

固生堂 (2273 HK)

重回增长导向战略，并购+出海双发力

固生堂发布稳健的 1H26 业绩，收入人民币 16.5 亿元，同比增长 10.6%；EBITDA 3.7 亿元，同比增长 39.8%；净利润 2.2 亿元，同比强劲增长 44.2%。1H26 收入占我们全年预测的 44.3%，与历史区间保持一致。上半年线下门店收入同比增长 12.5%，线下门诊人次同比增长 17.5%，其中老店同店人次增长 12.9%，是门诊人次增长的主要推动力。1H26 销售费用率同比提升 0.7 个百分点至 12.5%，因公司回归增长导向战略后的前瞻性战略储备。上半年新增门店 18 家，全球门店数达到 119 家，进一步巩固其中国第一中医品牌的地位。

■ **新增门店数量创历史新高，严肃医疗客单价已恢复增长。** 1H26 固生堂新增 18 家门店，是公司历史上新增门店最多的半年，充分体现出公司重回增长导向战略的决心。医生队伍持续扩容，夯实公司的学术能力，1H26 公司平台新增 2,657 名医生，其中线下新增 1,296 名，且 40.3% 为自有全职医生。新加入医生为公司业绩增长重要抓手，1H25 入职新医生的收入在 1H26 实现 103.7% 的增长，贡献 1H26 收入的 6.9%，我们预计在 27 年新医生贡献收入可维持快速增长。1H26 整体客单价同比下降 3.9%，由低客单价的类消费医疗服务人次占比提升 5.1ppts 导致。实际上，严肃医疗客单价同比实现 2.4% 的增长，形成“高价值严肃医疗+高流量类消费”量价齐升的良性结构。

■ **并购提速叠加海外放量。** 并购是公司增长导向战略下的重要一环。2026 年 1-7 月公司并购 8 家门店（去年同期为 4 家），合计营收规模约 2 亿元（去年同期为 5700 万元）；另有 18 家门店已签约并将于下半年交割，公司还计划联合相关方设立国内外并购基金。海外收入已初具规模，1H26 海外收入同比增长约 14 倍至 3200 万元，新加坡首店单店月营收超 120 万元、门店利润率达 30%。基于成功验证的海外单店模型，公司在 8 月进入香港（4 家门店）及马来西亚（全资收购当地最大中医连锁“永生集团”的 10 家门店）市场。我们认为并购和海外市场将是公司达成 2030 年百亿收入目标的重要驱动力。

■ **分红回购双管齐下。** 上半年公司完成 3.6 亿港元回购、过去 12 个月累计回购 7.5 亿港元，其中注销 4.2 亿港元。公司宣布中期股息 1.15 港元/股（约人民币 2.1 亿元/+178% YoY），过去 12 个月累计分红 3.5 亿元。过去 12 个月回购注销和分红对应当下市值的约 13%，股东回报丰厚。公司承诺 2026-28 年每年累计现金分红不低于 4.5 亿港元或当年经调整净利润的 60%（取较高者）。截至 6 月末公司现金储备约 12 亿元，叠加可预见的经营性现金流及多元并购融资工具，我们相信公司有能力兼顾扩张与股东回报的双重加码。

■ **维持买入评级。** 我们预计公司 2026E/ 27E/ 28E 的收入增速为 14.5%/ 16.9%/ 18.5%，经调整净利润增速为 14.7%/ 17.6%/ 19.7%。维持基于 DCF 的目标价 42.00 港元（WACC: 10.2%，永续增长率：3.0%，均不变）。我们看好中医服务赛道有韧性的需求以及积极的客单价修复趋势。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入(百万人民币)	3,022	3,249	3,720	4,351	5,154
同比增长 (%)	30.1	7.5	14.5	16.9	18.5
调整后净利润(百万人民币)	400	403	462	543	650
同比增长 (%)	31.4	0.6	14.7	17.6	19.7
调整后每股收益(人民币)	1.64	1.70	2.08	2.45	2.93
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.79	2.09	2.44
调整后市盈率(倍)	15.2	14.8	12.0	10.2	8.5

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	42.00 港元
(此前目标价)	42.00 港元)
潜在升幅	44.3%
当前股价	29.10 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)	6,459.2
3 月平均流通量(百万港元)	28.4
52 周内股价高/低(港元)	33.70/25.14
总股本(百万)	222.0

资料来源：FactSet

股东结构

涂志亮	36.9%
睿远基金	10.6%

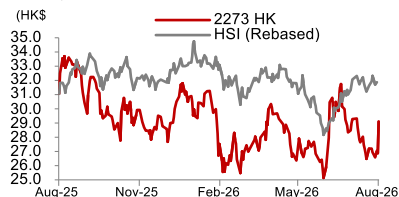
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	0.4%	-0.7%
3 - 月	9.8%	7.3%
6 - 月	5.7%	10.1%

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 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,720	4,351	5,154	3,728	4,361	5,187	-0.19%	-0.22%	-0.64%
毛利	1,172	1,388	1,665	1,183	1,401	1,688	-0.93%	-0.95%	-1.35%
运营利润	610	616	746	555	681	825	9.87%	-9.58%	-9.49%
经调整净利润	462	543	650	462	544	652	0.00%	-0.05%	-0.22%
经调整每股收益 (元)	2.08	2.45	2.93	2.01	2.37	2.84	3.49%	3.44%	3.27%
毛利率	31.51%	31.91%	32.30%	31.74%	32.14%	32.54%	-0.23ppt	-0.23ppt	-0.23ppt
运营利润率	16.40%	14.15%	14.48%	14.90%	15.62%	15.90%	+1.50ppt	-1.46ppt	-1.42ppt
经调整净利润率	12.41%	12.49%	12.61%	12.39%	12.46%	12.56%	+0.02ppt	+0.02ppt	+0.05ppt

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对比

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	3,720	4,351	5,154	3,747	4,317	4,941	-0.71%	0.78%	4.31%
毛利	1,172	1,388	1,665	1,164	1,348	1,553	0.74%	3.00%	7.18%
运营利润	610	616	746	507	598	701	20.44%	3.03%	6.42%
经调整净利润	462	543	650	435	506	584	6.20%	7.45%	11.31%
经调整每股收益 (元)	2.08	2.45	2.93	1.79	2.09	2.44	16.23%	16.88%	19.99%
毛利率	31.51%	31.91%	32.30%	31.05%	31.22%	31.44%	+0.45ppt	+0.69ppt	+0.86ppt
运营利润率	16.40%	14.15%	14.48%	13.52%	13.84%	14.19%	+2.88ppt	+0.31ppt	+0.29ppt
经调整净利润率	12.41%	12.49%	12.61%	11.61%	11.71%	11.82%	+0.81ppt	+0.77ppt	+0.79ppt

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)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	593	604	744	877	1,026	1,189	1,367	1,558	1,760	1,970
税率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
息税前利润*(1-税率)	525	535	658	776	908	1,053	1,210	1,379	1,558	1,744
+折旧与摊销	185	180	178	178	178	178	178	178	178	178
-营运资金变化	86	-12	-15	-17	-20	-22	-25	-28	-31	-34
-资本支出	-700	-800	-900	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	95	-96	-79	237	366	508	663	829	1,005	1,188
终值										17,059

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	6,474
总现值	8,682
净负债	651
少数股东权益	13
股权价值	8,018
股份数 (百万股)	222
DCF 每股价值 (港元)	42.00

资料来源：招银国际环球市场预测

注：港元:人民币 = 0.86。

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%	60.94	53.81	47.88	42.87	38.60
	3.5%	56.13	49.94	44.72	40.26	36.42
	3.0%	52.10	46.65	42.00	38.00	34.51
	2.5%	48.67	43.82	39.64	36.00	32.82
	2.0%	45.72	41.36	37.56	34.24	31.31

资料来源：招银国际环球市场预测

风险提示：

1) 政策变化对运营的影响，比如医保报销、互联网医疗、中药饮片定价、公立医院医生的多点执业等；2) 收购门店整合效果以及自建门店运营爬坡速度不及预计；3) 上游原材料供应短缺和价格波动对运营效率的影响；4) 海外业务拓展不及预期；5) 潜在医疗纠纷。

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,323	3,022	3,249	3,720	4,351	5,154
销售成本	(1,623)	(2,113)	(2,237)	(2,548)	(2,963)	(3,489)
毛利	700	909	1,012	1,172	1,388	1,665
运营费用	(390)	(528)	(561)	(562)	(772)	(919)
销售费用	(281)	(369)	(372)	(461)	(535)	(629)
行政费用	(155)	(185)	(192)	(208)	(238)	(282)
其他	46	26	3	107	1	(7)
运营利润	310	382	451	610	616	746
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	0	(1)	(2)	0	0	0
净利息收入(支出)	(26)	(18)	(26)	(28)	(34)	(38)
税前利润	284	363	424	582	582	709
所得税	(31)	(56)	(72)	(67)	(67)	(81)
税后利润	253	307	352	515	515	628
净利润	253	307	352	515	515	628
调整后净利润	305	400	403	462	543	650
总股息	90	118	213	396	396	396

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,838	1,813	1,856	1,868	1,332	816
现金与现金等价物	1,301	1,116	882	932	328	(275)
应收账款	180	269	257	204	238	282
存货	153	179	195	209	244	287
预付款项	156	195	259	259	259	259
其他流动资产	48	52	263	263	263	263
非流动资产	1,542	1,844	2,136	2,651	3,271	3,993
物业及厂房及设备 (净额)	110	142	177	168	162	159
使用权资产	334	390	460	390	320	250
商誉	985	1,133	1,327	1,927	2,627	3,427
其他非流动资产	114	179	172	167	162	157
总资产	3,379	3,656	3,992	4,519	4,603	4,809
流动负债	708	763	1,152	2,194	2,551	2,923
短期债务	16	8	118	418	718	1,018
应付账款	287	308	302	349	406	478
其他流动负债	328	367	634	1,330	1,330	1,330
租赁负债	77	81	97	97	97	97
非流动负债	365	517	656	656	656	656
长期债务	0	92	188	188	188	188
融资租赁承担	277	328	380	380	380	380
其他非流动负债	88	96	88	88	88	88
总负债	1,073	1,280	1,808	2,850	3,207	3,579
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	2,428	2,612	2,564	2,220	2,068	2,023
其他储备	(123)	(236)	(394)	(564)	(684)	(804)
股东权益总额	2,305	2,376	2,170	1,655	1,384	1,219
少数股东权益	1	0	14	13	12	11
总负债和股东权益	3,379	3,656	3,992	4,519	4,603	4,809

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	284	363	424	582	582	709
折旧摊销	120	151	188	185	180	178
税款	(14)	(38)	(57)	(67)	(67)	(81)
营运资金变化	(40)	(140)	(32)	86	(12)	(15)
其他	60	116	90	64	62	60
净经营现金流	410	452	612	849	746	850
投资现金流						
资本开支	(76)	(89)	(103)	(100)	(100)	(100)
收购与投资	(173)	(117)	(100)	(600)	(700)	(800)
处理短期投资所得现金	2	31	(29)	0	0	0
其他	(16)	(92)	(146)	0	0	0
净投资现金流	(264)	(267)	(378)	(700)	(800)	(900)
融资现金流						
净借贷	(55)	84	207	300	300	300
发行股票所得现金	480	0	0	0	0	0
股票回购	(94)	(133)	(310)	(170)	(120)	(120)
其他	(173)	(326)	(361)	(229)	(730)	(734)
净融资现金流	158	(375)	(464)	(99)	(550)	(554)
净现金流变动						
年初现金	994	1,301	1,116	882	932	328
汇率变动	3	5	(4)	0	0	0
年末现金	1,301	1,116	882	932	328	(275)
增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
销售收入	43.0%	30.1%	7.5%	14.5%	16.9%	18.5%
毛利润	40.1%	29.9%	11.3%	15.8%	18.4%	19.9%
经营利润	43.5%	23.2%	18.3%	35.2%	0.9%	21.2%
净利润	37.8%	21.4%	14.6%	46.3%	(0.0%)	21.8%
调整后净利润	51.7%	31.4%	0.6%	14.7%	17.6%	19.7%
盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.1%	30.1%	31.2%	31.5%	31.9%	32.3%
营业利润率	13.3%	12.6%	13.9%	16.4%	14.2%	14.5%
调整后净利润率	13.1%	13.2%	12.4%	12.4%	12.5%	12.6%
股本回报率	12.6%	13.1%	15.5%	26.9%	33.9%	48.2%
资产负债比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.1	0.8	1.6
流动比率 (倍)	2.6	2.4	1.6	0.9	0.5	0.3
应收账款周转天数	21.2	27.1	29.6	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	29.0	28.7	30.5	30.0	30.0	30.0
应付帐款周转天数	52.8	50.7	51.3	49.8	50.0	50.0
估值指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	19.5	15.2	14.8	12.0	10.2	8.5
市帐率	2.6	2.6	2.7	3.3	4.0	4.5
市现率	14.4	13.4	9.7	6.5	7.4	6.5
股息 (%)	1.5	1.9	3.6	7.2	7.2	7.2

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守守则的相关定义）（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策。

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。