

医教研一体化驱动，服务网络辐射全国

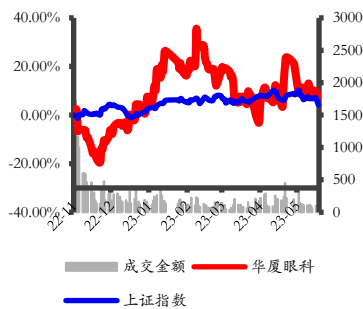
投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2023-05-26

收盘价(元)	71.50
近12个月最高/最低(元)	94.88/55.80
总股本(亿股)	5.60
流通股本(亿股)	0.56
流通股比例(%)	10
总市值(亿元)	400
流通市值(亿元)	43

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

● 深耕福建、辐射全国，眼科医疗服务品牌迎来发展黄金期

华夏眼科是国内眼科医疗服务品牌龙头之一，成立于2004年，已实现省内外布局，截至目前公司覆盖17个省、46个城市，旗下共57家医院、23家视光中心，医院数量业内第二，辐射华南、西南、华北、华东、华中等地区，规模国内领先。公司以厦门眼科中心为发展原点，目前已成功运营上海和平、福州眼科、深圳华夏等多家区域旗舰眼科医院，省外扩张卓有成效。2022年公司实现营业收入32.33亿元（+5.51%）；实现归母净利润5.12亿元（+12.5%）。2023Q1公司实现营收9.31亿元（+15.10%）；实现归母净利润1.50亿元，同比增长34.01%。在管控全面放开、消费全面复苏的背景下，感染高峰已于春节前结束，我们认为公司即将迎来业绩恢复和发展黄金阶段。

公司始终以眼科全科诊疗业务为基础，近年公司持续优化收入结构，高毛利项目如视光业务收入占比持续提升（2021/2022年毛利率分别为56.4%/55.60%），在近视防控日益受到重视的背景下，公司盈利能力有望持续提升。眼科诊疗业务中，公司屈光项目占比显著提升（2022年占比33.19%），已超过白内障项目，消费眼科医疗服务提升趋势明显，未来将助力公司长期健康发展。

● 专科实力雄厚、医师资源丰富，医教研一体化助力公司长远发展

公司自成立以来一直专注于夯实和提高核心医疗业务实力，已建立覆盖白内障、屈光、眼底、斜弱视及小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶和眼肿瘤、眼外伤在内的八大眼科亚专科科室及眼视光的眼科全科诊疗服务体系，多位学科带头人到医院发展保驾护航。厦门眼科中心是公司学术基地、国家临床重点专科建设单位，承担公司科研和医师培训等任务，成熟的培养体系为公司提供优质医师资源，持续吸引患者、巩固品牌口碑，形成螺旋上升的良性循环。

● 眼科医疗服务需求升级，近视防控等政策助推消费眼科市场扩容；疫情感染高峰结束，眼科医疗服务行业修复性增长确定性高

1) 我国屈光患者数量庞大且仍在持续扩容，我国青少年总体近视率全球第一（2018年53.6%），大批未被满足的需求为公司视光中心业务和屈光业务的发展提供广阔空间，手术矫正是主流手段，未来随着医疗服务的消费升级，中高端术式占比有望持续提高，盈利能力进一步加强。2) 我国白内障手术量增速明显、老龄人口增长带来的患者基数也快速增长，行业规模有望快速增加。未来随着中高端晶体使用比例的提高，公司白内障业务客单价有望持续提升。3) 三年疫情对线下诊疗形成很大冲击，放开后有望实现快速复苏。2019年医疗机构总诊疗人次累计77.45亿人次，2020/2021年分别累计实现49.47亿和60.52亿人次，分别同比2019年下降36.13%/21.86%。2022年1-11月，全国医疗机构总诊疗人次58.57亿（+6.20%），医院总诊疗人次36.06亿

(+3.75%)。2021 年民营医院诊疗人次 6.13 亿 (+15.46%)。单月看，2022 年 9 月总诊疗人次 5.25 亿，同比 2019 年下滑 26%。放开以来，各地医疗机构经过感染高峰的医疗挤兑后逐步恢复正常，今年医院端诊疗人次有望实现快速复苏，眼科服务需求有望爆发。

● **投资建议：给予“买入”评级**

公司是业内有口皆碑的眼科医疗服务连锁集团，具备完善的医师培养体系和持续优化的业务结构，体内医院大部分已进入快速爬坡阶段，全面扭亏可期。我们看好公司在眼科医疗服务高景气赛道的先发优势和扩张能力，预计 2023~2025 年分别实现营业收入 41.58/52.71/65.48 亿元人民币，同比增长 28.6%/26.8%/24.2%；实现归母净利润 6.50/8.33/10.96 亿元人民币，同比增长 27.0%/28.2%/31.5%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

医疗政策变动风险；人才资源短缺风险；医疗纠纷风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3233	4158	5271	6548
收入同比 (%)	5.5%	28.6%	26.8%	24.2%
归母净利润	512	650	833	1096
归母净利润同比 (%)	12.5%	27.0%	28.2%	31.5%
毛利率 (%)	48.0%	45.6%	46.1%	46.7%
ROE (%)	10.0%	11.3%	12.6%	14.2%
每股收益 (元)	1.00	1.16	1.49	1.96
P/E	73.11	61.60	48.07	36.55
P/B	8.01	6.95	6.07	5.21
EV/EBITDA	37.82	38.79	30.37	22.80

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕眼科医疗，国内领先眼科连锁集团	5
1.1 专注眼科医疗，业务全国扩张	5
1.2 控股集中，业绩提升迅速	7
2 行业驱动、需求爆发，公司业务发展迎春风	12
2.1 老龄化程度加深，市场需求快速拉升	12
2.2 政策近年连续出台，持续利好眼科发展	14
3 布局消费眼科，立足福建并辐射全国	15
3.1 加速全国扩张，持续布局空白城市	15
3.2 非医保消费眼科空间大，或成未来收入增长点	17
3.3 汇聚专家人才，全面业务发展驱动实力提升	19
4 盈利预测及投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	23
风险提示：	24

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司业务版图 (截至 2022.10)	6
图表 3 公司主营业务	6
图表 4 公司管理团队情况	7
图表 5 股权控制较为集中, 架构稳定 (截至 2022.11)	8
图表 6 公司营收及净利润持续增长 (RMB MN)	9
图表 7 公司三费率变化	9
图表 8 公司毛净利率变化	9
图表 9 公司医保结算收入	10
图表 10 公司收入结构	11
图表 11 眼科医疗服务业务收入结构	11
图表 12 公司收入结构分地区 (RMB MN)	11
图表 13 中国眼科医疗服务市场规模 (人民币亿元)	12
图表 14 中国白内障患者人数 (万人)	12
图表 15 中国白内障市场规模 (亿元人民币)	12
图表 16 中国成人屈光人数 (万人)	13
图表 17 中国屈光市场规模 (亿元人民币)	13
图表 18 中国视光市场规模 (亿元人民币)	14
图表 19 眼科发展相关政策梳理	14
图表 20 公司服务诊疗体系 (截至 2022.10)	15
图表 21 公司部分子公司盈利情况 (RMB MN)	15
图表 22 厦门眼科中心营收及净利润增长情况 (RMB MN)	16
图表 23 上海和平营收及净利润增长情况 (RMB MN)	17
图表 24 福州眼科营收及净利润增长情况 (RMB MN)	17
图表 25 部分子公司营收增长情况 (RMB MN)	17
图表 26 部分子公司净利润增长情况 (RMB MN)	17
图表 27 2022H1 公司主营业务构成	18
图表 28 眼科医疗项目毛利率变化	18
图表 29 眼科医疗项目单价变化 (单位: 元)	18
图表 30 白内障营收增长情况 (RMB MN)	19
图表 31 白内障手术量变化 (台)	19
图表 32 屈光营收增长情况 (RMB MN)	19
图表 33 屈光手术量变化 (台)	19
图表 34 公司医疗服务业务量	20
图表 35 公司医师团队情况	20
图表 36 公司七大核心技术人员	20
图表 37 公司十大国家级科研课题	21
图表 38 公司主编、参与编纂或翻译的重要学术专著	22
图表 39 公司收入预测 (RMB MN)	23

1 深耕眼科医疗，国内领先眼科连锁集团

1.1 专注眼科医疗，业务全国扩张

华厦眼科医院集团股份有限公司自成立以来深耕眼科医疗服务，已成为全国的大型眼科专科连锁医院集团。华厦集团本部厦门大学附属厦门眼科中心成立于1997年，是国家临床重点专科（眼科）建设单位、三级甲等眼科医院，设有博士后科研工作站和院士专家工作站。公司于2004设立，以厦门眼科中心为主体为眼科疾病患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗等眼科医疗服务。随着单体医院运营的逐渐成熟，公司进入连锁化探索阶段，通过连锁运营的模式建立了全国范围内的诊疗服务网点体系，目前已在全国多个省市开设50余家专业医疗机构，建立起以厦门眼科中心为原点、向全国辐射的业务版图。

图表 1 公司发展历程

时间	事件
单体医院运营阶段（2004-2009）	
2004	公司设立，以厦门眼科中心为主体为患者提供眼病诊疗服务
2004.5	厦门眼科中心获福建省卫生厅批准为三级甲等专科医院
2006.7	厦门眼科中心与厦门大学签订合作协议，挂牌“厦门大学附属厦门眼科中心”
连锁化探索阶段（2010-2012）	
2010	厦门眼科中心在福建省内连锁化扩张，先后于福州市、泉州市开展眼科业务
2010.11	厦门眼科中心获批成立博士后科研工作站
2010.12	控股上海和平眼科医院建立上海市分院
2011	厦门眼科中心获卫生部医管司“2011 医院改革创新奖”（全国仅十家）
2012.8	厦门眼科中心被评为国家临床重点专科（眼科）建设单位
连锁化全面发展阶段（2013 至今）	
2014.11	厦门眼科中心获国家级住院医师规范化培训基地认证，服务能力升级
2016	在 2016 及 17 两年连续或国家“改善医疗服务示范医院”
2017	厦门眼科中心通过国家药物临床试验机构资格认定，在中国医学科学院发布全国眼科专科医院排名前列
2019	厦门眼科中心五缘院区正式投入使用
2022.1	厦门眼科中心已在国内开设 57 家眼科专科医院及 23 家视光中心，提供眼科全科诊疗服务

资料来源：公司招股书、公司官网、华安证券研究所

布局全国一线城市地区，实现全国连锁。截至 2022 年报，公司已在全国开设 57 家眼科专科医院、23 家视光中心，包括 52 家医保机构，覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地，初步实现了面向全国的服务网络布局，完成了从区域运营到全国连锁的跨越。除此之外，公司共拥有 95 家控股子公司、3 家参股公司、28 家分公司，业务范围覆盖广泛。

图表 2 公司业务版图 (截至 2022.10)



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

公司以眼科医疗服务为主营业务。华夏眼科主要从事眼科医疗业务、配镜业务和药店业务，其中眼科医疗服务主要服务包括白内障专科、屈光专科、眼底病专科、眼表病专科、青光眼专科、斜弱视与小儿眼专科、眼眶与眼肿瘤专科、眼外伤专科。其中随着人口老龄化程度的加深使得更多的患者需要接受白内障手术以恢复视力，人民生活水平的提升也使得更多的患者有能力选择恢复效果更为优异的多焦点人工晶体；屈光不正的主要治疗手段为屈光手术以及光学视光矫正两大手段：主流的角膜屈光矫正手术以 1) 准分子激光手术；2) 半飞秒手术；3) 全飞秒手术为主。随着群众对眼部问题的重视及筛查的推进以及家庭对婴幼儿眼部发育重视程度的提升，更多的眼部发病患者能够得到及时的诊疗。

图表 3 公司主营业务

诊疗项目	临床表现及其治疗方法
眼科诊疗业务	<p>1、临床表现包括各类白内障、无晶体眼、晶体脱落等</p> <p>2、治疗方法包括飞秒辅助的超乳术、冷超乳术、双手微切口冷超乳术、同轴微切口超声乳化术、白内障青光眼联合手术、先天性白内障手术、外伤性白内障等白内障手术以及各种类型的人工晶体植入术</p>
	<p>1、临床表现包括近视、远视、散光、老花、视力下降、视物模糊等屈光不正情形</p> <p>2、治疗方法包括全飞秒激光手术、飞秒激光、TransPRK、Epi-LASIK、ICL 等类型的屈光手术</p>
	<p>1、临床表现包括眼底先天异常，视神经疾病，眼底血管性疾病，黄斑部疾病，视网膜脱落，视网膜脉络膜炎性病变，眼底肿瘤，眼底寄生虫等</p>

斜弱视与小儿眼科专科	2、治疗方法包括 23G/25G/27G 微创玻璃体手术、黄斑界面疾病手术视网膜脱离复位术、复杂视网膜脱离及各期 PVR 手术、二期严重眼外伤的玻璃体视网膜手术治疗、糖尿病性视网膜病变的手术、眼底激光即视网膜光凝术、玻璃体切除手术等 1、临床表现包括继发性斜弱视、肌肉不平衡引起的原发性斜弱视等 2、治疗方法包括全麻斜视手术、佩戴眼镜、弱视遮盖疗法、斜视性弱视治疗等
眼表病专科	1、临床表现包括角膜和结膜的感染性炎症、干眼、过敏性角结膜炎等 2、治疗方法包括飞秒激光角膜移植、角膜内皮移植、基质角膜移植异体角膜移植、人工角膜移植、体外培养的角膜缘干细胞移植、口唇黏膜移植及眼表重建术等
青光眼专科	1、临床表现包括开角型原发性青光眼、急性闭角型青光眼、慢性闭角型青光眼、继发性青光眼、先天性青光眼、高眼压症等 2、治疗方法包括青光眼小梁切除术、先天性青光眼房角及小梁切开非穿透小梁切除术、房水引流阀和 Ex-PRESS 引流器植入术、激光周边虹膜切除术、激光小梁成形术、眼外引流手术、青光眼白内障联合手术、青光眼角膜移植联合手术等
眼眶与眼肿瘤专科	1、临床表现包括义眼、眼眶病治疗、泪道病治疗、眶肿瘤、泪囊炎等 2、治疗方法包括高分子义眼手术、肿瘤切除手术、泪道冲洗、内窥镜手术、泪道插管术、泪囊鼻腔吻合术等
眼外伤专科	1、临床表现包括因机械性、物理性、化学性等因素引起的眼结构、功能损害 2、治疗方法包括浅层损伤处理、眼挫伤处理、眼球穿通伤处理、常规晶状体及视网膜手术、常规眼外伤一期手术、常规眼外伤二期手术等
眼视光 (配镜业务)	1、为屈光不正的眼病患者提供医学验光、配镜服务。医学验光的内容包括验光的度数、眼位、调节力、双眼单视功能、辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

1.2 控股集中，业绩提升迅速

管理层团队具备丰富经验，从业医疗运营领域多年。公司深耕眼科诊疗业务近 20 年，积累了丰富的医院建设、运营、管理经验。管理团队也均在医疗领域的运营管理经验平均近 20 年，公司董事长苏庆灿从业至今，不仅擅长于管理连锁眼科集团，同时组织制定了集团内一系列医疗质量控制制度、诊疗规范和监督实施体系，为医院的管理建立了标准化的运营和管控模式。除了经验丰富的管理团队，公司也具备临床经验丰富的医师团队，截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有医务人员 3,278 人，其中医师 897 人，能够向患者提供优质的诊疗服务，并在管理层高效的管理下，推动公司医疗事业的进一步发展和扩张。

图表 4 公司管理团队情况

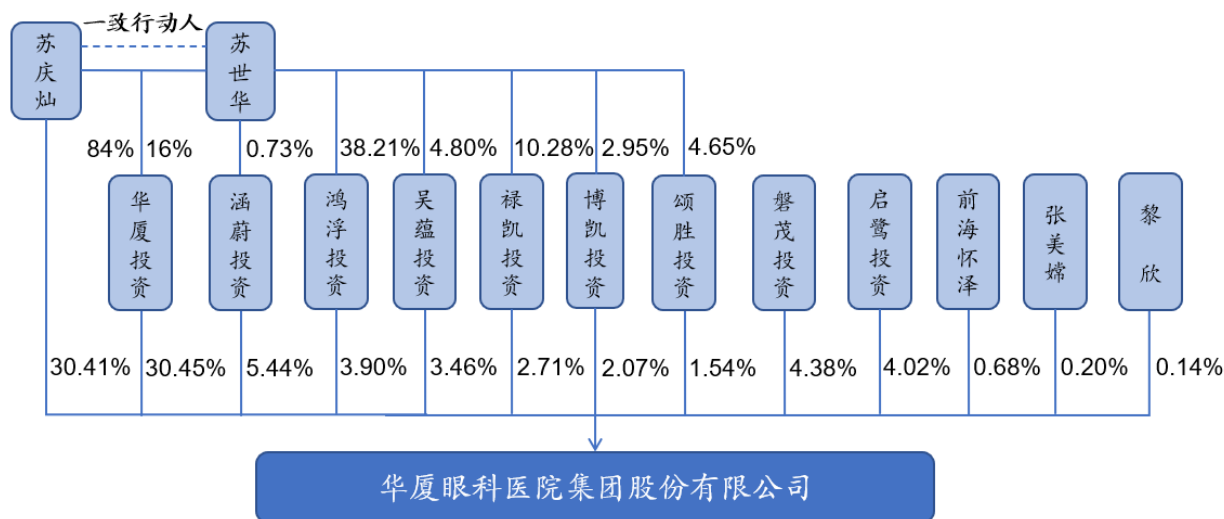
姓名	职务	履历
苏庆灿	董事长、总经理	硕士学历。曾任第十四、十五届厦门市人大代表、第十一届福建省政协委员、香港福建社团联合会永久名誉主席、中国民营医院发展联盟副主席等职务。被授予“闽商建设海西突出贡献奖”、“2016 医疗行业品牌领军人物”、“厦门市第十批拔尖人才”等荣誉称号。
陈凤国	董事	硕士学历。工程师、会计师，曾任福建化纤化工厂科长，翔鹭集团股份有限公司 IT 总监、会计主管，欧华进出口副总经理。

张广斌	董事	博士学位，主任医师。1991至2005年6月历任三明市第一医院住院医师、主治医师、副主任医师；2005年6月至今历任厦门眼科中心主任医师、科主任，现任厦门眼科中心业务副院长、白内障学科带头人；2022年12月起担任公司董事。
李晓峰	副总经理	博士学位。主任医师，副教授，博士生导师。曾任厦门眼科中心麻醉手术主任、副院长；现任厦门眼科中心执行院长。
张斌斌	副总经理	本科学历。主治医师。1986至1996年，任湖北荆州中心医院眼科医师；1997至2006年任上海海拓医疗器械有限公司总经理；2007至2016年任上海海拓医疗器械有限公司法人，2017年至今，任公司副总裁。
张志勇	副总经理	硕士学历。2011至2017年10月先后任上海新视界眼科医院集团旗下医院总经理及集团董事长助理、运营部总监、常务副总经理；2017至2018年12月，任上海新瞳医院管理有限公司副总经理；2019年至今，任公司副总裁。
陈鹭燕	财务总监	本科学历。高级会计师。曾历任厦门华侨电子股份有限公司、夏新电子股份有限公司会计。
曹乃恩	董事会秘书	博士学位。经济师。曾历任泉州丰泽新视力眼科医院有限公司、深圳华夏眼科医院有限公司、深圳市厦科投资有限公司总经理。2016至2018年7月，任公司证券事务部总经理、证券事务代表；2018年7月至今，任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

持股集中，董事长为公司实际控制人。截至2022年11月，苏庆灿先生直接持有公司30.41%股份，与其一致行动人苏世华共持有公司60.86%的股份，并作为公司实际控制人。管理层持股比例高，其他持有公司5%以上股份的股东分别为华夏投资及涵蔚投资，其中涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资、颂胜投资均为华夏眼科的员工持股平台，合计持有公司19.12%的股权，为公司发展持续注入活力。

图表 5 股权控制较为集中，架构稳定（截至 2022.11）

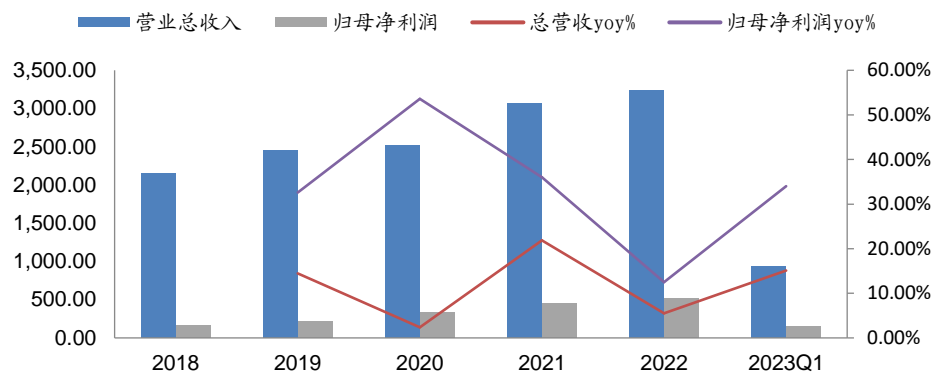


资料来源：wind、华安证券研究所

业绩增长迅速，盈利能力向好。公司2018-2021年营业总收入逐年增加，分别为21.46亿/24.56亿/25.14亿/30.64亿元，2018-2021 CAGR 12.61%，2021营收

同比增长高达 21.86%，在疫情背景下仍能保持稳定的增长，系全国连锁进程的稳步推进，为公司业务扩大奠定了坚实的基础；归母净利润 2018-2021 年达到 1.64 亿/2.18 亿/3.34 亿/4.55 亿元，同比增长 32.59%/53.59%/36.01%，2018-2021 CAGR 40.44%，净利润增速远超过收入增速，其盈利能力优势明显，未来将呈现良好的增长态势。2022 年公司实现营收 32.33 亿元 (+5.51%)，实现归母净利润 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%)。考虑到 2022 年疫情的反复、政策的不确定以及医疗服务需求的抑制，公司业绩可圈可点。进入 2023 年，1 月全国各地依旧受新冠感染的影响，2&3 月眼科需求恢复良好，公司 23Q1 业绩亮眼，全年维度看高增长可期。

图表 6 公司营收及净利润持续增长 (RMB mn)

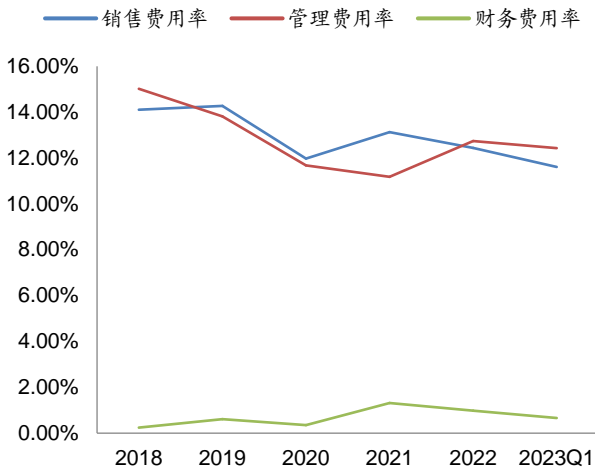


资料来源：公司招股书、华安证券研究所

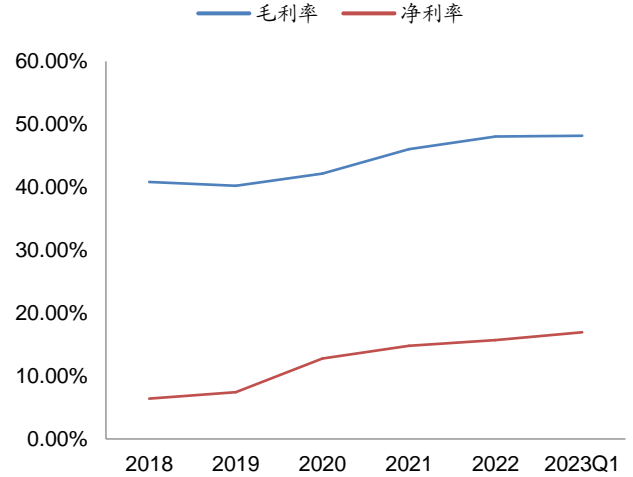
有效控制成本，利润率持续提升。公司扩张期间业务规模扩大，成本支出逐年增长，但费用率控制效果良好。销售费率和财务费率都呈现逐年下降的趋势，受疫情影响，公司缩减营销开支，同时加强行政支出成本的管控，截至 2022 年，销售费率从 2018 年的 14.11% 下降至 12.44%，管理费用从 15.02% 下降至 12.74%；财务费率维持在 1% 左右的低位。净利率方面，由于屈光手术、配镜业务等高毛利率项目占比逐年增加，收入占比提升，拉动了整体盈利水平，毛利率和净利率大幅提升，2023Q1 毛利率和净利率分别达到 48.17% 和 16.95%，较 2018 年的 40.83% 与 6.41% 而言有明显提高。

图表 7 公司三费率变化

图表 8 公司毛净利率变化



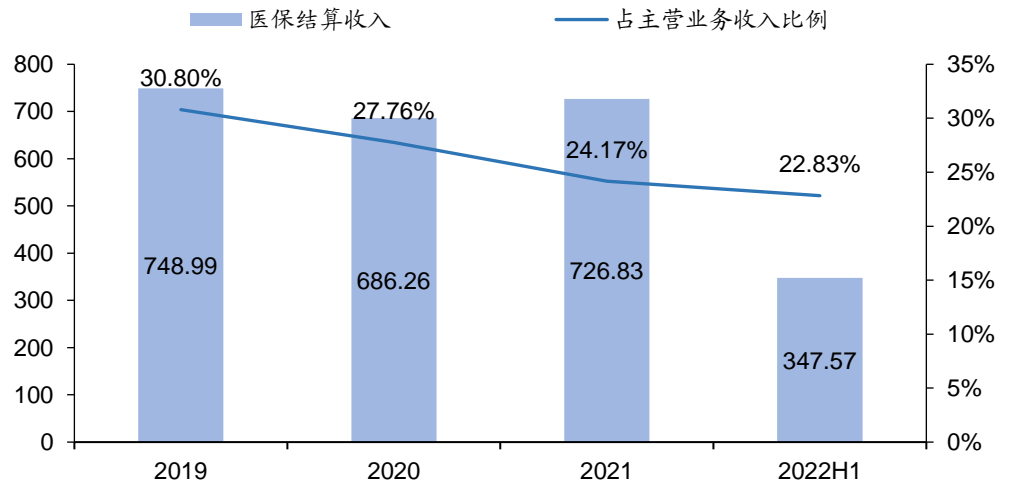
资料来源: wind、华安证券研究所



资料来源: wind、华安证券研究所

扩大非医保项目业务规模，稳定公司盈利能力。随着国家加快推进医保支付方式改革，动态调整医疗服务价格以控制总量，公司持续拓展其他非医保项目收入，2019~2022H1 公司通过医保结算的收入分别为 748.99/686.26/726.83/347.57 百万元，占主营业务收入的比重分别为 30.80%/27.76%/24.17%/22.83%，逐年递减，非医保项目的收入扩大取而代之，保证了公司未来收入的稳定性和增长的可持续性。

图表 9 公司医保结算收入

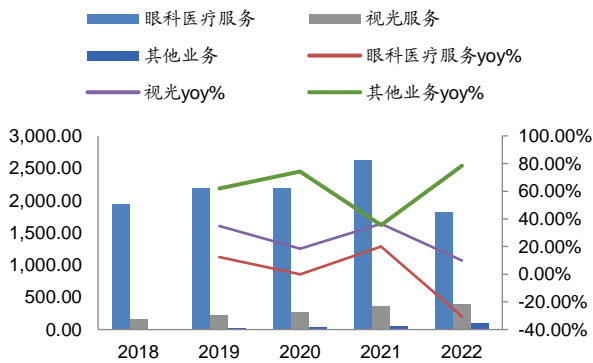


资料来源: 公司招股书、华安证券研究所

眼科医疗收入占高比例，屈光业务量明显提升。公司自成立以来始终以眼科医疗业务作为主营业务，2022 年眼科医疗服务实现收入 18.24 亿元。拆分眼科医疗服务，公司各项亚专科蓬勃发展，2022 年，公司屈光实现营收 10.73 亿元 (+12.07%)，占比 33.19% (+1.94pct)，毛利率 54.87% (+2.32pct)；视光实现营收 3.97 亿元 (+9.91%)，占比 12.27% (+0.49pct)，毛利率 55.60% (-0.82pct)；白内障实现营收 7.51 亿元 (-0.69%)，占比 23.23% (-1.45pct)，毛利率 38.01% (+1.90pct)；综合眼病实现营收 9.09 亿元 (-2.43%)，占比 28.12% (-2.29pct)，毛利率 45.37%

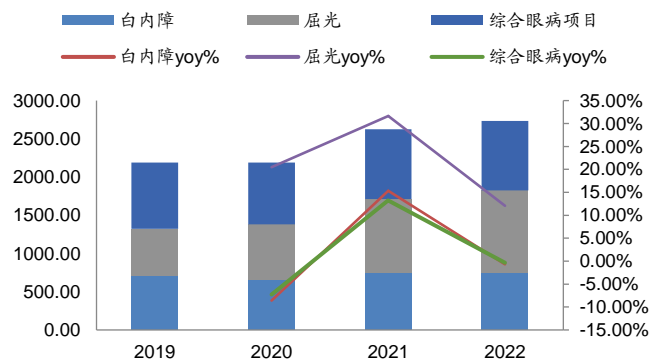
(+3.54pct)。

图表 10 公司收入结构



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

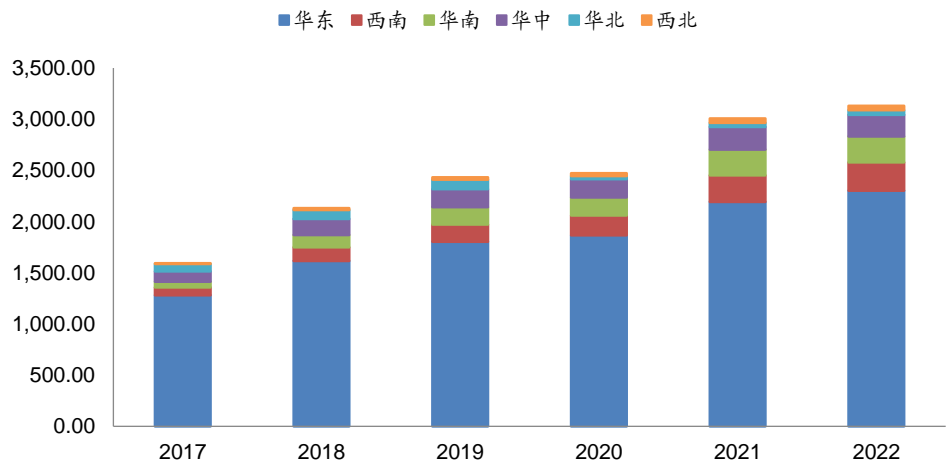
图表 11 眼科医疗服务业务收入结构



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

业务深耕华东，华南地区发展势头向好。从地区来看，公司主要的业务核心地区在华东地区，公司在福建、浙江、江苏、上海等地新设或收购医院，也包含福州眼科、上海和平等贡献较大的子公司，2019-2021 年均贡献了超过七成的业务收入，截止 2022H1 占比 70.88%。2022 年公司华东地区实现收入 23.66 亿元(+5.35%)，占比 73.19%(-0.11pct)；西南地区收入 2.78 亿元(+6.38%)，占比 8.61%(+0.07pct)；华南地区收入 2.76 亿元(+9.48%)，占比 8.53%(+0.32pct)；华中地区收入 2.19 亿元(-1.66%)，占比 6.76%(-0.49pct)；西北地区收入 0.49 亿元(+15.84%)，占比 1.52%(+0.14pct)；华北地区收入 0.45 亿元(+12.88%)，占比 1.41%(+0.1pct)。由于业务覆盖范围在一些一线城市尚属空白，渗透率不高，公司的市场占有率还具有较大的提升空间，未来将持续布局全国业务网络，巩固公司的市场地位。

图表 12 公司收入结构分地区 (rmb mn)



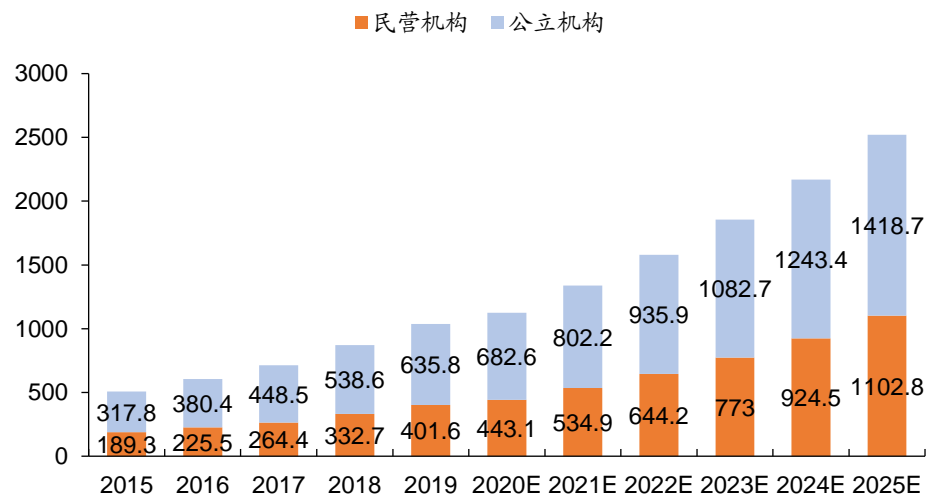
资料来源：wind、华安证券研究所

2 行业驱动、需求爆发，公司业务发展迎春风

2.1 老龄化程度加深，市场需求快速拉升

根据国家卫生健康委发布的“十四五”全国眼健康规划，我国眼科医疗需求依然庞大，且仍在持续增加。同时，中国眼科医疗服务市场规模也在逐渐增加。其中，民营眼科医疗市场从2015年189.3亿元，到2019年达到401.6亿元，年复合增长率达20.7%，而数量从397家提升到了890家，期间年复合增速94.2%。而到2025年，市场规模有望增至1102.8亿元，2020年至2025期间年复合率有望达到20.0%。同时相比发达国家，2015年日本每百万人对应眼科医生114.1人，美国每百万人对应眼科医生54.7人，英国每百万人对应眼科医生46.4人，在中国每百万人对应眼科医生数量为26.4人。目前眼科专科医院医生较为稀缺，难以满足持续增长的患者需求，市场也有较大的发展空间。

图表 13 中国眼科医疗服务市场规模 (人民币亿元)

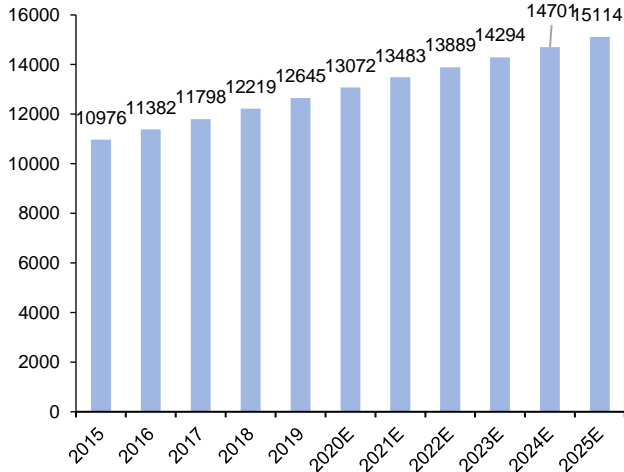


资料来源：公司招股说明书、《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询，华安证券研究所

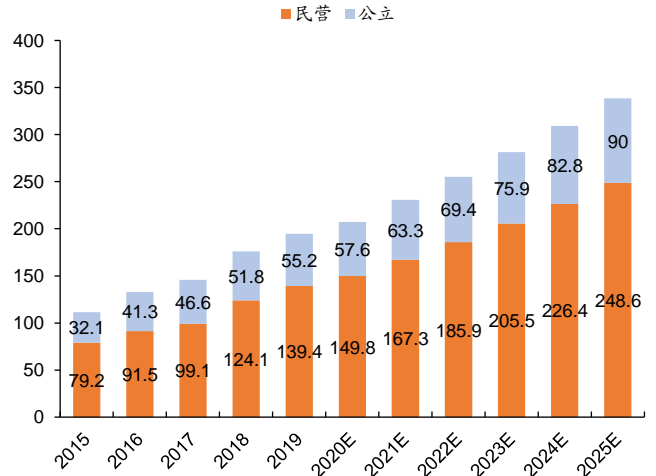
随着人口老龄化程度加深，中国白内障患者数量也呈显著上升态势。2015年白内障数量为1.1亿人，到2019年已增至1.26亿人，据国家卫健委预测，2025年预计有白内障患者1.51亿人。2015~2019年间年复合增长率为3.6%，2020~2025预计在2.9%。2011年，美国每百万人白内障手术例数(CSR)为11000例，2012年法国约为11080例，荷兰约为11000例，日为约为8091例，澳大利亚约为8000例。中国在2017年CSR突破2000例，提前实现了“十三五”提出的目标，但在白内障治疗上仍然有较大需求。

图表 14 中国白内障患者人数 (万人)

图表 15 中国白内障市场规模 (亿元人民币)



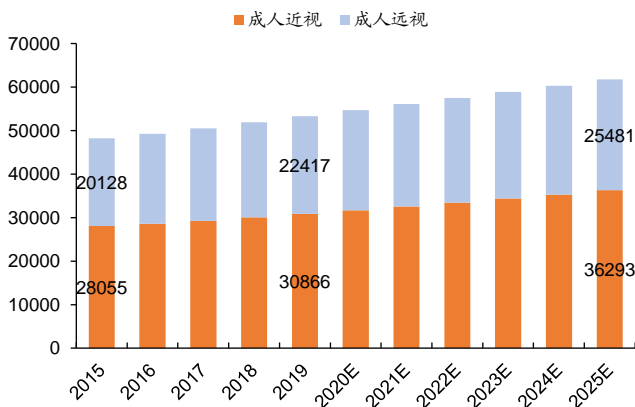
资料来源：公司招股书、《The National and Situational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》，灼识咨询，华安证券研究所



资料来源：公司招股书、《中国卫生健康统计年鉴》、公开资料、灼识咨询，华安证券研究所

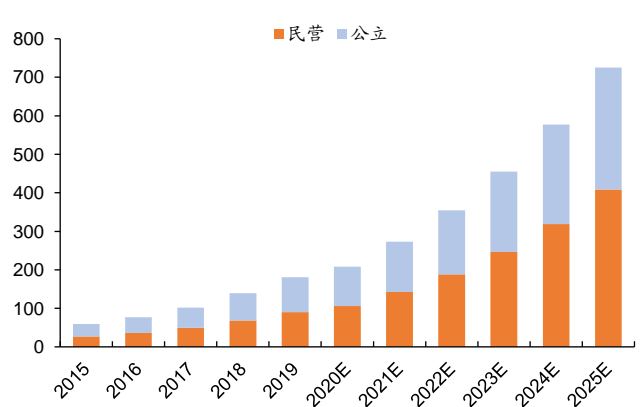
另一方面，根据国家卫健委检测报告，我国屈光不正患者人数也在持续增加。近视眼和远视眼作为常见的两种屈光不正，2019年，中国近视患者人数达5.3亿人，其中20岁以上的成人近视患者高达3.1亿人，整体近视率约为34.2%，而全球平均近视眼发病率为12.5%。根据卫健委预计，2025年中国屈光不正预计有6.2亿人。中国屈光手术规模也由此迅速提升，2015年中国屈光手术市场仅为59亿，至2019年已达到180.7亿元，年复合增长率达到32.3%；据卫健委预测，中国屈光市场规模有望在2025年突破725亿。

图表 16 中国成人屈光人数 (万人)



资料来源：招股说明书，《教育部关于2010年全国学生体质与健康调研结果公告》、卫健委2018年儿童青少年近视调查、灼识咨询，华安证券研究所

图表 17 中国屈光市场规模 (亿元人民币)



资料来源：招股说明书，《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询，华安证券研究所

医学视光方面，公司目前以常见的框架眼镜、角膜接触镜和角膜塑形镜为主。基于庞大的屈光不正基数，中国医学视光市场近年来发展迅速，2015年医学视光市

场为 90 亿元,2019 年医学视光市场整体达到 228.1 亿元,年复合增长率达到 26.2%;据卫健委预测,2025 年医学视光市场有望突破 500 亿,复合增长率达 14.6%。

图表 18 中国视光市场规模 (亿元人民币)



资料来源: 招股说明书、《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询, 华安证券研究所

2.2 政策近年连续出台, 持续利好眼科发展

近年国家高度重视眼科健康, 相继出台相关政策, 持续利好眼科发展。从青少年多发的屈光不正, 到老年人多发的白内障等眼科疾病, 眼科医疗需求持续提升。在现在疫情放开的情况下, 一些疫情期间选择择期手术的存量有可能得到进一步的释放。

图表 19 眼科发展相关政策梳理

日期	发文机构	政策名称	主要内容
2016 10.28	国家卫计委	“十三五”全国眼健康规划 (2016—2020)	提出将人人享有基本眼科医疗服务、逐步消除可避免盲和视觉损伤、提高人民群众眼健康水平作为开展眼病防治工作的出发点和落脚点, 将眼病防治工作纳入医疗卫生服务体系中统筹规划, 采取力度更大、针对性更强、作用更直接的政策举措, 提高眼科医疗服务的覆盖面、可及性、公平性和有效性
2018 05.17	国家卫健委	关于印发医疗消毒供应中心等三类医疗机构基本标准和管理规范通知	各级卫生健康行政部门应当加强对独立设置医疗机构的规划引导, 鼓励医疗消毒供应中心、健康体检中心、眼科医院连锁化、集团化经营, 建立规范、标准的服务与管理模式。眼科医院应当与区域内的其他综合性医院建立协作关系, 畅通转诊渠道, 加强技术协作, 不断提升医疗服务水平
2018 06.01	国家卫健委	近视防治指南、斜视诊治指南和弱视诊治指南	为眼科相关专业提供了应用指南, 体现了国家对人民群众眼健康问题更高层次的重视
2018 08.30	教育部、国家卫健委等	综合防控儿童青少年近视实施方案	明确对学生要定期开展视力监测, 要加强学生的视力健康管理; 出现视力变化的学生应尽早到眼科医疗机构检查和治疗; 鼓励高校培养更多眼视光专业人才
2019 06.10	国家卫健委、发改委等	关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知	规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院等医疗机构和连锁化
2019 07.09	国务院	健康中国行动(2019—2030年)	全面普及学校眼保健操, 注意用眼卫生, 健康用眼及有关眼病的预防

2019
02.19

发改委、卫
健委、民政
部等

关于促进社会办医持续
健康规范发展的意见

制定了多项促进社会办医持续健康规范发展的政策措施，明确提出支持社会力量在眼科等专科领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

在政策持续的引导下，近年来民营眼科医院数量有持续增长的态势，这也侧面体现了眼科市场远远没有饱和。2015年民营眼科医院397家，截至2019年已增长至890家，年复合率达22.4%。

3 布局消费眼科，立足福建并辐射全国

3.1 加速全国扩张，持续布局空白城市

以厦门眼科中心为核心，向外辐射性进行连锁发展。华夏眼科依托收入、床位数、医务人员数量及诊疗人次均属公司规模最大的厦门眼科中心，快速奠定了公司业务的基本盘，在省内建立起一定的品牌知名度后，辐射发展华东地区，2010年在上海通过控股上海和平眼科医院的方式在建立了医疗服务机构，开启连锁化发展的探索，同时在浙江、江苏等市新设或收购新的医院，通过连锁运营的模式向华中、华南、西南、华北等全国地区延伸拓展诊疗服务网点，共覆盖17个省份和46个城市。

图表 20 公司服务诊疗体系 (截至 2022.10)

地区	医院	个数
华东地区	上海和平、宁波眼科、温州明乐、徐州复兴、镇江康复、合肥名人、常州谱瑞、淮南华夏、杭州华夏、丽水华夏、抚州光明、台州耀明、新沂复兴、无锡华夏、沛县复兴、赣州华夏、烟台康爱、青岛华夏、临沂华夏、菏泽华夏、济南华夏、聊城华夏、黄山名人	23
华北地区	衡水华夏	1
福建地区	厦门眼科中心、福州眼科、泉州华夏、南平华夏、龙岩华夏、莆田华夏、三明华夏、漳州华夏、宁德华夏、光泽华夏、漳浦华夏	11
华南地区	深圳华夏、佛山华夏、东莞华夏、三水华夏、贵港爱眼	5
华中地区	宜昌华夏、荆州华夏、许昌华夏、洪湖华夏、郑州华夏、郑州视光、宜昌门诊	7
西南地区	成都华夏、重庆华夏、三台华夏、江油华夏、绵阳华夏、贵阳阳明、毕节阳明	7
西北地区	兰州华夏、西安华夏	2

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2021年公司共有45家子公司盈利。公司共控股77家子公司，并主要从事眼科专科医疗服务、配镜销售业务、医疗器械经营业务。截至2021年末，公司尚有18家医院为亏损状态。

图表 21 公司部分子公司盈利情况 (RMB mn)

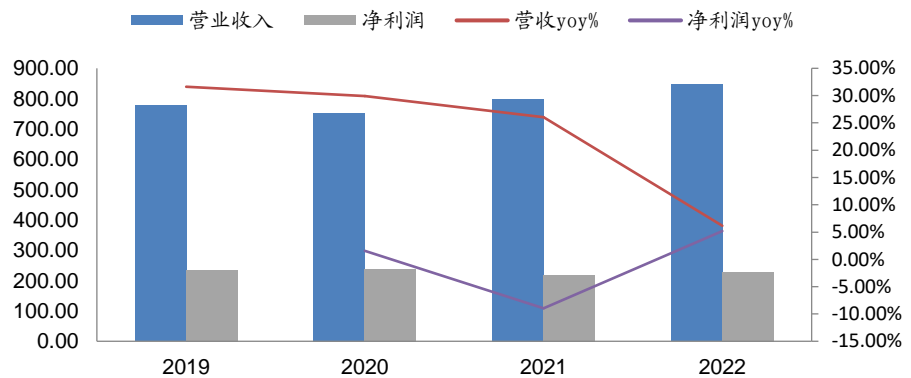
子公司	2022H1			2021		
	总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润
厦门眼科中心	1407.80	1,121.11	104.02	1,383.97	1,017.09	217.65

福州眼科	186.79	143.29	6.86	130.69	86.43	14.16
上海和平	81.09	46.00	-4.56	93.23	50.56	7.06
泉州华夏	32.29	4.33	2.90	31.27	1.42	9.08
南平华夏	17.31	5.42	1.81	16.58	3.61	2.35
烟台康爱	39.36	26.41	4.06	34.93	22.35	5.31
青岛华夏	40.56	26.77	2.32	38.42	24.44	3.96
徐州复兴	88.42	32.08	4.25	49.30	27.83	9.28
镇江康复	83.20	12.61	4.52	71.07	8.08	7.47
宜昌华夏	29.04	1.11	2.04	27.08	-0.92	3.09
毕节阳明	31.79	22.12	4.36	30.88	17.76	7.22
深圳华夏	120.59	77.17	19.00	110.81	58.16	39.14
常州谱瑞	25.77	11.85	-0.47	25.68	12.32	0.58
重庆华夏	104.82	80.91	10.53	94.78	70.38	20.94
杭州华夏	197.73	77.93	2.60	196.21	75.33	29.92
西安华夏	213.55	95.06	42.01	155.73	53.05	63.06
贵港爱眼	25.73	2.70	1.10	19.50	1.60	0.54
华夏视光	55.12	25.69	-0.41	44.89	26.11	-0.75
郑州视光	96.55	60.39	12.51	79.02	47.88	24.62
山东华视	20.43	5.15	-0.13	15.44	5.28	-1.26
捷颂医疗	79.54	50.26	3.27	76.30	47.00	17.39

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

厦门眼科中心为公司利润的重要来源。厦门眼科中心作为科研及诊疗等综合实力较强的医疗机构，依靠多年的自主发展，在眼科诊疗领域内经过较长时间的积累，建立了行业领先的眼科临床诊疗实力基础。由于公司部分医院尚处于市场培育期，面临医生、护士等人员的人工成本，过去三年的特殊时期影响了医院营收与利润的增长，仍未能实现一定规模的营业收入，使得厦门眼科中心在公司利润结构中的占比有所提升。厦门眼科中心的营收从 2019 年的 7.77 亿元增至 2022 年的 8.47 亿元，2022 年实现净利润 2.29 亿元（+5.05%）。预期随着疫情后公司旗下各医院营收和利润进一步释放，各医院在公司营收和利润结构中所占比重将逐步优化。

图表 22 厦门眼科中心营收及净利润增长情况 (RMB mn)

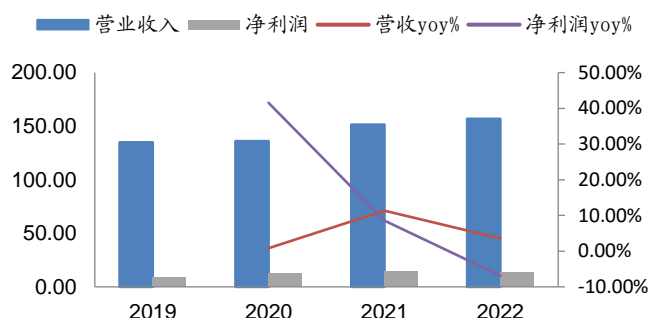
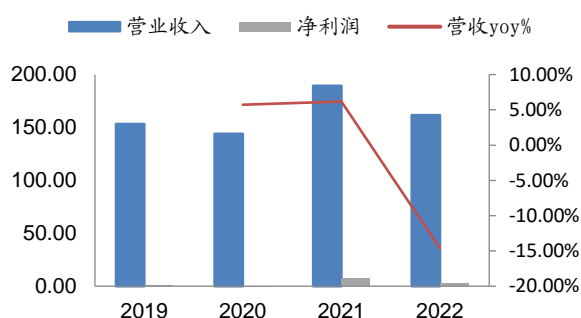


资料来源：公司招股书、华安证券研究所

重要子公司业务增长平稳，上海和平业务结构发生变化。上海和平及福州眼科作为华厦眼科成立时间较长的子公司在当地具有一定的竞争优势，报告期内整体业务发展呈平稳增长趋势，其中福州眼科的收入呈上涨趋势，净利润相应增长，净利率也从2019年6.83%增长至2021年9.35%，收入比重维持在5%左右。上海和平收入和净利润略有下降，主要系业务结构变化导致的毛利率下降所致，但收入占比保持稳定，2021年上海和平业绩占总营收6.18%。

图表 23 上海和平营收及净利润增长情况 (RMB mn)

图表 24 福州眼科营收及净利润增长情况 (RMB mn)



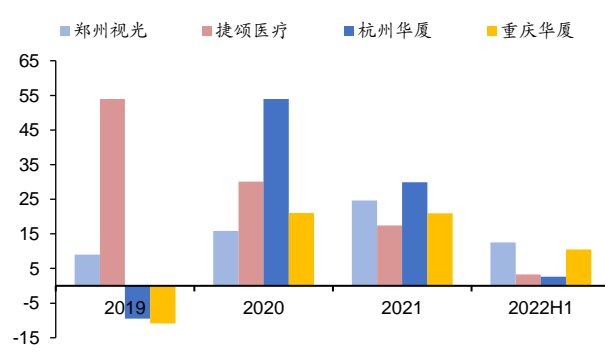
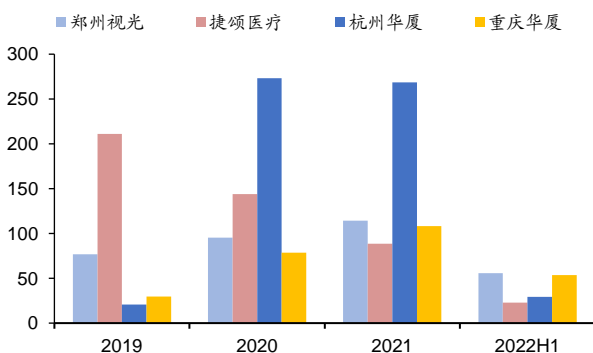
资料来源：公司招股书、公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司招股书、公司年报，华安证券研究所

屈光项目业绩贡献增长显著，精细化管理促进高效采购。郑州视光以屈光项目为主，在公司持续大力发展屈光项目的战略推动下，报告期内其收入及净利润均呈现快速增长趋势。捷颂医疗为公司的集中采购中心，主要销售方式为向合并范围内其他子公司销售医疗设备及耗材。随着公司合并范围内医院数量的增加及业务规模的扩大，以及公司下属医院逐步由集中于华东、华南等地区转向全国布局，在区域管理的理念下为进一步增强对全国各主要区域所辖医院的精细化采购管理，公司自2020年开始陆续在重庆、杭州、西安、深圳、荆州设立了区域采购管理中心，进一步提升采购管理效率和对临床诊疗的保障力度，促进各医院业务快速增长。

图表 25 部分子公司营收增长情况 (RMB mn)

图表 26 部分子公司净利润增长情况 (RMB mn)



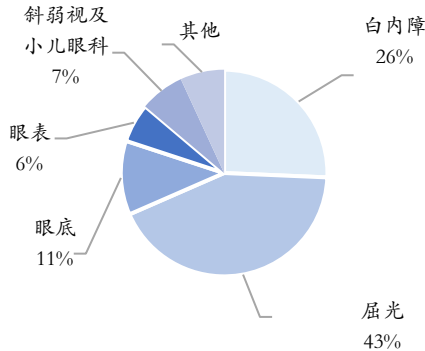
资料来源：公司招股书、华安证券研究所

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

3.2 非医保消费眼科空间大，或成未来收入增长点

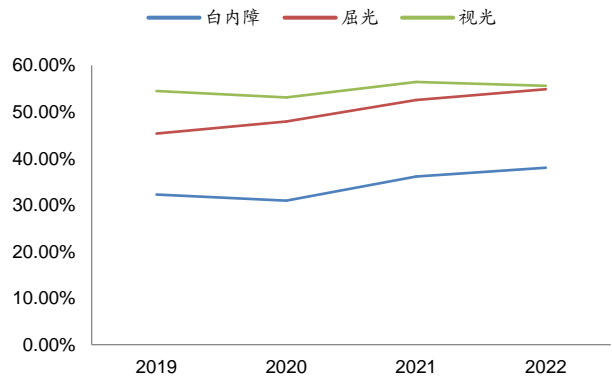
持续提供差异化服务，丰富公司业务结构。公司的主营业务为眼科诊疗，而按诊疗项目分类，公司的眼科医疗业务主要包括白内障、屈光、眼底、眼表、斜弱视及小儿眼科及其他项目。白内障、屈光及眼底诊疗项目是眼科医疗业务中的优势重点项目，在各期收入占比均位列前三，合计占比超过 80%，是主营业务的主要利润来源，贡献突出，其中屈光项目营业收入自 2020 年首次超过白内障，成为第一大收入来源，其毛利率高于其余眼科医疗项目。

图表 27 2022H1 公司主营业务构成



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

图表 28 眼科医疗项目毛利率变化



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

白内障平均手术单价持续提升，屈光项目手术单价保持稳定。为顺应医疗及消费升级的趋势，积极提高眼科医疗服务的质量及附加值，公司逐渐提高个性化高端服务的占比。公司白内障项目平均每眼手术价格在 2019/2020/2021/2022H1 分别为 6117.07 元/眼、6294.45 元/眼、7110.02 元/眼及 6949.42 元/眼，整体呈上升趋势，主要系公司提供的白内障项目中更多地使用高端个性化服务包括三焦点人工晶体、多焦点人工晶体等晶体的手术，中高端白内障手术晶体占比超过七成。除此以外，其他涉及医保支付的诊疗服务项目的平均手术单价增长有限或有所下降，其中屈光项目不受医保控费的影响，中高端手术单价在 2021 年为 9790.3 元/眼，比普通手术单价高出 34.76%，平均手术单价基本保持稳定。

图表 29 眼科医疗项目单价变化 (单位：元)

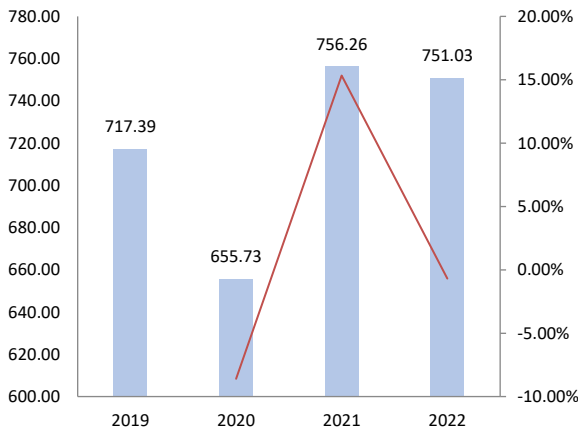
项目	2019	2020	2021	2022H1
白内障	6117.07	6294.45	7110.02	6949.42
屈光	8680.70	8675.66	8922.45	8824.69
眼底	11297.03	10426.87	9868.57	9574.60
眼表	2726.52	2137.23	1780.15	1767.24
斜弱视及小儿眼科	8245.11	8322.87	8486.54	8199.31
其他	9610.44	10573.10	10419.75	10647.82

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

白内障业务收入放缓，呈现中高端化趋势。白内障在 2019 年之前是公司第一大诊疗项目。2018/2019/2020/2021/2022H1 白内障项目收入额分别为 7.13 亿/7.17 亿/6.56 亿/7.56 亿/3.43 亿元，同比增长分别 37.69%/0.56%/-8.60%/15.33%，2018

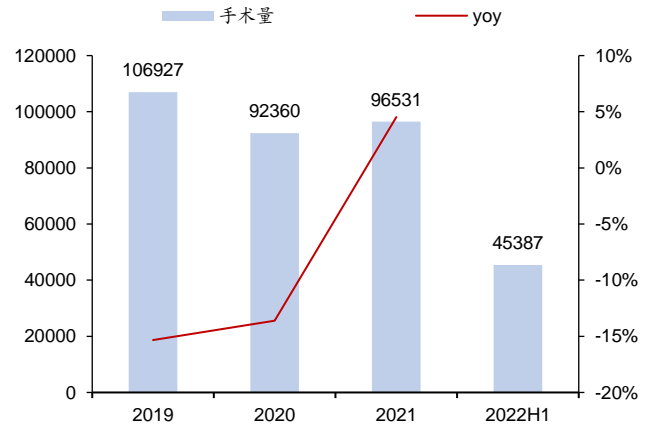
年度白内障业务收入增速较快系公司因新建/收购医院及业务增长等原因带来的业务规模扩大所致。2019年及之后，在医保控费的背景下，公司白内障项目的拓展受到一定影响，公司逐步提高个性化中高端服务占比，在手术量下降的情况下，提升单价，虽然增长放缓，但仍保持了一定的收入水平。

图表 30 白内障营收增长情况 (RMB mn)



资料来源: wind、华安证券研究所

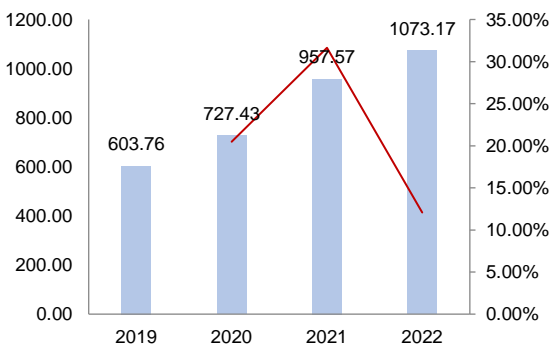
图表 31 白内障手术量变化 (台)



资料来源: 公司招股书、华安证券研究所

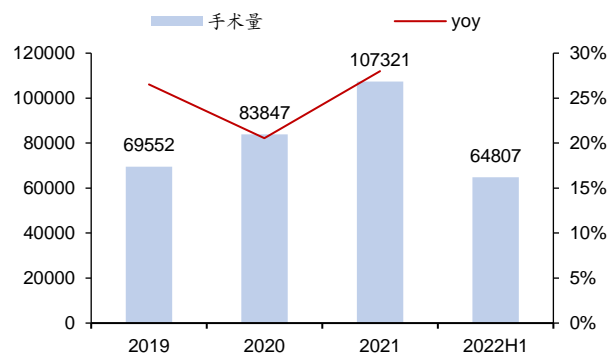
屈光等消费类业务发展空间大，有望持续助推业绩增长。 屈光项目高速成长，营收额在 2019/2020/2021/2022H1 分别为 6.04 亿/7.27 亿/9.58 亿/5.72 亿，同比增长分别 31.13%/20.48%/31.64%，2017-2021 CAGR 为 33.7%，复合增速最高，收入占比也呈现逐年上升趋势。公司不断增加在屈光项目技术、人员及设备资源的投入，全飞秒、ICL 等屈光手术占比逐渐提升，尤其是中高端手术量，2021 年屈光中高端手术量达 70439，是普通手术量 36882 的两倍左右，在消费升级背景下，该类业务有望为公司创造更多收入，成为公司增长的重要动力。

图表 32 屈光营收增长情况 (RMB mn)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 33 屈光手术量变化 (台)



资料来源: wind、华安证券研究所

3.3 汇聚专家人才，全面业务发展驱动实力提升

业务全方面发展，致力于为消费者提供更优质的诊疗体验。公司已建立覆盖白内障、眼底、屈光、斜弱视与小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶与眼肿瘤、眼外伤在内

的八大眼科亚专科，并设有医学验光配镜部，能够开展覆盖各类眼科病种的眼科全科临床诊疗服务。

图表 34 公司医疗服务业务量

	2019	2020	2021	2022H1
门诊量 (人次)	1582290	1385880	1671383	763096
出院人次 (人次)	168839	142348	145930	67913
手术量 (眼)	259760	256017	292755	151971

资料来源：公司招股书、华安证券研究所；其中门诊量&出院人次单位为万人，手术量单位为眼

引进高级职称人才，丰富医师资源。 不仅建立了具备丰富经验的管理团队，公司还注重旗下各医院眼科专家团队建设，截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有医务人员 3,278 人，其中医师 897 人；2018-2022 年间各职称医师占比稳定，医师队伍成熟，丰富的临床经验和先进的技术水平领先，引领团队为患者提供更科学、安全、专业、高效的眼科诊疗方案。

图表 35 公司医师团队情况

医师职称	2018		2019		2021		2022H1	
	数量	占当期医师比例	数量	占当期医师比例	数量	占当期医师比例	数量	占当期医师比例
主任医师	123	13.87%	106	12.28%	117	13.13%	117	13.04%
副主任医师	172	19.39%	166	19.24%	183	20.54%	181	20.18%
主治医师	200	22.55%	198	22.94%	196	22.00%	195	21.74%
住院医师	260	29.31%	276	31.98%	266	29.85%	264	29.43%
其他医师	132	14.88%	117	13.56%	129	14.48%	140	15.61%
总计	887	100%	863	100%	891	100%	897	100%

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

七大核心技术人员，引领九大科室建设发展。 公司拥有完备的眼科团队，其中共有 7 名核心技术人员，分别为黎晓新、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、陈晓明和刘苏冰，均拥有丰富的临床经验和强劲的实力，其科研成果更是为科室的发展作出了巨大贡献，对眼科诊疗深度的研究在业界与学界都产生了深刻的影响。除此之外，公司眼科诊疗业务的九大科室还各设置了一名各自领域的国际知名专家，平均从业年限大于 35 年，为科室发展保驾护航，他们分别是刘旭阳、王利华、王骞、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、蔡锦红及王玉宏。

图表 36 公司七大核心技术人员

人员	职务	职称	科研成果
黎晓新	厦门眼科中心总院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	致力于视网膜玻璃体手术和眼底疾病的研究与医治，先后承担了国家“十五”、“十一五”、“十三五”、国家自然科学基金、“863”、WHO 等多项课题，是国家 973 计划老年黄斑病首席科学家，发表中英文论文 351 篇，在国内国际各大眼科研究组织担任要职，获多个国际国内重要奖项

郭海科	公司业务副院长、厦门眼科中心业务院长、上海和平院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	承担或完成国家级或省、市(厅)科研课题 20 余项，在国内外核心期刊发表论文 60 余篇，其中 SCI 收录 10 余篇，并且是国内最早开展白内障超声乳化手术、准分子激光手术、有晶体眼人工晶体植入和屈光性人工晶体手术的专家之一，是国内人工晶状体眼视光学研究的发起人
张广斌	厦门眼科中心业务副院长、白内障学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	从事眼科临床、教学及科研工作 27 年，擅长复杂白内障，青光眼及高度近视等眼部疾病的诊治，多次受邀在国内，国际学术交流大会发表演讲及进行白内障手术现场直播
吴护平	厦门眼科中心业务副院长、眼表与角膜病学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	在眼表与角膜手术创新及相关基础研究方面具有丰富经验，在国内外杂志上发表论文 50 余篇，主持国家自然科学基金、福建省及厦门市各类科技计划项目 10 项，厦门市重大科技创新平台项目 1 项，总经费近 700 万，先后 8 次获得省市科技进步奖
潘美华	厦门眼科中心业务副院长、斜弱视与小儿眼科学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	为厦门眼科中心斜弱视小儿眼科学科带头人，长期从事斜弱视、小儿眼科领域的临床及应用研究工作，率先在省内开展了斜视显微手术，目前已完成斜视显微手术 20000 余例
陈晓明	成都华夏院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	在湖南医科大学、四川大学华西医院眼科从事临床、科研、教学工作近 40 年，主攻青光眼，主持并负责国家自然科学基金课题、教育部博士点基金课题等多项国家级科研课题，发表学术论文 160 篇，其中 SCI 收录 23 篇，主编参编著作 22 部
刘苏冰	郑州视光院长	教授/硕士/研究生导师/主任医师	专注于激光矫正屈光不正领域，视光眼科屈光(近视)手术专家，从业三十余年，先后获得河南省科技进步二等奖 4 项，武警部队科技进步二等奖 3 项，武警部队科技进步三等奖以及其他奖项 11 项

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

主导多项科研项目，科研成绩丰硕，驱动实力提升。公司积极与国内重点大学进行战略合作，共同进行人才培养、学术建设和临床研究，旗下厦门眼科中心是国家临床重点专科(眼科)建设单位、国家药物临床试验机构，并设立了国家博士后科研工作站、院士专家工作站等，具有雄厚的科研实力，同时与学校合作，为公司的学科建设，提供科研及学术资源，促进公司学术实力提升。在科研成果上，公司自成立以来申请并开展国家级或省市级科研课题近 200 项，包括“973”计划、“863”计划、国家重大研究计划、国家自然科学基金等，并获得专利授权 72 项以及软件著作权 149 项。2022 年，公司新增专利授权 13 项、软件著作权 12 项；公司及下属分子公司、眼科专家学者获批医学科科研项目共 42 项。

图表 37 公司十大国家级科研课题

项目名称	项目类型	立项时间	主要研发人员
厦门眼科 5G 远程诊疗智慧医疗平台	工业和信息化部办公厅、国家卫生健康委员会办公厅 5G+医疗健康应用试点项目	2021.9	黎晓新
"卷曲螺旋蛋白-8 (CCDC8) 对角膜上皮干细胞的调控作用及其机制的研究"	国家自然科学基金青年科学基金项目	2021.8	欧尚坤
"卷曲螺旋蛋白-8 (CCDC8) 对角膜上皮干细胞的调控作用及其机制的研究"	中国博士后科学基金面上项目	2021.6	欧尚坤
人工智能：眼疾病筛查的未来？	国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目	2021.1	黎晓新
正常眼压性青光眼的发病机理研究	国家自然科学基金面上项目	2020.9	刘旭阳
基于深度学习的眼底图像对黄斑变性的诊断和预后研究	中国博士后科学基金面上项目	2019.11	胡钦瑞

神经营养因子 GDNF 调控			
Survivin/CRM1 在角膜缘干细胞促进组织修复再生的机理研究	国家自然科学基金面上项目	2019.8	董诺
经玻璃体腔基因替代疗法联合抗凋亡基因治疗 LCA2 及抗凋亡分子机制探索	国家自然科学基金面上项目	2019.8	庞继景
遗传性角膜营养不良基因治疗的实验研究	国家自然科学基金青年科学基金项目	2019.8	谭俊凯
Apelin 介导 Müller 细胞间充质转化在 CNV 纤维化中的作用及信号通路机制研究	国家自然科学基金青年科学基金项目	2019.8	李扬

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

医教研体系进一步成熟，打造广泛学术影响力。公司致力于“以学术为指导、以技术为支撑、以患者为中心”，在合作中实现临床诊疗与医学研究协同，公司依托于临床诊疗案例的积累开展科研工作。除科研立项研究，公司在论文成果斐然，截至 2022 年报，公司在各类期刊共计发表论文 126 篇，其中被 SCI 收录 55 篇。专家团队还主编、参编或翻译了多部眼科学界重要学术专著，在国内外产生重大的影响。在人才培养、学术共建、临床研究等多方面的发展下，公司人才的培养愈加成熟，为未来做好医务人才储备。

图表 38 公司主编、参与编纂或翻译的重要学术专著

名称	参与编纂者	参与情况	出版时间
眼科临床药理学（第三版）	林志荣	编委	2021 年
循证眼科学	刘旭阳	副主编	2021 年
Management on Complicated Ocular Truma	黄艳明、李海波	编委	2021 年
脑神经应用解剖学	刘旭阳	主编	2021 年
青光眼手术治疗学（第二版）	刘旭阳、王玉宏	译者	2021 年
青光眼诊断与治疗学（第二版）	刘旭阳、王玉宏	译者	2021 年
亚太青光眼指南	吴仁毅	译者	2021 年
白内障合并散光的评估与治疗	叶向域、张广斌	主编	2020 年
翼状胬肉手术	吴护平、董诺	主编	2020 年
眼科医师技能培训大纲	黎晓新	主编	2019 年
眼球生物测量与 iol 屈光力计算	叶向域	第二主编	2019 年
Optic Disorders and Visual Field	刘旭阳	第二主编	2019 年
Harley 小儿眼科	潘美华等	译者	2019 年
低视力助力技术	陈大复	副主编	2019 年

资料来源：公司招股书、华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司业务拆分为眼科医疗服务、视光业务、其他业务三个板块进行预测。

1) 眼科医疗服务方面，白内障晶体高端替代趋势逐渐明朗，屈光高端术式替代逐步成为主流，综合眼病项目中眼底是公司传统强势业务，眼表、斜弱视及小儿眼科均

为公司稳定增长业务。2) 视光业务受益于国家对于青少年近视防控的重视和业务本身的高盈利能力，叠加角塑业务增量，预计未来收入和毛利保持快速稳定增长。3) 其他业务占比较低，预计收入和毛利将保持平稳增长。

图表 39 公司收入预测 (rmb mn)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,233.25	4,158.33	5,271.41	6,547.85
营收 yoy%	5.51%	28.61%	26.77%	24.21%
眼科医疗服务	2733.29	3513.65	4405.00	5407.09
眼科医疗服务 yoy%	4.09%	33.81%	25.37%	22.75%
其中: 白内障	751.03	901.23	1058.95	1215.67
白内障 yoy%	-0.69%	20.00%	17.50%	14.80%
其中: 屈光	1073.17	1448.78	1895.00	2431.29
屈光 yoy%	12.07%	35.00%	30.80%	28.30%
其中: 综合眼病项目	909.09	1163.64	1451.05	1760.13
综合眼病 yoy%	-0.32%	28.00%	24.70%	21.30%
视光服务	396.86	505.51	679.91	892.73
视光服务 yoy%	9.91%	40.00%	34.50%	31.30%
其他业务	103.09	139.17	186.49	248.03
其他业务 yoy%	78.45%	35.00%	34.00%	33.00%

资料来源: wind、华安证券研究所预测; 其中营业收入=眼科医疗服务+视光服务+其他业务

4.2 投资建议

从公司角度看，公司是扎根华东、辐射全国的眼科医疗服务龙头，深耕福建省眼科医疗市场并在全国范围内积极扩张。截至目前，公司旗下已开设 57 家眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市，全国连锁版图已初步形成。自成立以来，公司坚持口碑运营，具备较强的品牌影响力，旗下医院爬坡时间持续缩短，省内医院盈亏平衡 3~5 年、省外医院盈亏平衡约 6 年。在管控全面放开、感染高峰已过去、诊疗秩序逐步恢复的环境边际改善下，体内医院全面扭亏可期。公司核心机构厦门眼科中心实力雄厚，患者认可度高，截至 2022 年上半年注册床位数 537 张，除日常运营外也承担公司医教研任务，为公司长期发展保驾护航。

从行业角度看，政策支持和需求共振，叠加管控放开，眼科医疗服务复苏确定性高，成长空间广阔。我国眼科医疗服务市场规模从 2015 年的 507.1 亿元增至 2019 年的 1037.4 亿元，2015~2019 CAGR 19.6%。随着我国人口老龄化程度的加深以及民众不良用眼习惯问题的持续，眼科需求持续膨胀，我国眼科门急诊诊疗总人次从 2015 年的 98.4 百万人次增至 2019 年的 127.9 百万人次，2015~2019 CAGR 6.8%。从细分领域看，屈光、视光、白内障、眼底疾病是眼科诊疗服务四大市场，1) 我国青少年近视防控受到高度重视，预计到 2025 年我国屈光市场规模有望达到 725 亿元，公司屈光业务贡献 33% 的收入和 35%+ 的毛利，未来随着高端术式占比的持续提升，公司屈光业务有望持续贡献高毛利；2) 医学视光市场空间广阔，预计

2025 年将达到 500 亿规模，公司配镜业务营收增长明显，卡位高景气细分赛道，有望未来持续保持快速增长趋势；3）白内障患者基数大，高端晶体替代是未来趋势，未来有望促进客单价提高；4）眼底病较为复杂，治疗难度高，预计 2025 年市场规模将达到 269 亿元，公司具备高质量眼底病医师团队，业内有口皆碑，收入利润均保持稳定增长。

我们看好公司在眼科医疗服务高景气赛道的先发优势和扩张能力，预计 2023~2025 年分别实现营业收入 41.58/52.71/65.48 亿元人民币，同比增长 28.6%/26.8%/24.2%；实现归母净利润 6.50/8.33/10.96 亿元人民币，同比增长 27.0%/28.2%/31.5%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

医疗政策变动风险：医疗服务行业受监管程度较高，随着行业相关的监管政策将不断调整和完善，尤其在医保费用控制总量的背景下，若公司无法顺利扩张非医保项目收入，可能对医院未来收入增长可持续性带来波动。

人才资源短缺风险：公司持续加速视光中心和专科医院布局，大规模扩张下公司的人力资源可能无法满足公司发展的需要，知名专家团队对公司核心医院具有强大赋能作用，若公司无法做好人才培养和资源储备，未来可能会对公司业务发展产生不利的影

医疗纠纷风险：眼科医疗是医疗纠纷发生率较高的专业之一，尤其眼部手术对于患者的重要性极高，部分纠纷会严重影响医院及卫生系统的声誉，在严格按照医疗质量执行下，仍有产生重要医疗纠纷的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4617	5642	6776	8386	营业收入	3233	4158	5271	6548
现金	1345	2326	3280	4759	营业成本	1680	2261	2840	3488
应收账款	195	267	348	452	营业税金及附加	13	17	24	33
其他应收款	36	24	55	47	销售费用	402	503	648	786
预付账款	74	41	54	66	管理费用	363	457	601	766
存货	157	176	230	253	财务费用	32	4	-18	-40
其他流动资产	2809	2809	2809	2809	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1968	1882	1764	1614	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	688	602	484	334	营业利润	727	902	1134	1469
无形资产	112	112	112	112	营业外收入	2	3	4	5
其他非流动资产	1168	1168	1168	1168	营业外支出	76	71	70	69
资产总计	6584	7525	8540	10000	利润总额	654	833	1068	1405
流动负债	790	1080	1263	1627	所得税	146	183	235	309
短期借款	0	0	0	0	净利润	508	650	833	1096
应付账款	208	376	394	575	少数股东损益	-4	0	0	0
其他流动负债	581	704	868	1052	归属母公司净利润	512	650	833	1096
非流动负债	667	667	667	667	EBITDA	1066	991	1234	1579
长期借款	26	26	26	26	EPS (元)	1.00	1.16	1.49	1.96
其他非流动负债	641	641	641	641					
负债合计	1457	1747	1929	2294					
少数股东权益	14	14	14	14					
股本	560	560	560	560					
资本公积	2918	2918	2918	2918					
留存收益	1636	2286	3119	4214					
归属母公司股东权	5114	5764	6597	7693					
负债和股东权益	6584	7525	8540	10000					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	770	1083	1055	1578
净利润	508	650	833	1096
折旧摊销	323	85	118	150
财务费用	38	34	34	34
投资损失	-8	0	0	0
营运资金变动	-96	246	3	234
其他经营现金流	610	473	896	926
投资活动现金流	-3037	-69	-67	-65
资本支出	-232	-69	-67	-65
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-2791	0	0	0
筹资活动现金流	2651	-34	-34	-34
短期借款	0	0	0	0
长期借款	26	0	0	0
普通股增加	60	0	0	0
资本公积增加	2707	0	0	0
其他筹资现金流	-142	-34	-34	-34
现金净增加额	384	981	954	1479

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.5%	28.6%	26.8%	24.2%
营业利润	11.6%	24.0%	25.8%	29.5%
归属于母公司净利	12.5%	27.0%	28.2%	31.5%
获利能力				
毛利率 (%)	48.0%	45.6%	46.1%	46.7%
净利率 (%)	15.8%	15.6%	15.8%	16.7%
ROE (%)	10.0%	11.3%	12.6%	14.2%
ROIC (%)	9.9%	10.9%	11.9%	13.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.1%	23.2%	22.6%	22.9%
净负债比率 (%)	28.4%	30.2%	29.2%	29.8%
流动比率	5.85	5.23	5.37	5.15
速动比率	5.29	4.83	4.97	4.83
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.59	0.66	0.71
应收账款周转率	16.88	18.00	17.14	16.36
应付账款周转率	8.18	7.74	7.38	7.20
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.16	1.49	1.96
每股经营现金流	1.37	1.93	1.88	2.82
每股净资产	9.13	10.29	11.78	13.74
估值比率				
P/E	73.11	61.60	48.07	36.55
P/B	8.01	6.95	6.07	5.21
EV/EBITDA	37.82	38.79	30.37	22.80

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人: 陈珈蔚, 研究助理, 主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。