

华夏眼科 (301267.SZ)

买入(首次评级)

医教研一体化眼科龙头，打造眼科学术高地

当前价格：63.89元
 目标价格：86.48元

投资要点：

- 华厦眼科：医教研一体化眼科龙头，打造眼科学术高地。** 华夏眼科是目前国内第二大的民营眼科医疗服务连锁集团，以厦门眼科中心为主体，业务版图逐步扩张至全国。截至招股说明书签署日，公司共在国内开设57家眼科医院，23家视光中心，覆盖17个省和46个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等广大地区。公司业绩增长稳健，从2017到2022年，公司营收从15.97亿元增至32.33亿元，复合增速为15.15%，归母净利润从0.77亿元增至5.12亿元，复合增速为45.92%
- 乘消费升级东风，业务结构持续实现高端化转型。** 近年来，疫情及医保控费对公司白内障、眼底、眼表等传统优势项目造成一定影响，公司积极调整业务结构，大力发展屈光、视光等高毛利的消费医疗项目。此外，顺应近年来国内的消费升级趋势，公司积极推进业务高端化转型，高端术式及产品的占比快速提升，带动整体业务实现量价齐升。
- “医教研”体系成熟，专家资源顶尖，打造全国眼科学术高地。** 公司组建了一支覆盖眼科八大亚科和眼视光的专家团队，汇聚了以黎晓新，赵堪兴、葛坚、刘祖国为代表的一批具有国际影响力的眼科专家。此外，公司建立了成熟的“医教研”体系，形成了完善的人才培养体系，为集团之后的扩张打下坚实的基础。
- 盈利预测与投资建议：公司作为国内眼科连锁医院的领先者之一，品牌、技术、设备、人才均具备明显优势。公司目前仍处于快速扩张期，全国医院网络和视光中心网络的加速落地有望持续贡献业绩增量。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为6.92/8.86/11.12亿元，同比增长35.2%/31.0%/26.5%，对应PE分别为52X/39X/31X，考虑行业平均估值及公司市场地位、品牌优势，我们给予公司2023年70倍PE，对应市值484亿元，目标价86.48元，首次覆盖，给予买入评级。**
- 风险提示：医疗事故风险、并购扩张不及预期风险、政策风险、业务复苏程度不及预期风险。**

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	560/60
总市值/流通市值 (百万元)	35778/3833
每股净资产 (元)	9.39
资产负债率 (%)	23.26
一年内最高/最低 (元)	94.88/56.46

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 盛丽华
 执业证书编号：S0210523020001
 邮箱：slh30021@hfzq.com.cn

研究助理 何展聪
 邮箱：hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,064	3,233	4,162	5,231	6,360
增长率 (%)	22%	6%	29%	26%	22%
净利润 (百万元)	455	512	692	906	1,146
增长率 (%)	36%	13%	35%	31%	26%
EPS (元/股)	0.81	0.91	1.24	1.62	2.05
市盈率 (P/E)	78.6	69.9	51.7	39.5	31.2
市净率 (P/B)	19.5	7.0	6.3	5.6	4.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1：屈光业务：（1）手术量：考虑到 2022 年屈光手术量因疫情出现低基数，以及屈光手术渗透率处于快速提升阶段，我们假设 2023-2025 年公司屈光手术量同比增速分别为 35%/32%/27%；（2）客单价：考虑到公司屈光业务的高端化趋势，我们假设屈光手术单价持续提升，2023-2025 年客单价同比增速分别为 0.7%/0.4%/0.4%；结合手术量和客单价的假设，我们预计 2023-2025 年屈光业务的收入增速分别为 35.9%/32.5%/27.6%，毛利率为 55.4%/55.8%/56.2%。

假设 2：视光业务：（1）人次：考虑到 2022 年因疫情出现低基数，以及公司视光中心建设规划，我们假设 2023-2025 年公司视光业务人次同比增速分别为 26%/21%/19%；（2）客单价：OK 镜、离焦镜等高单价产品占比的提升，及产品结构高端化趋势，我们假设 2023-2025 年客单价同比增速分别为 9%/10%/6.4%；结合销售量和客单价的假设，我们预计 2023-2025 年视光业务的收入增速分别为 37%/33%/26%，毛利率为 55.8%/56%/56.2%。

假设 3：白内障及综合眼病业务：考虑到白内障及综合眼病需求更多与人口老龄化相关，需求较为刚性且稳定，支付端受医保控费的限制，客单价提升或较缓，因此我们认为业务将维持中低速增长，预计 2023-2025 年白内障的收入增速分别为 20%/17%/12%，毛利率为 38%/38%/38%，综合眼病收入增速为 25%/21%/19%，毛利率为 45%/46%/46%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司总院厦门眼科中心收入利润占比一直较高，福建省外扩张能力有限，我们认为：公司近年来省外业务扩张已有所成效，在深圳、成都、郑州等区域已有业绩优异、运营成熟的分院；且公司人才储备丰富，专家资源顶尖，总院品牌效应突出，均能有效赋能省外扩张。

股价上涨的催化因素

并购扩张进度超预期、业务复苏程度超预期。

估值与目标

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.92/8.86/11.12 亿元，同比增长 35.2%/31.0%/26.5%，对应 PE 分别为 52X/39X/31X，考虑行业平均估值及公司市场地位、品牌优势，我们给予公司 2023 年 70 倍 PE，对应市值 484 亿元，目标价 86.48 元，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

医疗事故风险、并购扩张不及预期风险、政策风险、业务复苏程度不及预期风险。

正文目录

1、	华夏眼科：医教研一体化眼科龙头，打造眼科学术高地	6
1.1	公司简介：立足福建，走向全国，学科能力突出的眼科连锁集团	6
1.2	财务分析：业绩增长稳健，盈利能力持续增强	10
2、	眼科医疗服务行业：市场需求巨大，行业空间广阔	15
2.1	屈光不正：渗透率处于较低水平，细分领域空间巨大	16
2.2	视光：近视防控上升至国家战略，医学视光市场空间明显	17
2.3	白内障：老龄化趋势严峻，预计 2025 年白内障市场规模达 339 亿元	19
3、	乘消费升级东风，业务结构持续实现高端化转型	22
3.1	白内障：业务结构实现高端化转型，客单价持续提升	22
3.2	屈光：收入增长强劲，术式持续迭代，带动业务量价齐升	24
3.3	视光：公司重点发力业务，收入占比快速提升	27
3.4	综合眼病：业务收入平稳增长，斜弱视及小儿眼科表现亮眼.....	29
4、	“医教研”体系成熟，专家资源顶尖，打造全国眼科学术高地	35
4.1	“医教研”体系成熟，带动临床医学科研创新能力持续提升	35
4.2	专家资源顶尖，人才梯队完备，全国眼科学术高地已具基础.....	36
4.3	人才培养体系完善，医师资源储备丰富	39
5、	区域经营分析：省内市场增长稳健，省外市场快速扩张	41
5.1	院龄结构：成长期医院占 84%，业绩增长潜力十足	41
5.2	省内市场：核心总院历久弥坚，区域分院快速成长	42
5.3	省外市场：省外扩张进入高速增长期，部分区域表现亮眼	47
5.4	扩张规划：扩张规划清晰，医院与视光中心并行.....	51
6、	盈利预测及投资建议	53
6.1	盈利预测.....	53
6.2	估值与投资建议.....	54
7、	风险提示	55

图表目录

图表 1：华夏眼科业务版图	6
图表 2：华夏眼科发展历程	7
图表 3：华夏眼科主营业务	7
图表 4：华夏眼科股权结构	8
图表 5：华夏眼科管理层及核心人员简介	9
图表 6：2017 年以来华夏眼科收入增长稳健.....	10
图表 7：2017 年以来华夏眼科利润快速增长.....	10
图表 8：2017 年以来公司按业务类型收入（亿元）	10
图表 9：2017 年以来公司按业务类型收入占比	10
图表 10：公司医疗服务业务具体项目拆分	11
图表 11：公司具体业务毛利率拆分	12
图表 12：公司区域收入结构	12
图表 13：公司费用率变化情况.....	13
图表 14：公司利润率变化情况.....	13
图表 15：2017 年以来公司经营性现金流净额快速增长（亿元）	14
图表 16：各年龄段眼病发病率.....	15
图表 17：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）	16
图表 18：2019 年眼科行业各领域占比情况.....	16

图表 19: 屈光手术各术式比较.....	16
图表 20: 2021 年全球部分地区屈光手术渗透率比较.....	17
图表 21: 2015-2025 年国内屈光不正手术市场规模.....	17
图表 22: 2020 年国内各年龄段青少年近视率情况.....	18
图表 23: 近年来青少年近视防控相关政策文件.....	19
图表 24: 2015-2025 年国内医学视光市场规模.....	19
图表 25: 各国白内障手术渗透率水平比较.....	20
图表 26: 国内白内障患者人数变化情况.....	20
图表 27: 不同类型晶体比较.....	21
图表 28: 2015-2025 年国内白内障市场规模.....	21
图表 29: 2017 年以来公司白内障业务收入情况.....	22
图表 30: 公司白内障业务收入增速仅次于爱尔眼科.....	22
图表 31: 2017 年以来公司白内障业务手术量情况.....	23
图表 32: 2017 年以来公司白内障业务客单价情况.....	23
图表 33: 公司白内障业务手术量按不同类型划分.....	23
图表 34: 公司白内障业务不同类型手术量占比.....	23
图表 35: 公司白内障业务毛利率情况.....	24
图表 36: 2017 年以来公司屈光业务收入情况.....	24
图表 37: 公司屈光业务收入增速仅次于普瑞眼科.....	25
图表 38: 2017 年以来公司屈光业务手术量情况.....	25
图表 39: 2017 年以来公司屈光业务客单价情况.....	25
图表 40: 公司屈光业务收入按不同类型划分.....	26
图表 41: 公司屈光业务不同类型收入占比.....	26
图表 42: 公司屈光业务手术量按不同类型划分.....	26
图表 43: 公司屈光业务不同类型手术量占比.....	26
图表 44: 公司屈光业务毛利率情况.....	26
图表 45: 2017 年以来公司视光业务收入情况.....	27
图表 46: 公司视光业务收入增速高于同行公司.....	27
图表 47: 2017 年以来公司视光业务门诊量情况.....	28
图表 48: 2017 年以来公司视光业务客单价情况.....	28
图表 49: 2017 年以来视光业务不同客单价收入占比.....	28
图表 50: 2017 年以来视光业务不同客单价人次占比.....	28
图表 51: 公司视光业务毛利率情况.....	29
图表 52: 2017 年以来公司综合眼病业务收入情况.....	29
图表 53: 公司综合眼病业务收入占比高于同行公司.....	30
图表 54: 公司综合眼病业务毛利率情况.....	30
图表 55: 2017 年以来公司眼底业务收入情况.....	31
图表 56: 2017 年以来公司眼底业务收入结构.....	31
图表 57: 2017 年以来公司眼底业务手术量情况.....	31
图表 58: 2017 年以来公司眼底业务客单价情况.....	31
图表 59: 公司眼底项目毛利率情况.....	32
图表 60: 2017 年以来公司眼表业务收入情况.....	32
图表 61: 2017 年以来公司眼表业务收入结构.....	32
图表 62: 2017 年以来公司眼表业务手术量情况.....	33
图表 63: 2017 年以来公司眼表业务客单价情况.....	33
图表 64: 公司眼表业务毛利率情况.....	33
图表 65: 斜弱视及小儿眼科业务收入情况.....	34

图表 66: 斜弱视及小儿眼科业务收入结构	34
图表 67: 斜弱视及小儿眼科业务手术量情况	34
图表 68: 斜弱视及小儿眼科业务客单价情况	34
图表 69: 公司斜弱视及小儿眼科业务毛利率情况	34
图表 70: 公司重大科研课题	35
图表 71: 公司拥有一批具备国际影响力的眼科专家	36
图表 72: 公司部分核心技术人员情况	37
图表 73: 2022 年四家眼科上市公司医护人数比较	40
图表 74: 2022H1 公司医生职称占比情况	40
图表 75: 公司医院院龄结构	41
图表 76: 公司不同院龄医院盈利数目占比	41
图表 77: 2017 年至今成熟期医院收入增长情况	42
图表 78: 2017 年至今成熟期医院净利润增长情况	42
图表 79: 2017 年至今培育及成长期医院收入情况	42
图表 80: 2017 年至今培育及成长期医院净利润情况	42
图表 81: 公司省内医院院龄结构	43
图表 82: 省内各阶段医院盈利和亏损医院数量占比	43
图表 83: 公司福建省内医院盈亏平衡周期	43
图表 84: 2017-2021 年公司福建省内收入情况	44
图表 85: 2017-2021 年公司福建省内利润情况	44
图表 86: 2017-2021 年公司福建省内净利率情况	44
图表 87: 2009-2021 年厦门眼科中心论文数量及影响因子	45
图表 88: 2017-2022 年厦门眼科中心收入情况	45
图表 89: 2017-2022 年厦门眼科中心净利润情况	45
图表 90: 2017-2021 年厦门眼科中心收入占比情况	46
图表 91: 2017-2021 年厦门眼科中心利润占比情况	46
图表 92: 2017-2021 年公司福建省内分院收入情况	46
图表 93: 2017-2021 年公司福建省内分院利润情况	46
图表 94: 2017-2021 年公司福建省内分院净利率情况	47
图表 95: 2017-2021 年公司福建省内分院收入和净利润情况	47
图表 96: 公司省外医院院龄结构	48
图表 97: 省外各阶段医院盈利和亏损医院数量占比	48
图表 98: 公司福建省外医院盈亏平衡周期	48
图表 99: 2017-2021 年公司省外收入情况	49
图表 100: 2017-2021 年公司省外利润情况	49
图表 101: 2017-2021 年公司省外净利率情况	49
图表 102: 2017-2022 年深圳华夏、深圳爱尔、深圳希玛经营情况比较	50
图表 103: 2017-2021 年郑州视光、郑州爱尔、郑州普瑞经营情况比较	50
图表 104: 2017-2021 年成都华夏、成都爱尔、成都普瑞经营情况比较	51
图表 105: 公司视光中心具体建设规划	52
图表 106: 公司盈利预测表	54
图表 107: 可比公司估值	54
图表 108: 财务预测摘要	56

1、 华夏眼科：医教研一体化眼科龙头，打造眼科学术高地

1.1 公司简介：立足福建，走向全国，学科能力突出的眼科连锁集团

公司于 2004 年受让了改制为营利性医疗机构厦门眼科中心的全部股权，并以厦门眼科中心为主体，业务版图逐步扩张至全国。截至招股说明书签署日，公司共在国内开设 57 家眼科医院，23 家视光中心，覆盖 17 个省和 46 个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等广大地区。

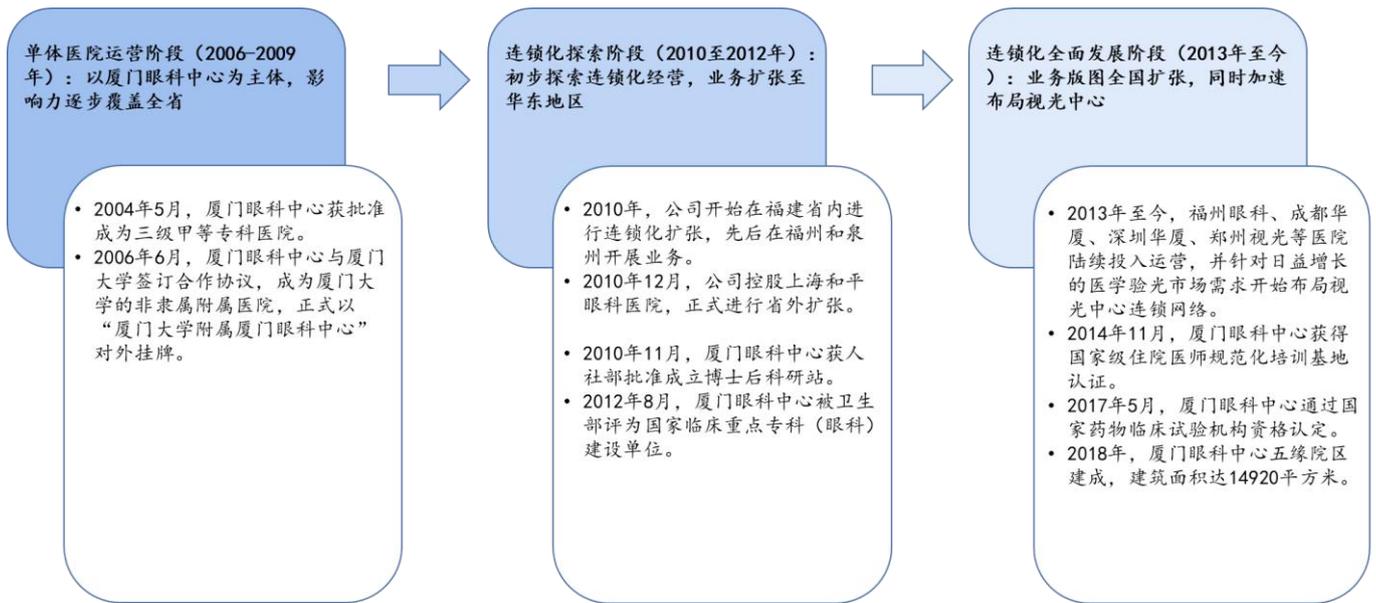
图表 1：华夏眼科业务版图



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司整体分为三个发展阶段：(1) 单体医院运营阶段 (2004-2009 年)，这一阶段公司以厦门眼科中心为主体，通过管理优化、设备更新、人才引进等措施，进一步夯实医院的医疗实力，服务辐射范围从厦门市拓展至福建省全省。(2) 连锁化探索阶

段(2010-2012年),这一阶段公司开始探索连锁化运营道路,先后在福州、泉州和上海开设眼科医院,业务布局迈向福建省外。(3)连锁化全面发展阶段(2013年至今),这一阶段福州眼科、成都华夏、深圳华夏、郑州视光等医院陆续投入运营,并针对日益增长的医学验光市场需求开始布局视光中心连锁网络。

图表 2: 华夏眼科发展历程


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

公司业务类型分为(1)医疗服务、(2)配镜业务、(3)药店业务和(4)其他业务四大类, 其中医疗服务可进一步分为屈光项目、白内障项目、眼底项目、眼表项目、斜弱视及小儿眼科、其他医疗服务六类。

图表 3: 华夏眼科主营业务

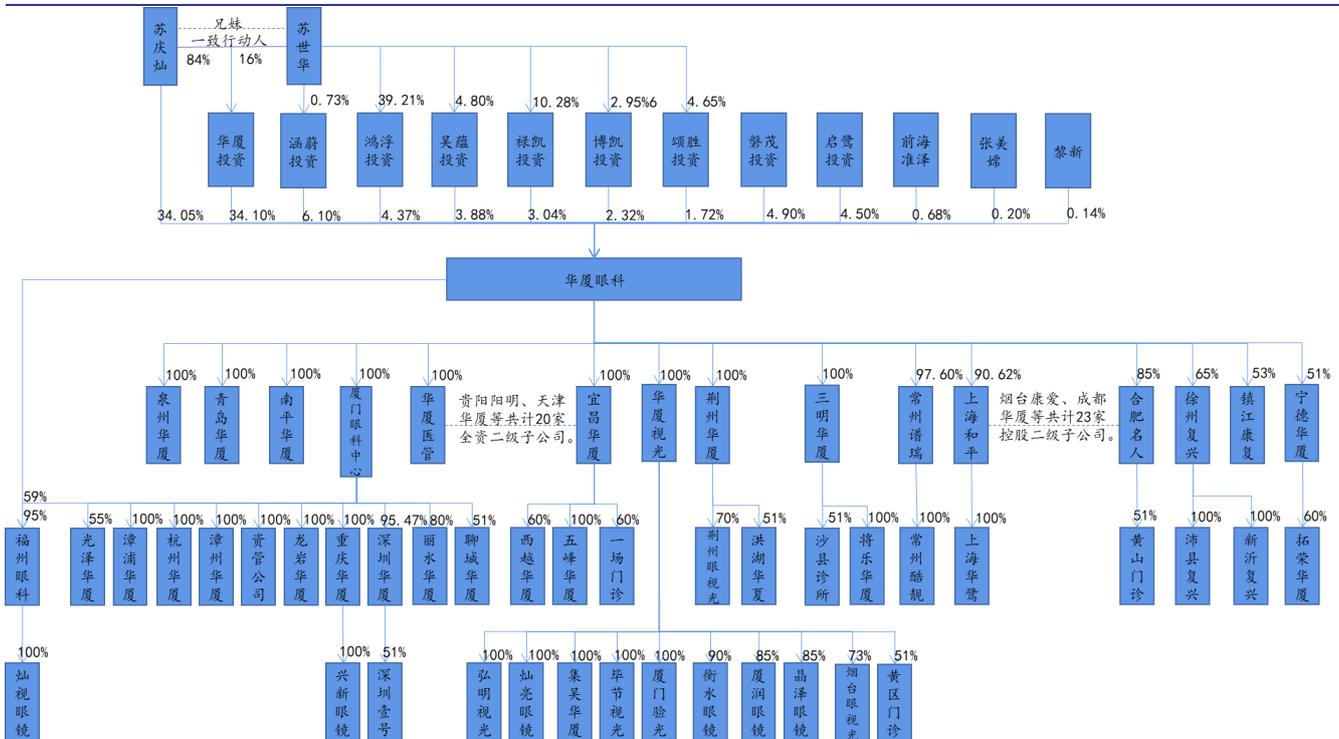
业务	临床表现	具体项目	22H1 收入(占比)
屈光业务	近视、远视、散光、老花、视力下降、视物模糊等屈光不正情形	括全飞秒激光手术、飞秒激光、TransPRK、Epi-LASIK、ICL 等类型的屈光手术 飞秒辅助的超乳术、冷超乳术、双手微切口冷超乳术、同轴微切口超声乳化术、白内障青光眼联合手术、先天性白内障手术、外伤性白内障等白内障手术以及各种类型的人工晶体植入术	5.72 亿元 (42.8%)
白内障业务	各类白内障、无晶体眼、晶体脱落	23G/25G/27G 微创玻璃体手术、黄斑界面疾病手术、视网膜脱离复位术、复杂视网膜脱离及各期 PVR 手术、二期严重眼外伤的玻璃体视网膜手术治疗、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	3.43 亿元 (25.7%)
眼底业务	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	飞秒激光角膜移植、角膜内皮移植、基质角膜移植、异	1.55 亿元 (11.6%)
眼表业务	角膜和结膜的感染性炎症、干眼、过敏性		0.82 亿元

	角膜炎等	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	(6.1%)
斜弱视及小儿眼科	继发性斜弱视、肌肉不平衡引起的原发性斜弱视等	全麻斜视手术、佩戴眼镜、弱视遮盖疗法、斜视性弱视治疗等	0.93 亿元 (7.0%)
其他医疗服务	青光眼、眼眶与眼肿瘤、眼外伤	手术、药物等	0.92 亿元 (6.9%)
视光业务	屈光不正	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	1.77 亿元 (11.2%)
药店业务	(1) 公司下属医院中设置了院内病房，为就诊患者提供药品销售服务；(2) 同时公司开设 4 家药店，对外提供药品零售服务		0.09 亿元 (0.6%)
其他业务	主要系五缘湾房产的租赁业务		0.56 (3.6%)

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司股权高度集中，员工持股比例较高。公司实际控制人苏庆灿及一致行动人苏世华合计持有公司 70.56%股份，合计控制公司 68.16%的表决权，实际支配公司股份表决权超过三分之二。此外，公司设有六个员工持股平台，分别为是涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资、颂胜投资，合计持股达 21.43%。

图表 4：华夏眼科股权结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

实控人行业资源丰富，核心人员兼具强大学术背景和丰富临床经验。

公司实控人苏庆灿拥有丰富的行业资源，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、中国非公立医疗机构协会眼科专业委员会副主任委员、香港福建社团联合会永久名誉主席、中国健康促进基金会光明基金管委会副主任委员、中国民营医院发展联盟副主席等职务，曾任厦门市社会医疗机构协会首任会长、厦门市软科学研究会会长福建省青年企业家联合会副会长。

此外，公司拥有具备专业背景和丰富临床经验的医生团队，汇聚了黎晓新、赵堪兴、葛坚、刘祖国等一批具有国际影响力的眼科学界专家，刘旭阳、王利华、王骞、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、蔡锦红、王玉宏等 9 名学科带头人在中华医学会眼科学分会各专业学组中分别担任副组长或委员。

图表 5：华夏眼科管理层及核心人员简介

姓名	职务	简介
苏庆 灿	董事长&总经理	男，1969 年出生，硕士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。；2004 年 8 月至 2015 年 12 月，任公司执行董事、总经理；2015 年 12 月至今，任公司董事长、总经理。苏庆灿先生任第十四、十五届厦门市人大代表、第十一届福建省政协委员、中国非公立医疗机构协会眼科专业委员会副主任委员、香港福建社团联合会永久名誉主席、中国健康促进基金会光明基金管委会副主任委员、中国民营医院发展联盟副主席等职务。
黎晓 新	厦门眼科中心总 院长	女，1950 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历，主任医师。留学德国期间完成博士和博士后教育， 我国玻璃体手术外科的开拓者 ，曾担任中华医学会眼科学分会主任委员、中华医学会眼科学分会眼底病学组组长、亚太玻璃体视网膜学会主席、美国眼科科学国际联盟委员， 2012 年当选国际眼科科学院院士 ，现任《中华眼底病杂志》主编、《中华眼科研究》副主编、欧洲视网膜学会学会核心理事，亚太眼科学会常委、指南委员会主席。
郭海 科	厦门眼科中心业 务院长，上海和 平院长	男，1961 年出生，中国国籍，拥有美国境外永久居留权，博士学历，主任医师。2002 年 4 月至 2013 年 3 月，任广东省人民医院主任医师；广东省眼病防治研究所所长，2013 年 4 月至 2015 年 3 月，任河南省立眼科医院院长；2015 年 4 月至 2017 年 3 月，任中南大学爱尔眼科学院副院长；2017 年 4 月至今，任公司业务副院长、厦门眼科中心业务院长、上海和平院长。
张广 斌	厦门眼科中心业 务副院长、白内 障学科带头人	男，1968 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历，主任医师。1991 年 7 月至 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。
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	男，1961 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历，主任医师。1981 年 8 月至 1992 年 8 月，任江西永胜机械厂医院医师；1995 年 8 月至 1997 年 12 月，任厦门市开元眼科医院主治医师；1998 年 1 月至今，历任厦门眼科中心副主任医师、主任医师、科主任，现任厦门眼科中心业务副院长、眼表与角膜病学科带头人。
潘美 华	厦门眼科中心业 务副院长、斜弱 视与小兒眼科学 科带头人	女，1958 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，主任医师。1986 年 9 月至 1997 年 3 月，任乌鲁木齐市眼科医院住院医师、主治医师、眼科主任；1997 年 3 月至今历任厦门眼科中心副主任医师、主任医师、科主任，现任厦门眼科中心业务副院长、斜弱视与小兒眼科学科带头人。
陈晓 明	成都华夏院长	男，1954 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历。1977 年 1 月至 1982 年 1 月，任贵州省人民医院住院医师；1985 年 7 月至 1994 年 8 月，任湖南医科大学附二院主治医生、副主任医师、湖南医科大学副教授；1994 年 9 月至 2015 年 7 月，历任四川大学华西医院主任医师、眼科主任、四川大学教授；2015 年 8 月至今，任成都华夏院长。
刘苏 冰	郑州视光院长	女，1958 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历。1979 年 12 月至 1987 年 7 月，任海军 424 医院医师；1987 年 7 月至 2015 年 7 月，历任武警河南总队医院科主任、副院长；2015 年 7 月至今，任郑州视光院长。

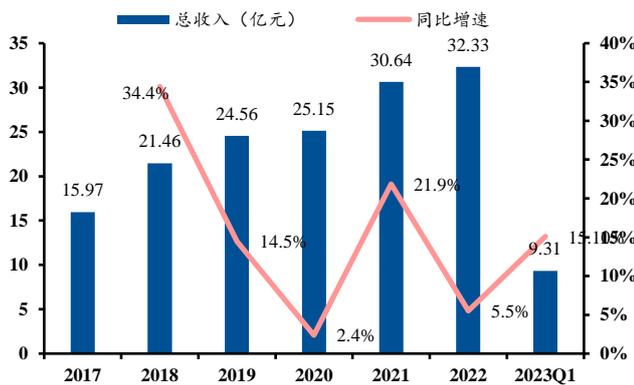
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

1.2 财务分析:业绩增长稳健, 盈利能力持续增强

1.2.1 业绩端: 业绩增长稳健, 消费医疗业务占比持续提升

公司业绩增长稳健, 营收利润双增长。从 2017 到 2022 年, 公司营收从 15.97 亿元增至 32.33 亿元, 复合增速为 15.15%, 归母净利润从 0.77 亿元增至 5.12 亿元, 复合增速为 46.07%。2023Q1 公司实现收入 9.31 亿元, 同比增长 15.1%, 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 34.01%, 利润端表现亮眼。

图表 6: 2017 年以来华夏眼科收入增长稳健



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

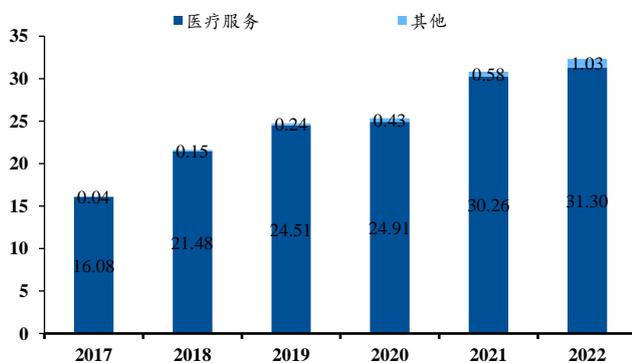
图表 7: 2017 年以来华夏眼科利润快速增长



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

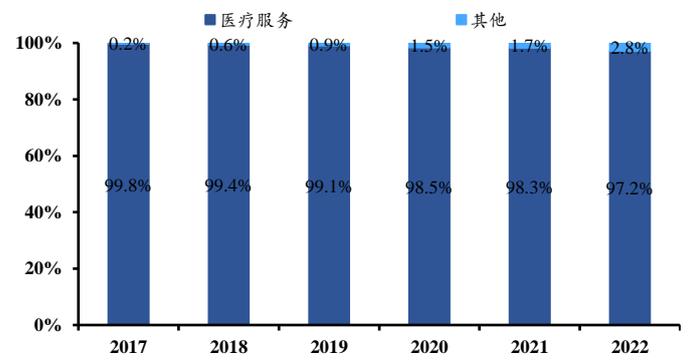
分业务看, 医疗服务贡献大部分收入, 视光业务收入快速增长。公司业务分为医疗服务和其他业务两类, 从 2017 到 2022 年, 医疗服务收入从 16.08 亿元增加到 31.30 亿元, 复合增速达 14.25%, 收入占比从 99.8% 降至 97.2%; 其他业务主要系出租五缘湾房产产生的租赁收入, 从 2017 到 2022 年, 其他业务收入从 0.04 亿元增加到 1.03 亿元, 复合增速达 92.61%, 收入占比从 0.2% 提升至 2.8%。

图表 8: 2017 年以来公司按业务类型收入 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 2017 年以来公司按业务类型收入占比



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

医疗服务中, 屈光和视光项目收入快速增长, 其他业务增长稳健。从 2017 到 2022 年, 屈光业务收入从 3.02 亿元增加到 10.73 亿元, 复合增速达 28.86%, 收入占比从

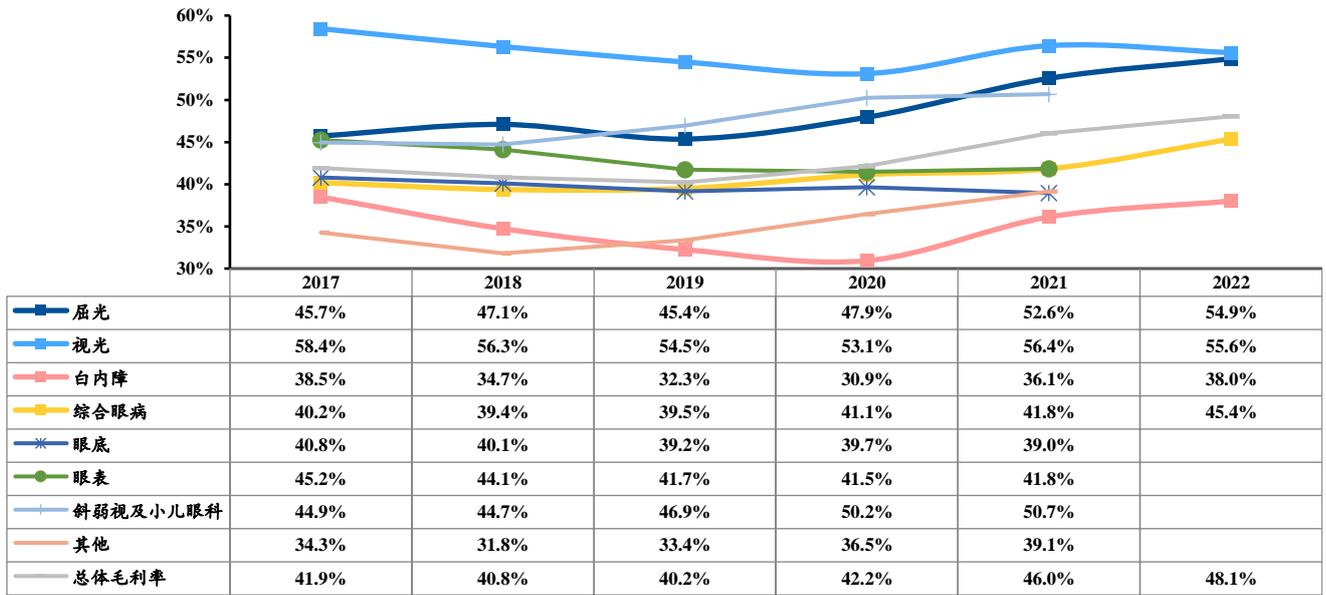
18.9%升至33.2%；视光业务收入从1.16亿元增加到3.97亿元，复合增速为27.9%，收入占比从7.2%降至12.3%；白内障业务收入从5.18亿元增加到7.51亿元，复合增速为7.71%，收入占比从32.5%降至23.2%；综合眼病业务收入从6.57亿元增加到9.09亿元，复合增速为6.71%，收入占比从41.2%降至28.1%。

图表 10：公司医疗服务业务具体项目拆分

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
收入 (亿元)	屈光	3.02	4.60	6.04	7.27	9.58	10.73	
	视光	1.16	1.66	2.23	2.65	3.61	3.97	
	白内障	5.18	7.13	7.17	6.56	7.56	7.51	
	综合眼病	6.57	7.92	8.87	8.24	9.32	9.09	
	斜弱视及小儿眼科	0.85	1.12	1.49	1.53	1.89		
	眼底	2.32	2.75	3.16	3.1	3.4		
	眼表	1.31	1.68	1.68	1.45	1.65		
	其他医疗服务	1.95	2.2	2.36	1.97	2.18		
增速	屈光		52.53%	31.13%	20.48%	31.64%	12.05%	28.87%
	视光		43.18%	34.88%	18.46%	36.49%	9.95%	27.98%
	白内障		37.68%	0.57%	-8.60%	15.33%	-0.70%	7.71%
	综合眼病		20.45%	12.11%	-7.12%	13.04%	-2.44%	6.70%
	斜弱视及小儿眼科		31.76%	33.04%	2.68%	23.53%		22.11%
	眼底		18.53%	14.91%	-1.90%	9.68%		10.03%
	眼表		28.24%	0.00%	-13.69%	13.79%		5.94%
	其他医疗服务		12.80%	7.10%	-16.40%	10.50%		2.83%
占比	屈光	18.91%	21.45%	24.58%	28.93%	31.25%	33.19%	
	视光	7.24%	7.72%	9.09%	10.52%	11.78%	12.28%	
	白内障	32.45%	33.24%	29.21%	26.08%	24.68%	23.23%	
	综合眼病	41.16%	36.88%	36.13%	32.78%	30.41%	28.12%	
	斜弱视及小儿眼科	5.32%	5.22%	6.07%	6.08%	6.17%		
	眼底	14.53%	12.81%	12.86%	12.33%	11.10%		
	眼表	8.20%	7.83%	6.84%	5.77%	5.38%		
	其他医疗服务	12.21%	10.25%	9.61%	7.83%	7.11%		

数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

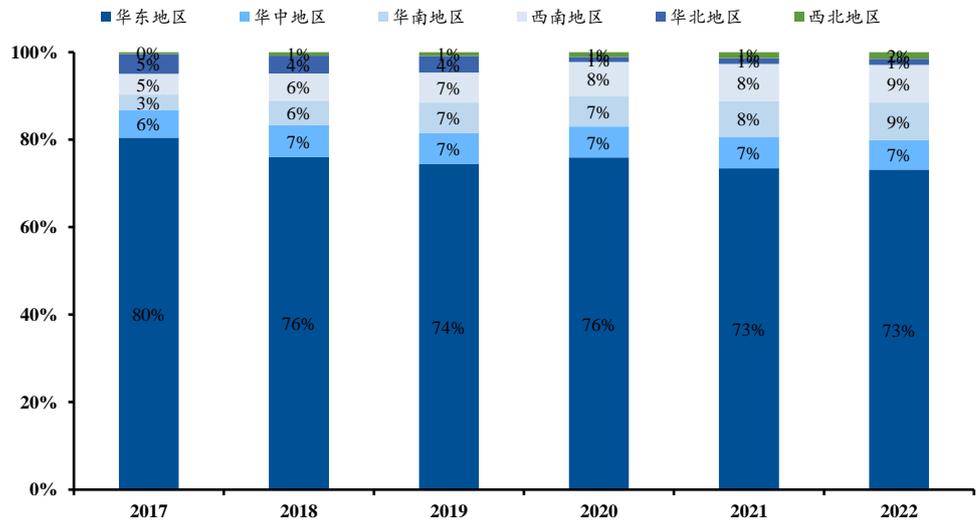
图表 11：公司具体业务毛利率拆分



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

分地区看，华东地区贡献主要收入来源。公司地区收入结构较为集中，2022 年华东地区收入占比为 73%，而华中、华南、西南和华北地区收入占比为 7%、9%、9%和 1%。

图表 12：公司区域收入结构



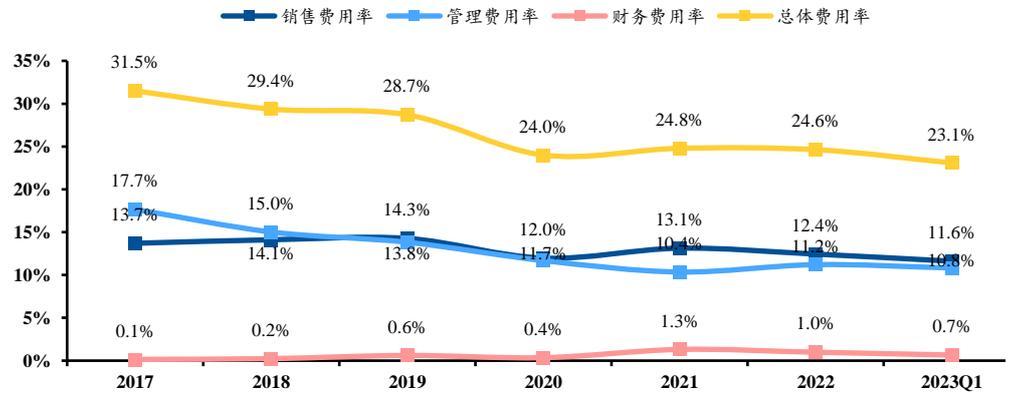
数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

1.2.2 费用端：费用控制得当，盈利能力持续增强

从费用率来看，公司整体费用率控制得当，销售和管理费用率持续下降。从 2017 年到 2023Q1，公司期间费用率从 32.5%降至 23.1%，其中销售费用率从 13.7%降至 10.8%，管理费用率从 17.7%降至 11.6%，财务费用率从 0.1%升至 0.7%。销售费用率

和管理费用率持续下降，主要系公司规模效应和品牌效应持续增强。

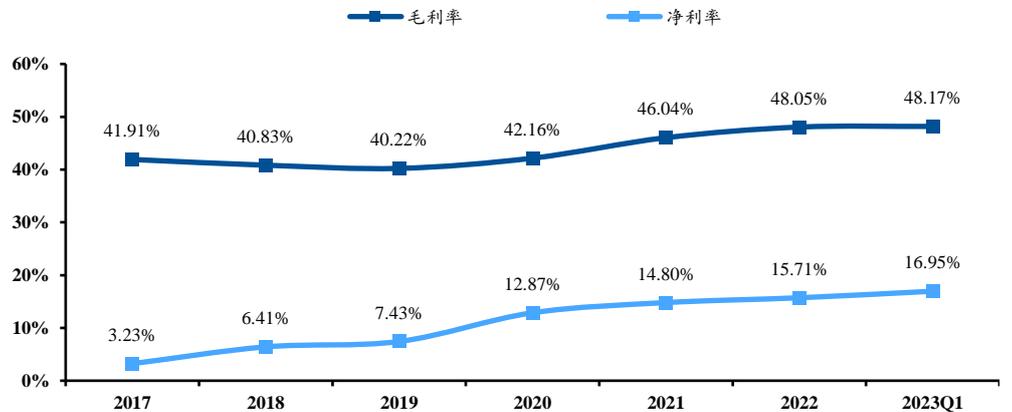
图表 13：公司费用率变化情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

整体毛利率和净利率快速提升，盈利能力持续增强。从 2017 到 2023 年 Q1，受益于高毛利业务屈光、视光等的占比提升，及整体规模效应，公司毛利率从 41.91% 提升至 48.17%，净利率从 3.23% 提升至 16.95%。

图表 14：公司利润率变化情况

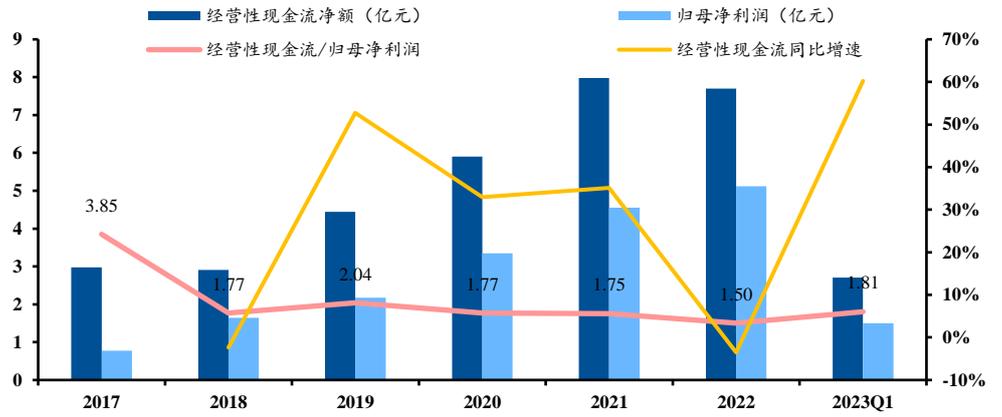


数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2.3 现金流：公司现金流充裕且表现优异，经营质量较高

从现金流来看，公司现金流充裕，经营质量稳定。从 2017 年到 2022 年，公司经营性现金流净额从 2.98 亿元增至 7.7 亿元，复合增速达 20.91%。公司经营性现金流显著高于归母净利润，经营质量较高。

图表 15: 2017 年以来公司经营性现金流净额快速增长 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

2、 眼科医疗服务行业：市场需求巨大，行业空间广阔

眼科疾病繁多，覆盖人群广，贯穿全生命周期。从婴儿期到中老年时期各类眼科疾病发病率不一，困扰未成年人和学龄前儿童的眼病主要是屈光不正、弱视、斜视等，我国未成年人近视发病率约为 52.7%，弱视发病率约为 3%，斜视发病率约为 3%；困扰中青年的眼病主要是近视和干眼症，成年人近视发病率约为 34%，干眼症发病率约为 21-30%，随着年龄的增长，中老年人的白内障、青光眼、黄斑变性、糖尿病视网膜病变等患病率显著提升，60-89 岁人群的白内障的患病率高达 80%，75 岁以上人群的黄斑变性患病率约为 11%。

图表 16：各年龄段眼病发病率

年龄段	疾病	发病率
0-1 岁	早产儿视网膜病变	早产儿发病率约为 13%
	先天性白内障	0.01%-0.06%
1-3 岁	斜视	3%
	弱视	1-5%
4-6 岁	屈光不正	——
	弱视	3%
7-18 岁	近视	53%
20-40 岁	干眼症	21-30%
	近视	34%
40 岁以上	白内障	80% (60-89 岁)
	青光眼	2.70%
	黄斑变性	10.60%
	糖尿病视网膜病变	33% (糖尿病人群)

数据来源：中华医学会眼科分会，实用医技杂志，国家卫健委，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

我国眼科市场巨大，伴随老龄化、生活方式改变、患者医疗意识提高、居民支付水平提高等多重因素的推动下，我国眼科医疗服务市场不断发展，根据灼识咨询，2015 -2019 年，眼科医疗服务市场规模从 507.1 亿元增长到 1,037.4 亿元，复合增速达 19.6%。预期 2025 年我国眼科医疗服务市场规模将突破 2500 亿。

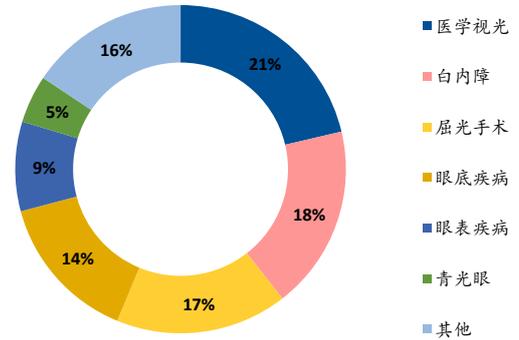
在细分市场上，2019 年视光服务、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位，占比分别达到 21.3%、18.1%和 16.8%。其次，眼底疾病和眼表疾病占比分别达 14.6%和 8.8%。

图表 17：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

图表 18：2019 年眼科行业各领域占比情况



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

2.1 屈光不正：渗透率处于较低水平，细分领域空间巨大

屈光手术是实现患者摘镜的唯一途径，适合于 20 岁以上（成年人），且近视程度稳定达 2 年以上的患者。根据手术方式，目前主流的屈光不正手术治疗手段可以分为角膜手术和晶体植入手术（ICL）两大类，角膜手术可进一步分为（1）准分子激光手术，（2）半飞秒手术和（3）全激光手术。相比于准分子和半飞秒术式，全飞秒和 ICL 微创程度更高、术后恢复时间更短、对角膜损失程度更低，有望逐渐成为更多人选择的术式。

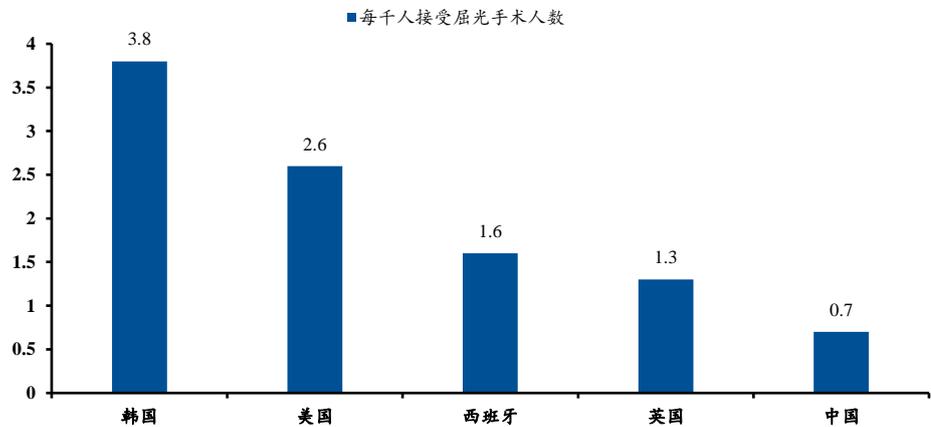
图表 19：屈光手术各术式比较

术式	手术过程	优势/劣势
准分子 半飞秒	用角膜刀切起一角膜层，再用准分子激光切削一定厚度的角膜基质，之后再角膜层覆盖回去	优势：价格较低，节约角膜厚度，适合角膜较薄患者，定制化程度高、 劣势：需要制作角膜瓣，并切削角膜，微创程度低，需术后用药。
	飞秒制作角膜瓣，准分子激光切割后，角膜瓣归位	优势：定制化程度较高，角膜切削较小，微创程度适中； 劣势：需要制作角膜瓣，并切削角膜，微创程度弱于全飞秒
全飞秒 ICL	在角膜上扫描两层后，形成角膜基质透镜，再通过 2-4mm 的微小切口取出透镜	优势：无需制作角膜瓣，微创程度最高，术后角膜更完整； 劣势：影响角膜基质层内生物组织，对角膜厚度有要求，价格较高。
	显微镜下制作切口，眼内植入人工晶体	优势：无需切削角膜，微创程度极高，手术可逆，定制化程度高，适用高度近视； 劣势：价格昂贵
准分子	用角膜刀切起一角膜层，再用准分子激光切削一定厚度的角膜基质，之后再角膜层覆盖回去	优势：价格较低，节约角膜厚度，适合角膜较薄患者，定制化程度高、 劣势：需要制作角膜瓣，并切削角膜，微创程度低，需术后用药。
半飞秒	飞秒制作角膜瓣，准分子激光切割后，角膜瓣归位	优势：定制化程度较高，角膜切削较小，微创程度适中； 劣势：需要制作角膜瓣，并切削角膜，微创程度弱于全飞秒

数据来源：普瑞眼科招股说明书，华福证券研究所

相比海外发达市场，国内屈光手术渗透率仍处于较低水平。2021 年国内每千人中只有 0.7 人接受屈光手术，而美国为 2.6 人，韩国为 3.8 人。

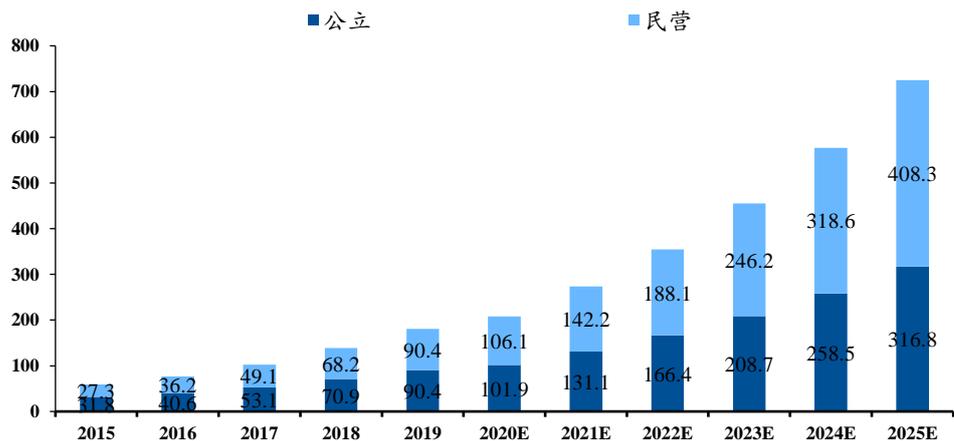
图表 20：2021 年全球部分地区屈光手术渗透率比较



数据来源：《2022 中欧国际近视手术白皮书》，华福证券研究所

在渗透率持续提升趋势下，屈光行业有望保持高速增长。根据灼识咨询，2019 年屈光行业规模为 180.7 亿元，2015-2019 年复合增速为 32.3%，预计 2025 年将增至 725 亿元，2020-2025 年复合增速为 28.4%，其中民营占比将从 2020 年的 51% 增至 2025 年的 56%。

图表 21：2015-2025 年国内屈光不正手术市场规模



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

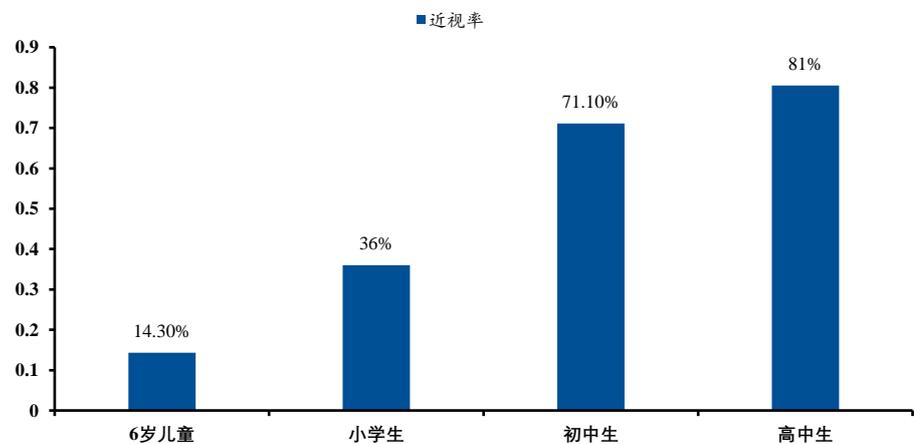
2.2 视光：近视防控上升至国家战略，医学视光市场空间明显

视光市场包含传统验光和医学视光，传统验光主要是通过电脑验光得到屈光参考度数，再依据此度数配置镜片，医学视光包括验光、配镜、提高双眼视功能，减缓屈光不正发展等服务，通过镜片或非永久改变（如角膜接触镜）来提高眼屈光折射力，

从而达到清晰成像在视网膜上的目的，我国目前医学视光主要针对的是青少年近视等视力障碍问题。

我国青少年近视问题严峻，近视人群超 50%。据国家卫健委统计数据，2020 年我国儿童青少年总体近视率为 52.7%，较 2019 年上升 2.5%。其中，6 岁儿童为 14.3%，小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%，且 10%近视学生为高度近视，易引发多种严重并发症，随着互联网教学的普及、学生睡眠时间减少以及户外活动减少，近视人群有可能进一步增加。

图表 22：2020 年国内各年龄段青少年近视率情况



数据来源：国家卫健委，华福证券研究所

政策高度重视，近视防控上升为国家战略。2018 年 8 月，国家多个部委联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，要求儿童近视做到早发现早干预，且整体加强视光师培养，确保每个县（市、区）均有合格的视光专业人员提供规范服务。2021 年 4 月，教育部等 15 个单位联合印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025 年）》，持续加强近视防控。2022 年 1 月，国家卫健委印发《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》，再次提出提升近视防控和矫治水平。青少年近视防控已经上升到国家战略层面，未来医学视光服务具有广阔的市场空间。

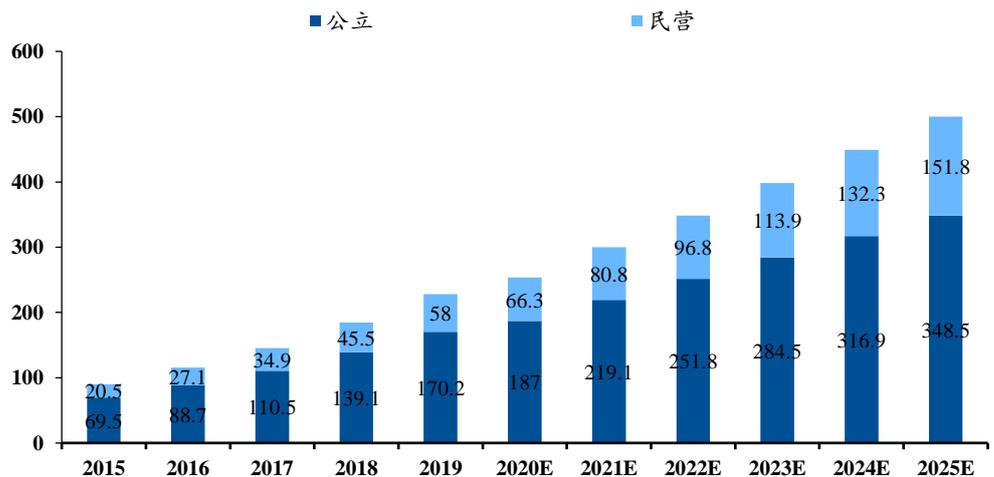
图表 23：近年来青少年近视防控相关政策文件

发布时间	发布部门	具体政策	政策内容
2018/8	教育部、卫健委、财政部等八个部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	到 2023 年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5% 以上，近视高发省份每年降低 1% 以上，到 2030 年，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率控制在 38% 以下，中学生近视率控制在 60% 以下。
2021/4	教育部、卫健委、财政部等十五个部门	儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025 年）	合力开展儿童青少年近视防控光明行动，克服新冠肺炎疫情影响，健全完善儿童青少年近视防控体系，到 2025 年每年持续降低儿童青少年近视率，有效提升儿童青少年视力健康水平，为如期实现《综合防控儿童青少年近视实施方案》2030 年各项目标任务奠定基础。
2022/1	国家卫健委	“十四五”全国眼健康规划（2021—2025 年）	一是 0-6 岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达到 90% 以上，儿童青少年眼健康整体水平不断提升。二是有效屈光不正矫正覆盖率不断提高，高度近视导致的视觉损伤人数逐步减少。三是全国百万人口白内障手术率达到 3500 以上，有效白内障手术覆盖率不断提高。

数据来源：国家卫健委等部门，华福证券研究所

预计 2025 年医学视光市场将增至 500 亿。根据灼识咨询，2019 年国内医学视光市场规模为 228.1 亿元，2015-2019 年复合增速为 26.2%，其中医学视光市场规模为 228.1 亿元，2015-2019 年复合增速为 26.2%。预计 2025 年医学视光市场规模将增至 500.3 亿元，2020-2025 年复合增速达 14.6%。

图表 24：2015-2025 年国内医学视光市场规模



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

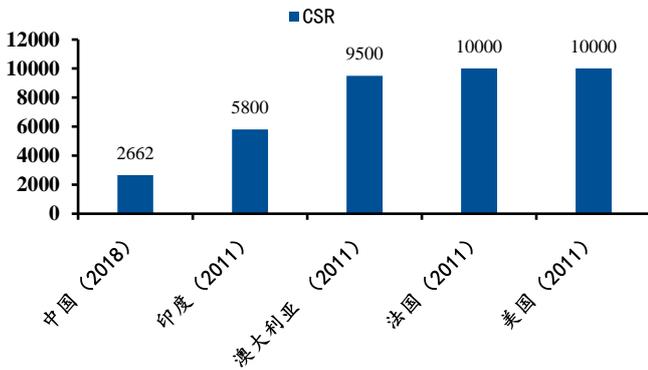
2.3 白内障：老龄化趋势严峻，预计 2025 年白内障市场规模达 339 亿元

我国老龄化逐步加剧，白内障患病人数和市场规模持续增长。白内障是指晶状体透明度降低或者颜色改变所导致的光学质量下降的退行性改变，随着年龄的增长，白

内障患病率显著提高，据中华医学会眼科学分会统计，我国 60 岁至 89 岁人群白内障发病率是 80%，而 90 岁以上人群白内障发病率达到 90% 以上。

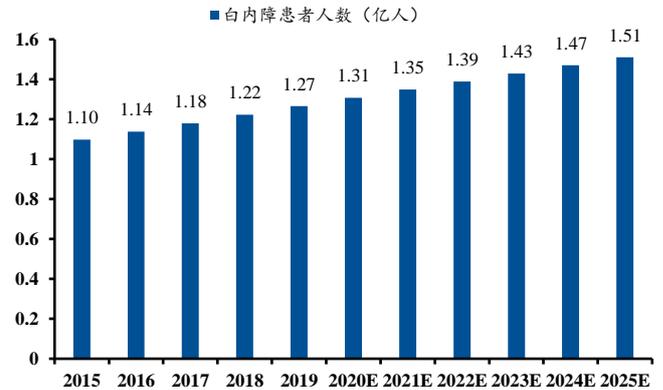
白内障手术渗透率相比海外仍有较大提升空间，手术人数预计将稳定增长。根据爱博医疗招股说明书，国内每百万人口白内障手术数量（CSR）已由 2012 年的 1072 快速提升至 2018 年的 2662，复合增速达 16.4%；但相比于 2011 年 CSR 已超过 10000 的美国、法国等发达国家和 CSR 超过 5000 的印度，中国白内障手术渗透率仍有很大提升空间。此外，根据灼识咨询，2015-2019 年中国白内障患者人数从 1.1 亿人，增至 1.27 亿人，复合增长率约为 3.6%。随着中国老年人口的增加以及发病率的小幅提升，预计中国白内障患者人数将于 2025 年将超过 1.51 亿人。

图表 25：各国白内障手术渗透率水平比较



数据来源：爱博医疗招股说明书，华福证券研究所

图表 26：国内白内障患者人数变化情况



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

白内障项目术式升级、晶体多样，满足患者消费升级选择。目前主流的白内障术式主要有三种，超声乳化吸除白内障手术、冷超声乳化吸除白内障手术、飞秒激光辅助白内障手术，超声乳化作为传统的手术方式，切口较小，术后不需要缝合，手术时间短，对眼压产生的影响小，冷超声乳化进一步提升了超声乳化的吸除效率，并能减少术后并发症；飞秒激光辅助技术进一步提升切口、破碎吸除晶核的效率和准确度。目前低端白内障晶体已经进入带量采购，随着带量采购的逐渐铺开，耗材的限价和降价，预计白内障手术量将继续高速增长，随着人们消费水平的提高，中高端白内障晶体的使用率也将不断提高。

图表 27：不同类型晶体比较

类型	功能属性	优势/劣势	市占率
普通	可折叠、单焦点、球面设计	优势：价格最低； 劣势：成像效果一般，夜间视觉效果较差，看近景需佩戴眼镜	40%
中端	可折叠、单焦点、非球面设计	优势：成像效果优于普通晶体，价格较低； 劣势：看近景需佩戴眼镜，成像质量中等，无法解决散光、老花等需求	50%
高端	可折叠、多焦点、非球面设计	优势：看近景无需佩戴眼镜，可解决散光、老花等需求，成像质量最优 劣势：价格较高	10%

数据来源：爱博医疗招股说明书，华福证券研究所

预计 2025 年白内障市场将增至 339 亿。根据灼识咨询，2019 年国内白内障市场规模为 194.5 亿元，2015-2019 年复合增速为 15%，预计 2025 年白内障市场规模将增至 338.6 亿元，2020-2025 年复合增速达 10.3%。

图表 28：2015-2025 年国内白内障市场规模



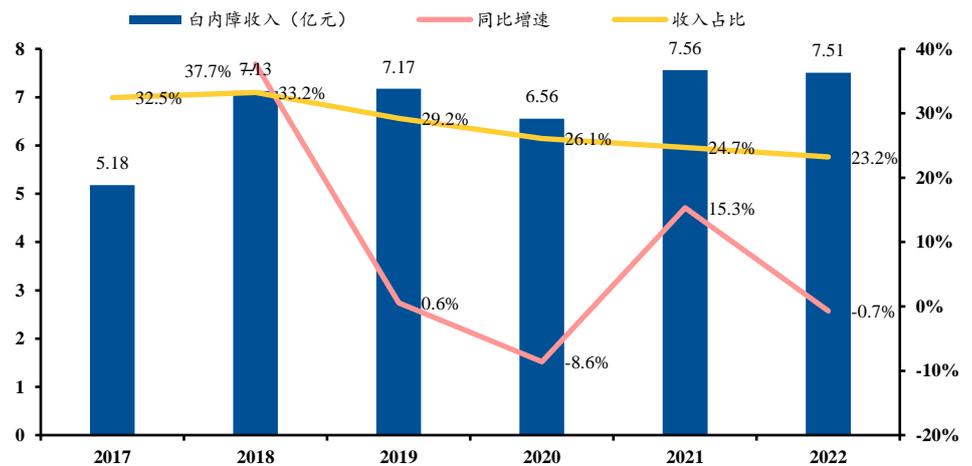
数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

3、乘消费升级东风，业务结构持续实现高端化转型

3.1 白内障：业务结构实现高端化转型，客单价持续提升

受医保控费和疫情影响，白内障业务收入有所波动。从2017年到2022年，公司白内障业务收入从5.18亿元增至7.51亿元，复合增速为7.71%，增速略低于爱尔眼科，但高于普瑞眼科和何氏眼科，收入占比从32.5%降至23.2%。

图表 29：2017 年以来公司白内障业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 30：公司白内障业务收入增速仅次于爱尔眼科

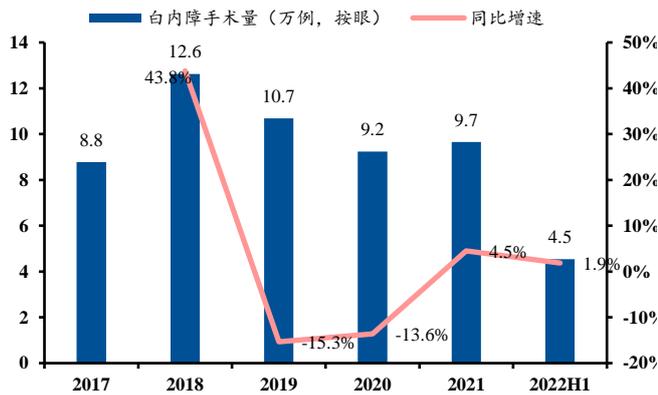
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
白内障收入 (亿元)	普瑞眼科	2.75	3.11	2.75	2.73	2.87	2.49	
	爱尔眼科	14.17	15.45	17.6	19.61	21.91	21.43	
	华夏眼科	5.18	7.13	7.17	6.56	7.56	7.51	
	何氏眼科	1.22	1.41	1.51	1.53	1.57	1.33	
增速	普瑞眼科		13.10%	-11.60%	-0.70%	5.10%	-13.2%	-1.97%
	爱尔眼科		9.00%	13.90%	11.40%	11.70%	-2.2%	8.63%
	华夏眼科		37.60%	0.60%	-8.50%	15.20%	-0.7%	7.71%
	何氏眼科		15.60%	7.10%	1.30%	2.60%	-15.3%	1.74%
占比	普瑞眼科	34.12%	30.61%	23.05%	20.04%	16.78%	14.43%	
	爱尔眼科	23.76%	19.29%	17.62%	16.46%	14.61%	13.30%	
	华夏眼科	32.44%	33.22%	29.19%	26.09%	24.67%	23.23%	
	何氏眼科	25.63%	22.96%	20.24%	18.26%	16.32%	13.93%	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，华福证券研究所

从量价角度来看，白内障业务持续实现量减价增，业务高端化趋势明显。受到医保控费和疫情影响，2018年以来公司白内障业务手术量下降明显，从2018年到2021

年，公司白内障手术量分别从 12.6 万例下降至 9.65 万例。与此同时，公司积极应对医保控费带来的影响，顺应消费升级趋势，大力推广中高端白内障业务，带动白内障项目平均单价快速上升。从 2018 年到 2021 年，公司白内障业务客单价从 5007 元增至 7110 元，年复合增速达 12.4%。

图表 31：2017 年以来公司白内障业务手术量情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

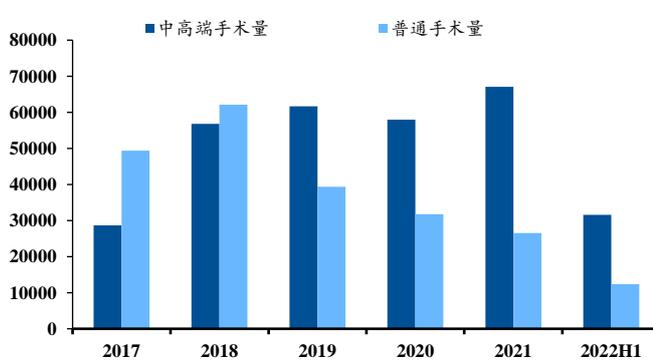
图表 32：2017 年以来公司白内障业务客单价情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

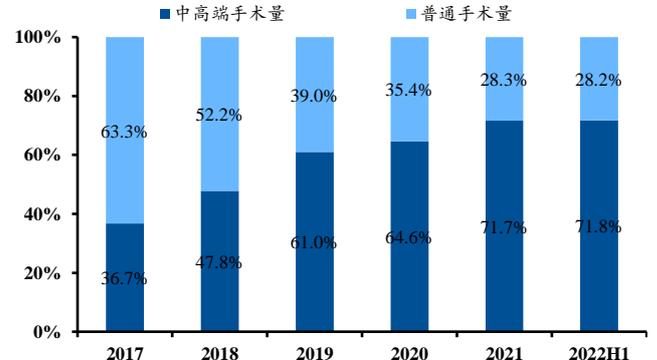
中高端白内障手术量占比快速提升。从 2017 年到 2021 年，公司中高端白内障手术量从 2.86 万例增至 6.71 万例，复合增速达 23.76%，手术量占比从 36.7% 提升至 71.7%。2022 年上半年中高端白内障手术量为 3.16 万例，同比下滑 0.86%，占比进一步提升至 71.8%。普通白内障手术量从 4.94 万例降至 2.65 万例，手术量占比从 63.3% 降至 28.3%，2022 年上半年普通白内障手术量为 1.24 万例，同比增长 7.86%，占比进一步下降至 28.2%。

图表 33：公司白内障业务手术量按不同类型划分



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 34：公司白内障业务不同类型手术量占比

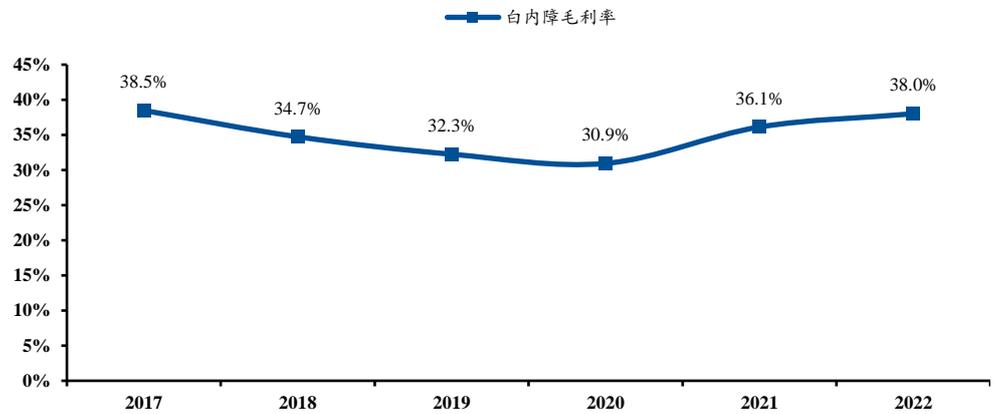


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

2020 年以来，白内障毛利率呈现持续上升趋势。从 2017 年到 2020 年，受手术量整体下滑、固定成本摊销占比提升的影响，白内障业务毛利率呈现下滑趋势，白

从 38.5%下降至 30.9%，但从 2021 年以来，随着中高端白内障项目占比逐年提升，相关成本费用逐步实现规模效应，毛利率持续提升至 2022 年的 38%。

图表 35：公司白内障业务毛利率情况

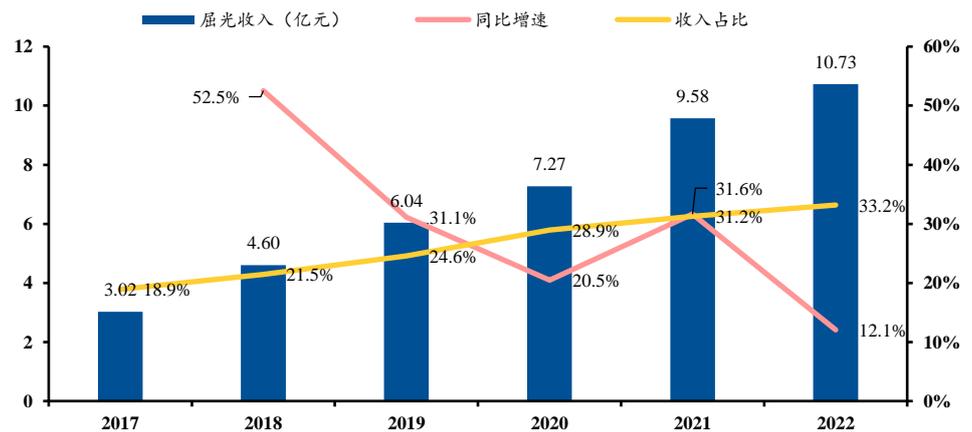


数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

3.2 屈光：收入增长强劲，术式持续迭代，带动业务量价齐升

屈光业务是公司近年来重点发力的业务，收入增速在同行中处于较高位置。从 2017 年到 2022 年，公司屈光业务收入从 3.02 亿元增至 10.73 亿元，复合增速达 28.9%，收入占比从 18.9%增至 33.2%，收入增速仅次于普瑞。

图表 36：2017 年以来公司屈光业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 37：公司屈光业务收入增速仅次于普瑞眼科

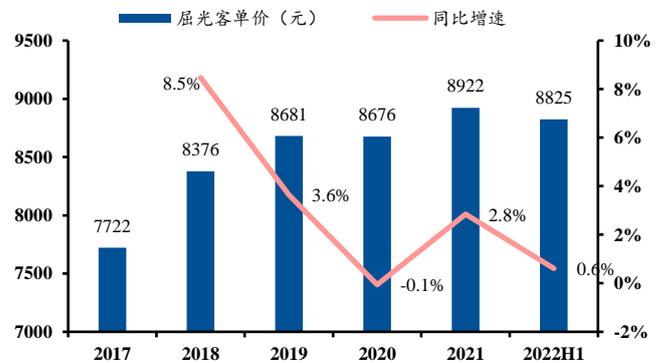
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
屈光收入 (亿元)	普瑞眼科	2.65	3.88	5.42	6.72	8.72	9.71	
	爱尔眼科	19.31	28.12	35.31	43.49	55.2	63.37	
	华夏眼科	3.02	4.60	6.04	7.27	9.58	10.73	
	何氏眼科	0.89	1.24	1.55	1.77	2.01	2.04	
增速	普瑞眼科		46.40%	39.70%	24.00%	29.80%	11.4%	29.66%
	爱尔眼科		45.60%	25.60%	23.20%	26.90%	14.8%	26.83%
	华夏眼科		52.30%	31.30%	20.40%	31.80%	12.1%	28.87%
	何氏眼科		39.30%	25.00%	14.20%	13.60%	1.5%	18.05%
占比	普瑞眼科	32.88%	38.19%	45.43%	49.34%	50.99%	56.26%	
	爱尔眼科	32.38%	35.11%	35.35%	36.51%	36.80%	39.34%	
	华夏眼科	18.91%	21.45%	24.58%	28.93%	31.25%	33.19%	
	何氏眼科	18.70%	20.20%	20.78%	21.12%	20.89%	21.36%	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，华福证券研究所

从量价角度来看，屈光业务整体实现量价齐升。从2017年到2021年，公司屈光业务手术量从3.9万眼增至10.7万眼，复合增速达32.75%，客单价从7722元/眼增至8922元/眼，复合增速达3.68%。

图表 38：2017 年以来公司屈光业务手术量情况

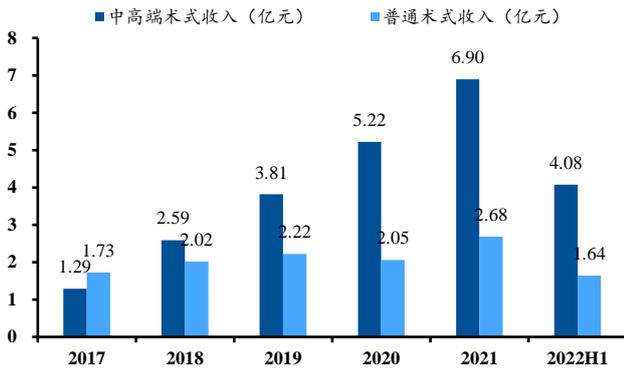

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 39：2017 年以来公司屈光业务客单价情况


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

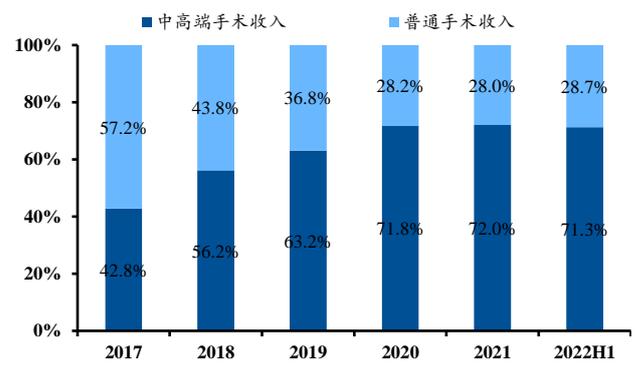
分业务类型看，全飞秒、ICL 等高端术式收入增长迅速，收入占比快速提升。从2017年到2021年，公司中高端屈光术式（全飞秒、ICL）收入从1.29亿元增至6.9亿元，复合增速达52.08%，手术量从12526例（眼）增至70439例（眼），复合增速达53.99%，收入占比从42.8%提升至72%，手术量占比从32%提升至65.6%。普通屈光术式（准分子、半飞秒、飞秒）收入占比从57.2%降至28%，手术量占比从68%降至34.4%。

图表 40：公司屈光业务收入按不同类型划分



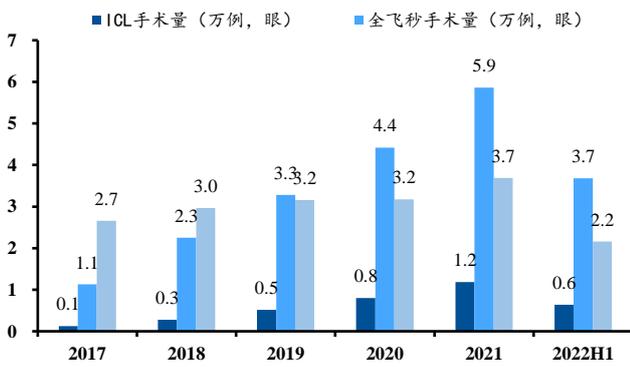
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 41：公司屈光业务不同类型收入占比



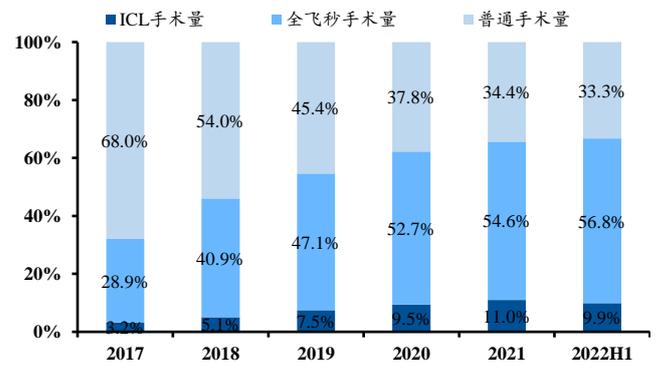
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 42：公司屈光业务手术量按不同类型划分



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

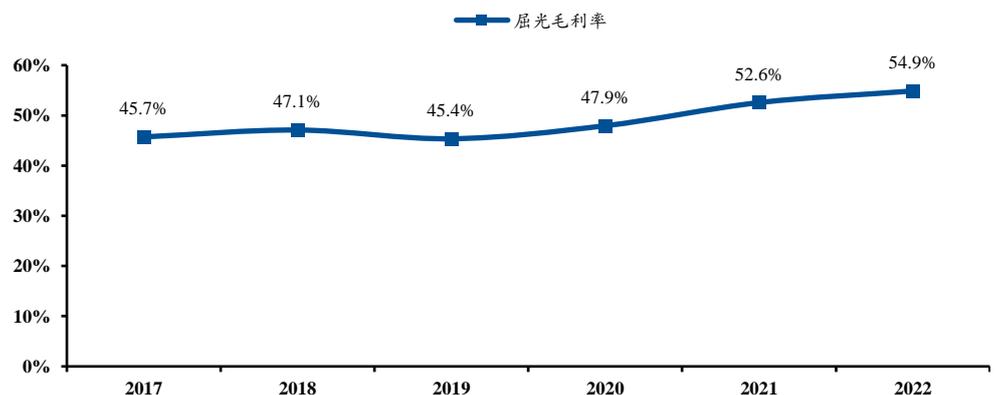
图表 43：公司屈光业务不同类型手术量占比



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

受益于规模效应，屈光业务毛利率持续提升。从 2017 年到 2022 年，公司屈光业务毛利率从 45.7% 提升至 54.9%，主要系主要材料平均采购价格因规模效应有所降低，平均手术成本相应下降。

图表 44：公司屈光业务毛利率情况

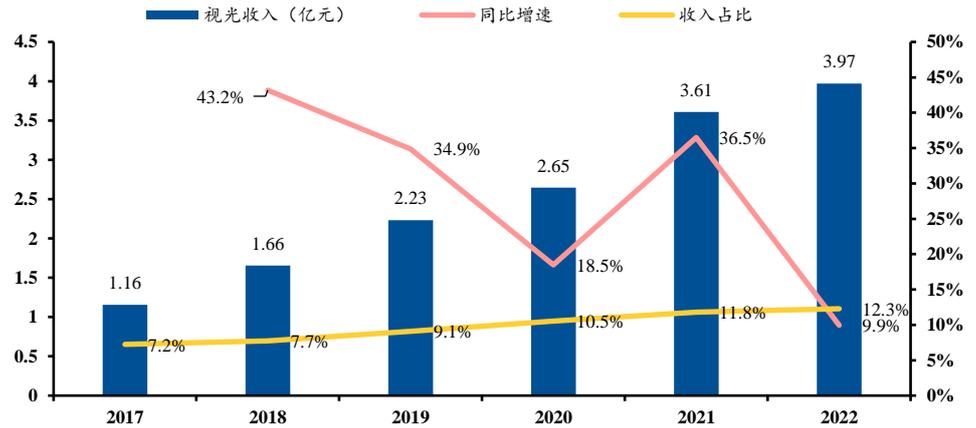


数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

3.3 视光：公司重点发力业务，收入占比快速提升

视光业务为公司近年来重点发力的业务，收入体量和占比均快速提升。从 2017 年到 2022 年，视光业务收入从 1.16 亿元增至 3.97 亿元，复合增速为 27.9%，高于同行可比公司增速水平，收入占比从 7.2% 提升至 11.8%。

图表 45：2017 年以来公司视光业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

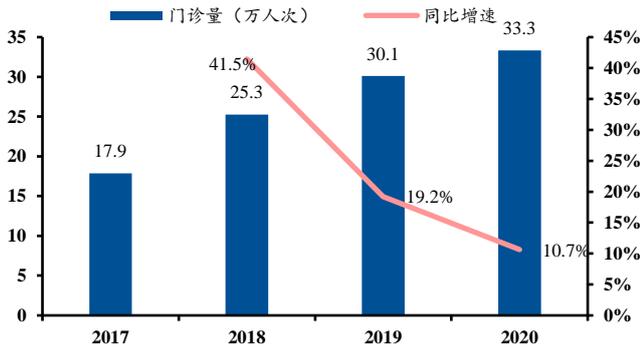
图表 46：公司视光业务收入增速高于同行公司

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
视光收入 (亿元)	普瑞眼科	1.16	1.48	1.82	2.05	2.76	2.6	
	爱尔眼科	11.72	14.77	19.3	24.54	33.78	37.79	
	华夏眼科	1.16	1.66	2.23	2.65	3.61	3.97	
	何氏眼科	1.2	1.63	2.23	2.74	3.46	3.5	
增速	普瑞眼科		27.60%	23.00%	12.60%	34.60%	-5.8%	17.52%
	爱尔眼科		26.00%	30.70%	27.20%	37.70%	11.9%	26.38%
	华夏眼科		43.10%	34.30%	18.80%	36.20%	9.9%	27.98%
	何氏眼科		35.80%	36.80%	22.90%	26.30%	1.2%	23.87%
占比	普瑞眼科	14.39%	14.57%	15.26%	15.05%	16.14%	15.06%	
	爱尔眼科	19.65%	18.44%	19.32%	20.60%	22.52%	23.46%	
	华夏眼科	7.24%	7.72%	9.09%	10.52%	11.78%	12.28%	
	何氏眼科	25.21%	26.55%	29.89%	32.70%	35.97%	36.65%	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，华福证券研究所

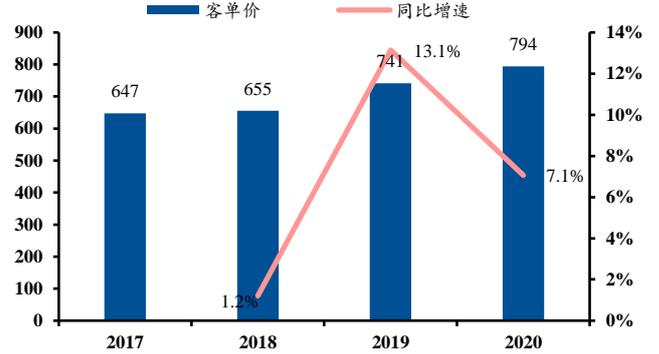
从量价角度来看，视光业务实现量价齐升。从 2017 年到 2020 年，公司视光业务门诊量从 17.86 万人次增至 33.33 万人次，复合增速达 23.12%，客单价从 647 元增至 794 元，复合增速达 7.06%。

图表 47：2017 年以来公司视光业务门诊量情况



数据来源：公司第一轮问询函回复，华福证券研究所

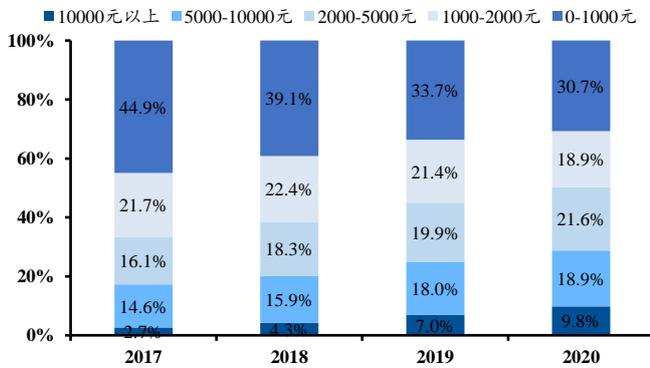
图表 48：2017 年以来公司视光业务客单价情况



数据来源：公司第一轮问询函回复，华福证券研究所

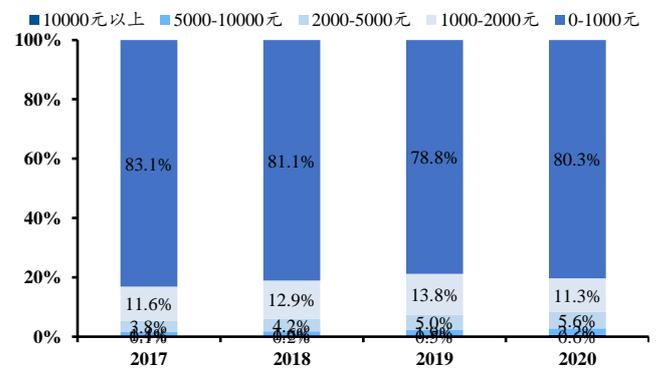
高端业务收入占比快速提升，业务整体毛利率维持高位。从 2017 年到 2020 年，公司视光业务中客单价 10000 元以上的客户人次占比从 0.1% 提升至 0.6%，收入占比从 2.7% 提升至 9.8%；客单价 5000-10000 元的客户人次占比从 1.4% 提升至 2.2%，收入占比从 14.6% 提升至 18.9%；客单价 2000-5000 元的客户人次占比从 3.8% 提升至 5.6%，收入占比从 16.1% 提升至 21.6%。

图表 49：2017 年以来视光业务不同客单价收入占比



数据来源：公司第一轮问询函回复，华福证券研究所

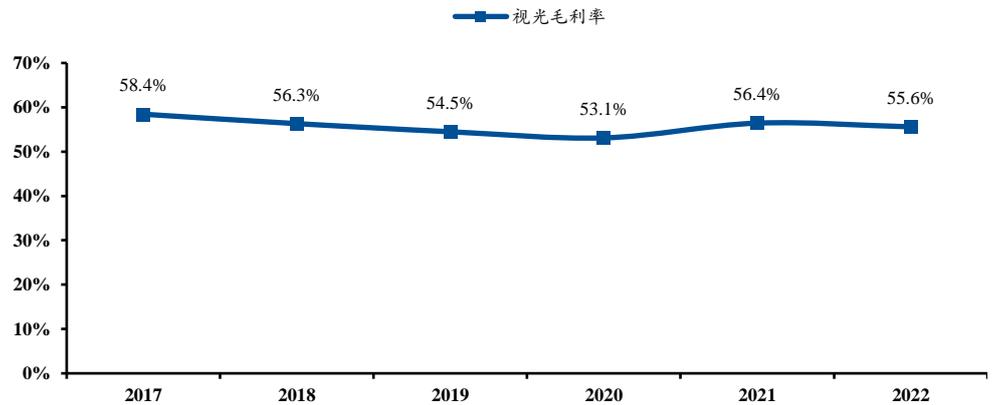
图表 50：2017 年以来视光业务不同客单价人次占比



数据来源：公司第一轮问询函回复，华福证券研究所

视光业务毛利率先降后升，整体维持较高水平。从 2017 年到 2022 年，公司视光业务毛利率从 58.4% 下降至 55.6%，其中 2017-2020 年毛利率呈现逐年下滑趋势，主要系公司刚启动视光业务高端化转型，高端镜片、OK 镜等产品因采购量较小未实现规模效应。2021 年视光业务毛利率大幅上升，主要系随采购量上升，采购价格因规模效应有所下降。

图表 51：公司视光业务毛利率情况

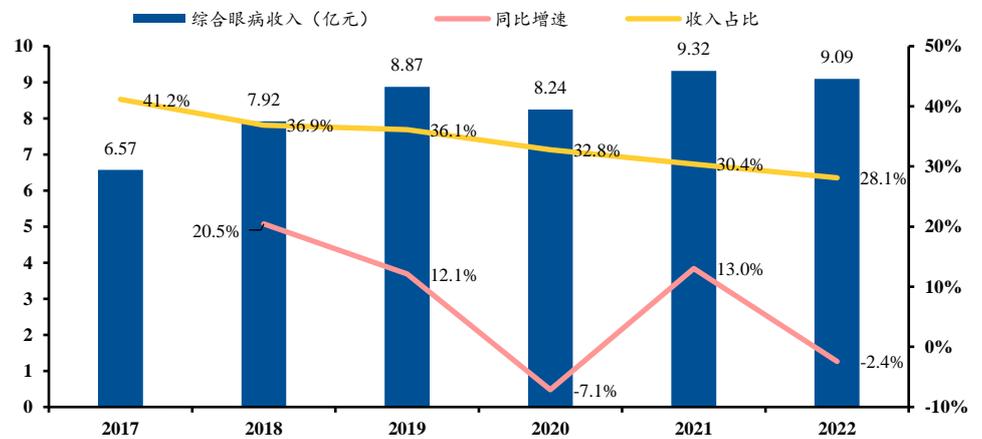


数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

3.4 综合眼病：业务收入平稳增长，斜弱视及小儿眼科表现亮眼

综合眼病涵盖业务种类较多，整体收入增长较为平稳。综合眼病涵盖了眼底病、眼表病、斜弱视及小儿眼科、其他眼病项目，从 2017 年到 2022 年，综合眼病业务收入从 6.42 亿元增至 9.09 亿元，复合增速为 6.7%，收入占比从 41.2% 降至 28.1%。

图表 52：2017 年以来公司综合眼病业务收入情况



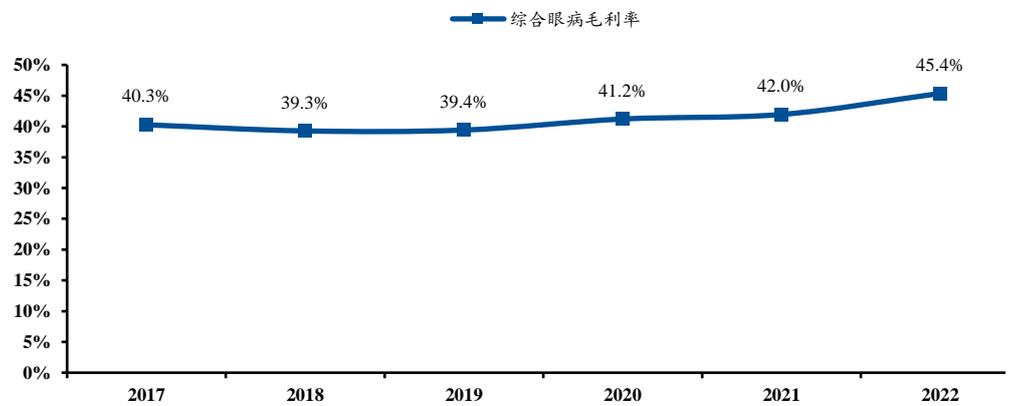
数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 53：公司综合眼病业务收入占比高于同行公司

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
综合眼病收入 (亿元)	普瑞眼科	1.47	1.67	1.9	2.08	2.67	2.33	
	爱尔眼科	14.36	21.64	27.53	31.36	38.84	38.5	
	华夏眼科	6.57	7.92	8.87	8.24	9.32	9.09	
	何氏眼科	1.41	1.83	2.13	2.31	2.55	2.62	
增速	普瑞眼科		13.60%	13.80%	9.50%	28.40%	-12.73%	9.65%
	爱尔眼科		50.70%	27.20%	13.90%	23.90%	-0.88%	21.80%
	华夏眼科		20.60%	12.20%	-7.30%	13.20%	-2.44%	6.70%
	何氏眼科		29.20%	16.60%	8.50%	10.20%	2.75%	13.19%
占比	普瑞眼科	18.24%	16.44%	15.93%	15.27%	15.61%	13.50%	
	爱尔眼科	24.08%	27.02%	27.56%	26.33%	25.89%	23.90%	
	华夏眼科	41.16%	36.88%	36.13%	32.78%	30.41%	28.12%	
	何氏眼科	29.62%	29.80%	28.55%	27.57%	26.51%	27.43%	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，华福证券研究所

综合眼病项目毛利率相对维持稳定。从2017年到2022年，公司综合眼病项目毛利率从40.3%升至42%，整体相对维持稳定。2022年，项目毛利率升至45.4%。

图表 54：公司综合眼病业务毛利率情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

3.4.1 眼底项目：收入增长平稳，增长主要靠业务量驱动

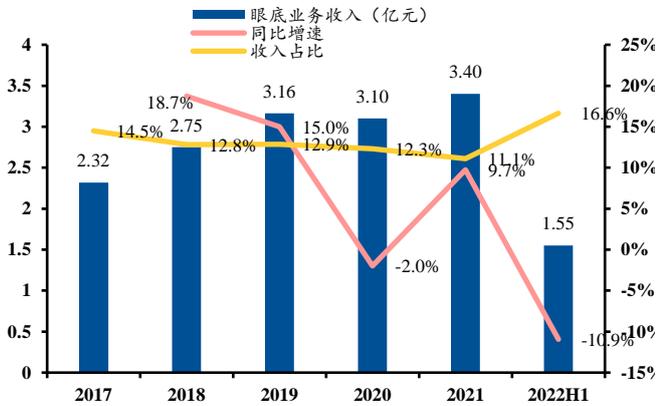
眼底项目包括视神经疾病，眼底血管性疾病，黄斑部疾病等，主要与老龄化疾病相关。因为眼底疾病的复杂性，眼底医疗团队的建设以及眼底医生资源是评判各大医院眼科以及眼专科医院的重要衡量指标。公司拥有以黎晓新教授为代表的眼底病专家团队，技术优势及高知名度保证了在医控控费的趋势下眼底项目就诊人数及相应手术量的仍实现持续增长。

从2017年到2021年，公司眼底业务收入从2.32亿元增至3.4亿元，复合增速为10.03%，收入占比从14.5%下滑至11.1%。2022年上半年眼底业务实现收入1.55

亿元，同比下滑 10.9%，主要系疫情限制了跨区域患者流动，收入占比下滑至 9.8%。

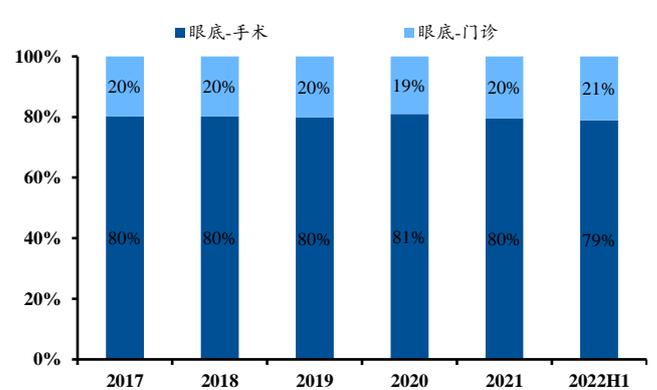
从收入结构来看，眼底业务手术收入占比基本维持在 80%左右，贡献大部分收入。

图表 55：2017 年以来公司眼底业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 56：2017 年以来公司眼底业务收入结构

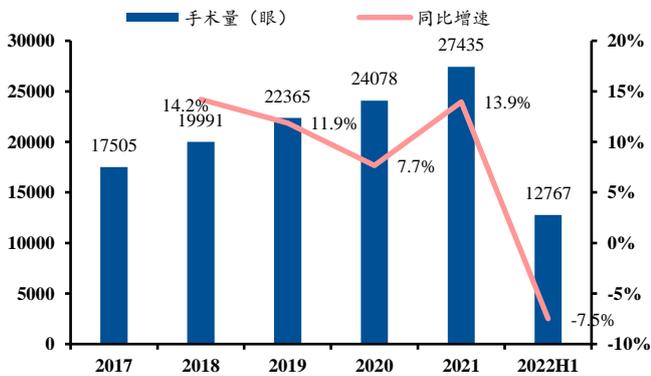


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从量价角度来看，眼底业务增长主要靠量驱动，客单价受医保控费影响持续下滑。

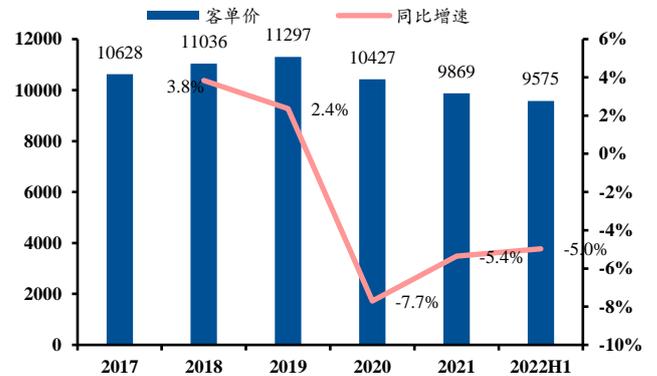
从 2017 年到 2021 年，公司眼底业务手术量从 17505 眼增至 27435 眼，复合增速达 11.89%，而客单价从 10628 元降至 9869 元，复合增速为 -1.84%。

图表 57：2017 年以来公司眼底业务手术量情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 58：2017 年以来公司眼底业务客单价情况

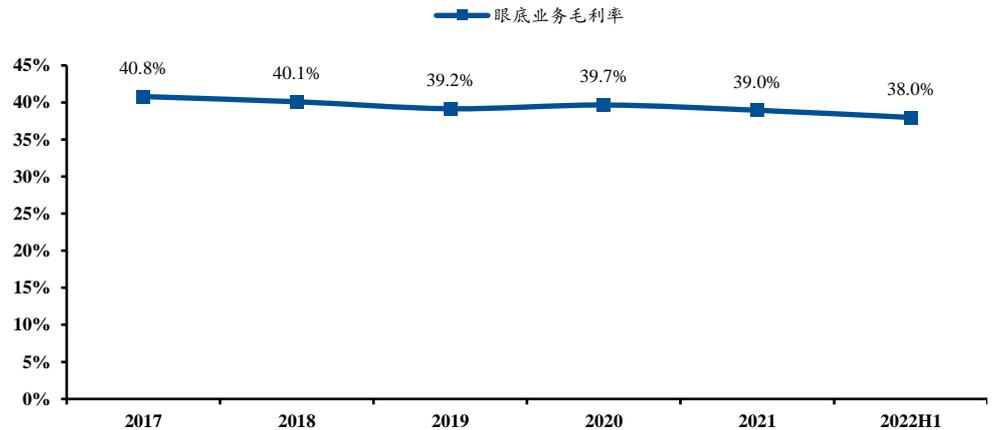


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

眼底项目毛利率略有下滑。从 2017 年到 2021 年，公司眼底项目毛利率从 40.8%

降至 39%，主要系医保控费对客单价造成一定的压制。

图表 59：公司眼底项目毛利率情况



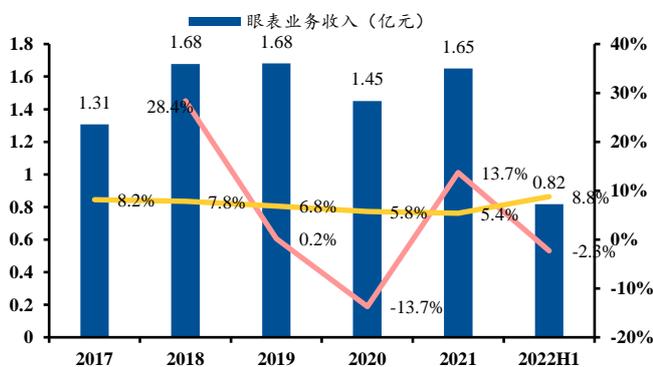
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

3.4.2 眼表项目：收入增长平稳，门诊占比快速提升

眼表疾病是一系列损害角膜结膜眼表正常结构与功能的疾病的总称，常见疾病为干眼症和翼状胬肉。公司拥有以刘祖国教授为代表的眼表疾病专家团队，业务实力尤为突出。

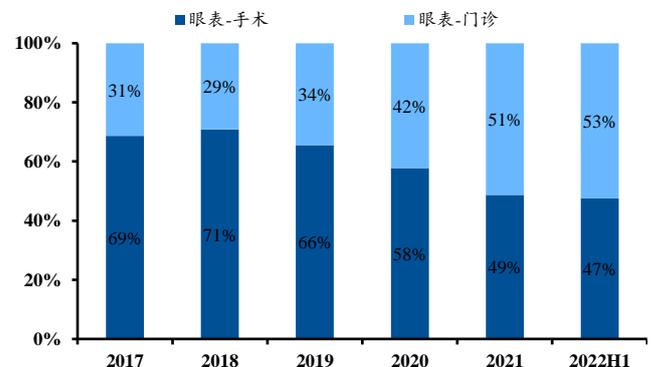
从 2017 年到 2021 年，公司眼表业务收入从 1.31 亿元增至 1.65 亿元，复合增速为 5.94%，收入占比从 8.2% 下滑至 5.4%。2022 年上半年眼表业务实现收入 0.82 亿元，同比下滑 2.3%，收入占比下滑至 5.2%。从收入结构来看，近年来眼表业务门诊收入占比快速提升，从 2017 年 31% 提升至 2021 年 51%，我们认为主要系以门诊为主的干眼症治疗需求快速增长所致。

图表 60：2017 年以来公司眼表业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

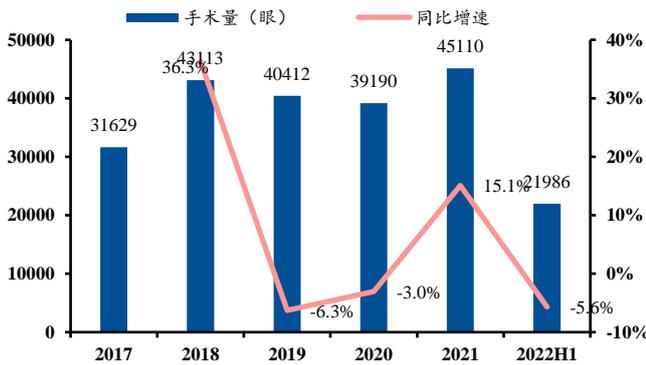
图表 61：2017 年以来公司眼表业务收入结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从量价角度来看，眼表业务手术量增长稳定，客单价受医保控费影响持续下滑。从 2017 年到 2021 年，公司眼表业务手术量从 31629 眼增至 45110 眼，复合增速达 9.28%，而客单价从 2837 元降至 1780 元，复合增速为 -11%。

图表 62：2017 年以来公司眼表业务手术量情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

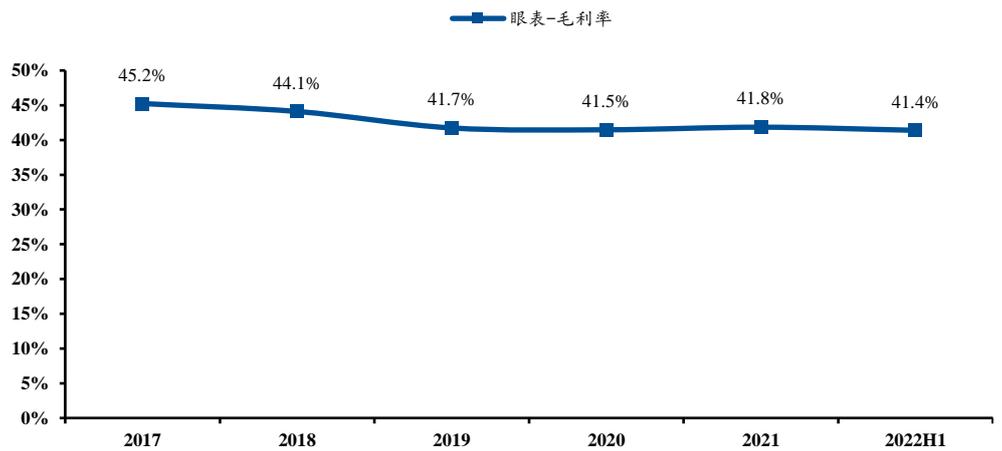
图表 63：2017 年以来公司眼表业务客单价情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

眼表项目毛利率略有下滑。从 2017 年到 2021 年，公司眼表项目毛利率从 45.2% 降至 41.8%，主要系医保控费对客单价造成一定的压制。

图表 64：公司眼表业务毛利率情况



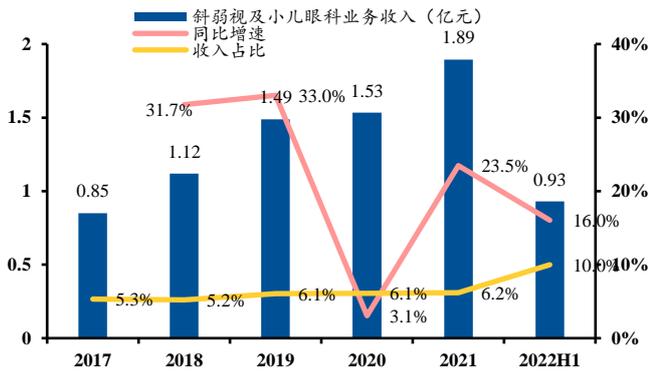
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

3.4.3 斜弱视及小儿眼科项目：收入快速增长，门诊占比快速提升

斜弱视多见于青少年群体，青少年时期及时的斜弱视筛查以及矫正治疗是治疗和控制整体斜弱视发病的关键。公司拥有以赵堪兴教授为代表的小儿疑难眼科专家团队，品牌和技术实力尤为突出。

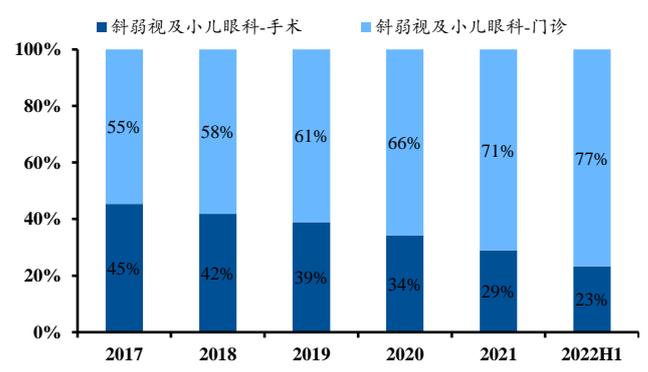
从 2017 年到 2021 年，公司斜弱视及小儿眼科业务收入从 0.85 亿元增至 1.89 亿元，复合增速为 22.11%，收入占比从 5.3% 提升至 6.2%。2022 年上半年斜弱视及小儿眼科业务实现收入 0.93 亿元，同比提升 16%，收入占比为 5.9%。从收入结构来看，近年来眼表业务门诊收入占比快速提升，从 2017 年 55% 提升至 2021 年 77%。

图表 65：斜弱视及小儿眼科业务收入情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

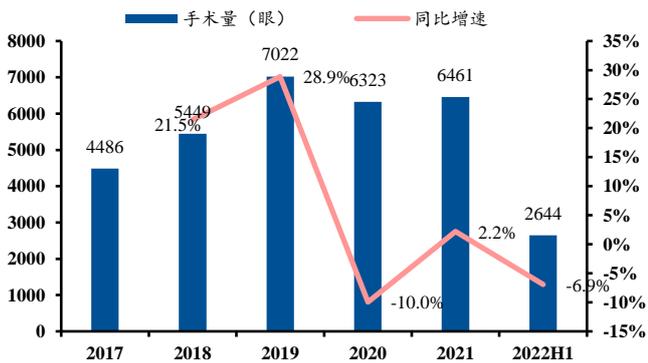
图表 66：斜弱视及小儿眼科业务收入结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从量价角度来看，斜弱视及小儿眼科业务手术量增长稳定，客单价维持稳定。从 2017 年到 2021 年，公司斜弱视及小儿眼科业务手术量从 4486 眼增至 6461 眼，复合增速达 9.55%，而客单价从 8591 元降至 8487 元，基本维持稳定。

图表 67：斜弱视及小儿眼科业务手术量情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

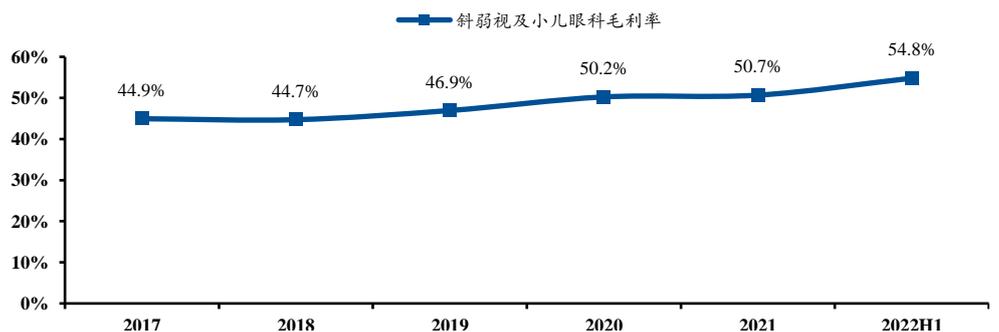
图表 68：斜弱视及小儿眼科业务客单价情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

斜弱视及小儿眼科项目毛利率持续提升。从 2017 年到 2021 年，公司斜弱视及小儿眼科项目毛利率从 44.9% 提升至 50.7%，2022 上半年毛利率进一步提升至 54.8%。

图表 69：公司斜弱视及小儿眼科业务毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

4、“医教研”体系成熟，专家资源顶尖，打造全国眼科学术高地

4.1 “医教研”体系成熟，带动临床医学科研创新能力持续提升

公司具有成熟的“医教研”体系，为集团的临床诊疗技术创新和能力提升提供了强大支撑。

(1) 在临床诊疗与医学研究的协同上，公司依托于临床诊疗案例的积累开展科研工作，带动临床医学科研创新能力稳定提升，在国内外眼科界形成了广泛学术影响力。在“医教研”平台的基础上，公司下属医院的多名眼科专家取得一系列具有影响力的科研成果，报告期内共进行了90项科研课题研究，其中包括10项国家级、9项省级科研课题。

图表 70：公司重大科研课题

序号	项目名称	项目类型	立项时间	主要研发人员
1	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、国家卫生健康委办公厅 5G 医疗健康应用试点项目	2021 年 9 月	黎晓新
2	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 年 8 月	欧尚坤
3	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 年 6 月	欧尚坤
4	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 年 1 月	黎晓新
5	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 年 9 月	刘旭阳
6	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 年 11 月	胡钦瑞
7	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 年 8 月	董诺
8	经玻璃体腔基因替代疗法联合抗凋亡基因治疗治疗 LCA2 及抗凋亡分子机制探索	国家自然科学基金面上项目	2019 年 8 月	鹿继景
9	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 年 8 月	谭俊凯
10	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 年 8 月	李扬

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

(2) 在临床诊疗与教学培训的协同上，公司下属医院与厦门大学、北京大学等院校签订合作协议，在人才培养、学术共建、临床研究等方面进行合作。比如厦门眼科中心作为厦门大学的非隶属附属医院、人才培养基地、临床教学基地和科学研究基地，与厦门大学共同设立了博士后科研工作站并开展了研究生招生计划。厦门大学支

持公司的学科建设，开展学术交流，向公司开放其科研和学术资源，促进公司学术水平和医疗技术水平的持续提升；公司作为厦门大学的人才培养基地，为其承担相关医学专业本科生的临床理论教学、临床实习等临床教学工作，并担任指导研究生工作及相关科学研究工作。

此外，公司联合北京大学开展了联合招收和培养博士后研究人员计划，形成工作站和博士后流动站单位的合作机制。

4.2 专家资源顶尖，人才梯队完备，全国眼科学术高地已具基础

公司组建了一支覆盖眼科八大亚科和眼视光的专家团队，汇聚了以黎晓新、赵堪兴、葛坚、刘祖国为代表的一批具有国际影响力的眼科专家，其中，黎晓新教授专注于视网膜疾病的研究与治疗，是国内玻璃体手术外科的开拓者，赵堪兴教授在斜视及小儿眼科领域有深刻造诣，是国内斜视与小儿眼科的开拓者，葛坚教授专注于青光眼、白内障诊疗，刘祖国教授主要研究领域为角膜和眼表疾病，是我国眼表及干眼领域的开拓者。

此外，刘旭阳、王利华、王骞、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、蔡锦红、王玉宏等 9 名学科带头人在中华医学会眼科学分会各专业学组中分别担任副组长或委员。

图表 71：公司拥有一批具备国际影响力的眼科专家

姓名	职位	擅长领域	任职	科研成果	荣誉
黎晓新	厦门眼科中心总院长	视网膜疾病研究与治疗，国内玻璃体手术外科的开拓者	国际眼科科学院士，曾任中华医学会眼科学分会主任委员、中华医学会眼科学分会眼底病学组组长、亚太玻璃体视网膜学会主席、美国眼科科学国际联盟委员	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，近 10 年在 Nature 等高影响力国际 SCI 刊物发表论文 238 篇。中国眼科界高学术影响力（H 因子）在我国眼科曾排名第三。	曾荣获世界眼科学会亚太区“最佳临床教师金苹果奖”、中华眼科杰出成就奖、中华医学会眼科学分会最高奖项“眼科终身成就奖”、眼科学会最佳科研贡献“金钥匙奖”、“2018 年度十大医学贡献专家”、中国眼科医师协会特殊贡献专家奖、国之名医奖。
赵堪兴	专家委员会主席	斜视及小儿眼科领域，中国斜视与小儿眼科开拓者和领军人物	任国际眼科科学院院士、国际眼科学会联盟前理事会理事、亚太斜视与小儿眼科学会副主席、亚太眼科学会理事会常务理事，曾任中华医学会眼科学分会主任委员、中国医师协会眼科医师分会会长中华	曾主持完成国家自然科学基金重点课题和面上课题、教育部、卫生部、天津市自然科学基金课题、国际合作大型课题多项。共发表论文 437 篇，其中 SCI 收录 67 篇。	先后获得中华医学会眼科学分会最高奖项“眼科终身成就奖”、中华医学会眼科学分会斜视与小儿眼科学终身成就奖、亚太眼科学会杰出服务贡献奖、亚太眼科学会防盲杰出贡献奖、中华眼科学会杰出成就奖、中美眼科学会金钥匙奖、中美眼科学会金苹果奖、世界眼科联盟与亚太眼科学会颁发的教育成就金

			医学会眼科学分会斜视与小儿眼科学组组长		苹果奖、海外华人眼科及视觉研究联合会颁发的眼科学“杰出领袖奖”。
葛坚	学术委员会主任	青光眼、白内障的诊治，主要研究领域包括眼科干细胞与组织工程、近视防控研究、青光眼防治研究	国家 973 项目首席科学家、眼科学国家重点实验室终身名誉主任、 中华医学会眼科学分会名誉主任委员 、中国医师协会循证眼科学组长、粤港澳大湾区眼科医师联盟首届主任	单独或与他人合作发表论文 361 篇，其中 SCI 收录论文 190 余篇，所领导的团队先后获得了“973”计划、“863”重大专项、国家自然科学基金重点项目等多项基金的资助。	曾获得“全国医院优秀院长”、“中华眼科杰出成就奖”、“中国医师奖”、亚太眼科学会“杰出服务奖”、中美眼科学会“金钥匙奖”、世界青光眼协会“高级研究科学家奖”和“突出贡献奖”等。
刘祖国	学科建设委员会主任	角膜及眼表疾病，国内眼表及干眼领域开拓者	任亚洲干眼协会主席、 中国医师协会眼科医师分会眼表与干眼学组组长 ，中华医学会眼科学分会角膜病学组副组长、亚洲角膜病协会理事	国家杰出青年基金、“863”计划、“973”计划、国家自然科学基金重点项目等 50 余项科研基金的资助，共发表文章 400 余篇，其中 SCI 收录论文 160 多篇。	三次获得国家科技进步二等奖，八次获得省部级科技进步一等奖，于 2015 年获得中华眼科杰出成就奖、药明康德生命科学研究奖，于 2016 年荣获亚太眼科学会学术成就奖。

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 72：公司部分核心技术人员情况

姓名	职位	职称	职业经历	科研成果	荣誉
郭海科	公司业务 副院长	博士/教授/研究生导师/主任医师	2002 年 4 月-2013 年 3 月在广东省人民医院担任主任医师；2013 年 4 月-2015 年 3 月在河南省立眼科医院担任院长；2015 年 4 月-2017 年 3 月在爱尔眼科医院集团中南爱尔眼科学院担任学院副院长； 2017 年 4 月至今在华厦眼科医院集团担任业务副院长、上海和平眼科医院院长	在国内外核心刊物发表论文 60 余篇，其中在 SCI 收录期刊发表论文 10 余篇。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，全球内实施白内障手术较多的眼科医生。	现任中华医学会眼科学分会第 12 届委员会防盲及流行病学组委员、 上海医学会眼科学分会白内障学组组长 ，曾任广东省眼病防治研究所所长，广东省医学会眼科学分会副主任委员、广东省残疾人联合会视力委员会主任委员，广东省高级职称评审委员会评审专家，广东省自然科学基金评审专家，卫生部中南六省防盲治盲指导中心、广东省防盲治盲指导办公室主任。
张广斌	厦门眼科中心业务 副院长， 白内障学 科带头人	教授/硕士生导师/主任医师	1991-2005 年历任三明市第一医院眼科住院医师，主治医师，副主任医师，曾担任眼科行政副主任。2005 年至今在厦门眼科中心担任主任	近五年主持和参与完成的科研项目 12 项，发表文章 16 篇，参与专利 2 项，获奖 2 项。擅长复杂白内障，青光眼及高度近视等眼部疾病的诊治， 在国内较早开展飞秒激光白内障手术，后指导福	现担任 中华医学会眼科学分会第 12 届委员会白内障和人工晶状体学组委员 、华厦眼科医院集团白内障学组组长、厦门眼科中心副院长、原卫生部“健康快车”专家组成员、海峡两岸医药卫生交流协会眼科学专委会委员及白内障屈光

			医师，现担任厦门眼科中心业务副院长、学科带头人	建省内多家医院开展白内障手术。	学组副组长、中国非公医疗机构协会眼科专委会白内障分会副主任、福建省眼科学会常委、厦门市眼科学会委员、美国白内障屈光手术学会会员、政协厦门市第十一、十二、十三届委员会委员
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/硕士生导师/主任医师	1981-1992年在江西永胜机械厂医院担任医师；1995-1997年在厦门市开元眼科医院担任主治医师；1998年至今在厦门眼科中心工作，现担任厦门眼科中心业务副院长、学科带头人	以第一和通讯作者在国内杂志上发表论文50余篇，其中发表在《IOVS》《中华眼科杂志》等一流杂志论文20余篇，专利2项，主编专著3本。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次以第一完成人获得省市科技进步奖。 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。	授现任海峡两岸医药卫生交流协会眼科委员会常委、 中华医学会眼科学分会第12届委员会免疫学组委员 、中国医师协会眼科学分会葡萄膜炎委员会委员、中国医学装备委员会眼科委员会委员、福建省医学会眼科学分会角膜病学组副组长、国家科技进步奖评审专家，为厦门市十二届人大代表、厦门市第五批及第七批拔尖人才、厦门市十佳青年医师。
潘美华	厦门眼科中心业务副院长，斜弱视及小儿眼科学科带头人	教授/硕士生导师/主任医师	1986-1997年在乌鲁木齐眼科医院担任住院医师、主治医师、科主任；1997年至今在厦门眼科中心工作，现担任厦门眼科中心业务副院长、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，率先在省内外开展了斜视显微手术，目前已完成斜视显微手术20,000余例，团队年门诊量达十万余人次。近几年在国家医学期刊发表学术论文10余篇。多项科研课题获省、市级立项和厦门市科技进步奖。	现任 中华医学会眼科学分会第12届斜视与小儿眼科学组委员 、中国医师协会眼科医师分会斜视与小儿眼科专家委员会委员、福建省医学会眼科分会斜视与小儿眼科学组副组长、厦门医学院兼职教授、天津职业大学客座教授。
陈晓明	成都华夏学院院长	博士/教授/研究生导师/主任医师	1994年9月至2015年7月，任四川大学华西医院主任医师、四川大学教授；其中，2001年12月至2011年12月，任四川大学华西医院眼科主任；2015年8月至今，任成都华夏院长	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、国家重大科学仪器设备开发专项基金课题等多项国家级科研课题，迄今发表学术论文160篇，其中SCI收录23篇，主编参编著作22部。	全国高等院校教材《眼科学》第4-8版青光眼的执笔人 ，曾担任中华医学会眼科分会常委、中国医师协会眼科分会常委、中华医学会眼科分会青光眼组委员、中华医学会眼科分会防盲学组委员、四川省医学会眼科专委会主任委员、四川省医师协会眼科专委会会长， 现任中华医学会眼科分会专家会员 、中国医学教育协会医疗器械管理眼科分会副主任委员、四川省康复医学会眼科分会副主任委员。
刘苏冰	郑州视光院长	教授/硕士生导师/主任医师	1979年12月至1987年7月，任海军424医院医师；1987年7月至2015年7月，历任武警河南总队医院科主任、副院长；2015年7月至今，任华夏眼科集团河南区域总院长、郑州视光院长	专注于 激光矫正屈光不正领域 ，主持了多项科研课题包括《准分子激光治疗屈光不正的临床研究》、《Orbscan眼前节分析应用研究》《传导性角膜成形术治疗老视眼的临床研究》、《飞秒激光在角膜屈光手术中的应用》、《老视治疗的系列研究》等；在《中华眼科杂志》、《中国实用	历任武警部队眼科研究所所长、河南省眼科研究所所长，荣立个人二等功1次，三等功3次、嘉奖多次，集体二等功2次、“全国三八红旗手标兵”、“中国十大女杰”、“河南省十届人大代表”。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。

				眼科杂志》、《中华眼视光学与视觉科学杂志》等期刊上发表多篇论文。	
--	--	--	--	----------------------------------	--

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

不断引进国际领先的眼科诊疗设备及技术，持续集团提升技术水平和服务能力。

厦门眼科医院在设备引进，技术创新上持续领先行业，是在国内率先应用飞秒白内障、第一代和第二代角膜交联技术、飞秒辅助角膜移植技术的眼科医院，同时也是在国内率先引进美国爱尔康公司 3D 手术显微镜和 Constellation 玻切超乳一体机，德国蔡司术中 OCT 显微镜和全飞秒 VisuMax、德国 AMARIS 准分子激光手术系统、iFS 第五代飞秒激光系统、美国 RetCam 新生儿数字化广域眼底成像系统等先进的眼科诊疗设备的眼科医院。同时公司与美国爱尔康、德国蔡司等国际知名眼科设备生产商建立了战略合作关系，有利于公司持续获得国际前沿的诊疗设备和技术。

4.3 人才培养体系完善，医师资源储备丰富

公司具有完善的人才培养体系，为公司持续扩张提供坚实基础。

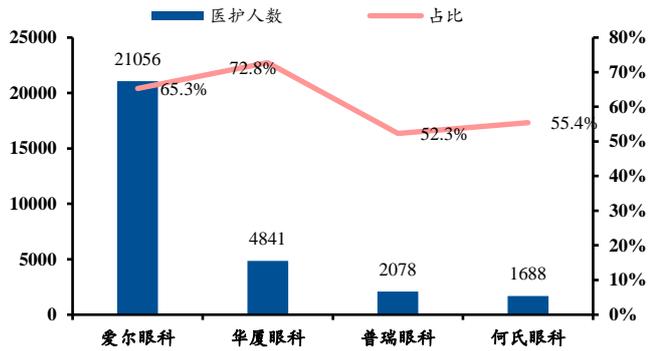
(1) 在人才招聘方面，公司凭借着自身在眼科医疗领域的品牌影响力可帮助公司较为高效地招聘医护人才，同时公司与各高校的合作可为医护人才的引进提供有效支撑。

(2) 在人才培养和激励方面，公司已制定了如主刀医师培养及奖励计划、“师徒带教”制度、基础理论与基本操作的系统化培训等多项制度，旨在建立规范化、流程化的人才培养体系。此外，公司推出了一系列人才培养的计划，包括“中国眼科医师明日之星计划”、“中国眼科医师未来精英人才培养计划”，面向全国眼科医生提供科研成果和临床技术交流的平台，并设立“华夏转化医学青年基金”支持眼科医生的培养，为眼科医生打造持续的职业发展道路。

(3) 在管理人才方面，公司已培养、凝聚了一支具有丰富连锁医院运营经验的管理团队，尤其是公司在分院总经理、业务院长和技术骨干等人选上已进行了一定的储备，为连锁医疗服务网络提供管理人才支持。

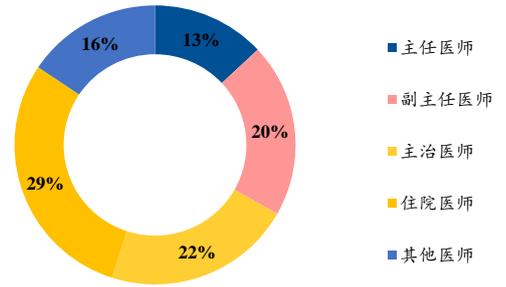
医师资源储备丰富，高职称医生占比较高。截止 2022 年 12 月 31 日，公司共有医护人员 4841 人，占员工总数 72.8%，占比均高于可比公司。截止 2022 年 6 月 30 日，公司共有医师 897 人，其中主任医师、副主任医师的占比分别达 13.04%和 20.18%，合计占比达 33.22%。

图表 73：2022 年四家眼科上市公司医护人数比较



数据来源：各公司公告，华福证券研究所

图表 74：2022H1 公司医生职称占比情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

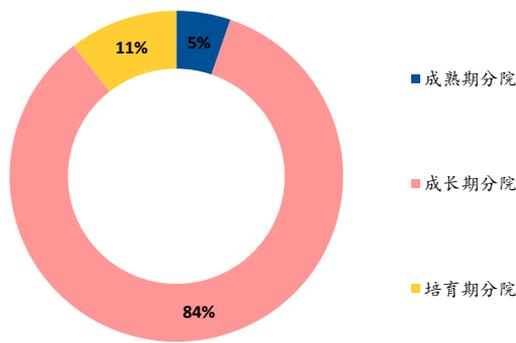
5、 区域经营分析：省内市场增长稳健，省外市场快速扩张

5.1 院龄结构：成长期医院占 84%，业绩增长潜力十足

截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有 57 家眼科医院，其中有 39 家医院已实现盈利，占比为 68%，有 18 家医院仍处于亏损状态，占比为 32%，亏损主要原因系部分医院仍处于市场培育期，前期折旧摊销和人工成本占比较高。

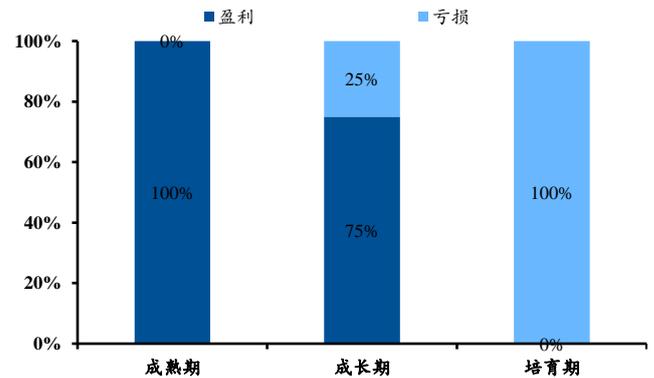
按院龄来划分（并购医院按并购时间计算），公司绝大部分医院处于成长期。公司成熟期（10 年及以上）、成长期（5-10 年）及培育期（0-5 年）的医院分别有 3 家（厦门眼科中心、福州眼科、上海和平）、48 家和 6 家，占比分别为 5%、84%和 11%。39 家盈利医院中，成熟期和成长期医院分别有 3 家和 36 家，占各自数量 100%和 75%。

图表 75：公司医院院龄结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

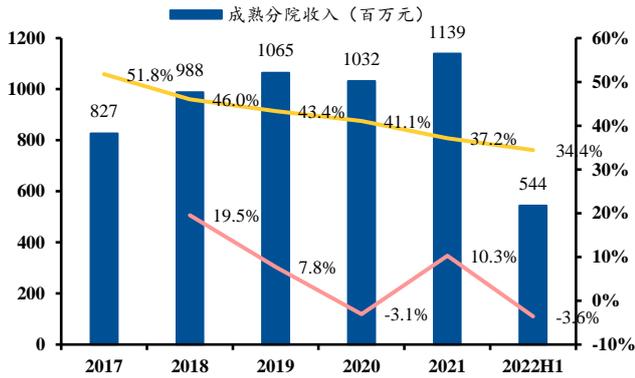
图表 76：公司不同院龄医院盈利数目占比



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

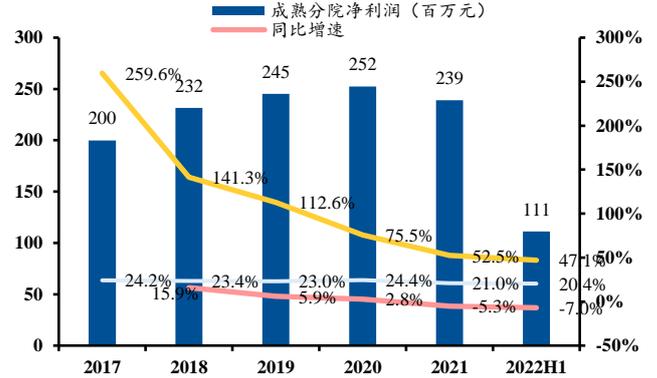
成熟期医院贡献主要收入和利润来源，近年增长较为平稳。从 2017 年到 2021 年，公司成熟医院收入从 8.27 亿元增至 11.39 亿元，复合增速为 8.33%，净利润从 2 亿元增至 2.39 亿元，复合增速为 4.55%，净利率从 24.2%降至 21%。成熟医院 2022 年上半年实现收入 5.44 亿元，同比下滑 3.6%，收入占比为 34.4%，实现净利润 1.11 亿元，同比下滑 7.5%，净利润占比为 47.1%。

图表 77：2017 年至今成熟期医院收入增长情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

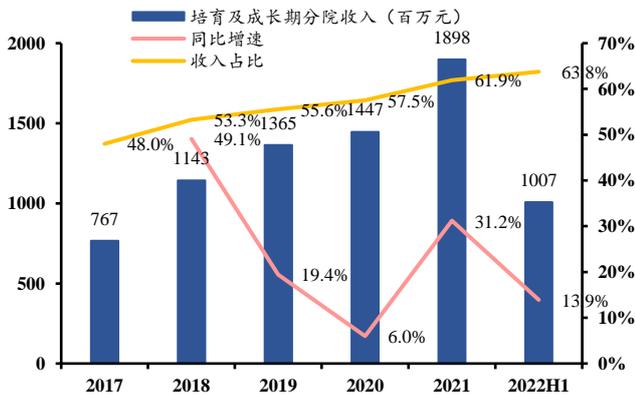
图表 78：2017 年至今成熟期医院净利润增长情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

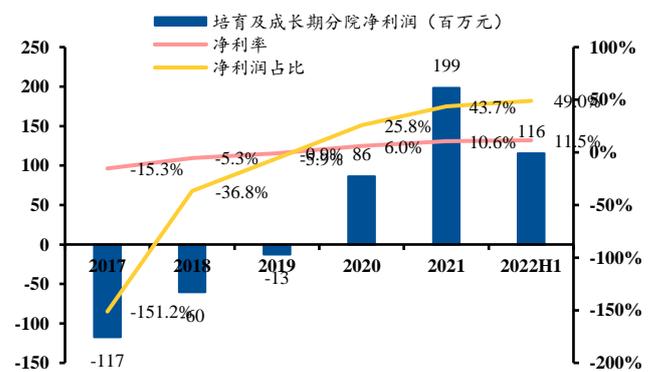
成长期及培育期医院体量快速增长，成为公司业绩增长强劲驱动力。从 2017 年到 2021 年，公司成长期及培育期医院收入（剔除资管公司和医疗服务管理平台后，下同）从 7.67 亿元增至 18.72 亿元，复合增速达 24.99%，净利润从-1.17 亿元增至 1.99 亿元，净利率从-15.3%增至 11.5%。成长期及培育期医院 2022 年上半年实现收入 10.07 亿元，同比增长 13.9%，收入占比为 63.8%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长 11.5%，净利润占比为 49.0%。

图表 79：2017 年至今培育及成长期医院收入情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 80：2017 年至今培育及成长期医院净利润情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

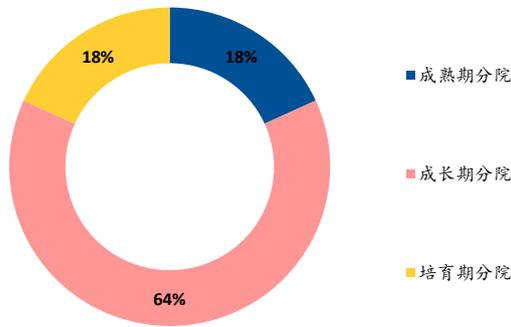
5.2 省内市场：核心总院历久弥坚，区域分院快速增长

省内医院以成长期为主，盈亏平衡期约为 4-5 年。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司在福建省内共设有 11 家医院，7 家视光门诊部，医院数量和视光门诊部数量占比分别为 19.3%和 30.4%。省内医院中，处于成熟期、成长期和培育期的医院分别有 2 家（厦门眼科中心和福州眼科），7 家和 2 家，占比

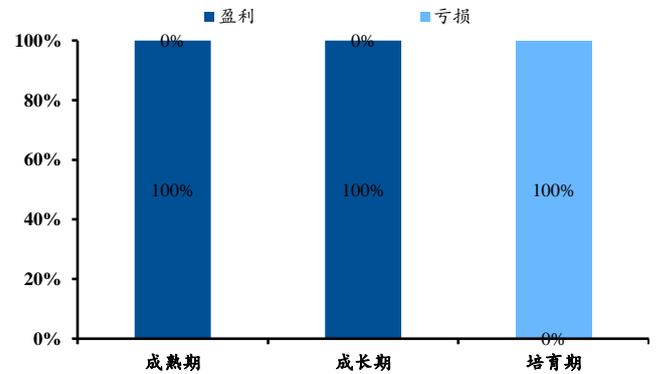
分别为 18%、64%和 18%。另外，实现盈亏平衡的医院有 9 家，包括 2 家成熟期医院和 7 家成长期医院，占各自数量均为 100%。

图表 81：公司省内医院院龄结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 82：省内各阶段医院盈利和亏损医院数量占比



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从盈亏平衡周期来看，省内医院的盈亏平衡周期一般为 4-5 年，从趋势上来看，省内分院的盈亏平衡周期有进一步收窄的趋势。

图表 83：公司福建省内医院盈亏平衡周期

医院	面积（平方米）	成立时间	盈利时间	盈亏周期
龙岩华夏	3885	2015/9	2020	4-5 年
南平华夏	2063	2016/1	2020	4-5 年
宁德华夏	2904	2016/8	2021	4-5 年
莆田华夏	5645	2016/8	2021	4-5 年
漳州华夏	13161.56	2017/7	2020	2-3 年
平均				4-5 年

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

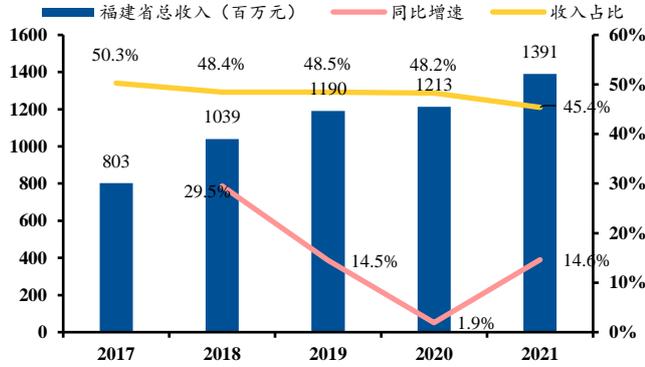
福建省内市场为公司主要收入和利润来源，近年来整体增长稳健。

从收入来看，2021 年公司福建省内收入预计为 13.9 亿元，占总体收入比例为 45.37%，2017-2021 年福建省内收入从 8.03 亿元增至 13.91 亿元，复合增速为 14.72%。

从净利润来看，2021 年公司福建省内净利润约为 2.69 亿元（剔除供应链子公司等利润），占总体净利润比例为 63.9%，2017-2021 年福建省内净利润从 1.98 亿元增至 2.69 亿元，复合增速为 7.96%，净利润增速低于收入主要系期间公司在省内开设了大量新院，前期亏损所致。

从净利率来看,从2017年到2021年,公司福建省内净利率从24.7%降至19.3%,净利率下降主要系净利润增速低于收入增速。

图表 84: 2017-2021 年公司福建省内收入情况



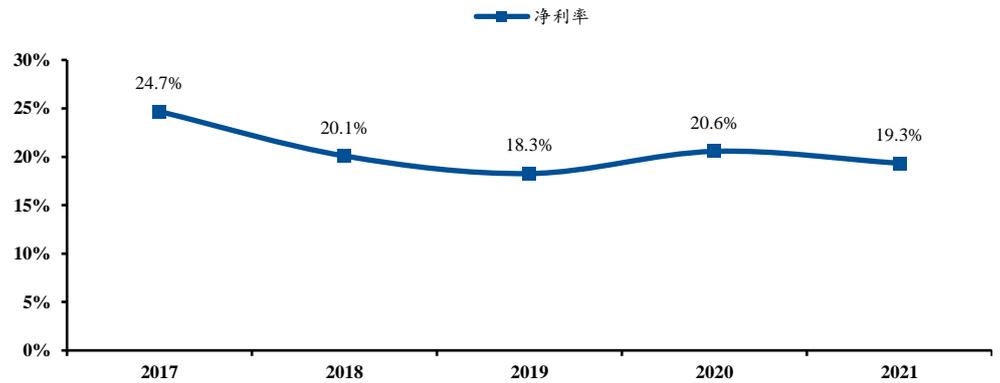
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 85: 2017-2021 年公司福建省内利润情况



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 86: 2017-2021 年公司福建省内净利率情况



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

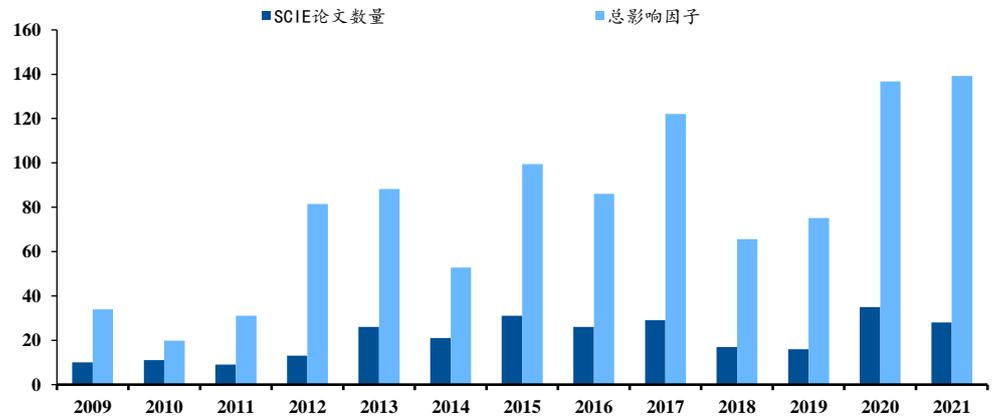
核心总院厦门眼科中心具备极强品牌实力和科研能力, 有力赋能公司省内乃至全国扩张。

厦门眼科中心 2004 年获得国家三级甲等专科医院评级。2006 年与厦门大学建立合作关系, 成为厦门大学的非隶属附属医院, 承担厦门大学医科人才培养、科学研究、社会服务等相关任务, 并使用“厦门大学附属厦门眼科中心”的名称。

在品牌实力方面, 在复旦大学医院管理研究所发布的《2021 年度中国医院排行榜 (专科声誉)》榜单上, 厦门眼科中心是唯一上榜的民营眼科医院。在科研实力方面, 从 2009 年到 2021 年, 厦门眼科中心总共发表了 210 篇 SCIE 论文, 总影响因子超过 800 分。先后获得 14 次国际及国家级科研奖励, 29 次科研荣誉/成就, 39 次省

部级科研奖励，20次市区级科研奖励。

图表 87：2009-2021 年厦门眼科中心论文数量及影响因子

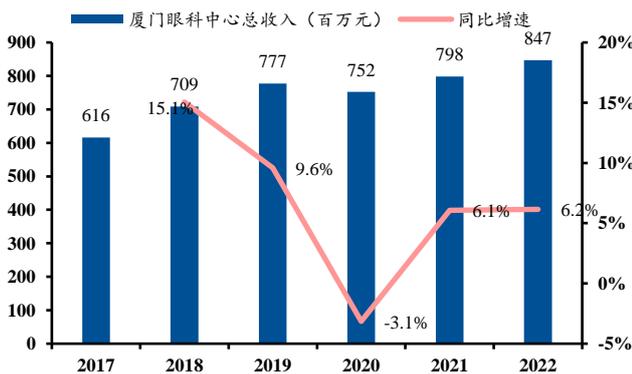


数据来源：厦门眼科中心官网，华福证券研究所

厦门眼科中心贡献大部分收入和利润，近年增长较为平稳。

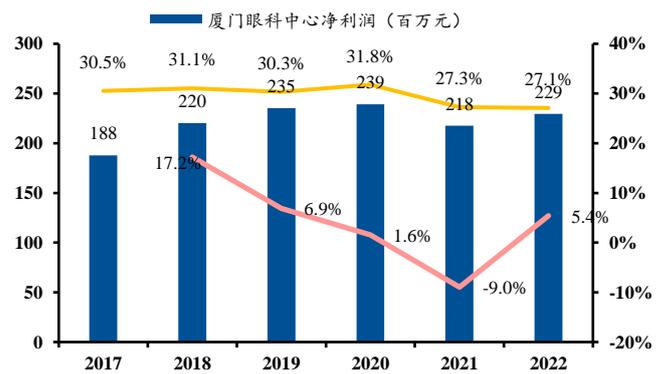
从收入来看，从 2017 到 2022 年，厦门眼科中心收入从 6.16 亿元增至 8.47 亿元，复合增速为 6.58%，2021 年占公司总收入、福建省内收入分别为 26%、57.4%。从净利润来看，从 2017 到 2022 年，厦门眼科中心净利润从 1.88 亿元增至 2.29 亿元，复合增速为 4.02%，2021 年占公司总利润、福建省内利润分别为 48%、81%。

图表 88：2017-2022 年厦门眼科中心收入情况



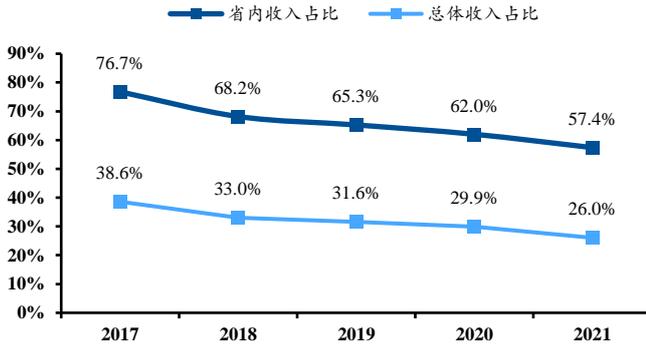
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 89：2017-2022 年厦门眼科中心净利润情况



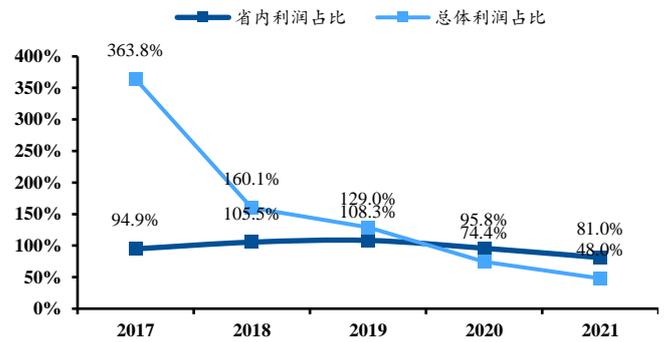
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 90：2017-2021 年厦门眼科中心收入占比情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 91：2017-2021 年厦门眼科中心利润占比情况



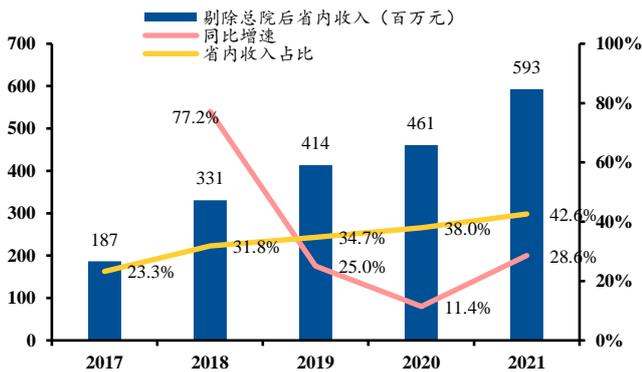
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

受益于总院品牌赋能，区域分院规模快速增长。

受益于厦门眼科医院在省内强大的品牌、技术、人才赋能，近年来公司在省内布局的分院呈现快速增长的势头，比如福州眼科、宁德华夏、漳州华夏等分院，目前均已实现盈亏平衡，并处于快速增长阶段。

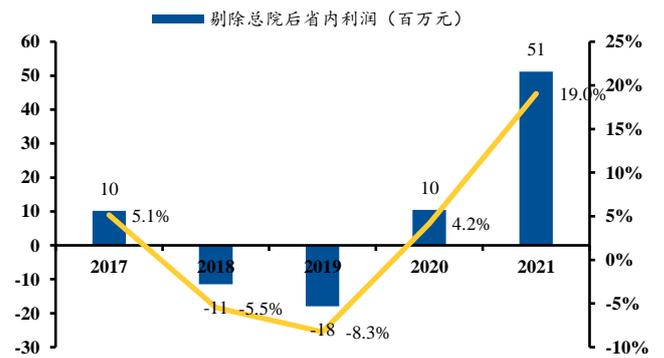
从 2017-2021 年，剔除总院后省内分院收入从 1.87 亿元增至 5.93 亿元，复合增速达 33.5%，省内收入占比从 22.3%提升至 42.6%；净利润从 0.1 亿元增至 0.51 亿元，复合增速达 49.8%，省内净利润占比从 5.1%提升至 19%；净利率从 5.5%增至 8.6%。

图表 92：2017-2021 年公司福建省内分院收入情况

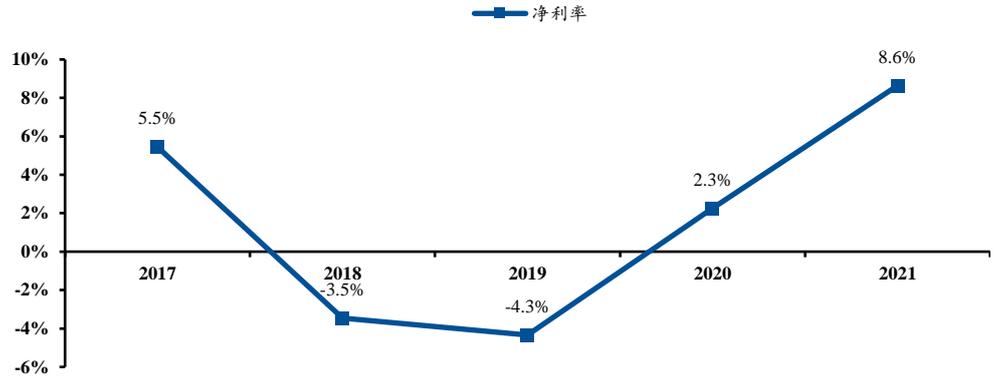


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 93：2017-2021 年公司福建省内分院利润情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 94：2017-2021 年公司福建省内分院净利率情况


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 95：2017-2021 年公司福建省内分院收入和净利润情况

医院		2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
收入 (百万元)	厦门眼科中心	616	709	777	752	798	6.7%
	福州眼科	79	111	135	136	151	17.8%
	华夏视光	82	58	79	78	98	4.4%
	宁德华夏		30	36	44	55	22.0%
	漳州华夏		13	36	41	55	60.1%
	其他	26	118	128	162	233	73.5%
	剔除总院	187	331	414	461	593	33.5%
净利 (百万元)	厦门眼科中心	188	220	235	239	218	3.7%
	福州眼科	6	7	9	12	13	23.5%
	华夏视光	19	1	5	2	-1	/
	宁德华夏		1	-3	-1	1	9.0%
	漳州华夏	-4	-6	0	2	5	/
	其他	-11	-15	-29	-4	33	/
	剔除总院	10	-11	-18	10	51	49.8%

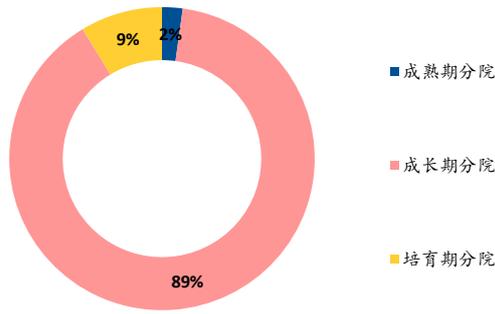
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

5.3 省外市场：省外扩张进入高速增长期，部分区域表现亮眼

省外医院以成长期为主，盈亏平衡期约为 5-6 年。

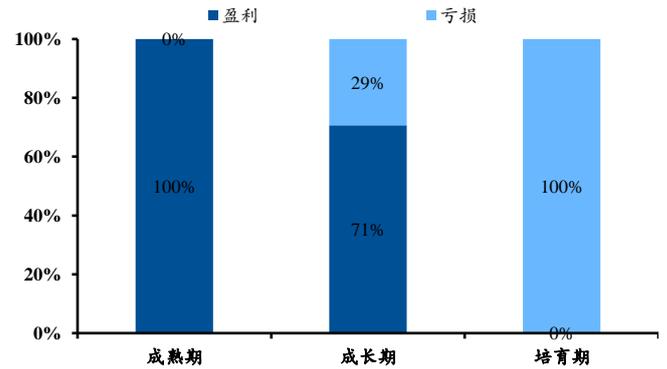
截至 2022 年 6 月 30 日，公司在省外共布局 46 家眼科医院、16 家视光中心，数量占比分别为 80.7%、69.6%。省外医院中，处于成熟期、成长期和培育期的医院分别有 1 家（上海和平），41 家和 4 家，占比分别为 2%、89%和 9%。另外，实现盈亏平衡的医院有 30 家，包括 1 家成熟期医院和 29 家成长期医院，占各自数量分别为 100%和 71%。

图表 96：公司省外医院院龄结构



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 97：省外各阶段医院盈利和亏损医院数量占比



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从盈亏平衡周期来看，省外医院的盈亏平衡周期一般为 5-6 年，高于省内医院 4-5 年的水平，有部分医院（如赣州华夏、许昌华夏、兰州华夏等）成立 6 年仍未实现盈利，主要系省内总院品牌效应更强及分院受疫情冲击。但从趋势上来看，新开分院的盈亏周期有收窄的趋势（如东莞华夏、三水华夏），表明公司已逐步形成有效的省外扩张模式，异地扩张能力有效验证。

图表 98：公司福建省外医院盈亏平衡周期

医院	面积（平方米）	成立时间	盈利时间	盈亏周期
成都华夏	5200	2014/9	2020	5-6 年
深圳华夏	7459	2015/4	2021	5-6 年
郑州视光	8130	2015/8	2018	2-3 年
佛山华夏	7729	2015/10	2021	5-6 年
东莞华夏	4898	2016/5	2021	4-5 年
三水华夏	2341	2018/08	2020	1-2 年
平均				5-6 年

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

省外扩张进入高速增长期，整体已实现盈亏平衡。

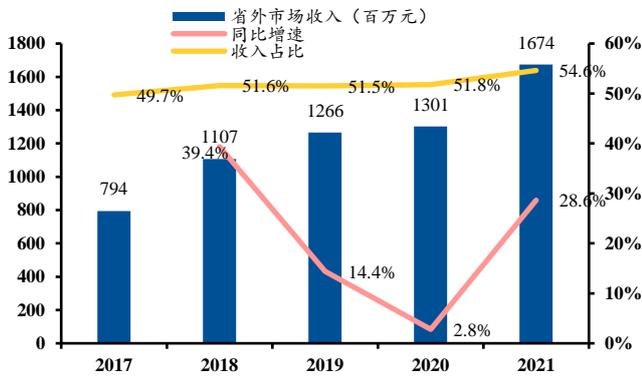
从收入来看，2021 年公司省外收入约为 16.74 亿元，占总体收入比例为 54.6%，2017-2021 年省外收入从 7.94 亿元增至 16.74 亿元，复合增速为 20.5%。

从净利润来看，2021 年公司省外净利润约为 0.57 亿元（剔除资管公司、供应链子公司、医疗服务平台公司利润），占总体净利润比例为 12.5%。2017-2021 年福建省内净利润从-1.6 亿元增至 0.57 亿元，实现扭亏为盈。

从净利率来看，从 2017 年到 2021 年，公司省外净利率从-20.2%升至 3.4%，整

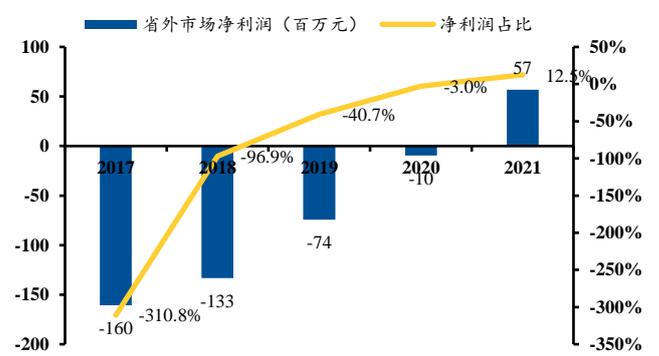
体实现扭亏为盈。预计随着省外市场规模效应进一步体现，净利率将持续快速提升。

图表 99：2017-2021 年公司省外收入情况



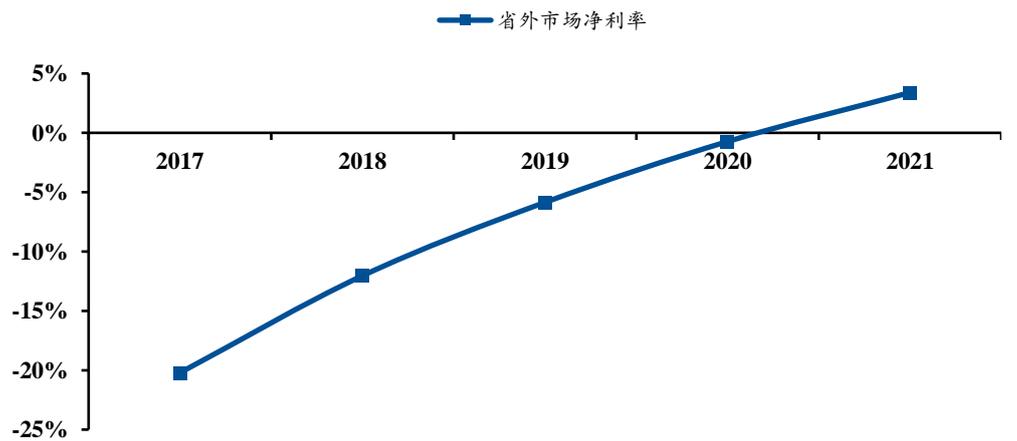
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 100：2017-2021 年公司省外利润情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 101：2017-2021 年公司省外净利率情况



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

部分省外分院表现强劲，品牌异地扩张能力有效验证。

公司在部分省外市场已成功建立起良好的市场影响力和市场规模，证明公司的品牌异地扩张能力得到有效验证。具体而言，公司在深圳、郑州、成都等地的医院均实现亮眼表现：

(1) 深圳华夏：省外扩张的标杆医院，收入体量快速接近当地龙头

公司于 2015 年 4 月成立深圳华夏，2016 年开业至今，深圳华夏在包括公立医院在内的每年卫健委第三方评价客户满意度和医疗质量满意度排名中稳居前列，其眼底、眼表、青光眼亚专科位居深圳市首位，技术实力尤为突出。

从 2017 年到 2022 年，深圳华夏收入从 0.38 亿元增至 1.92 亿元，复合增速高达 38.26%；净利润从-0.12 亿元增至 0.23 亿元，实现扭亏为盈；净利率从-31.6%增至 11.95%，收入体量快速接近当地的龙头爱尔眼科、希玛眼科。

图表 102：2017-2022 年深圳华夏、深圳爱尔、深圳希玛经营情况比较

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	17-22CAGR
收入 (百万 元)	深圳华夏	38	65	83	79	191	192	38.26%
	深圳爱尔	160	180	233	241	298	256	9.83%
	深圳希玛	104	153	189	189	265	222	16.50%
净利润 (百万 元)	深圳华夏	-12.14	-6.58	-8.61	-5.82	39.14	22.95	扭亏
	深圳爱尔	24	27	36	49	53	45	13.6%

数据来源：公司招股说明书，各公司公告，华福证券研究所

(2) 郑州视光：当地市场一枝独秀，收入利润保持强劲增长势头

郑州华夏视光医院于 2015 年 8 月成立，占地面积 8129.6 平方米，院长刘苏冰为公司核心人员之一。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，收入利润呈现快速增长趋势。

从 2017 年到 2021 年，郑州视光收入从 0.38 亿元增至 1.14 亿元，复合增速达 31.61%；净利润从-0.16 亿元增至 0.25 亿元，实现扭亏为盈；净利率从-42.1%增至 21.9%。

此外，公司在郑州市场的表现要比同行可比公司更为亮眼，收入和利润规模均明显高于同行可比公司。

图表 103：2017-2021 年郑州视光、郑州爱尔、郑州普瑞经营情况比较

		2017	2018	2019	2020	2021	17-21CAGR
收入(百 万元)	郑州视光	38	62	77	95	114	31.61%
	郑州爱尔	15	22			55	38.38%
	郑州普瑞	36	44	49	47	52	9.63%
净利润 (百万 元)	郑州视光	-1.6	3.68	9.01	15.86	24.62	扭亏
	郑州爱尔	-23	-15			-5.8	/
	郑州普瑞	-2.55	-0.53	1	1.15	-2.21	/

数据来源：公司招股说明书，各公司公告，华福证券研究所

(3) 成都华夏：收入利润规模快速增长，整体表现亮眼

成都华夏于2014年9月成立，占地面积5200平方米，院长陈晓明为公司核心人员之一。自成立依赖，成都华夏收入利润呈现快速增长趋势，从2018年到2021年，成都华夏收入从0.45亿元增至1亿元，复合增速达30.5%；净利润从-0.11亿元增至0.07亿元，实现扭亏为盈；净利率从-24.4%增至7%。2022年上半年，成都华夏实现收入0.59亿元，净利润0.04亿元，规模与成都爱尔和成都普瑞仍有一定差距，但差距在快速收窄。

图表 104：2017-2021 年成都华夏、成都爱尔、成都普瑞经营情况比较

		2017	2018	2019	2020	2021	22H1	17-21CAGR
收入 (百万 元)	成都华夏		45	67	76	100	59	30.5%
	成都爱尔	263	313	375	381	417	227	12.21%
	成都普瑞	75	97	104	115	150	89	18.92%
净利润 (百万 元)	成都华夏		-11.3	-8.1	0.07	6.86	4.35	扭亏
	成都爱尔	69	84	111	107	127	78	16.48%
	成都普瑞	22	29	31	34	45	5	19.59%

数据来源：公司招股说明书，各公司公告，华福证券研究所

总体来看，公司以建立起以厦门眼科中心为中心，并向全国辐射的模式。立足于厦门眼科中心国内领先的诊疗实力和丰富的医院运营和管理经验，公司通过内生增长和外延扩张相结合，以连锁运营的模式向其体系内的其他医院输出统一且高质量的医疗服务和成熟的医院运营模式，确保了异地扩张过程中医疗服务质量和患者诊疗体验的一致性。

同时，厦门眼科中心作为公司核心总院，将为旗下医院提供临床指导和技术支持，并提供疑难眼病的会诊支持；公司将部分二线城市医院定位为区域中心，并辅以地级市、县级市医院及视光中心进行下沉和补充，进一步拓展公司的服务半径，满足多层次的眼科诊疗服务需求。

5.4 扩张规划：扩张规划清晰，医院与视光中心并行

截止公司招股说明书，公司已全国 17 个省设立了 57 家医院以及 23 家视光中心，在以厦门眼科中心为中心辐射至周边的东南地区具有较强的市场优势地位，但对于中国广阔的地域空间和庞大的市场需求，公司的服务半径和市场占有率还具有较

大的提升空间，因此公司计划未来将持续布局全国眼科医疗服务网络，具体而言：

(1) 在医院扩张方面：公司过去已积累了丰富的医院扩张和管理经验，在市场研究分析可行的基础上，公司未来将通过自建或收购的方式在目标地区布局医疗分支机构，进一步扩大业务覆盖范围，以此填补公司在国内重要城市的布局空白，并在需求高的区域内建设多个分院，满足区域的眼科医疗需求。

(2) 在视光中心扩张方面：公司计划大力拓展独立门店的视光中心的服务终端建设，计划在两年内建设 200 家视光中心，主要在华东、华南、西南等地区进行全面布局，使公司的视光业务范围覆盖更广阔、更具深度。视光中心作为公司业务的重要增长点，契合国内眼科医疗市场中屈光不正患者对于眼视光服务迅速增长的需求，将有助于提升公司的品牌知名度和影响力，从而有效推动公司整体营收水平的快速增长。

图表 105：公司视光中心具体建设规划

省份	第一年	第二年	合计
上海	14	14	28
重庆	5	12	17
四川	5	11	16
福建	6	14	20
江苏	4	11	15
浙江	7	11	18
广东	9	17	26
江西	4	5	9
山东	6	5	11
安徽	2	0	2
河南	4	7	11
陕西	2	7	9
甘肃	2	4	6
湖北	0	12	12
合计	70	130	200

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

6、 盈利预测及投资建议

6.1 盈利预测

假设 1：屈光业务：(1) 手术量：考虑到 2022 年屈光手术量因疫情出现低基数，以及屈光手术渗透率处于快速提升阶段，我们假设 2023-2025 年公司屈光手术量同比增速分别为 35%/32%/27%；(2) 客单价：考虑到公司屈光业务的高端化趋势，我们假设屈光手术单价持续提升，2023-2025 年客单价同比增速分别为 0.7%/0.4%/0.4%；结合手术量和客单价的假设，我们预计 2023-2025 年屈光业务的收入增速分别为 35.9%/32.5%/27.6%，毛利率为 55.4%/55.8%/56.2%。

假设 2：视光业务：(1) 人次：考虑到 2022 年因疫情出现低基数，以及公司视光中心建设规划，我们假设 2023-2025 年公司视光业务人次同比增速分别为 26%/21%/19%；(2) 客单价：OK 镜、离焦镜等高单价产品占比的提升，及产品结构高端化趋势，我们假设 2023-2025 年客单价同比增速分别为 9%/10%/6.4%；结合销售量和客单价的假设，我们预计 2023-2025 年视光业务的收入增速分别为 37%/33%/26%，毛利率为 55.8%/56%/56.2%。

假设 3：白内障及综合眼病业务：考虑到白内障及综合眼病需求更多与人口老龄化相关，需求较为刚性且稳定，支付端受医保控费的限制，客单价提升或较缓，因此我们认为业务将维持中低速增长，预计 2023-2025 年白内障的收入增速分别为 20%/17%/12%，毛利率为 38%/38%/38%，综合眼病收入增速为 25%/21%/19%，毛利率为 45%/46%/46%。

假设 4：费用率：考虑到成熟的运营模式和规模效应，我们假设 2023-2025 年公司销售费用率为 11.5%/11.3%/11.1%，管理费用率为 10.8%/10.6%/10.4%，财务费用率为 1.0%/1.0%/1.0%。

公司作为国内眼科连锁医院的领先者之一，品牌、技术、设备、人才均具备明显优势。公司目前仍处于快速扩张期，全国医院网络和视光中心网络的加速落地有望持续贡献业绩增量。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.92/8.86/11.12 亿元，同比增长 35.2%/31.0%/26.5%，对应 PE 分别为 52X/39X/31X。

图表 106：公司盈利预测表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	2515	3064	3233	4162	5231	6360
yoy	2%	22%	6%	29%	26%	22%
毛利率	42%	46%	48%	49%	49%	50%
眼科医疗服务	2472	3007	3130	4044	5095	6203
yoy	2%	22%	4%	29%	26%	22%
毛利率	42%	46%	48%	49%	49%	50%
其中：屈光项目	727	958	1073	1459	1933	2467
yoy	48%	32%	12%	36%	32%	28%
毛利率	48%	53%	55%	55%	56%	56%
视光项目	265	361	397	547	729	919
yoy	18%	36%	10%	38%	33%	26%
毛利率	53%	56%	56%	56%	56%	56%
白内障项目	656	756	751	902	1056	1183
yoy	-9%	15%	-1%	20%	17%	12%
毛利率	31%	36%	38%	38%	38%	38%
综合眼病项目	824	932	909	1136	1377	1634
yoy	-7%	13%	-2%	25%	21%	19%
毛利率	41%	42%	45%	45%	45%	46%
其他业务	43	58	103	119	136	157
yoy	74%	36%	78%	15%	15%	15%
毛利率	68%	71%	45%	45%	45%	45%

数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所

6.2 估值与投资建议

我们选取上市的眼科医疗服务企业爱尔眼科、普瑞眼科、何氏眼科作为可比公司，考虑行业平均估值及公司市场地位、品牌效应，我们给予公司估值一定溢价，给予公司 2023 年 70 倍 PE，对应市值 484 亿元，目标价 86.48 元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 107：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	1,757	35.7	46.6	58.6	49.26	37.72	29.99
301239.SZ	普瑞眼科	151	2.2	2.5	3.5	67.46	60.08	42.75
301103.SZ	何氏眼科	65	1.4	1.9	2.5	45.00	33.68	25.99
平均值						53.91	43.83	32.91

数据来源：Wind，华福证券研究所，数据截止 2023/6/26

7、 风险提示

并购扩张不及预期风险：公司业绩增长较为依赖并购及自建医院的扩张，尤其省外市场扩张，若并购标的整合或新院爬坡进度不及预期，有可能对公司整体业绩产生较大影响。

政策风险：国内医保项目的价格管制及限额变化可能会影响公司对服务及产品的定价；此外，国内对医疗服务行业改革政策的变化也可能会影响公司运营。

医疗事故风险：公司属于医疗服务行业，运营过程中有可能面临病人投诉及医疗纠纷，若产生重大医疗事故，有可能导致公司面临巨额赔偿及声誉风险。

业务复苏程度不及预期风险：过去三年因疫情积压了大量治疗需求，若这部分需求因各种原因恢复不及预期，有可能影响公司整体经营情况。

图表 108: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,345	2,262	2,974	4,043	营业收入	3,233	4,162	5,231	6,360
应收票据及账款	195	224	242	276	营业成本	1,680	2,137	2,656	3,192
预付账款	74	66	83	100	税金及附加	13	17	21	25
存货	157	161	212	259	销售费用	402	479	591	706
合同资产	0	0	0	0	管理费用	363	450	555	661
其他流动资产	2,845	2,908	2,986	3,071	研发费用	49	63	80	97
流动资产合计	4,617	5,621	6,496	7,750	财务费用	32	41	51	62
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-4	0	0	0
固定资产	688	711	758	817	资产减值损失	-1	-21	-26	-32
在建工程	46	92	117	134	公允价值变动收益	7	8	11	13
无形资产	112	124	141	164	投资收益	8	79	99	121
商誉	60	60	60	60	其他收益	21	12	16	19
其他非流动资产	1,062	1,078	1,090	1,103	营业利润	727	1,055	1,378	1,737
非流动资产合计	1,968	2,065	2,165	2,278	营业外收入	2	3	4	5
资产合计	6,584	7,687	8,661	10,028	营业外支出	76	87	110	134
短期借款	0	0	0	0	利润总额	654	971	1,272	1,608
应付票据及账款	208	641	805	977	所得税	146	243	318	402
预收款项	0	24	8	12	净利润	508	728	954	1,206
合同负债	99	75	94	114	少数股东损益	-4	36	48	60
其他应付款	96	96	96	96	归属母公司净利润	512	692	906	1,146
其他流动负债	387	437	498	560	EPS (摊薄)	0.91	1.24	1.62	2.05
流动负债合计	790	1,273	1,500	1,758					
长期借款	26	76	6	86	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	641	641	641	641	成长能力				
非流动负债合计	667	717	647	727	营业收入增长率	5.5%	28.7%	25.7%	21.6%
负债合计	1,457	1,990	2,147	2,485	EBIT 增长率	10.1%	47.6%	30.8%	26.3%
归属母公司所有者权益	5,114	5,646	6,416	7,385	归母净利润增长率	12.5%	35.2%	31.0%	26.5%
少数股东权益	14	50	98	158	获利能力				
所有者权益合计	5,128	5,696	6,514	7,543	毛利率	48.0%	48.7%	49.2%	49.8%
负债和股东权益	6,584	7,687	8,661	10,028	净利率	15.7%	17.5%	18.2%	19.0%
					ROE	10.0%	12.1%	13.9%	15.2%
					ROIC	32.4%	37.0%	38.5%	37.4%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	22.1%	25.9%	24.8%	24.8%
经营活动现金流	770	1,237	1,132	1,391	流动比率	5.8	4.4	4.3	4.4
现金收益	743	944	1,187	1,462	速动比率	5.6	4.3	4.2	4.3
存货影响	-32	-4	-50	-48	营运能力				
经营性应收影响	-49	0	-8	-20	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
经营性应付影响	29	457	147	176	应收账款周转天数	21	18	16	15
其他影响	79	-161	-144	-179	存货周转天数	30	27	25	27
投资活动现金流	-3,037	-173	-162	-162	每股指标 (元)				
资本支出	-229	-257	-270	-293	每股收益	0.91	1.24	1.62	2.05
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.37	2.21	2.02	2.48
其他长期资产变化	-2,808	84	109	130	每股净资产	9.13	10.08	11.46	13.19
融资活动现金流	2,651	-148	-257	-160	估值比率				
借款增加	10	50	-70	80	P/E	70	52	39	31
股利及利息支付	-2	-146	-189	-231	P/B	7	6	6	5
股东融资	2,771	0	0	0	EV/EBITDA	53	40	31	25
其他影响	-128	-51	2	-8					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 幢 20 楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn