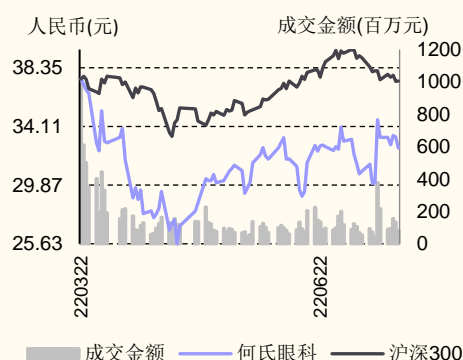


市场价格 (人民币): 32.56 元

目标价格 (人民币): 36.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.58
已上市流通 A 股(亿股)	0.38
总市值(亿元)	51.45
年内股价最高最低(元)	37.54/25.63
沪深 300 指数	4238
创业板指	2737



立足辽宁，发挥视光领域优势布局全国

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	838	962	1,157	1,444	1,810
营业收入增长率	12.46%	14.79%	20.20%	24.85%	25.31%
归母净利润(百万元)	100	86	108	140	182
归母净利润增长率	24.36%	-13.84%	24.78%	29.79%	29.88%
摊薄每股收益(元)	1.101	0.948	0.682	0.885	1.149
每股经营性现金流净额	1.44	2.35	0.99	1.20	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.41%	8.23%	4.44%	5.57%	6.94%
P/E	n.a	n.a	49.07	37.81	29.11
P/B	n.a	n.a	2.18	2.11	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是立足辽宁的眼科医疗服务机构，采用三级眼科健康医疗服务模式，形成双向转正、上下联动的眼科医疗服务网络。公司深耕辽宁省内，辽宁省内收入占比 98%，形成了三级眼科医疗服务模式，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 3 家三级眼保健服务机构，32 家二级眼保健服务机构，55 家初级眼保健服务机构；2021 年，公司实现门诊量 119 万余人次，手术量 4.6 万余例，视光服务人次近 40 万。
- 公司发挥视光领域优势，加大视光中心投入。公司视光服务收入规模及其占比呈快速增长趋势，2021 年公司视光服务收入占比提升至 36%，未来三年，公司拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店，其中辽宁省沈阳市、大连市等 14 座城市新建 30 家视光中心门店；辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店，我们预计 2022-2024 年公司视光业务板块增速分别为 35%、40%、40%。
- 公司 IPO 发行 3050 万股，每股发行价格 42.50 元/股，募集资金总额为 12.96 亿元。公司已实现辽宁省内地市级医院全覆盖，正开始加密辽宁省内并积极拓展全国业务，公司计划布局以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区和以成都、重庆为中心的西部地区等地，在各区域投资建立眼科专科医院，初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。

盈利预测与投资建议

- 公司积极在辽宁省内及省外完善眼科医疗服务网络，未来在视光中心领域的布局有望进一步贡献业绩增量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.08/1.40/1.82 亿元，分别同比增长 25%/30%/30%，对应 EPS 分别为 0.68/0.89/1.15 元，现价对应 22/23/24 年 PE 倍数为 49/38/29 倍；我们选用相对估值法对公司进行估值，参考同行业上市公司可比公司情况，给予公司 12 个月内目标市盈率 54X，对应上市公司 2023 年目标市值 58.32 亿元，对应目标价为 36.91 元，首次覆盖给予“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、疫情反复导致门诊量下降的风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

何氏眼科：立足辽宁，扩展省外的眼科医疗服务机构.....	4
“专家办院”，深耕眼科医疗服务二十余年.....	4
抓住中国眼科发展的黄金时期，收入不断增长.....	4
眼科医疗服务市场快速发展，民营眼科医疗服务发展迅速.....	6
眼科医疗行业快速发展，民营眼科医院迅速增加.....	6
我国进入慢性视觉健康问题高发时期，为眼科医院带来充足动力.....	8
积极拓展全国业务，加大视光中心投入.....	10
完善医疗网络布局，发展连锁经营模式增强规模效应和品牌效应.....	10
持续加大视光中心投入，加快视光中心的连锁布局.....	11
IPO 募集资金投资项目规划.....	12
盈利预测与投资建议.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：2018-1Q2022 公司营业收入及增速.....	5
图表 3：2018-1Q2022 公司净利润及增速.....	5
图表 4：公司诊疗服务及视光服务两大业务板块收入及增速.....	5
图表 5：公司收入拆分（按服务项目）.....	5
图表 6：2018-1Q2022 公司毛利率、净利率情况.....	6
图表 7：2018-1Q2022 公司期间费用率情况.....	6
图表 8：2018-2021 公司分区域收入结构.....	6
图表 9：医疗卫生机构、床位、卫生人员数量情况.....	7
图表 10：中国医院数量与结构（个）.....	7
图表 11：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）.....	7
图表 12：眼科专科医院、卫生人员、床位数持续增长.....	8
图表 13：民营眼科医院数量稳步增长.....	8
图表 14：我国眼科医院收入情况.....	8
图表 15：眼科医院诊疗人次数、入院人数稳步增长.....	8
图表 16：2018 年不同阶段青少年近视发生率（%）.....	9
图表 17：2020 年不同阶段青少年近视发生率（%）.....	9
图表 18：国内部分民营眼科连锁医疗服务企业对比.....	10
图表 19：公司三级眼健康医疗服务模式.....	11
图表 20：公司下属各级眼保健服务机构分布.....	11
图表 21：2018-2021 年公司视光服务量.....	12
图表 22：2018-2021 年公司视光服务收入（亿元）及增速.....	12
图表 23：2018-2021 年公司视光服务毛利率.....	12

图表 24: 公司募集资金投资项目 (单位: 万元)	13
图表 25: 公司收入预测 (单位: 亿元)	13
图表 26: 可比公司估值情况 (截至 2022/07/22)	14

何氏眼科：立足辽宁，扩展省外的眼科医疗服务机构

“专家办院”，深耕眼科医疗服务二十余年

- 公司由留学归国眼科医学博士、全国防盲技术指导组副组长、国际眼科理事何伟及其团队创办，公司集医教研于一体，采用三级眼健康医疗服务模式，诊疗服务项目包括白内障、青光眼、玻璃体视网膜病变等常见致盲性眼病，也包括干眼、中医等特色诊疗服务；同时，针对屈光不正开展光学矫正、屈光不正手术及视功能训练等眼科专科诊疗服务和视光服务。
- 公司采用三级眼科健康医疗服务模式，形成双向转诊、上下联动的眼科医疗服务网络。三级眼健康医疗服务模式由初级眼保健服务、二级眼保健服务、三级眼保健服务组成，形成了双向转诊、上下联动的眼科医疗服务。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 3 家三级眼保健服务机构，32 家二级眼保健服务机构，55 家初级眼保健服务机构；2021 年，公司实现门诊量 119 万余人次，手术量 4.6 万余例，视光服务人次近 40 万。

图表 1：公司发展历程

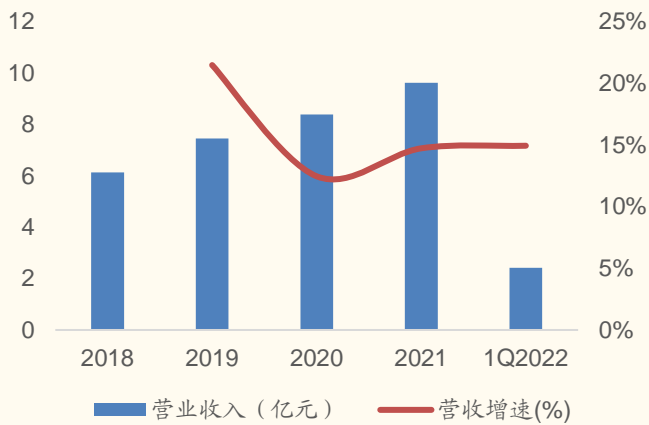


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

抓住中国眼科发展的黄金时期，收入不断增长

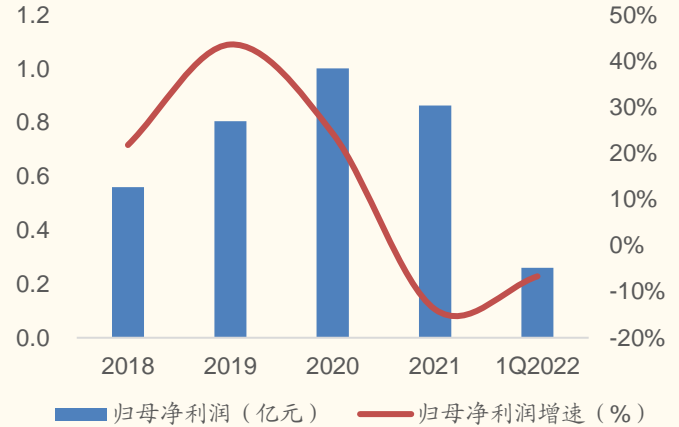
- 2021 年公司实现营业收入 9.62 亿元，同比增长 14.73%，实现归母净利润 0.86 亿元，同比下滑 13.84%。2021 年，受辽宁地区疫情、极端天气，以及公司 2021 年新开业北京何氏、重庆何氏二级眼保健服务机构处于培育期，亏损较大等因素影响，公司归母净利润有所下滑。1Q2022 公司实现营收 2.42 亿元，同比增长 14.94%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比下滑 6.66%。

图表 2: 2018-1Q2022 公司营业收入及增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

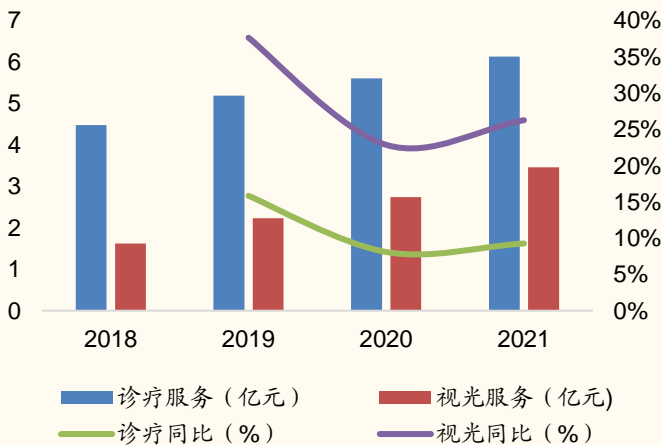
图表 3: 2018-1Q2022 公司净利润及增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

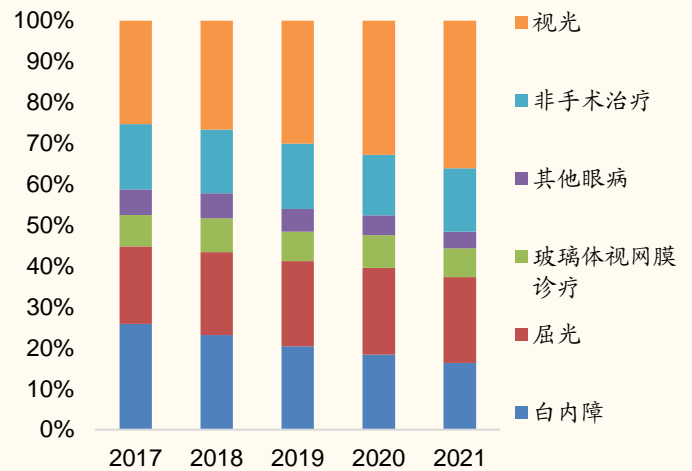
- 诊疗服务和视光服务是公司的主要收入来源, 近年来视光业务收入占比稳步提升。公司视光服务收入规模及其占比呈快速增长趋势, 2021 年, 公司视光服务收入占比提升至 36%, 主要系随着青少年近视防控需求的增加, 公司围绕三级眼健康医疗服务模式加大视光服务的投入所致; 诊疗服务收入规模亦呈增长趋势, 受视光服务收入增长较快影响诊疗服务收入占比略有下降。

图表 4: 公司诊疗服务及视光服务两大业务板块收入及增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

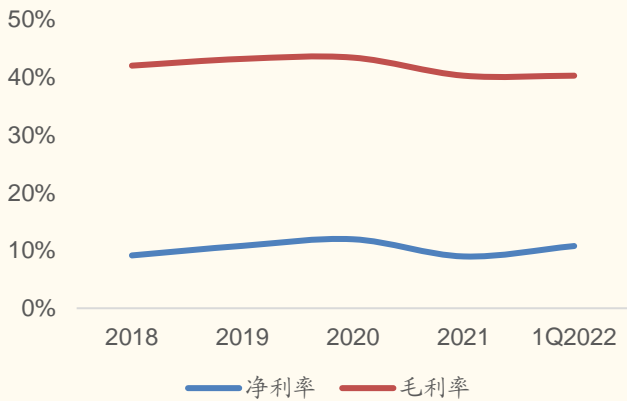
图表 5: 公司收入拆分 (按服务项目)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

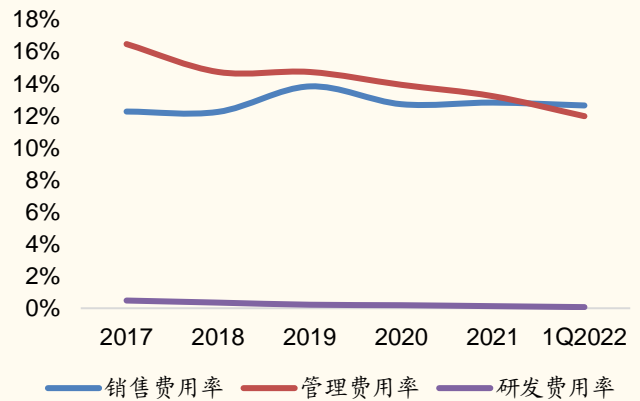
- 2021 年公司毛利率为 40.30%, 净利率为 8.98%, 分业务拆分, 公司视光服务毛利率高于诊疗服务, 2021 年公司视光服务毛利率为 48.50%, 诊疗服务毛利率为 35.48%。2021 年, 公司管理费用率为 13.23%, 近年来稳步下降, 销售费用率较为稳定, 保持在 12%-13% 的水平, 2021 年净利率有所下滑, 主要是 4Q2021 辽宁省内疫情反复, 以及暴雪等极端天气影响, 导致公司的门诊量下滑。

图表 6: 2018-1Q2022 公司毛利率、净利率情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

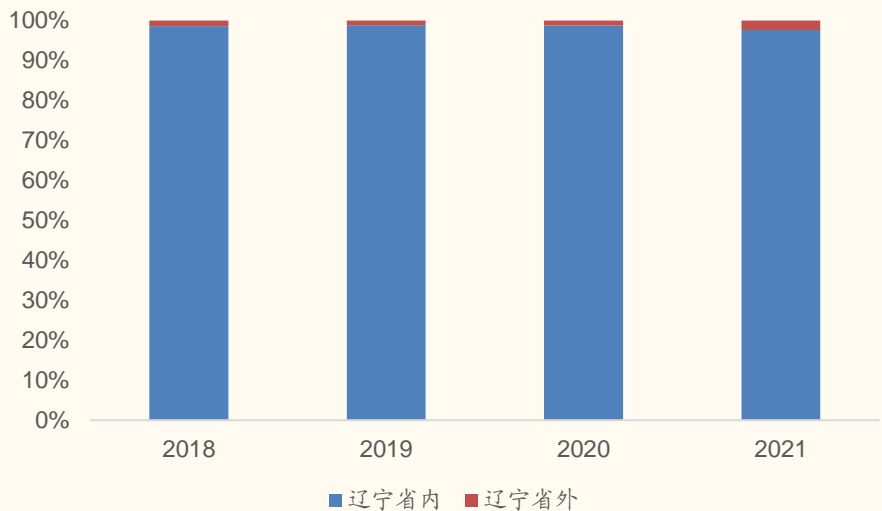
图表 7: 2018-1Q2022 公司期间费用率情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司营收集集中于辽宁省内。目前公司已经实现了辽宁省内地市级医院全覆盖。2021 年, 公司于辽宁省内实现营业收入分别 9.39 亿元, 占全年收入总额的 98%。

图表 8: 2018-2021 公司分区域收入结构



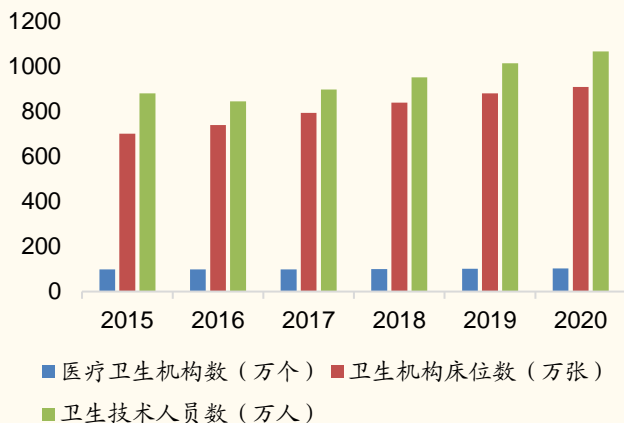
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

眼科医疗服务市场快速发展, 民营眼科医疗服务发展迅速

眼科医疗行业快速发展, 民营眼科医院迅速增加

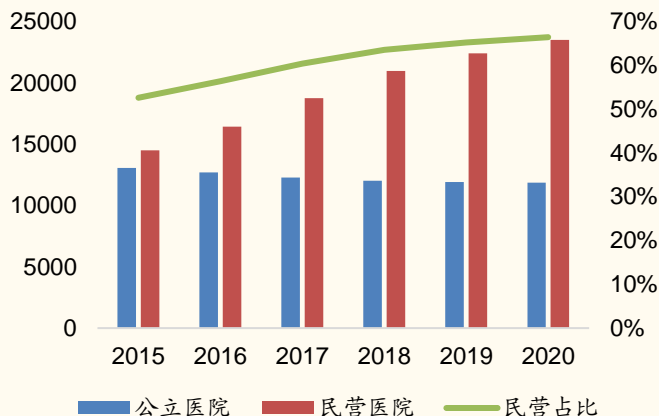
- 政策引导与需求刺激推动民营医疗机构迅速发展。近年来, 国家连续发布政策支持社会力量进入医疗服务领域, 民营医院得到蓬勃发展。国家卫健委数据显示, 2010 年我国有公立医院 1.39 万个, 民营医院 7100 个, 2019 年我国公立医院 1.19 万个, 民营医院 2.24 万个。十年来公立医院数量有所减少, 非公立医院数量年均增速复合增长率达 13.62%, 民营医院的数量已超过公立医院的数量。

图表 9: 医疗卫生机构、床位、卫生人员数量情况



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

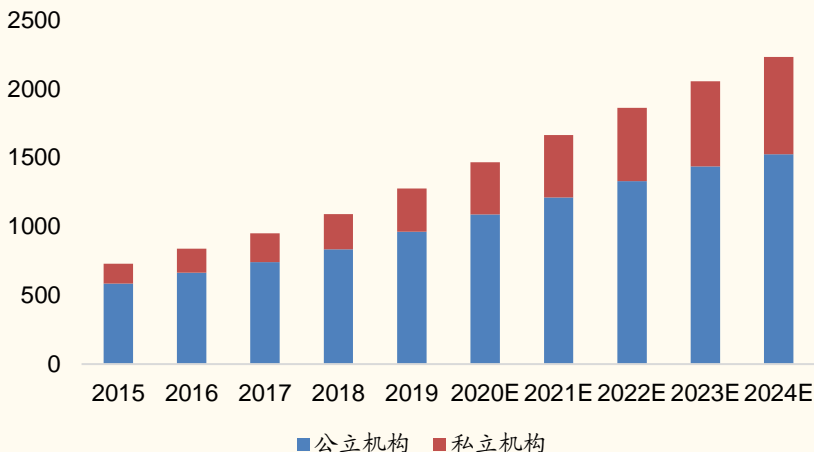
图表 10: 中国医院数量与结构 (个)



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

- **市场容量快速增长, 民营眼科增速远超公立机构。**根据招股说明书, 中国眼科医疗服务市场在 2019 年已经达到 1275 亿元, 预计 2024 年将达到 2231 亿元。民营医疗机构占中国眼科医疗服务市场的份额由 2015 年的 146 亿元增加至 2019 年的 314 亿元, 复合年增长率为 21.1%, 且预期将于 2024 年继续增加至 707 亿元。于同期, 公立医疗机构占中国眼科医疗服务市场的份额由 584 亿元增加至 961 亿元, 复合年增长率为 13.3%, 且预期将于 2024 年继续增加至 1524 亿元。

图表 11: 中国眼科医疗服务市场规模 (亿元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

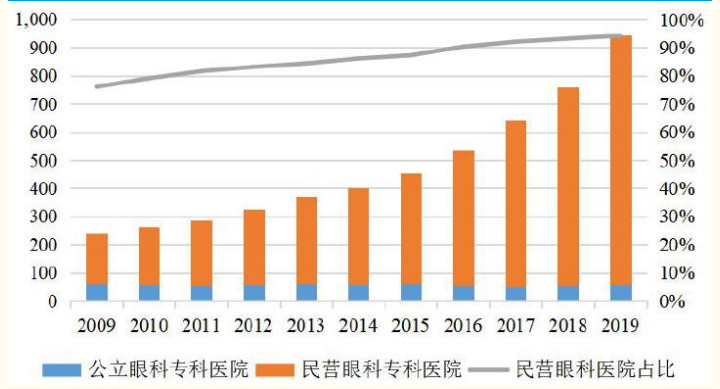
- **眼科医疗服务能力持续增强, 民营眼科医院数量迅速增加。**2018 年我国拥有眼科专科医院 761 家, 相较于 2009 年 242 家, 年均复合增长率达到 13.58%。2009 年, 我国民营眼科专科医院 184 家, 公立眼科专科医院 58 家, 民营眼科专科医院占比 76.03%; 2019 年, 我国民营眼科专科医院 890 家, 公立眼科专科医院 55 家, 民营眼科专科医院占比 94.18%, 民营眼科专科医院占比逐年稳步增长。

图表 12: 眼科专科医院、卫生人员、床位数持续增长



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

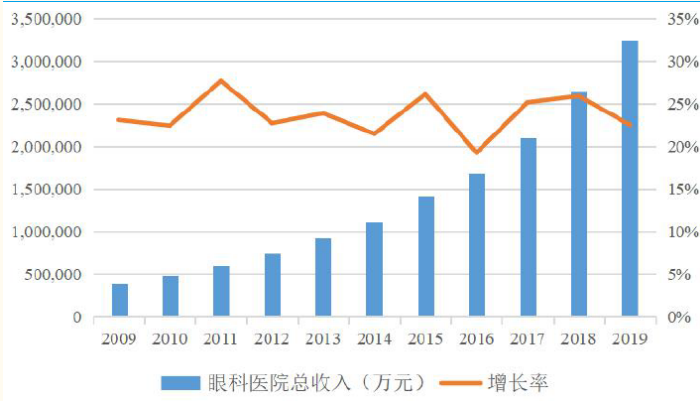
图表 13: 民营眼科医院数量稳步增长



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **眼科专科医院稳步发展。**根据国家卫健委数据, 2009 年我国眼科专科医院入院人数 38.56 万人, 门诊人次 968.83 万人次, 2018 年分别达到 210.18 万人、2932.44 万人次, 年均复合增长率分别达 20.73%、13.09%。

图表 14: 我国眼科医院收入情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 15: 眼科医院诊疗人次、入院人数稳步增长

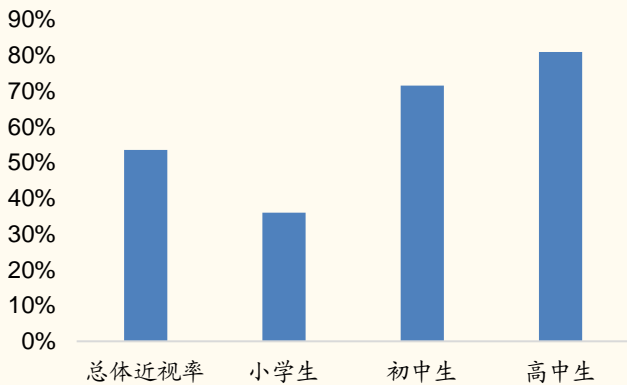


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

我国进入慢性视觉健康问题高发时期, 为眼科医院带来充足动力

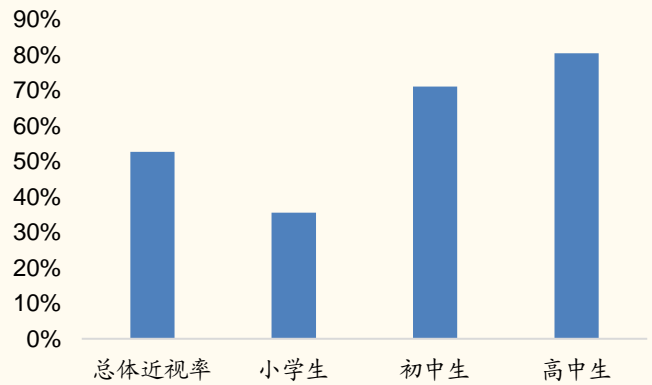
- 由于电脑、手机等智能终端迅速普及和人口老龄化加速, 各种眼病的患病率呈现较为明显的上升趋势, 如近视、干眼、白内障等, 我国已经进入了慢性视觉健康问题高发时期, 给眼科医院的发展带来充足动力。
- **青少年近视率居高不下, 政策高度重视近视防控。**据国家卫健委调查, 2020 年青少年总体近视率为 52.7% 其中小学生近视率 35.60%, 初中生近视率 71.1%, 高中生近视率 80.50%。我国青少年近视率与近视人口高居世界第一。政府高度重视近视防控战略实施, 相关诊疗需求将得到释放。2018 年, 教育部等八部门发文明确综合防控目标: 到 2023 年, 力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上, 近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。

图表 16: 2018 年不同阶段青少年近视发生率 (%)



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

图表 17: 2020 年不同阶段青少年近视发生率 (%)



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

- 对比国内上市民营眼科医疗服务机构, 公司采用三级眼健康医疗服务模式, 深耕辽宁省内, 收入排名处于行业领先水平。
 - **爱尔眼科:** 公司是全球性眼科连锁医疗机构, 公司是全球性眼科连锁医疗机构, 目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚, 奠定了全球发展的格局。截止 2021 年底, 公司境内医院 174 家, 门诊部 118 家。公司实现了分级诊疗、有序就诊、患者便利, 结合“健康中国”“青少年近视防控”的国家战略, 建立“以眼科医院为龙头, 眼科(视光)门诊为主体, 爱眼 e 站为触角”的同城网络诊疗体系。
 - **华夏眼科:** 截止至公司招股书(上会稿)披露日, 公司已在国内开设 53 家眼科专科医院, 覆盖 17 个省及 45 个城市, 辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区。
 - **普瑞眼科:** 公司自成立以来一直采用“直营连锁”的经营模式进行全国布局, 从连锁医院布局城市情况来看, 公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉、昆明、兰州、合肥、郑州、南昌、乌鲁木齐、哈尔滨、济南、西安、贵阳、沈阳、长春共 19 个城市开业了 23 家普瑞眼科医院, 形成了全国网络布局。
 - **新视界眼科:** 公司明确“超一线城市优先布局”战略, 计划通过超一线城市重点布局辐射一线重点城市, 形成以“长三角”、“京津冀”、“珠三角”为中心平台的连锁诊疗体系。
 - **朝聚眼科:** 公司深耕内蒙古, 截至 2021 年底, 公司经营由 17 间眼科医院及 24 间视光中心所组成的网络。

图表 18: 国内部分民营眼科连锁医疗服务企业对比

	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	新视界眼科	朝聚眼科	何氏眼科	希玛眼科	德视佳	
成立时间	1996年	2004年	2006年	2004年	1988年	1995年	2012年	1993年	
覆盖省份数量	中国30个省、美国、欧洲	17个省份及46个城市, 集中于厦门市	20个城市	上海、成都、南昌、郑州、呼和浩特、江西、青岛、济南、无锡、重庆	华北、内蒙古、内蒙古东	辽宁省(沈阳、大连、葫芦岛、锦州)、成都	中国香港等	中国上海、北京、广州、深圳、杭州、重庆、成都、德国、丹麦	
布局区域	中国内地、中国香港、东南亚、欧洲和美国	华东、华中、华南、西南、华北等广大区域	全国布局	上海	蒙古	东北	中国香港、深圳、北京、昆明、上海	全球	
眼科专科医院数量(家)	公司境内医院174家, 门诊部118家	56家医院	21医院和3家门诊部	15(医疗子公司数量)	17家医院, 24家视光中心	3家三级, 32家二级, 55家初级眼保健服务机构	24(内地8家医院和3家门诊, 香港13家眼科医疗机构)	26	
集团本部	湖南	厦门	成都	上海	内蒙古	沈阳	中国香港	德国汉堡	
19年门诊人次(万次)	663	158	77	40+(2018年)	-	100.63			
20年门诊人次(万次)	755	139	74		-	55.87(H1)			
21年门诊人次(万次)	1020	167	98		88.73	119			
手术量	81.73(万例)	29.3(万例)	9.16(万例; 其中屈光5.59白内障3.57)	-	-	4.6	1.15(万例, 香港)、2.37(万例, 内地)		
视光中心(家)	98	20	-	-	23				
医务人员数量(人)	5000+医生	3278医务人员	1715医护人员	-	261名注册医师	359名医师			
2021年	医疗服务业务收入(亿元)	150	30.07	17.03	7.60	9.98	9.59	9.46	5.38
	净利润(万元)	246,990	45,363	9,389	-1,469	15,764	8,636	1,579	11,353
	综合毛利率	51.92%	45.56%	43.37%	-	45.00%	40.30%	32.20%	49.40%
	收入增速(%)	25.93%	21.64%	25.30%	11.84%	25.60%	14.85%	60.94%	33.58%
	净利润增速(%)	31.58%	41.43%	-13.81%	-128.20%	30.79%	-13.84%	254.17%	103.66%
	净利率	16.47%	15.09%	5.51%	-1.93%	15.80%	9.01%	1.67%	21.10%

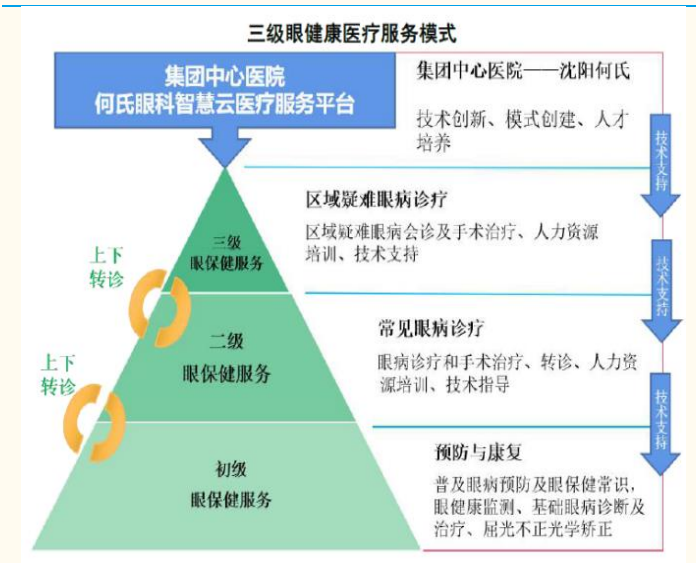
来源: 各公司招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所(注: 资料更新可能有不及时之处)

积极拓展全国业务, 加大视光中心投入

完善医疗网络布局, 发展连锁经营模式增强规模效应和品牌效应

- 公司是辽宁省领先的眼科医疗服务集团, 具备技术和品牌输出的实力。公司在眼科医疗服务行业拥有丰富的临床诊疗经验和领先的技术优势, 沈阳何氏眼科医院被评为“国家临床重点专科”, 也是国家卫健委“防盲治盲培训基地”。
- 可持续、可复制的三级眼健康医疗服务模式利于资源配置、发挥公司优势。公司的三级眼健康医疗服务模式由初级眼保健服务、二级眼保健服务、三级眼保健服务组成, 以双向转诊、上下联动、便捷患者为主要特征。三级眼健康医疗服务模式有利于公司合理配置医护人员、诊疗设备等资源, 发挥公司在医疗技术和经验、医师培训体系以及品牌、区域复制等方面的竞争优势, 有利于眼病的预防、早期诊断、早期治疗, 保证公司业务持续、健康发展。

图表 19: 公司三级眼健康医疗服务模式



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 20: 公司下属各级眼保健服务机构分布



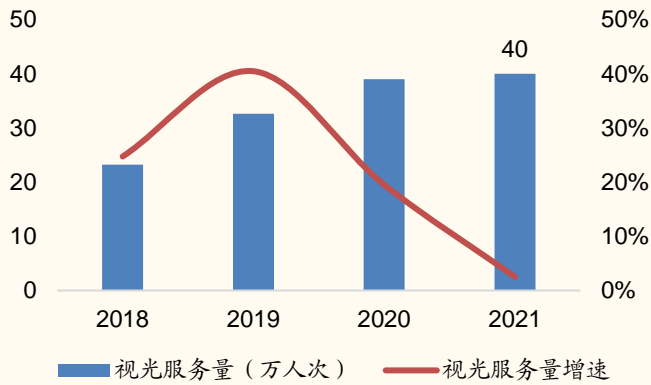
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **辽宁省内建立三级眼健康医疗服务网络, 眼科诊疗及视光服务全省占比超 11%。**公司在辽宁省内建立了完善的三级眼健康医疗服务网络, 已实现辽宁省内地市级全覆盖, 区县部分覆盖。根据公司招股说明书, 按人口比例推算, 2019 年辽宁省眼科诊疗和视光服务市场规模约为 66.03 亿元; 同年, 公司来自辽宁省的眼科诊疗和视光服务收入为 7.33 亿元, 占辽宁省眼科诊疗和视光服务市场比例为 11.10%。
- **积极拓展全国业务, 拓宽公司服务半径。**自 2016 年, 公司开始拓展辽宁省外市场; 截至招股书披露日, 公司省外网点数量仅 9 家, 且无三级眼保健服务机构, 省外市场投放相对较少。目前公司开始积极拓展全国业务, 布局以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区和以成都、重庆为中心的西部地区等地, 在各区域投资建立眼科专科医院, 初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。
- 公司建立了一整套完整的眼科连锁复制模式, 通过标准化的建院流程、专业人员配置、诊疗设备配置等医院复制模式, 实现快速布局。公司在完善医疗服务网络的同时, 能够扩大公司的业务规模和服务半径, 有利于不断产生规模效应和品牌效应。

持续加大视光中心投入, 加快视光中心的连锁布局

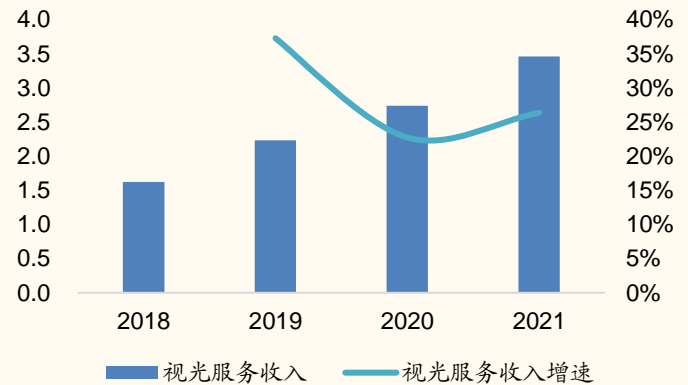
- **公司持续加大视光中心投入, 视光服务量不断上升。**2021 年视光服务规模达到 40 万人次, 视光服务实现营业收入 3.46 亿元, 同比增长 26%。根据公司招股说明书, 公司拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店, 其中辽宁省沈阳市、大连市等 14 座城市新建 30 家视光中心门店; 辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店。视光中心门店主要从事青少年近视防控和视光服务。
- 根据公司招股说明书, 视光中心建设期计划为三年, 公司计划第一年拟建设辽宁省内 30 家视光中心门店, 第二年拟建设北京市、重庆市、保定市 19 家视光中心门店, 第三年拟建设深圳市、成都市、上海市 18 家视光中心门店。

图表 21: 2018-2021 年公司视光服务量



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

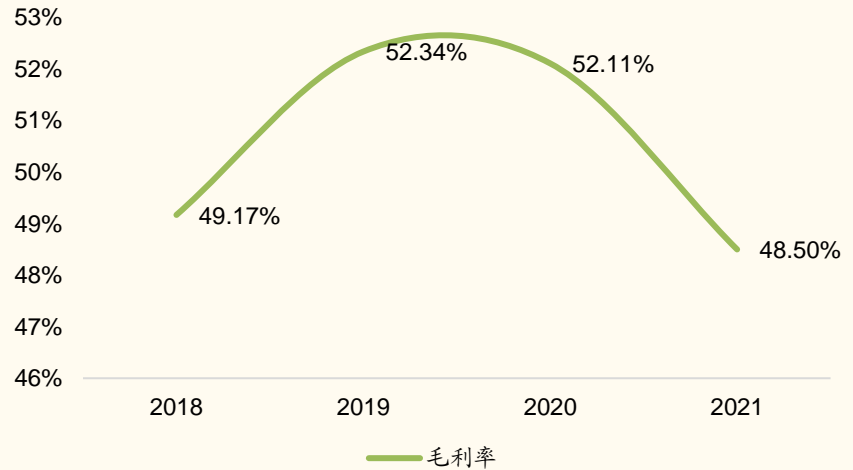
图表 22: 2018-2021 年公司视光服务收入 (亿元) 及增速



来源: 中国防盲治盲网, 国金证券研究所

- 公司视光服务业务毛利率维持较高水平, 2021 年, 公司视光服务业务毛利率为 48.50%。

图表 23: 2018-2021 年公司视光服务毛利率



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

IPO 募集资金投资项目规划

- 公司 IPO 发行 3050 万股, 每股发行价格 42.50 元/股, 募集资金总额为 12.96 亿元。募集资金主要用于公司新设视光中心项目及沈阳何氏医院扩建项目, 完善公司在医疗网络的布局。公司此次募集资金 48% 用于公司新设视光中心项目, 28% 用于沈阳何氏医院扩建项目。
- 目前公司实现辽宁省内地市级医院全覆盖, 同时开始积极拓展全国业务。公司此次募集资金约 9% 将用于北京何氏眼科新设医院项目, 约 7% 将用于重庆何氏眼科新设医院项目。公司计划布局以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区和以成都、重庆为中心的西部地区等地, 在各区域投资建立眼科专科医院, 初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。
- 公司此次募集资金约 8% 将用于公司信息化建设项目, 提高公司企业信息化管理水平和效率。

图表 24: 公司募集资金投资项目 (单位: 万元)

序号	投资项目	总投资	占比
1	沈阳何氏医院扩建项目	13,700	28%
2	北京何氏眼科新设医院项目	4,560	9%
3	重庆何氏眼科新设医院项目	3,538	7%
4	何氏眼科新设视光中心项目	23,450	48%
5	何氏眼科信息化建设项目	4,106	8%
合计		49,354	-

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别 11.57 亿元、14.44 亿元、18.10 亿元, 分别同比增长 20%、25%、25%。考虑到 4Q2021 辽宁省内疫情反复, 以及暴雪等极端天气影响, 导致公司 2021 年的门诊量有所下滑, 2022 年不考虑极端天气影响公司收入增速有望改善。
- 分业务来看, 考虑到公司在视光领域持续加大投入, 未来三年, 公司拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店, 其中辽宁省沈阳市、大连市等 14 座城市新建 30 家视光中心门店; 辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店, 因此, 我们预计随视光中心逐步建设完毕, 公司视光业务板块增速将保持快速增长, 预计公司 2022-2024 年视光业务板块增速分别为 35%、40%、40%。
- 屈光不正手术矫正业务板块, 一方面, 考虑到公司过去三年均维持在 15% 左右的增长水平, 另一方面, 考虑到 2022 年 3 月以来, 辽宁省受疫情影响较大, 假设 2023 年局部地区疫情反复的现象逐步消退, 我们预期前期受到压制的屈光手术需求有望逐步释放, 因此, 我们预计公司 2022-2024 年屈光不正手术矫正业务板块增速分别为 15%、20%、15%。
- 其他业务板块, 包括白内障诊疗、玻璃体视网膜诊疗、其他眼病诊疗服务及非手术治疗业务板块, 我们预计公司将维持过去三年的增长水平。
- 考虑到公司在全国范围内医疗服务网络的扩张, 以及视光中心规模效应逐渐显现, 预计公司视光服务毛利率在 48%-49% 水平, 诊疗服务毛利率在 35%-46% 水平, 考虑到公司将提高对视光业务发展的重视, 未来视光业务占比有望逐渐提升, 带来公司毛利率逐渐提升, 我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 40.30%、40.50%、41.00%。销售及营销费用方面, 我们预计 2022-2024 年公司销售费用率维持在 12.80% 水平; 管理费用率方面, 预计随公司全国范围内扩张, 管理费用率预计小幅提升, 我们预计 2022-2024 年公司的管理费用率分别为 13.20%、13.40%、13.60%; 研发费用率方面, 我们预计 2022-2024 年公司的研发费用率维持在 0.13% 水平。

图表 25: 公司收入预测 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6.32	7.45	8.39	9.62	11.57	14.44	18.10
	73%	18%	13%	15%	20%	25%	25%
屈光不正手术矫正	1.24	1.55	1.77	2.01	2.31	2.77	3.19
	39%	25%	14%	14%	15%	20%	15%
白内障诊疗	1.41	1.51	1.53	1.57	1.65	1.78	1.92
	16%	7%	1%	3%	5%	8%	8%
玻璃体视网膜诊疗	0.5	0.53	0.67	0.67	0.71	0.75	0.79
	39%	6%	26%	1%	6%	5%	5%

其他眼病诊疗服务	0.37	0.41	0.41	0.39	0.41	0.43	0.44
	28%	11%	0%	-6%	5%	5%	4%
非手术治疗	0.95	1.19	1.24	1.49	1.78	2.14	2.57
	27%	25%	4%	20%	20%	20%	20%
视光服务(亿元)	1.62	2.23	2.74	3.46	4.67	6.54	9.15
		38%	23%	26%	35%	40%	40%
其它业务收入	0.23	0.32	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
	53%	39%	-88%	0%	0%	0%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们选用相对估值法对公司进行估值，选取爱尔眼科、通策医疗、欧普康视作为可比公司，以对应公司 Wind 一致预测为参考，2022-2024 年参考公司市盈率平均值分别为 67 倍、52 倍、40 倍。考虑公司作为我国连锁的眼科医疗服务行业上市企业，省内省外各家医院及视光中心有望逐渐兑现业绩新增量，给予公司 12 个月内目标市盈率 54X，对应上市公司 2023 年目标市值 58.32 亿元，对应目标价为 36.91 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 26：可比公司估值情况（截至 2022/07/22）

代码	公司简称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	33.20	0.43	0.56	0.73	77.21	59.29	45.48
600763.SH	通策医疗	156.78	2.57	3.27	4.20	61.00	47.94	37.33
300595.SZ	欧普康视	51.00	0.81	1.07	1.39	62.96	47.66	36.69
	平均值		1.27	1.63	2.11	67.06	51.63	39.83
301103.SZ	何氏眼科	32.56	0.75	1.05	1.3	43.41	31.01	25.05

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **社会化办医的政策环境变化风险。**2021 年 7 月“双减”政策落地，互联网行业接受反垄断调查，市场担心政策可能加强社会化办医的监管力度，可能会提高民营医疗服务机构的经营难度。
- **医保政策变化的风险。**2021 年 11 月，国家医疗保障局关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知，医控制费进入精细化管理阶段，驱动医疗机构从增量增效到提质增效，促使医疗服务提供方主动控制成本，实现医院高质量发展。三年行动计划的推进，一方面，可能对医保报销范围内的业务的客单价造成一定的影响，另一方面，从国际经验来看，多年来即使在 DRG 运行多年的欧美国家，创新产品及技术的发展依旧走在世界的前列。我国开启支付端改革的时间较短，创新技术或产品与支付端改革，将在不断完善的支付制度下，持续向前发展，可能会对部分医疗服务的创新造成一定的影响。
- **省外市场拓展的经营风险。**省外患者对新进品牌的了解和认可需要时间，品牌知名度以及服务口碑需要培育，且新设医疗机构和视光门店会导致前期房租、装修、员工工资等成本支出较大，可能会对公司的业绩造成一定的影响。
- **局部地区疫情反复，导致门诊量下降的风险。**公司的眼科医院或视光中心目前以辽宁省内为主，辽宁省的疫情反复可能会导致当地门诊量下降，尤其是患者的手术类需求可能推迟，对公司的正常经营产生影响。

- **眼视光人才流失或不足的风险。**考虑到公司将加大在视光中心领域的建设，未来公司的人力资源可能无法满足公司发展的需要，可能对公司的视光中心建设的建设进度产生一定的影响。
- **低浓度硫酸阿托品作为院内制剂上市销售，可能受到药监局及卫健委的规范和监管的风险。**公司研发了能够有效防控青少年近视的 0.01%浓度硫酸阿托品，并于 2021 年 11 月获得辽宁省食品药品监督管理局的正式批准，在辽宁省内，公司医院内，该制剂作为院内制剂上市销售。考虑到国家药监局及国家卫健委专家对长期使用低浓度硫酸阿托品医疗机构制剂用于近视相关适应症的论证，专家认为目前此产品短期使用暂未发现严重安全性风险，但长期使用的安全性和有效性数据尚不充分，仍处于继续关注并收集相关数据的阶段，因此，低浓度硫酸阿托品可能受到药监局及卫健委的规范和监管的风险。
- **限售股解禁的风险。**2022 年 9 月 22 日，公司将有 204.58 万股限售股解禁，占总股本的 1.29%，占解禁前流通股的 5.44%。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	746	838	962	1,157	1,444	1,810	货币资金	543	613	699	1,779	1,534	1,489
增长率	n.a	12.5%	14.8%	20.2%	24.9%	25.3%	应收款项	29	33	36	41	51	62
主营业务成本	-423	-474	-575	-691	-859	-1,068	存货	73	71	73	76	89	102
%销售收入	56.8%	56.6%	59.7%	59.7%	59.5%	59.0%	其他流动资产	35	41	23	35	41	49
毛利	322	364	388	466	585	742	流动资产	680	758	830	1,931	1,715	1,701
%销售收入	43.2%	43.4%	40.3%	40.3%	40.5%	41.0%	%总资产	68.7%	68.6%	58.4%	70.4%	60.9%	58.0%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-6	-8	-10	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产	193	218	227	436	717	842
销售费用	-103	-107	-123	-148	-184	-232	%总资产	19.5%	19.8%	16.0%	15.9%	25.5%	28.7%
%销售收入	13.8%	12.7%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	无形资产	90	98	111	133	154	173
管理费用	-110	-117	-127	-153	-194	-246	非流动资产	310	346	591	811	1,101	1,233
%销售收入	14.7%	13.9%	13.2%	13.2%	13.4%	13.6%	%总资产	31.3%	31.4%	41.6%	29.6%	39.1%	42.0%
研发费用	-2	-2	-1	-1	-2	-2	资产总计	989	1,104	1,421	2,741	2,816	2,935
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	短期借款	0	0	45	40	40	40
息税前利润 (EBIT)	103	135	130	158	197	252	应付款项	67	64	64	74	85	100
%销售收入	13.8%	16.0%	13.5%	13.7%	13.6%	13.9%	其他流动负债	38	55	53	65	83	104
财务费用	7	3	-4	12	24	23	流动负债	105	119	161	180	208	244
%销售收入	-0.9%	-0.3%	0.5%	-1.1%	-1.7%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	-1	0	0	0	其他长期负债	23	22	210	137	99	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	128	141	371	316	307	317
投资收益	0	0	0	0	0	7	普通股股东权益	862	963	1,050	2,425	2,509	2,618
%税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	其中：股本	91	91	91	158	158	158
营业利润	124	143	129	170	221	287	未分配利润	177	264	339	403	487	596
营业利润率	16.7%	17.1%	13.5%	14.7%	15.3%	15.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	5	7	0	0	0	负债股东权益合计	989	1,104	1,421	2,741	2,816	2,935
税前利润	124	148	136	170	221	287	比率分析	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	16.7%	17.7%	14.2%	14.7%	15.3%	15.8%	每股指标						
所得税	-44	-48	-50	-62	-81	-105	每股收益	0.885	1.101	0.948	0.682	0.885	1.149
所得税率	35.2%	32.5%	36.6%	36.6%	36.6%	36.6%	每股净资产	9.463	10.579	11.527	15.346	15.877	16.566
净利润	81	100	86	108	140	182	每股经营现金净流	0.975	1.437	2.346	0.986	1.202	1.493
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.273	0.354	0.460
归属于母公司的净利润	81	100	86	108	140	182	回报率						
净利率	10.8%	12.0%	9.0%	9.3%	9.7%	10.0%	净资产收益率	9.35%	10.41%	8.23%	4.44%	5.57%	6.94%
现金流量表 (人民币百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.15%	9.08%	6.08%	3.93%	4.97%	6.19%
净利润	81	100	86	108	140	182	投入资本收益率	7.75%	9.44%	7.55%	4.06%	4.89%	6.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	16	19	119	34	43	51	主营业务收入增长率	21.48%	12.46%	14.79%	20.20%	24.85%	25.31%
非经营收益	-13	1	12	11	8	-1	EBIT 增长率	19.16%	30.57%	-3.11%	21.15%	24.65%	27.80%
营运资金变动	6	11	-4	3	-1	5	净利润增长率	43.66%	24.36%	-13.84%	24.78%	29.79%	29.88%
经营活动现金净流	89	131	214	156	190	236	总资产增长率	15.32%	11.63%	28.68%	92.90%	2.72%	4.21%
资本开支	-97	-93	-71	-254	-333	-183	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	12.0	11.7	11.1	11.0	10.8	10.5
其他	0	0	0	0	0	7	存货周转天数	61.7	55.1	45.6	40.0	38.0	35.0
投资活动现金净流	-97	-93	-71	-254	-333	-176	应付账款周转天数	45.1	43.3	36.6	35.0	32.0	30.0
股权募资	30	0	0	1,311	0	0	固定资产周转天数	93.2	93.5	85.3	137.2	181.2	169.9
债权募资	0	0	0	-27	0	0	偿债能力						
其他	-1	-6	-58	-54	-64	-79	净负债/股东权益	-63.00%	-63.67%	-62.30%	-71.71%	-59.56%	-55.33%
筹资活动现金净流	29	-6	-58	1,230	-64	-79	EBIT 利息保障倍数	-15.6	-51.8	29.2	-13.0	-8.2	-10.9
现金净流量	21	31	85	1,132	-207	-19	资产负债率	12.90%	12.78%	26.14%	11.54%	10.91%	10.79%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00

来源：聚源数据

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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对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: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402