

华夏眼科 (301267)

2022 年报&2023Q1 季报点评: 消费眼科占比小幅提高, 公司盈利水平进一步提升 买入 (首次)

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

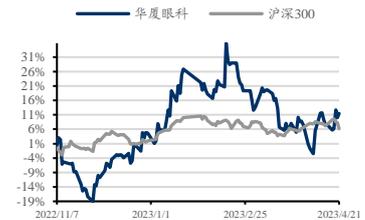
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,233	4,099	5,124	6,301
同比	6%	27%	25%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	512	666	866	1,117
同比	12%	30%	30%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.91	1.19	1.55	2.00
P/E (现价&最新股本摊薄)	85.14	65.45	50.34	39.00

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 32.33 亿元 (+5.51%), 归母净利润 5.12 亿元 (+12.50%), 扣非归母净利润 5.39 亿元 (+13.29%); 2023Q1 实现营收 9.31 亿元 (+15.10%), 归母净利润 1.50 亿元 (+34.01%), 扣非归母净利润 1.47 亿元 (+21.47%)。非经常性损益项目主要为政府补助、投资收益、营业外收支等。考虑 2022 年及 2023 年 1 月仍受疫情影响, 整体业绩符合预期。
- **2022 年公司消费眼科实现增长, 毛利率有所提升。** 1) 分业务来看: 2022 年, 公司屈光项目实现营收 10.73 亿元 (+12.07%), 占比 33.19% (+1.94pp), 毛利率 54.87% (+2.32pp); 视光服务 3.97 亿元 (+9.91%), 占比 12.27% (+0.49pp), 毛利率 55.60% (-0.82pp); 白内障项目 7.51 亿元 (-0.69%), 占比 23.23% (-1.45pp), 毛利率 38.01% (+1.90pp); 综合眼病 9.09 亿元 (-2.43%), 占比 28.12% (-2.29pp), 毛利率 45.37% (+3.54pp)。公司屈光+视光占比为 45.46% (+2.43pp), 医疗服务毛利率为 48.16% (+2.60pp)。预计随着消费眼科占比继续提升, 公司毛利率有望进一步提高。2) 分地区来看: 2022 年, 华东地区实现收入 23.66 亿元 (+5.35%), 占比 73.19% (-0.11pp); 西南地区收入 2.78 亿元 (+6.38%), 占比 8.61% (+0.07pp); 华南地区收入 2.76 亿元 (+9.48%), 占比 8.53% (+0.32pp); 华中地区收入 2.19 亿元 (-1.66%), 占比 6.76% (-0.49pp); 西北地区收入 0.49 亿元 (+15.84%), 占比 1.52% (+0.14pp); 华北地区收入 0.45 亿元 (+12.88%), 占比 1.41% (+0.1pp)。厦门眼科中心稳健增长, 实现营收 8.47 亿元 (+6.14%), 净利润 2.29 亿元 (+5.05%)。
- **医教研协同发展成果丰硕, 持续加强品牌效应。** 2022 年, 公司销售费用率为 12.44% (-0.69pp), 管理费用率为 11.21% (+0.86pp), 研发费用率为 1.52% (+0.7pp), 整体毛利率、净利率分别为 48.05% (+2.01pp)、15.71% (+0.91pp)。2023Q1, 公司销售费用率为 11.61% (-1.4pp), 管理费用率为 10.82% (+0.34pp), 研发费用率为 1.61% (+0.65pp), 整体毛利率、净利率分别为 48.17% (+2.06pp)、16.95% (+3.19pp)。公司进一步加大临床科研及课题投入, 推进医教研体系的整体协同发展, 获批医学科科研项目 42 项, 主办各类学术会议 18 场; 已与北京大学等 20 多所院校建立了合作关系。公司学科实力持续加强, 品牌影响力逐步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情放开的影响, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 6.83/8.62 亿元调整至 6.66/8.66 亿元, 预计 2025 年为 11.17 亿元, 对应当前市值的估值分别为 65/50/39 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 规模扩张带来的管理风险; 下属医院持续亏损的风险; 专业医务人员流失的风险; 医药行业政策不确定性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.81
一年最低/最高价	55.80/94.88
市净率(倍)	8.28
流通 A 股市值(百万元)	4,383.45
总市值(百万元)	43,573.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.39
资产负债率(% ,LF)	23.26
总股本(百万股)	560.00
流通 A 股(百万股)	56.34

相关研究

《N 华夏 (301267.SZ): 学科实力奠定基石, 连锁扩张助力持续增长》

2022-11-06

华夏眼科三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,617	5,744	6,739	8,016	营业总收入	3,233	4,099	5,124	6,301
货币资金及交易性金融资产	3,943	4,993	5,861	6,990	营业成本(含金融类)	1,680	2,147	2,619	3,169
经营性应收款项	270	293	352	414	税金及附加	13	16	20	25
存货	157	201	245	296	销售费用	402	572	715	879
合同资产	0	0	0	0	管理费用	363	501	667	820
其他流动资产	247	257	282	315	研发费用	49	62	78	83
非流动资产	1,968	1,817	1,873	1,924	财务费用	32	-29	-45	-63
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	41	51	63
固定资产及使用权资产	1,289	1,135	1,185	1,223	投资净收益	8	10	13	16
在建工程	46	73	87	93	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	112	112	117	127	减值损失	-5	-4	-4	-4
商誉	60	60	60	60	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	136	106	86	76	营业利润	727	878	1,131	1,463
其他非流动资产	324	331	338	345	营业外净收支	-74	-63	-67	-70
资产总计	6,584	7,561	8,612	9,941	利润总额	654	815	1,065	1,393
流动负债	790	1,081	1,251	1,443	减:所得税	146	179	234	307
短期借款及一年内到期的非流动负债	97	197	197	197	净利润	508	636	831	1,087
经营性应付款项	208	266	325	393	减:少数股东损益	-4	-30	-35	-31
合同负债	99	126	154	186	归属母公司净利润	512	666	866	1,117
其他流动负债	386	492	576	667	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.19	1.55	2.00
非流动负债	667	717	767	817	EBIT	743	801	1,026	1,325
长期借款	26	26	26	26	EBITDA	1,066	1,144	1,377	1,695
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.05	47.63	48.90	49.71
租赁负债	597	647	697	747	归母净利率(%)	15.83	16.24	16.89	17.73
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	5.51	26.78	25.01	22.96
负债合计	1,457	1,798	2,018	2,260	归母净利润增长率(%)	12.50	30.07	30.03	29.08
归属母公司股东权益	5,114	5,780	6,645	7,763					
少数股东权益	14	-16	-51	-82					
所有者权益合计	5,128	5,763	6,594	7,681					
负债和股东权益	6,584	7,561	8,612	9,941					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	770	1,148	1,283	1,560	每股净资产(元)	9.13	10.32	11.87	13.86
投资活动现金流	-3,037	-245	-461	-476	最新发行在外股份(百万股)	560	560	560	560
筹资活动现金流	2,651	147	45	45	ROIC(%)	13.81	10.02	11.31	12.79
现金净增加额	384	1,051	867	1,129	ROE-摊薄(%)	10.01	11.52	13.03	14.39
折旧和摊销	323	342	351	370	资产负债率(%)	22.12	23.78	23.43	22.73
资本开支	-232	-273	-481	-490	P/E (现价&最新股本摊薄)	85.14	65.45	50.34	39.00
营运资本变动	-96	15	-20	-17	P/B (现价)	8.52	7.54	6.56	5.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

