

华厦眼科 (301267.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

服务网络覆盖广泛，盈利能力向好发展

业绩简评

2023年4月23日，公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入32.33亿元，同比+5.51%；实现归母净利润5.12亿元，同比+12.50%；实现扣非归母净利润5.39亿元，同比+13.29%。

公司同时发布2023年一季报。2023Q1公司实现收入9.31亿元，同比+15.10%；实现归母净利润1.50亿元，同比+34.01%；实现扣非归母净利润1.47亿元，同比+21.47%。

经营分析

眼科医疗服务网络辐射全国，主要业务地区稳健增长。截至2022年底，公司已在国内开设57家眼科专科医院以及23家视光中心，覆盖17个省及46个城市。2022年，贡献最高的华东地区实现收入23.66亿元(+5.35%)，其中，厦门眼科中心收入为8.47亿元(+6.16%)；近年来提升较快的华南和西南地区，分别实现收入2.76亿元(+9.48%)、2.78亿元(+6.38%)。

积极拓展视光屈光业务，收入贡献日渐提高。2022年，公司屈光项目实现收入10.73亿元(+12.07%)；视光服务项目实现收入3.97亿元(+9.91%)，二者在收入中占比合计为45.46%(+2.43pcts)。此外，综合眼病项目实现收入9.09亿元(-2.43%)；白内障项目实现收入7.51亿元(-0.69%)。

医教研协同发展，科研成果丰硕。2022年，公司共获批医学科研项目42项，包括省级科研项目及厦门市重大科技项目；专家主编/参编专著3部；发表学术论文共计126篇，其中SCI收录55篇。
毛利率稳步提升，盈利能力持续向好。2022年，公司屈光项目毛利率为54.87%(+2.32pcts)；综合眼病项目毛利率为45.37%(+3.54pcts)；白内障项目毛利率为38.01%(+1.90pcts)；视光服务项目毛利率为55.60%(-0.82pcts)。2022年，公司综合毛利率48.05%(+2.01pcts)，净利率为15.71%(+0.90pcts)。2023Q1，公司综合毛利率48.17%(+2.06pcts)，净利率为16.95%(+3.18pcts)。

盈利预测、估值与评级

现有医院医疗服务能力升级项目、新建医院/区域视光中心建设项目的向前推进，有望为公司业绩增长赋能。预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.71、8.68、11.20亿元，同比增长31%、29%、29%，EPS分别为1.20、1.55、2.00元，现价对应PE为65、50、39倍，维持“买入”评级。

风险提示

租赁物业存在瑕疵的风险；下属医院盈利不及预期的风险；医保定点资格风险；眼科人才流失或不足的风险；限售股解禁风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：徐雨涵 (执业 S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：77.81 元

相关报告：

1.《专家领航，科研领跑，立足八闽，辐射全国-华厦眼科公司深度》，2022.12.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	3,233	4,126	5,154	6,396
营业收入增长率	21.86%	5.51%	27.62%	24.90%	24.11%
归母净利润(百万元)	455	512	671	868	1,120
归母净利润增长率	36.01%	12.50%	31.20%	29.32%	28.97%
摊薄每股收益(元)	0.910	0.914	1.199	1.551	2.000
每股经营性现金流净额	1.60	1.37	1.42	1.61	1.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.83%	10.01%	11.61%	13.20%	14.69%
P/E	0.00	80.00	64.89	50.18	38.91
P/B	0.00	8.01	7.53	6.62	5.72

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,515	3,064	3,233	4,126	5,154	6,396
增长率	14.5%	21.9%	5.5%	27.6%	24.9%	24.1%
主营业务成本	-1,454	-1,654	-1,680	-2,108	-2,627	-3,256
%销售收入	57.8%	54.0%	52.0%	51.1%	51.0%	50.9%
毛利	1,060	1,411	1,554	2,019	2,526	3,141
%销售收入	42.2%	46.0%	48.0%	48.9%	49.0%	49.1%
营业税金及附加	-10	-12	-13	-17	-23	-26
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
销售费用	-301	-402	-402	-522	-664	-796
%销售收入	12.0%	13.1%	12.4%	12.6%	12.9%	12.5%
管理费用	-294	-317	-363	-468	-590	-723
%销售收入	11.7%	10.4%	11.2%	11.4%	11.5%	11.3%
研发费用	-20	-25	-49	-65	-82	-92
%销售收入	0.8%	0.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	436	654	727	947	1,167	1,503
%销售收入	17.3%	21.3%	22.5%	22.9%	22.6%	23.5%
财务费用	-9	-40	-32	-10	2	15
%销售收入	0.4%	1.3%	1.0%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-5	-7	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0
投资收益	2	9	8	20	9	10
%税前利润	0.5%	1.5%	1.2%	2.2%	0.7%	0.7%
营业利润	484	652	727	977	1,197	1,550
营业利润率	19.3%	21.3%	22.5%	23.7%	23.2%	24.2%
营业外收支	-25	-69	-74	-52	-41	-41
税前利润	460	582	654	925	1,157	1,509
利润率	18.3%	19.0%	20.2%	22.4%	22.4%	23.6%
所得税	-138	-129	-146	-230	-275	-374
所得税率	30.1%	22.1%	22.3%	24.9%	23.8%	24.8%
净利润	321	454	508	694	882	1,135
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15
归属于母公司的净利润	334	455	512	671	868	1,120
净利率	13.3%	14.8%	15.8%	16.3%	16.8%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	321	454	508	694	882	1,135
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15
非现金支出	223	323	328	54	56	58
非经营收益	32	34	31	-200	-34	-91
营运资金变动	14	-13	-96	331	91	99
经营活动现金净流	591	798	770	879	995	1,200
资本开支	-161	-172	-232	-460	-290	-368
投资	-3	-2	-15	-28	-13	-25
其他	-1	6	-2,791	14	9	10
投资活动现金净流	-165	-168	-3,037	-475	-295	-383
股权募资	12	1	2,771	60	0	0
债权募资	-266	0	26	-19	-48	-30
其他	-14	-182	-146	-101	-108	-105
筹资活动现金净流	-268	-181	2,651	-60	-155	-134
现金净流量	157	450	384	344	545	683

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	503	953	1,345	1,518	1,920	2,474
应收款项	176	212	231	291	363	447
存货	107	126	157	160	201	251
其他流动资产	51	47	2,883	2,725	2,764	2,836
流动资产	838	1,338	4,617	4,694	5,247	6,007
%总资产	38.7%	41.6%	70.1%	63.7%	63.3%	62.7%
长期投资	120	166	177	191	193	194
固定资产	783	757	734	852	1,033	1,262
%总资产	36.2%	23.5%	11.1%	11.6%	12.4%	13.2%
无形资产	300	268	308	349	345	351
非流动资产	1,324	1,882	1,968	2,671	3,047	3,567
%总资产	61.3%	58.4%	29.9%	36.3%	36.7%	37.3%
资产总计	2,162	3,220	6,584	7,365	8,294	9,574
短期借款	0	113	97	100	53	23
应付款项	335	275	307	381	485	608
其他流动负债	333	397	386	531	659	817
流动负债	669	785	790	1,012	1,196	1,448
长期贷款	0	0	26	26	26	26
其他长期负债	42	586	641	507	445	413
负债	710	1,371	1,457	1,545	1,667	1,887
普通股股东权益	1,419	1,832	5,114	5,784	6,578	7,623
其中：股本	500	500	560	620	620	620
未分配利润	593	1,042	1,554	2,163	2,957	4,003
少数股东权益	32	17	14	37	50	64
负债股东权益合计	2,162	3,220	6,584	7,365	8,294	9,574

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.669	0.910	0.914	1.199	1.551	2.000
每股净资产	2.839	3.664	9.132	10.328	11.746	13.613
每股经营现金净流	1.181	1.596	1.375	1.418	1.605	1.935
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	23.57%	24.83%	10.01%	11.61%	13.20%	14.69%
总资产收益率	15.47%	14.13%	7.77%	9.12%	10.47%	11.70%
投入资本收益率	20.78%	25.71%	10.70%	11.91%	13.21%	14.57%
增长率						
主营业务收入增长率	2.37%	21.86%	5.51%	27.62%	24.90%	24.11%
EBIT增长率	61.79%	49.94%	11.16%	30.29%	23.24%	28.85%
净利润增长率	53.59%	36.01%	12.50%	31.20%	29.32%	28.97%
总资产增长率	2.28%	48.94%	104.49%	11.85%	12.62%	15.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	20.3	21.6	22.1	22.3	22.0
存货周转天数	24.3	25.7	30.7	27.7	27.9	28.1
应付账款周转天数	66.6	51.2	44.6	49.5	50.3	51.2
固定资产周转天数	113.6	90.0	77.6	69.9	66.2	64.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.68%	-45.46%	-74.48%	-68.54%	-66.97%	-65.33%
EBIT利息保障倍数	49.3	16.2	22.9	96.6	-521.7	-97.9
资产负债率	32.86%	42.58%	22.12%	20.97%	20.10%	19.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-30	买入	73.14	85.00~90.00

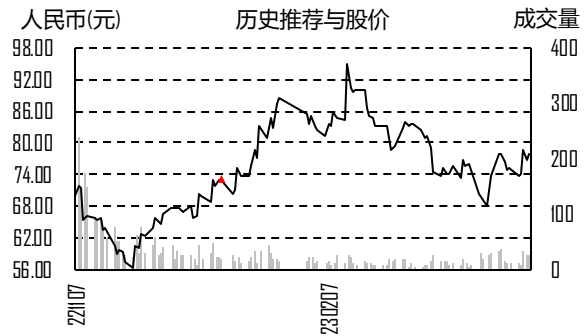
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402