(支出)	(18)	(26)	(18)	(14)	(13)	(13)
税前利润	199	284	363	501	664	853
所得税	(15)	(31)	(56)	(78)	(103)	(133)
税后利润	184	253	307	423	561	720
净利润	184	253	307	423	561	720
调整后净利润	201	305	400	460	594	750
总股息	na	90	90	127	168	216

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,360	1,838	1,813	2,031	2,432	2,958
现金与现金等价物	994	1,301	1,116	1,401	1,701	2,108
应收账款	89	180	269	189	239	299
存货	105	153	179	193	244	303
预付款项	136	156	195	195	195	195
其他流动资产	35	48	52	52	52	52
非流动资产	1,254	1,542	1,844	2,024	2,203	2,381
物业及厂房及设备 (净额)	71	110	142	148	152	153
使用权资产	268	334	390	369	350	331
商誉	817	985	1,133	1,333	1,533	1,733
其他非流动资产	98	114	179	174	169	164
总资产	2,614	3,379	3,656	4,054	4,635	5,338
流动负债	554	708	763	878	1,062	1,261
短期债务	18	16	8	108	208	308
应付账款	164	287	308	322	406	505
其他流动负债	314	328	367	367	367	367
租赁负债	57	77	81	81	81	81
非流动负债	337	365	517	517	517	517
长期债务	53	0	92	92	92	92
融资租赁承担	223	277	328	328	328	328
其他非流动负债	62	88	96	96	96	96
总负债	891	1,073	1,280	1,394	1,578	1,778
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	1,721	2,428	2,612	2,945	3,370	3,904
其他储备	0	(123)	(236)	(286)	(316)	(346)
股东权益总额	1,721	2,305	2,376	2,659	3,055	3,558
少数股东权益	1	1	0	1	2	3
总负债和股东权益	2,614	3,379	3,656	4,054	4,635	5,338

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	199	284	363	501	664	853
折旧摊销	108	120	151	120	121	122
税款	(5)	(14)	(38)	(78)	(103)	(133)
营运资金变化	(50)	(40)	(140)	81	(17)	(20)
其他	30	60	116	51	47	43
净经营现金流	281	410	452	676	711	865
投资现金流						
资本开支	(37)	(76)	(89)	(100)	(100)	(100)
收购与投资	(109)	(173)	(117)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	(29)	2	31	0	0	0
其他	(3)	(16)	(92)	0	0	0
净投资现金流	(178)	(264)	(267)	(300)	(300)	(300)
融资现金流						
净借贷	(18)	(55)	84	100	100	100
发行股票所得现金	0	480	0	0	0	0
股票回购	na	(94)	(133)	(50)	(30)	(30)
其他	(120)	(173)	(326)	(141)	(181)	(229)
净融资现金流	(138)	158	(375)	(91)	(111)	(159)
净现金流变动						
年初现金	1,031	994	1,301	1,116	1,401	1,701
汇率变动	(1)	3	5	0	0	0
年末现金	994	1,301	1,116	1,401	1,701	2,108
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	18.4%	43.0%	30.1%	14.0%	26.9%	24.9%
毛利润	(19.5%)	40.1%	29.9%	20.3%	28.4%	26.1%
经营利润	na	43.5%	23.2%	34.9%	31.5%	27.8%
净利润	na	37.8%	21.4%	37.7%	32.5%	28.4%
调整后净利润	28.1%	51.7%	31.4%	15.0%	29.1%	26.2%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.7%	30.1%	30.1%	31.8%	32.1%	32.4%
营业利润率	13.3%	13.3%	12.6%	14.9%	15.5%	15.8%
调整后净利润率	12.4%	13.1%	13.2%	13.4%	13.6%	13.7%
股本回报率	11.2%	12.6%	13.1%	16.8%	19.6%	21.8%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率 (倍)	2.5	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3
应收账款周转天数	18.2	21.2	27.1	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	29.6	29.0	28.7	30.0	30.0	30.0
应付帐款周转天数	66.6	52.8	50.7	51.3	50.0	50.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	34.3	23.3	18.2	15.4	11.9	9.4
市帐率	4.0	3.1	3.1	2.6	2.3	2.0
市现率	24.4	17.2	16.0	10.4	9.9	8.1
股息 (%)	na	1.3	1.2	1.8	2.4	3.1

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、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定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。