

何氏眼科 (301103.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩持续恢复，地区龙头稳健发展

业绩简评

2023年8月29日，公司发布2023年半年度报告。2023年H1公司实现收入6.21亿元(+33%)；归母净利润0.78亿元(+87%)；扣非归母净利润0.74亿元(+88%)。

分季度来看，2023年Q2公司实现收入3.14亿元(+39%)；归母净利润0.22亿元(+37%)；扣非归母净利润0.19亿元(+41%)。

经营分析

业务毛利率提升明显，业绩持续恢复。分产品看：1) 屈光不正手术矫正服务实现收入1.38亿元(+18%)，毛利率50.53% (+1.34pcts)；2) 白内障诊疗服务实现收入1.11亿元(+76%)，毛利率45.11% (+11.62pcts)；3) 视光服务实现收入1.91亿元(+17%)，毛利率48.99% (-0.16pcts)；4) 玻璃体视网膜诊疗服务实现收入0.47亿元(+46%)，毛利率31.48% (+6.15pcts)；5) 非手术治疗实现收入1.04亿元(+39%)，毛利率33.32% (+12.03pcts)；6) 其他眼病诊疗服务实现收入0.26亿元(+65%)，毛利率为52.90% (+8.38pcts)。

人才设备兼具，助力公司发展。公司拥有国家级学会委员47人，省市级学会委员69人，同时，公司作为国家卫健委防治盲培训基地和国际眼科理事会眼科专科医师培训基地，多年来为国内外累计培训了5万余名医生及管理人才。截至2023年H1，公司拥有初级、二级、三级眼保健服务机构共计111家，专业的人才培养体系为公司扩张提供坚实基础。此外，公司坚持“高精尖”的设备配置原则，不断引入国际一流的眼科诊疗设备，更好满足患者需求。

费用端保持平稳，盈利能力同比提升。2023年H1，公司销售费用率为12.57% (-1.4pcts)、管理费用率为15.50% (+0.9pcts)。在各业务毛利率明显提升的情况下，公司综合毛利率为44.97% (+4.1pcts)，净利率为12.3% (+3.4pcts)。

盈利预测、估值与评级

公司巩固辽宁省内龙头地位，并将业务逐步向外拓展，看好下半年公司业务继续稳健增长。预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.48/1.97/2.57亿元，同比增长346%、33%、30%，EPS分别为0.94/1.25/1.63元，现价对应PE为40、30、23倍，维持“增持”评级。

风险提示

政策环境变化风险、省外市场扩展不及预期的风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

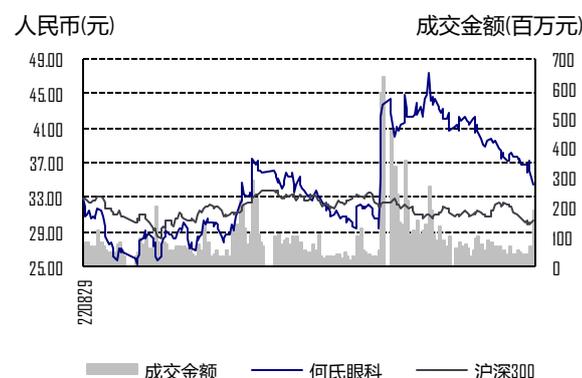
分析师：徐雨涵 (执业 S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.50 元

相关报告：

- 《何氏眼科公司点评：省内外协同发展，业绩恢复增长可期》，2023.4.26
- 《深化三级服务模式，省外扩张持续推进-何氏眼科公司点评》，2022.10.28
- 《深化三级服务模式，完善视光领域布局-何氏眼科中报点评》，2022.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	962	955	1,411	1,815	2,271
营业收入增长率	14.79%	-0.74%	47.65%	28.71%	25.12%
归母净利润(百万元)	86	33	148	197	257
归母净利润增长率	-13.84%	-61.55%	345.81%	33.23%	30.42%
摊薄每股收益(元)	0.948	0.210	0.937	1.248	1.628
每股经营性现金流净额	2.35	0.94	2.81	1.76	2.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.23%	1.53%	6.37%	7.83%	9.26%
P/E	0.00	150.00	39.92	29.97	22.98
P/B	0.00	2.29	2.55	2.35	2.13

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	838	962	955	1,411	1,815	2,271	货币资金	613	699	1,639	1,721	1,858	2,085
增长率	14.8%	-0.7%	47.7%	28.7%	25.1%		应收款项	33	36	40	58	73	88
主营业务成本	-474	-575	-588	-822	-1,057	-1,320	存货	71	73	84	109	139	173
%销售收入	56.6%	59.7%	61.6%	58.3%	58.2%	58.1%	其他流动资产	41	23	220	173	203	226
毛利	364	388	367	588	759	952	流动资产	758	830	1,983	2,061	2,273	2,572
%销售收入	43.4%	40.3%	38.4%	41.7%	41.8%	41.9%	%总资产	68.6%	58.4%	76.1%	77.3%	79.5%	81.7%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-7	-9	-13	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	固定资产	218	227	205	214	210	213
销售费用	-107	-123	-138	-177	-231	-298	%总资产	19.8%	16.0%	7.9%	8.0%	7.3%	6.8%
%销售收入	12.7%	12.8%	14.5%	12.6%	12.7%	13.1%	无形资产	98	111	110	110	110	108
管理费用	-117	-127	-163	-203	-255	-297	非流动资产	346	591	622	605	586	575
%销售收入	13.9%	13.2%	17.0%	14.4%	14.0%	13.1%	%总资产	31.4%	41.6%	23.9%	22.7%	20.5%	18.3%
研发费用	-2	-1	-1	-1	-2	-3	资产总计	1,104	1,421	2,605	2,666	2,859	3,147
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	45	45	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	135	130	58	200	262	340	应付款项	64	64	78	98	123	164
%销售收入	16.0%	13.5%	6.1%	14.2%	14.4%	15.0%	其他流动负债	55	53	45	69	88	112
财务费用	3	-4	8	20	27	33	流动负债	119	161	167	167	211	276
%销售收入	-0.3%	0.5%	-0.9%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-2	-2	-1	-1	其他长期负债	22	210	262	175	127	92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	141	371	429	342	338	368
投资收益	0	0	1	0	0	0	普通股股东权益	963	1,050	2,174	2,322	2,519	2,777
%税前利润	0.2%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	91	91	158	158	158	158
营业利润	143	129	71	218	288	373	未分配利润	264	339	288	436	633	891
营业利润率	17.1%	13.5%	7.4%	15.4%	15.9%	16.4%	少数股东权益	0	0	2	2	2	2
营业外收支	5	7	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,104	1,421	2,605	2,666	2,859	3,147
税前利润	148	136	72	218	288	373	比率分析						
利润率	17.7%	14.2%	7.5%	15.4%	15.9%	16.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-48	-50	-39	-70	-91	-116	每股指标						
所得税率	32.5%	36.6%	54.3%	32.0%	31.5%	31.0%	每股收益	1.101	0.948	0.210	0.937	1.248	1.628
净利润	100	86	33	148	197	257	每股净资产	10.579	11.527	13.759	14.695	15.944	17.571
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.864	2.346	0.936	2.810	1.763	2.181
归属于母公司的净利润	100	86	33	148	197	257	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.0%	9.0%	3.5%	10.5%	10.9%	11.3%	回报率						
							净资产收益率	10.41%	8.23%	1.53%	6.37%	7.83%	9.26%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.08%	6.08%	1.27%	5.55%	6.90%	8.17%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	9.44%	7.55%	1.20%	5.84%	7.12%	8.45%
净利润	100	86	33	148	197	257	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	12.46%	14.79%	-0.74%	47.65%	28.71%	25.12%
非现金支出	58	119	129	75	79	74	EBIT 增长率	30.57%	-3.11%	-55.15%	241.38%	31.25%	29.89%
非经营收益	1	12	10	22	10	8	净利润增长率	24.36%	-13.84%	-61.55%	345.81%	33.23%	30.42%
营运资金变动	11	-4	-23	199	-8	6	总资产增长率	11.63%	28.68%	83.33%	2.32%	7.25%	10.05%
经营活动现金净流	170	214	148	444	279	345	资产管理能力						
资本开支	-93	-71	-49	-63	-60	-62	应收账款周转天数	11.7	11.1	11.9	12.5	12.1	11.7
投资	0	0	-200	-152	-23	-14	存货周转天数	55.1	45.6	48.7	49.5	49.1	48.7
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	43.3	36.6	39.0	39.1	38.1	40.4
投资活动现金净流	-93	-71	-249	-215	-83	-76	固定资产周转天数	93.5	85.3	75.4	52.1	38.9	31.3
股权募资	0	0	1,201	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-67	0	0	净负债/股东权益	-63.67%	-62.30%	-73.23%	-74.05%	-73.70%	-75.03%
其他	-6	-58	-160	-14	-10	-8	EBIT 利息保障倍数	-51.8	29.2	-7.2	-9.8	-9.9	-10.3
筹资活动现金净流	-6	-58	1,041	-81	-10	-8	资产负债率	12.78%	26.14%	16.48%	12.82%	11.82%	11.70%
现金净流量	70	85	940	148	185	261							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-24	增持	32.56	36.91~37.00
2	2022-08-30	增持	33.76	N/A
3	2022-10-28	增持	26.76	N/A
4	2023-04-26	增持	30.08	N/A

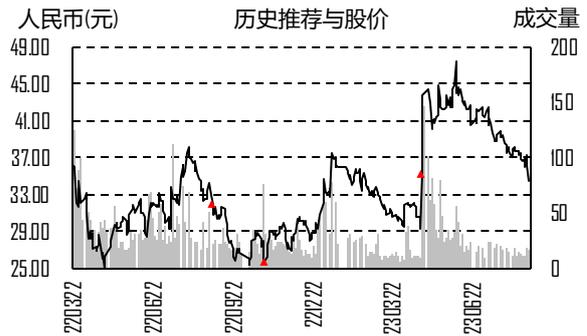
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806