

# 华厦眼科 (301267.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业务板块全面增长，盈利能力持续向好

### 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19.94亿元(+26.30%)；归母净利润3.55亿元(+50.08%)；扣非归母净利润3.63亿元(+41.26%)。

2023Q2公司实现收入10.63亿元(+38.06%)；归母净利润2.04亿元(+64.60%)；扣非归母净利润2.16亿元(+58.94%)。

### 经营分析

**诊疗服务网点体系覆盖全国，主要地区业务增长迅速。**2023年H1，公司已在全国开设57家眼科专科医院和52家视光中心，覆盖18个省和直辖市的49个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区。2023年H1，贡献最高的华东地区实现收入14.60亿元(+35.28%)，其中，厦门眼科中心收入为5.06亿元(+23.51%)；收入提升较快的华中和西北地区，分别实现收入1.47亿元(+29.85%)、0.39亿元(+53.41%)。

**业务线全面增长，积极发展屈光视光业务。**2023年H1，公司屈光项目实现收入6.51亿元(+13.84%)；眼视光综合项目实现收入4.75亿元(+17.75%)，二者在收入中占比合计为56.50%；白内障项目实现收入4.97亿元(+44.89%)；眼后段项目实现收入2.76亿元(+35.81%)；其他业务收入0.94亿元(+66.56%)。

**费用端较为平稳，毛利率稳步提升。**2023年H1，公司销售/管理费用率分别为12.31%、10.81%；综合毛利率50.30%(+2.89pcts)，净利率为18.32%(+3.28pcts)。公司屈光项目毛利率为56.86%(+0.91pcts)；眼后段项目毛利率为44.72%(+4.77pcts)；白内障项目毛利率为44.16%(+8.06pcts)；眼视光综合项目毛利率为50.00%(-0.67pcts)。

**医教研一体化协同发展，学术影响力稳步提升。**2023年H1，公司及下属分子公司新增专利授权13项；发表科研文章51篇，SCI收录26篇。公司及下属分子公司、眼科专家学者新增获批医学科研项目4项，新增开展各类临床试验项目6项并担任PI。

### 盈利预测、估值与评级

现有医院医疗服务能力升级项目、新建医院/区域视光中心建设项目的向前推进，有望为公司业绩增长赋能。预计23-25年公司归母净利润分别为6.89、8.88、11.47亿元，同比增长35%、29%、29%，EPS分别为0.82、1.06、1.37元，现价对应PE为50、39、30倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

租赁物业存在瑕疵的风险；下属医院盈利不及预期的风险；医保定点资格风险；眼科人才流失或不足的风险；限售股解禁风险。

### 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)：41.07 元

### 相关报告：

- 《华厦眼科公司点评：服务网络覆盖广泛，盈利能力向好发展》，2023.4.24
- 《专家领航，科研领跑，立足八闽，辐射全国-华厦眼科公司深度》，2022.12.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	3,233	4,226	5,264	6,546
营业收入增长率	21.86%	5.51%	30.71%	24.55%	24.36%
归母净利润(百万元)	455	512	689	888	1,147
归母净利润增长率	36.01%	12.50%	34.61%	28.89%	29.23%
摊薄每股收益(元)	0.910	0.914	0.820	1.057	1.366
每股经营性现金流净额	1.60	1.37	1.46	1.64	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.83%	10.01%	11.88%	13.42%	14.93%
P/E	0.00	80.00	50.08	38.85	30.07
P/B	0.00	8.01	5.95	5.22	4.49

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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,515</b>	<b>3,064</b>	<b>3,233</b>	<b>4,226</b>	<b>5,264</b>	<b>6,546</b>	货币资金	503	953	1,345	1,545	1,967	2,553
增长率	14.5%	21.9%	5.5%	30.7%	24.5%	24.4%	应收款项	176	212	231	298	371	457
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,454</b>	<b>-1,654</b>	<b>-1,680</b>	<b>-2,159</b>	<b>-2,683</b>	<b>-3,332</b>	存货	107	126	157	164	205	257
%销售收入	57.8%	54.0%	52.0%	51.1%	51.0%	50.9%	其他流动资产	51	47	2,883	2,727	2,766	2,839
<b>毛利</b>	<b>1,060</b>	<b>1,411</b>	<b>1,554</b>	<b>2,067</b>	<b>2,580</b>	<b>3,214</b>	流动资产	838	1,338	4,617	4,733	5,309	6,105
%销售收入	42.2%	46.0%	48.0%	48.9%	49.0%	49.1%	%总资产	38.7%	41.6%	70.1%	63.9%	63.5%	63.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	长期投资	120	166	177	191	193	194
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	固定资产	783	757	734	852	1,033	1,262
<b>销售费用</b>	<b>-301</b>	<b>-402</b>	<b>-402</b>	<b>-534</b>	<b>-678</b>	<b>-815</b>	%总资产	36.2%	23.5%	11.1%	11.5%	12.4%	13.0%
%销售收入	12.0%	13.1%	12.4%	12.6%	12.9%	12.5%	无形资产	300	268	308	349	345	351
<b>管理费用</b>	<b>-294</b>	<b>-317</b>	<b>-363</b>	<b>-480</b>	<b>-603</b>	<b>-740</b>	非流动资产	1,324	1,882	1,968	2,671	3,047	3,567
%销售收入	11.7%	10.4%	11.2%	11.4%	11.5%	11.3%	%总资产	61.3%	58.4%	29.9%	36.1%	36.5%	36.9%
<b>研发费用</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	<b>-49</b>	<b>-67</b>	<b>-84</b>	<b>-94</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,162</b>	<b>3,220</b>	<b>6,584</b>	<b>7,405</b>	<b>8,356</b>	<b>9,672</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	短期借款	0	113	97	100	53	23
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>436</b>	<b>654</b>	<b>727</b>	<b>970</b>	<b>1,191</b>	<b>1,538</b>	应付款项	335	275	307	390	495	622
%销售收入	17.3%	21.3%	22.5%	22.9%	22.6%	23.5%	其他流动负债	333	397	386	544	673	836
<b>财务费用</b>	<b>-9</b>	<b>-40</b>	<b>-32</b>	<b>-10</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	流动负债	669	785	790	1,034	1,221	1,481
%销售收入	0.4%	1.3%	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.3%	长期贷款	0	0	26	26	26	26
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	42	586	641	507	445	413
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	710	1,371	1,457	1,567	1,691	1,920
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,419</b>	<b>1,832</b>	<b>5,114</b>	<b>5,801</b>	<b>6,615</b>	<b>7,688</b>
%税前利润	0.5%	1.5%	1.2%	2.1%	0.7%	0.7%	其中：股本	500	500	560	620	620	620
<b>营业利润</b>	<b>484</b>	<b>652</b>	<b>727</b>	<b>1,000</b>	<b>1,223</b>	<b>1,587</b>	未分配利润	593	1,042	1,554	2,181	2,994	4,067
营业利润率	19.3%	21.3%	22.5%	23.7%	23.2%	24.2%	少数股东权益	32	17	14	37	50	64
<b>营业外收支</b>	<b>-25</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>	<b>-52</b>	<b>-41</b>	<b>-41</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,162</b>	<b>3,220</b>	<b>6,584</b>	<b>7,405</b>	<b>8,356</b>	<b>9,672</b>
<b>税前利润</b>	<b>460</b>	<b>582</b>	<b>654</b>	<b>948</b>	<b>1,183</b>	<b>1,545</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	18.3%	19.0%	20.2%	22.4%	22.5%	23.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-138</b>	<b>-129</b>	<b>-146</b>	<b>-236</b>	<b>-281</b>	<b>-383</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.1%	22.1%	22.3%	24.9%	23.8%	24.8%	每股收益	0.669	0.910	0.914	0.820	1.057	1.366
<b>净利润</b>	<b>321</b>	<b>454</b>	<b>508</b>	<b>712</b>	<b>901</b>	<b>1,162</b>	每股净资产	2.839	3.664	9.132	6.906	7.874	9.152
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15	每股经营现金净流	1.181	1.596	1.375	1.462	1.639	1.986
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>334</b>	<b>455</b>	<b>512</b>	<b>689</b>	<b>888</b>	<b>1,147</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.120
净利率	13.3%	14.8%	15.8%	16.3%	16.9%	17.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	23.57%	24.83%	10.01%	11.88%	13.42%	14.93%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	15.47%	14.13%	7.77%	9.30%	10.63%	11.86%
							投入资本收益系数	20.78%	25.71%	10.70%	12.16%	13.42%	14.79%
净利润	321	454	508	712	901	1,162	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15	主营业务收入增长率	2.37%	21.86%	5.51%	30.71%	24.55%	24.36%
非现金支出	223	323	328	54	56	58	EBIT增长率	61.79%	49.94%	11.16%	33.45%	22.89%	29.12%
非经营收益	32	34	31	-200	-34	-91	净利润增长率	53.59%	36.01%	12.50%	34.61%	28.89%	29.23%
营运资金变动	14	-13	-96	340	93	103	总资产增长率	2.28%	48.94%	104.49%	12.45%	12.85%	15.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>591</b>	<b>798</b>	<b>770</b>	<b>906</b>	<b>1,016</b>	<b>1,231</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-161	-172	-232	-460	-290	-368	应收账款周转天数	23.8	20.3	21.6	22.1	22.3	22.0
投资	-3	-2	-15	-28	-13	-25	存货周转天数	24.3	25.7	30.7	27.7	27.9	28.1
其他	-1	6	-2,791	14	9	10	应付账款周转天数	66.6	51.2	44.6	49.5	50.3	51.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-165</b>	<b>-168</b>	<b>-3,037</b>	<b>-475</b>	<b>-295</b>	<b>-383</b>	固定资产周转天数	113.6	90.0	77.6	68.2	64.8	63.3
股权募资	12	1	2,771	60	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-266	0	26	-19	-48	-30	净负债/股东权益	-34.68%	-45.46%	-74.48%	-68.80%	-67.32%	-65.81%
其他	-14	-182	-146	-101	-108	-105	EBIT利息保障倍数	49.3	16.2	22.9	101.9	-396.4	-92.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-268</b>	<b>-181</b>	<b>2,651</b>	<b>-60</b>	<b>-155</b>	<b>-134</b>	资产负债率	32.86%	42.58%	22.12%	21.16%	20.24%	19.86%
<b>现金净流量</b>	<b>157</b>	<b>450</b>	<b>384</b>	<b>371</b>	<b>566</b>	<b>715</b>							

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	2022-12-30	买入	73.14	85.00~90.00
2	2023-04-24	买入	77.81	N/A

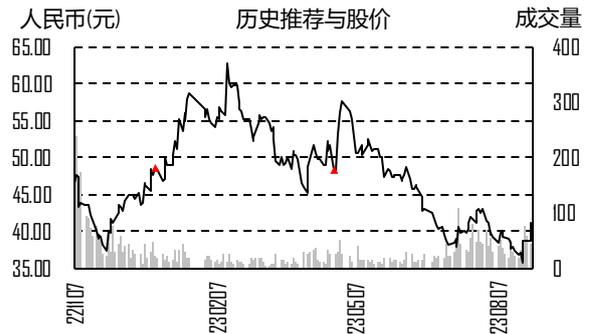
来源：国金证券研究所

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