



买入（维持）

所属行业：生物医药/医疗服务
当前价格(元)：41.88

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

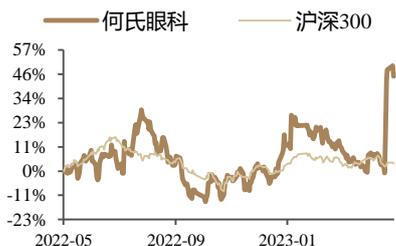
陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	34.59	29.43	24.58
相对涨幅(%)	37.17	30.22	26.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《何氏眼科(301103.SZ)：立足三级诊疗，区域龙头拓展全国布局，打开成长空间》，2023.3.16

股票数据

总股本(百万股)：	158.03
流通A股(百万股)：	83.09
52周内股价区间(元)：	25.98-45.39
总市值(百万元)：	6,935.78
总资产(百万元)：	2,717.50
每股净资产(元)：	14.12

资料来源：公司公告

何氏眼科(301103.SZ)：省外拓展未来可期，看好疫后恢复性增长

投资要点

- **事件：公司近期发布了2022年年度报告及2023年一季报。**2022年：收入9.6亿(-0.74%)、归母净利润0.3亿(-61.6%)、扣非归母净利润0.3亿(-63.7%)；2023Q1：收入3.1亿(+26.9%)、归母净利润0.57亿(+117.8%)、扣非归母净利润0.55亿(+112.9%)。
- **2022年受疫情影响，门诊量下滑，业绩承压。**2022年公司实现门诊量116万余人次，实现收入9.6亿，同比下降0.74%、归母净利润0.3亿，同比下降61.6%。销售毛利率为38.4%(-1.9pct)，销售净利率为3.4%(-5.54pct)。分业务来看，1)屈光：收入2亿，同比增长1.5%，毛利率为43.7%，同比下降2.89pct；2)白内障：收入1.3亿，同比下降15.3%，毛利率为31.2%，同比下降5.67pct；3)玻璃体视网膜诊疗：收入0.7亿，同比增长4.2%，毛利率为21.4%，同比下降4.85pct；4)视光：收入3.5亿，同比增长1.3%，毛利率为48.4%，同比下降0.15pct。分地区看：辽宁省内收入9.1亿(-2.7%)、辽宁省外收入0.4亿(+78.2%)。
- **2023年Q1疫后诊疗复苏强劲，业绩表现亮眼。**2023Q1公司实现收入3.1亿，同比增长26.9%，归母净利润0.57亿，同比增长117.8%。销售毛利率为47.2%(+6.89pct)、销售净利率为18.3%(+7.54pct)。从费用率来看：销售费用率为11%(-1.65pct)；管理费用率为13.2%(+1.24pct)、财务费用率为-2.2%(-1.25pct)。
- **眼科医疗服务行业一季度疫后复苏强劲，看好全年恢复性增长。**1)疫情三年我国诊疗活动基本无增长：2021年全国医院端门急诊人次相较于19年仅+0.8%，考虑到22年国内疫情情况，仍有较大影响，即疫情三年诊疗活动延缓，基本无增长；2)眼科医疗服务相关标的受损严重：2022相关标的利润端增速分别为，普瑞眼科-78.1%(疫情前19年全年增速为56.6%)、爱尔眼科+8.6%(疫情前19年全年增速为36.7%)、华厦眼科+12.5%(疫情前19年全年增速为32.6%)、何氏眼科-61.6%(疫情前19年全年增速为43.7%)；3)眼科医疗服务标的23Q1恢复强劲：2023Q1各眼科公司利润端增速分别为，爱尔眼科(+27.9%)、普瑞眼科(+334.8%)、何氏眼科(+117.8%)、华厦眼科(+34%)，基于疫情三年压制的诊疗需求，及23Q1眼科板块的亮眼表现，看好全年恢复性增长。
- **投资建议：**公司深耕辽宁市场，同时在全国多地拓展业务版图，打开成长空间，在疫情期间公司业绩承压，且2023年已进入后疫情时代，在疫后复苏的逻辑下，预计2023-2024年公司归母净利润分别为1.2/1.6亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、医保控费风险

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	962	955	1,348	1,791	2,290
(+/-)YOY(%)	14.8%	-0.7%	41.1%	32.9%	27.8%
净利润(百万元)	86	33	118	155	192
(+/-)YOY(%)	-13.8%	-61.6%	255.6%	31.2%	24.1%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.21	0.75	0.98	1.22
毛利率(%)	40.3%	38.4%	41.3%	40.2%	39.6%
净资产收益率(%)	8.2%	1.5%	5.2%	6.3%	7.3%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.75	0.98	1.22
每股净资产	13.76	14.51	15.49	16.70
每股经营现金流	0.94	1.04	1.23	1.45
每股股利	1.00	0.15	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	140.59	60.74	46.29	37.30
P/B	2.29	3.13	2.93	2.72
P/S	7.51	5.32	4.00	3.13
EV/EBITDA	19.19	21.81	18.55	14.95
股息率%	3.2%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.4%	41.3%	40.2%	39.6%
净利润率	3.4%	8.6%	8.5%	8.3%
净资产收益率	1.5%	5.2%	6.3%	7.3%
资产回报率	1.3%	4.3%	5.2%	6.0%
投资回报率	1.2%	5.0%	5.6%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.7%	41.1%	32.9%	27.8%
EBIT 增长率	-53.9%	226.8%	18.6%	24.8%
净利润增长率	-61.6%	255.6%	31.2%	24.1%
偿债能力指标				
资产负债率	16.5%	17.1%	17.9%	18.3%
流动比率	11.9	10.4	9.0	8.3
速动比率	10.1	8.7	7.5	6.9
现金比率	9.8	8.4	7.1	6.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.7	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	48.0	45.0	45.0	45.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	4.8	8.9	17.2	39.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	33	118	155	192
少数股东损益	-0	-2	-2	-3
非现金支出	129	62	58	58
非经营收益	10	10	-1	0
营运资金变动	-23	-25	-16	-19
经营活动现金流	148	164	194	230
资产	-49	-3	-2	-1
投资	-200	-2	-32	-32
其他	0	-9	2	-1
投资活动现金流	-249	-14	-33	-34
债权募资	0	0	0	0
股权募资	1,201	0	0	0
其他	-160	-12	-12	-12
融资活动现金流	1,041	-12	-12	-12
现金净流量	940	138	149	184

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	955	1,348	1,791	2,290
营业成本	588	791	1,071	1,383
毛利率%	38.4%	41.3%	40.2%	39.6%
营业税金及附加	6	8	11	14
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	138	179	237	301
营业费用率%	14.5%	13.3%	13.2%	13.1%
管理费用	163	180	240	300
管理费用率%	17.0%	13.4%	13.4%	13.1%
研发费用	1	1	2	2
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	62	202	240	299
财务费用	-8	12	12	12
财务费用率%	-0.9%	0.9%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	1	-5	5	3
营业利润	71	177	233	290
营业外收支	0	7	8	9
利润总额	72	184	241	299
EBITDA	189	260	298	358
所得税	39	67	88	110
有效所得税率%	54.3%	36.6%	36.6%	36.6%
少数股东损益	-0	-2	-2	-3
归属母公司所有者净利润	33	118	155	192

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,639	1,777	1,926	2,110
应收账款及应收票据	31	47	59	81
存货	84	114	154	192
其它流动资产	229	249	302	348
流动资产合计	1,983	2,186	2,441	2,731
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	197	151	104	58
在建工程	8	7	6	6
无形资产	38	37	36	35
非流动资产合计	622	580	537	494
资产总计	2,605	2,765	2,978	3,225
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	68	90	124	152
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	99	120	146	175
流动负债合计	167	210	270	328
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	262	262	262	262
非流动负债合计	262	262	262	262
负债总计	429	473	533	590
实收资本	158	158	158	158
普通股股东权益	2,174	2,292	2,447	2,640
少数股东权益	2	0	-2	-5
负债和所有者权益合计	2,605	2,765	2,978	3,225

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。