

# 消费医疗占比稳步提升，看好全年复苏态势

## 华夏眼科(301267)

### 事件概述

公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年收入32.3亿元(yoy+5.5%)，归母净利润5.1亿元(yoy+12.5%)，扣非归母净利润5.4亿元(yoy+13.3%)；其中22Q4营收7.1亿元(yoy-8.2%)，占比全年22%；利润端1.14亿元(yoy-3.5%)，22Q4全国医院受疫情影响较大。

2023Q1营收9.31亿元(yoy+15.1%)，归母净利润1.50亿元(yoy+34%)，扣非归母净利润1.47亿元(yoy+21.5%)；疫情后经营恢复态势明显，全年业绩可期。

### 消费眼科占比稳步提升，品牌效应凸显

2022年公司整体毛利率48.0%(+2.0pp)，系消费眼科业务(屈光+视光)收入占比提高至45.5%(+2.4pp)，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；归母净利率15.8%(+1.0pp)。销售费用率12.4%(-0.7pct)，管理费用率11.2%(+0.8pct)，财务费用率1.0%(-0.3pct)，公司费用率基本保持不变，经营管理效率不断提升，盈利能力强劲。

分各业务看：2022年屈光项目营收10.7亿元(yoy+12.1%)，占比33.2%(+1.9pp)，毛利率54.9%(+2.3pp)；综合眼病9.1亿元(yoy-2.4%)，毛利率45.4%(+3.5pp)，白内障7.5亿元(yoy-0.7%)，占比23.2%(-1.5pp)，毛利率38.0%(+1.9pp)；视光4.0亿元(yoy+9.9%)，占比12.3%(+0.5pp)，毛利率55.6%(-0.8pp)；其他业务1.0亿元(yoy+78.5%)。

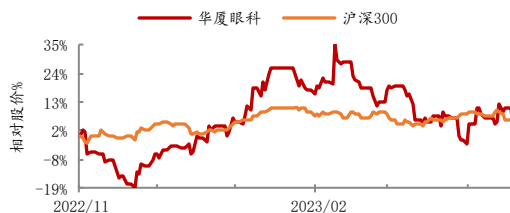
分区域看：华东地区营收23.6亿元(yoy+5.4%，占比73.2%)，西南地区营收2.8亿元(yoy+6.4%，占比8.6%)，华南地区营收2.8亿元(yoy+9.5%，占比8.5%)，华中地区营收2.2亿元(yoy-1.7%，占比6.8%)，西北地区营收0.5亿元(yoy+15.8%，占比1.5%)，华北地区营收0.5亿元(yoy+12.9%，占比1.4%)。核心标杆医院厦门眼科中心稳健增长，2022年实现营收8.5亿元(yoy+6.2%)，净利润2.3亿元(yoy+5.2%)，净利率达27.0%(-0.3pp)。

### 盈利预测与投资建议

未来公司将以“自建+并购”双轮驱动的方式，坚持“全科发展，重点突破”，加快发展屈光、视光、干眼等非医保项目；同时大力拓展独立门店的视光中心，主要在华东、华南、西南等地区进行全面布局，深度挖掘眼视光服务市场，提升消费医疗的营收比重。我们调整盈利预测，预计公司2023-2024年营收分别为39.7、48.3亿元(原值为40.8/49.3亿元)，对应增速分别为

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	72.92
股票代码：	301267
52周最高价/最低价：	94.88/55.8
总市值(亿)	408.35
自由流通市值(亿)	41.08
自由流通股数(百万)	56.34



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519110002  
联系电话：

### 相关研究

1. 【华西医药】华夏眼科(301267)深度报告：深耕福建辐射全国，消费眼科助力长期发展  
2022.12.22

23%、22%；归母净利润为 6.8、8.8 亿元（原值为 6.9/8.8 亿元），对应增速分别为 33%、29%，EPS 分别为 1.22、1.58 元（原值为 1.23、1.57 元），2025 年收入为 58.3 亿元，归母净利润为 11.4 亿元，EPS 为 2.03 元，对应 2023 年 4 月 24 日收盘价 72.92 元/股，PE 为 60/46/36X。维持公司“买入”评级。

### 风险提示

新冠疫情风险；部分下属眼科医院持续亏损风险；医保控费风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	3,233	3,972	4,833	5,832
YoY (%)	21.9%	5.5%	22.8%	21.7%	20.7%
归母净利润(百万元)	455	512	682	883	1,136
YoY (%)	36.0%	12.5%	33.3%	29.4%	28.7%
毛利率 (%)	46.0%	48.0%	48.4%	49.1%	49.8%
每股收益 (元)	0.91	1.00	1.22	1.58	2.03
ROE	24.8%	10.0%	11.8%	13.2%	14.5%
市盈率	80.13	72.92	59.86	46.27	35.95

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,233	3,972	4,833	5,832	净利润	508	674	875	1,125
YoY (%)	5.5%	22.8%	21.7%	20.7%	折旧和摊销	323	235	252	256
营业成本	1,680	2,048	2,459	2,927	营运资金变动	-96	188	-71	200
营业税金及附加	13	16	19	23	经营活动现金流	770	1,176	1,136	1,657
销售费用	402	508	616	723	资本开支	-232	-476	-502	-469
管理费用	363	457	542	639	投资	-15	-25	-21	-21
财务费用	32	5	-5	-14	投资活动现金流	-3,037	-492	-511	-476
研发费用	49	46	59	77	股权募资	2,771	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	26	0	0	0
投资收益	8	9	12	14	筹资活动现金流	2,651	-25	-25	-25
营业利润	727	946	1,203	1,529	现金净流量	384	659	599	1,156
营业外收支	-74	-64	-68	-68	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	654	882	1,134	1,461	<b>成长能力</b>				
所得税	146	208	260	336	营业收入增长率	5.5%	22.8%	21.7%	20.7%
净利润	508	674	875	1,125	净利润增长率	12.5%	33.3%	29.4%	28.7%
归属于母公司净利润	512	682	883	1,136	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	12.5%	33.3%	29.4%	28.7%	毛利率	48.0%	48.4%	49.1%	49.8%
每股收益	1.00	1.22	1.58	2.03	净利率	15.8%	17.2%	18.3%	19.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	7.8%	9.1%	10.4%	11.5%
货币资金	1,345	2,004	2,603	3,759	净资产收益率 ROE	10.0%	11.8%	13.2%	14.5%
预付款项	74	69	85	105	<b>偿债能力</b>				
存货	157	157	228	233	流动比率	5.85	5.12	5.51	5.16
其他流动资产	3,040	3,112	3,154	3,250	速动比率	<b>5.29</b>	<b>4.70</b>	<b>5.03</b>	<b>4.78</b>
流动资产合计	4,617	5,342	6,070	7,347	现金比率	1.70	1.92	2.36	2.64
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	22.1%	22.8%	20.9%	21.1%
固定资产	688	626	562	491	<b>经营效率</b>				
无形资产	112	134	160	189	总资产周转率	0.66	0.56	0.61	0.64
非流动资产合计	1,968	2,171	2,376	2,545	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,584	7,512	8,446	9,891	每股收益	1.00	1.22	1.58	2.03
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.13	10.35	11.93	13.95
应付账款及票据	208	358	297	482	每股经营现金流	1.37	2.10	2.03	2.96
其他流动负债	581	685	805	941	每股股利	0.28	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	790	1,043	1,102	1,423	<b>估值分析</b>				
长期借款	26	26	26	26	PE	72.92	59.86	46.27	35.95
其他长期负债	641	641	641	641	PB	8.01	7.05	6.11	5.23
非流动负债合计	667	667	667	667					
负债合计	1,457	1,710	1,769	2,089					
股本	560	560	560	560					
少数股东权益	14	6	-2	-13					
股东权益合计	5,128	5,802	6,677	7,802					
负债和股东权益合计	6,584	7,512	8,446	9,891					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。