

## 眼科连锁龙头，全国扩张可期

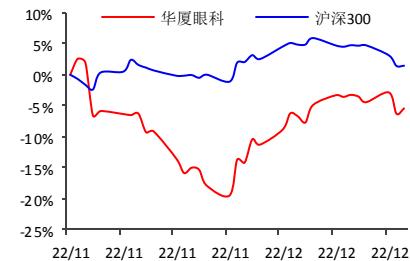
### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内眼科医疗服务龙头，深耕福建省眼科医疗市场并在全国范围内积极扩张，目前已在国内开设 57 家眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市；2) 具有品牌优势，省内医院盈亏平衡仅需 3-5 年，省外医院盈亏平衡约 6 年，2021 年公司亏损医院中约 56% 的医院店龄在 4-6 年即将扭亏，预计公司将迎来业绩释放期；3) 消费升级及近视患病率提高促进我国光学矫正、屈光手术市场扩容，预计至 2025 年屈光手术市场规模将达 726 亿元，老龄化趋势加剧推动白内障手术量增长，预计 2025 年白内障手术市场规模将达 339 亿元，公司配镜、屈光、白内障等业务市场空间大。
- 省内外积极扩张，布局均衡且具备区位优势。** 目前公司在福建省内各地级市医院布局已完成，在本部所在地厦门深度布局视光中心，叠加省内多年塑造的良好品牌力以及名医资源，省内基本盘稳固；公司积极向省外扩张，现共覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区；区位方面，公司医院分布省、市大部分位于人口净流入地区，保障需求端助力公司长期发展。
- 单体医院盈利能力优异，静待培育期医院扭亏。** 公司在福建省内经营多年且与著名高校建立合作关系，具备良好品牌力，收入占比高达 26% 的单体医院厦门眼科中心净利率达 27.5%，在行业中名列前茅，可以弥补处于培育期医院带来的亏损；公司省内医院 3-5 年盈亏平衡，省外医院约 6 年盈亏平衡，店龄处于 5-10 年、3-5 年的医院数量占比分别为 60.9% 和 14.1%，培育期医院后备数量充足，我们预计未来随着公司其他医院进入成熟期，公司将迎来业绩释放期。
- 主要项目成长前景向好，内生增长动力充分。** 近视患病率提高促进我国视光、屈光手术市场扩容，老龄化趋势推动白内障手术市场扩容，预计至 2025 年屈光、白内障手术市场规模将分别达 726 亿元和 339 亿元；公司配镜、屈光、白内障业务收入占比分别为 11.8%/36.5%/24.7%，合计 73%，主要项目发展前景广阔。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.93/1.25/1.62 元，未来三年归母净利润将保持 26.5% 的复合增长率。鉴于可比公司平均估值，结合公司处于扩张期，公司并购基金筹备中，落地将对公司股价有一定催化作用，给予公司 2023 年 65 倍估值，对应目标价 81.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 政策风险、疫情风险、医疗事故风险、经营不及预期风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	5.60
流通 A 股(亿股)	0.56
52 周内股价区间(元)	56.46-71.9
总市值(亿元)	371.28
总资产(亿元)	32.20
每股净资产(元)	3.66

### 相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3064.44	3540.58	4421.13	5488.70
增长率	21.86%	15.54%	24.87%	24.15%
归属母公司净利润(百万元)	454.92	520.87	698.38	908.26
增长率	36.01%	14.50%	34.08%	30.05%
每股收益 EPS(元)	0.81	0.93	1.25	1.62
净资产收益率 ROE	24.54%	26.72%	27.54%	27.55%
PE	82	71	53	41
PB	20.27	19.41	14.81	11.33

数据来源: Wind, 西南证券

## 目 录

<b>1 福建省眼科龙头，打造东南沿海眼科学术高地</b> .....	<b>1</b>
1.1 立足厦门，构建全国机构网络.....	1
1.2 股权结构集中，实控人管理经验丰富 .....	5
<b>2 眼科医疗服务市场持续扩容，民营龙头迎来结构性机会</b> .....	<b>6</b>
2.1 近视防治需求旺盛，光学矫正及屈光手术需求量大.....	6
2.2 老龄化趋势日益严峻，白内障手术有望持续放量 .....	10
2.3 民营医院迎来结构性机会，有望成为眼科诊疗服务市场主力 .....	11
<b>3 扩张布局均衡静待业绩释放，名医资源助力长期发展</b> .....	<b>13</b>
3.1 省内医院遍布地级市，省外积极开拓中 .....	13
3.2 培育期医院逐步成熟叠加区位优势，奠定长足发展基础.....	16
3.3 权威专家保驾护航，人才驱动实力提升 .....	17
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
4.1 收入预测.....	19
4.2 相对估值.....	21
<b>5 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 华厦眼科下属医院全国分布图	1
图 2: 公司发展历程	2
图 3: 2017-2022Q3 公司营业收入及增速	3
图 4: 2017-2022Q3 公司归母净利润及增速	3
图 5: 2017-2022Q3 年公司毛利率和净利率变化	3
图 6: 2017-2022Q3 公司四费率变化	3
图 7: 2017-2021 年公司主营业务收入结构	4
图 8: 公司眼科诊疗业务各项目收入占比	4
图 9: 2017-2021 年屈光、白内障手术各术式收入占比	5
图 10: 2017-2021 年手术类项目毛利率	5
图 11: 公司股权结构	5
图 12: 2014-2024E 中国眼科医疗行业市场规模及预测	6
图 13: 常见视力障碍及首选治疗方法	6
图 14: 2021 年中国各类人口近视率	7
图 15: 2015-2030 中国 20 岁以下近视患病人数 (百万)	7
图 16: 中国医学视光市场规模 (2014-2024E)	8
图 17: 中国 20 岁以上屈光不正患者人数及增长趋势 (亿)	8
图 18: 2015-2025E 中国屈光手术市场规模 (亿元)	9
图 19: 2010-2030 年中国人口结构及预测	10
图 20: 2016-2021 年中国 60 岁以上人口数量 (万人)	10
图 21: 2015-2025E 中国白内障手术市场规模 (亿元)	11
图 22: 2015-2021 中国专科医院数量变化趋势	12
图 23: 2021 年中国专科医院规模占比 (按医院类别分类)	12
图 24: 2011-2021 年中国眼科医院数量 (家)	12
图 25: 2011-2021 年中国眼科专科医院入院人数 (万人次)	12
图 26: 眼科设备平均参考价格 (万元)	13
图 27: 2021 年专科医院单院设备平均总价值 (千万元)	13
图 28: 华厦眼科医疗机构分布图	13
图 29: 2019-2021 年厦门眼科中心收入及净利润 (亿元)	14
图 30: 2019-2021 年福州眼科医院收入及净利润 (亿元)	14
图 31: 2019-2021 年宁德眼科医院收入及净利润 (万元)	14
图 32: 2021 年华厦眼科各店龄区间医院数据占比	14
图 33: 2019-2021 年深圳华厦眼科医院收入 (万元)	15
图 34: 2019-2021 年成都华厦眼科医院收入 (万元)	15
图 35: 2019-2021 年东莞华厦眼科医院收入 (万元)	15
图 36: 2019-2021 年绵阳华厦眼科医院收入 (万元)	15
图 37: 眼科医院净利率对比	16
图 38: 厦门眼科中心收入及净利润占比	16
图 39: 2021 年各省市常住人口机械增长/减少 (万人)	17

图 40: 2021 年各省市常住人口机械增长/减少分布图.....	17
图 41: 2019-2021 年公司聘用各类职称医务人员占比情况.....	17
图 42: 2019-2020 公司聘用的医师人数情况.....	17

## 表 目 录

表 1: 公司主营诊疗项目 .....	2
表 2: 屈光预防和矫正方式对比 .....	7
表 3: 不同屈光手术对比 .....	9
表 4: 不同白内障手术术式对比 .....	10
表 5: 不同档次人工晶体产品价格及市场占有率 .....	11
表 6: 公司核心技术人员情况 .....	18
表 7: 华厦眼科分业务盈利预测 (百万元) .....	19
表 8: 可比公司估值对比 .....	21
附表: 财务预测与估值 .....	22

# 1 福建省眼科龙头，打造东南沿海眼科学术高地

## 1.1 立足厦门，构建全国机构网络

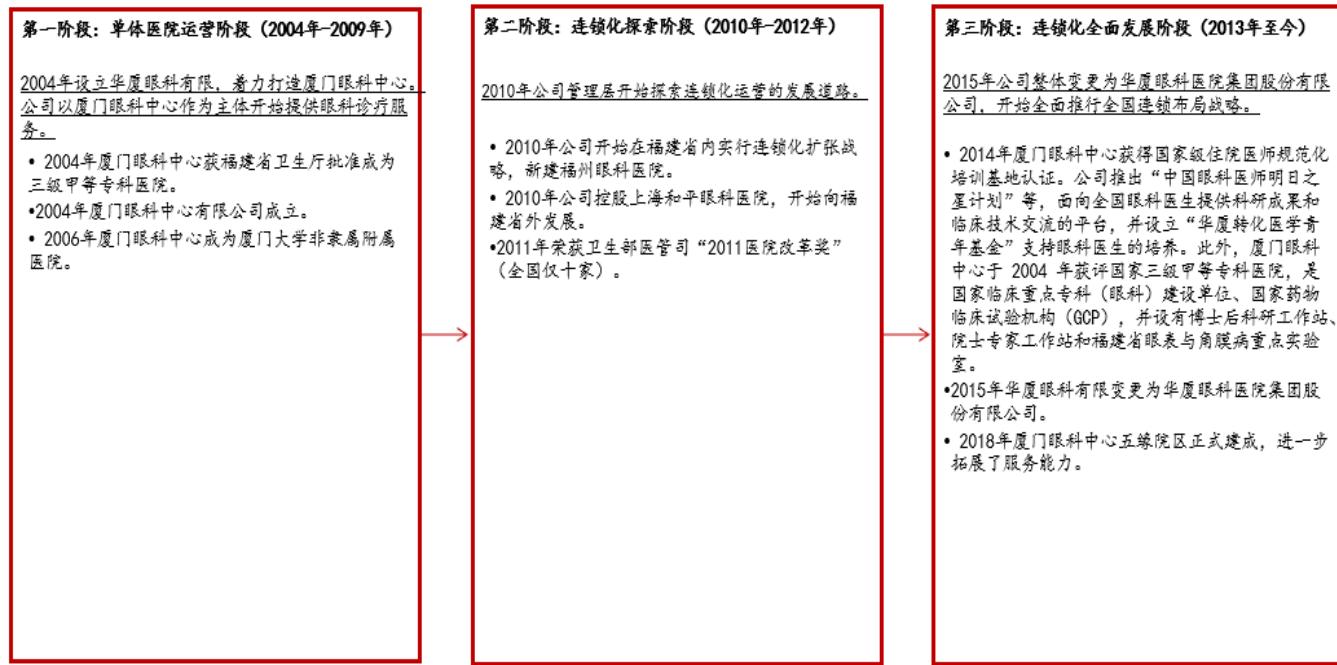
华厦眼科是中国大型眼科医疗连锁集团。公司成立于 2004 年，专注于眼科专科医疗服务，面向国内外广大眼科疾病患者提供眼科全科诊疗服务，包括白内障、屈光、眼底、斜弱视及小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶和眼肿瘤、眼外伤在内的眼科八大亚专科及眼视光专科。截至 2022 年 9 月，公司已在国内开设 57 眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区，核定床位数为 3603 张，实际开放床位数为 2905 张。2021 年，公司年门诊人次达 167.14 万人次，实施眼科手术的手术眼数达 29.28 万眼，实现主营业务收入 30.07 亿元；同时，公司已在国内开设 20 家视光中心，为屈光不正患者提供医学验光配镜服务。

图 1：华厦眼科下属医院全国分布图



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

公司从成立至今的发展历程可划分为三大阶段，实现由单体运营到连锁化运营的经营模式转变。

**图 2：公司发展历程**


数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

分业务来看，公司主要从事眼科医疗业务、配镜业务和药店业务，其中眼科医疗服务为主营业务。

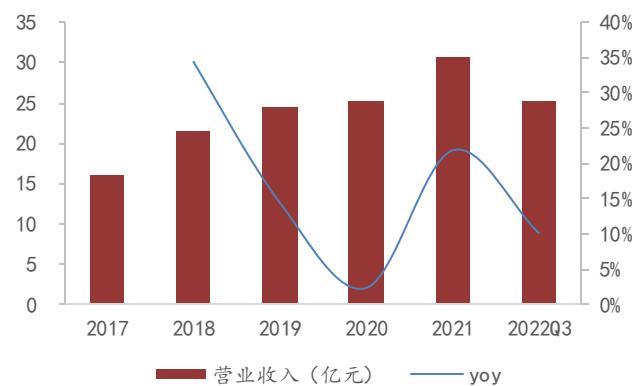
**表 1：公司主营诊疗项目**

业务类型	诊疗服务项目	相关介绍
眼科医疗服务	屈光专科	治疗近视、远视、散光、老花、视力下降、视物模糊等屈光不正情形，提供全飞秒激光手术、飞秒激光、TransPRK、Epi-LASIK、ICL 等类型的屈光手术
	白内障专科	提供飞秒辅助的超乳术、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
	眼底病专科	提供 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
	斜弱视与小儿眼科专科	提供全麻斜视手术、佩戴眼镜、弱视遮盖疗法、斜视性弱视治疗等
	眼表病专科	飞秒激光角膜移植、角膜内皮移植、基质角膜移植、异体角膜移植、人工角膜移植、体外培养的角膜缘干细胞移植、口唇黏膜移植及眼表重建术等
	青光眼专科	治疗开角型原发性青光眼、急性闭角型青光眼、慢性闭角型青光眼、继发性青光眼、先天性青光眼、高眼压症等
	眼眶与眼肿瘤	提供高分子义眼手术、肿瘤切除手术、泪道冲洗、内窥镜手术、泪道插管术、泪囊鼻腔吻合术等
	眼外伤专科	提供浅层损伤处理、眼挫伤处理、眼球穿通伤处理、常规晶状体及视网膜手术、常规眼外伤手术
眼视光	为屈光不正的眼病患者提供医学验光、配镜服务	
药店收入	针对公司眼科诊疗服务过程中开具的药品处方为就诊患者提供药品销售服务	

数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

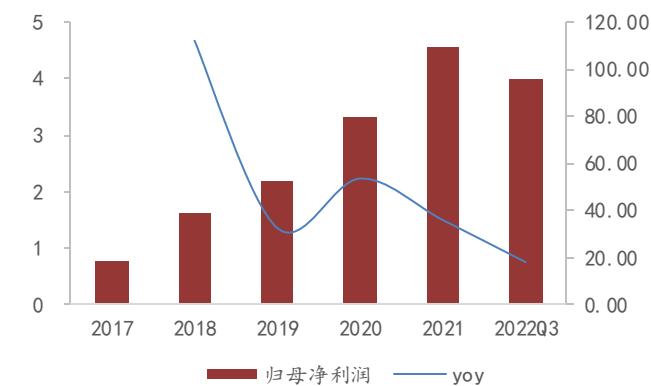
营业收入稳步增长，盈利能力持续改善，2017年来公司营业收入和归母净利润持续增长。2020年营业收入由于疫情影响增速放缓，2021年疫情得到控制后恢复增长。2021年营业收入达30.6亿元，同比增长21.9%；归母净利润为4.6亿元，同比增长41.1%，公司业务已从疫情影响中逐渐恢复，盈利能力持续改善。2022年由于奥密克戎毒株的出现，疫情防控难度加大，全国疫情全年呈散点爆发的态势，公司2022年业绩受疫情影响大，截至2022Q3，公司收入25.2亿元，同比增长10.2%，归母净利润4亿元，同比增长18.1%，受疫情影响业绩增速放缓。

图3：2017-2022Q3公司营业收入及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

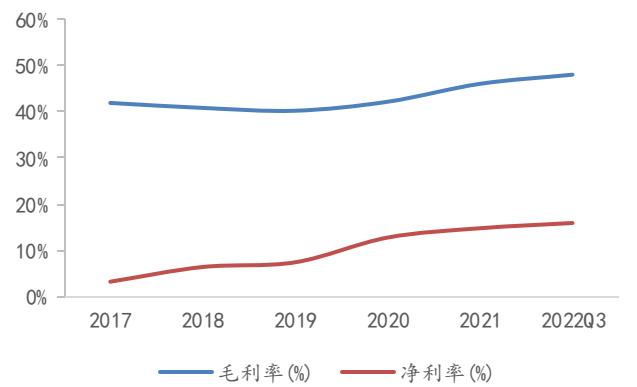
图4：2017-2022Q3公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

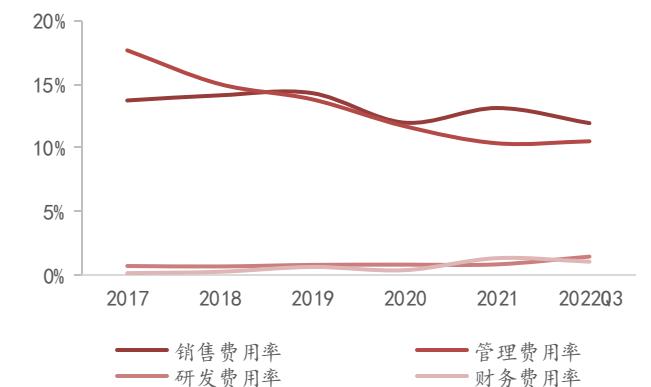
利润率持续提升，期间费用率下降。业务结构调整叠加经营形成的规模优势，近两年公司利润率持续提升，毛利率从2017年的41.9%提升至2021年的46%，净利率从2017年的3.2%提升至2021年的14.8%，2022Q3公司毛利率提升至48%，净利率提升至15.9%，主要原因是三季度为屈光、视光等高毛利项目消费旺季，收入占比提升，拉动整体利润率提升；期间费用方面，由于公司有效控制行政办公开支，管理费用率持续走低，从2017年的17.7%下降至2022Q3的10.5%；销售费用率持续走低，从2017年的13.7%下降至2022Q3的11.9%；财务费用率于2021年有大幅增长，其原因主要为受到执行新租赁准则影响所致；整体来看公司期间费用率处于下降趋势。

图5：2017-2022Q3年公司毛利率和净利率变化



数据来源: wind, 西南证券整理

图6：2017-2022Q3公司四费率变化



数据来源: wind, 西南证券整理

**高毛利项目收入占比提升。**公司自成立以来始终以眼科诊疗业务作为基础，眼科诊疗业务收入占比远高于其它业务。公司配镜业务 2021 年毛利率达 56.4%，相较于眼科诊疗项目（44.1%）以及药店业务（36%）具有较高毛利率，近年公司高毛利项目如配镜业务收入占比持续提升，由 2017 年的 7.2% 提升至 2021 年的 11.8%，而眼科诊疗业务占比则相应从 2017 年的 91.6% 减少至 2021 年的 85.7%。

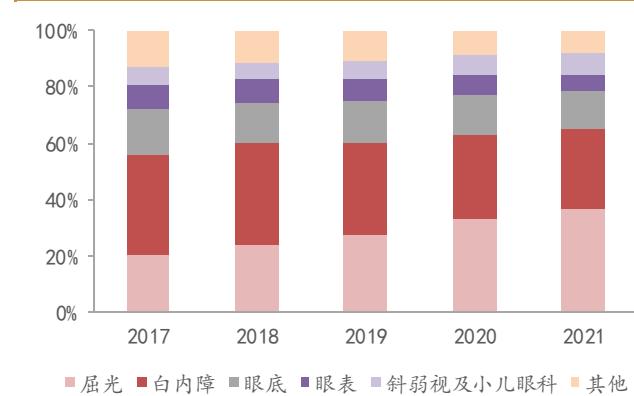
**眼科诊疗业务中屈光项目占比显著提升。**从眼科诊疗业务内部来看，白内障、眼底、眼表这三个受到医保控费影响较大的项目收入占比均有不同程度的下降，相反屈光项目在眼科诊疗业务中的占比在持续提升，从 2017 年的 20.7% 提升至 2021 年的 36.5%，并且于 2020 年超过白内障项目成为公司占比最大的眼科诊疗项目。

图 7：2017-2021 年公司主营业务收入结构



数据来源: wind, 西南证券整理

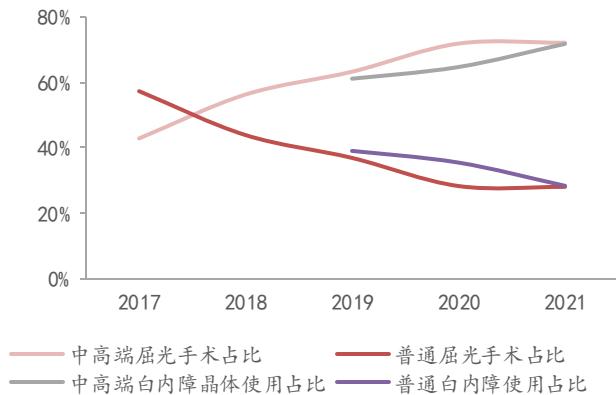
图 8：公司眼科诊疗业务各项收入占比



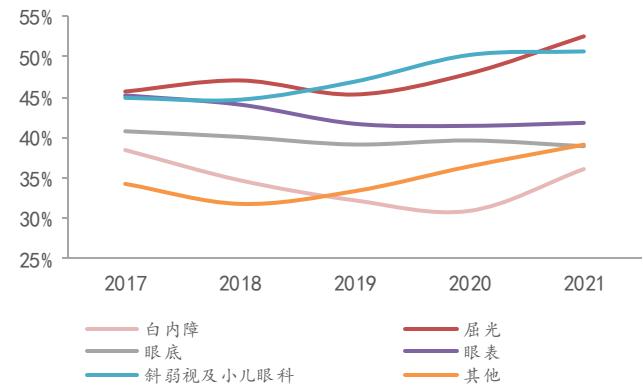
数据来源: wind, 西南证券整理

**推广高端术式，提升整体盈利能力。**公司绝大部分收入来自眼科诊疗业务，因此公司整体毛利率的提升很大程度上依赖于提升眼科诊疗业务毛利率，而屈光项目和白内障项目是公司眼科诊疗业务中最大的两个项目，两者收入合计占据眼科诊疗业务收入的 65% 以上，提升屈光项目及白内障项目毛利率对提升公司整体毛利率有推动作用。

**屈光项目方面：**公司加大资源投入不断推出更高端的手术术式，中高端屈光手术占比在不断提升，带动屈光项目毛利率于 2021 年增长至 52.6%；**白内障项目方面：**其与眼底、眼表项目一样在医保控费的影响下利润率经历连续多年下降，但不同的是公司在白内障项目中开始提供差异化服务以及应用中高端晶体的手术比例提升，白内障项目的毛利率于 2021 年显著提升，同比上升 5.2pp，带动公司整体盈利能力提升。

**图 9：2017-2021 年屈光、白内障手术各术式收入占比**


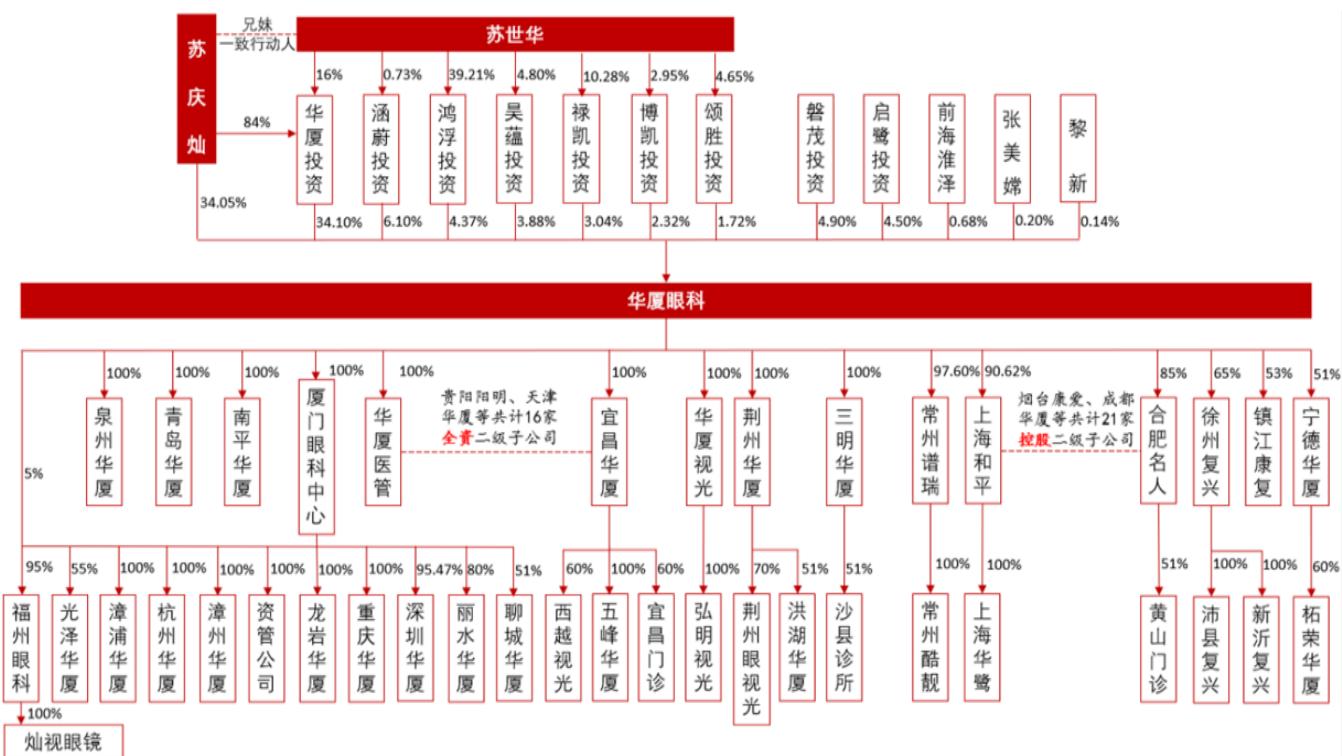
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 10：2017-2021 年手术类项目毛利率**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 1.2 股权结构集中，实控人管理经验丰富

公司股权集中，实际控制人为苏庆灿。苏庆灿担任公司董事长、总经理职位，拥有丰富的公司管理经验，为华厦眼科的实际控制人，持有公司 62.7%的股份。苏世华与苏庆灿为一致行动人，合计持有公司 68.10%股份，公司股权集中。

**图 11：公司股权结构**


数据来源: 华厦眼科招股书, 西南证券整理

## 2 眼科医疗服务市场持续扩容，民营龙头迎来结构性机会

中国眼科患者基数庞大，患病年龄范围广，眼科诊疗市场持续扩容具有确定性。根据《国民视觉健康报告》，目前我国眼部疾病患者基数庞大，其中近视患者 6.3 亿，占全国人口数量的近 50%，白内障患者超过 2 亿，患者基数大，干眼症、青光眼等眼科疾病治疗也存在刚需。同时，眼科疾病所涉及的年龄范围较广，屈光不正的患者年龄分布大致为 5-50 岁，白内障主要为老年人，据央广网报道，中国 60 岁以上的老年人白内障发病率为 80% 以上。

目前眼科医疗行业市场已经达千亿规模。根据中国卫生健康年鉴数据，华经产业研究测算，中国眼科医疗市场的行业规模从 2015 年 507.1 亿增长至 2021 年的 1571.8 亿，CAGR 达 20.8%，保持稳定高速增长。随着现代工作、学习、娱乐用眼强度大幅增加，老龄化进程不断加速，中国眼科医疗市场持续扩容确定性高。

图 12：2014-2024E 中国眼科医疗行业市场规模及预测



数据来源：历年《中国卫生健康统计年鉴》，华经产业研究院，西南证券整理

图 13：常见视力障碍及首选治疗方法

手术类别		手术名称	视力障碍				
			屈光不正		眼疾		
晶体置换手术 (45岁以上)	先进晶体置换手术	三焦点	√	√	√	√	√
	传统晶体置换手术	变焦点	√	√	√	√	√
		单焦点			√		√
屈光手术 (18-45岁)	晶体植入	后房型人工晶体 (ICL)	√	√	√		
	屈光性激光手术	全飞秒激光手术	√		√		
		准分子激光角膜原位磨镶术	√	√	√		
		PRK/LASEK	√	√	√		

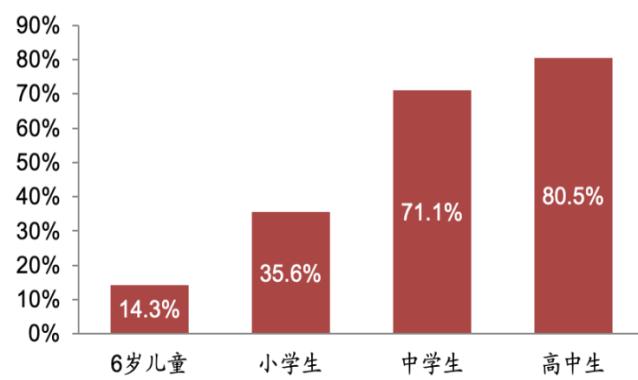
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

### 2.1 近视防治需求旺盛，光学矫正及屈光手术需求量大

我国青少年近视问题严峻。我国青少年近视率与近视人口高居世界第一。根据国家卫健委数据显示，2021 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。学生户外活动时间短、睡眠时间不达标、不科学使用电子设备等因素导致近视率不断提升，近视低龄化问题突出。据 Frost & Sullivan 预计，2021 年我国 20 岁以下近视患者数量达 1.7 亿人，近视患者总体数量将达 7 亿人。

图 14：2021 年中国各类人口近视率



数据来源：卫健委，西南证券整理

图 15：2015-2030 中国 20 岁以下近视患病人数 (百万)



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

对于预防和延缓近视，通常通过佩戴框架眼镜、角膜接触镜、角膜塑形镜以及低浓度阿托品进行矫正。框架眼镜相对经济、安全，适用于大部分近视的矫正。角膜接触镜分为软性角膜接触镜和硬性角膜接触镜两种，软性角膜接触镜材质柔软度较好，但透氧性较差，适合成年人佩戴，但佩戴不当或者长期佩戴容易引起结膜炎、角膜炎等并发症；硬性角膜接触镜成型性好，不易变形，光学矫正质量高，尤其是对一些高度近视和散光的患者，矫正效果更好；角膜塑形镜是硬性角膜接触镜的一种，通过重塑角膜形态暂时降低近视屈光度数，从而提高裸眼视力；低浓度的阿托品适合 12 岁以内的儿童青少年使用，实验显示 0.01% 的阿托品能帮助 6~12 岁儿童青少年近视增长平均减缓 60%~80%。

表 2：屈光预防和矫正方式对比

矫正类型	适用人群	优点	缺点
框架眼镜	无限制	方便、经济、安全	运动不方便、外观上部分人不能接受
软性角膜接触镜	矫正屈光不正，成年人使用	美观、容易适应、配戴后运动更方便	美观、容易适应、配戴后运动更方便；长期配戴软性角膜接触镜可能引起严重缺氧反应或巨乳头性结膜炎
硬性角膜接触镜	高度近视、高度远视；高度散光、不规则散光；	透气性好，成像质量高	初戴时异物感强，需要时间适应；不适用于患有急性角结膜炎、重度干眼等活动性眼病的患者，不适用于长期处于多风沙、高污染及化学制品的环境里
角膜塑形镜	年龄大于 8 岁，且角膜曲率在 40.00~46.00D 之间	夜间配戴，白天不需配戴框架眼镜或角膜接触镜。能有效延缓 35%~60% 近视进展	价格较贵，护理操作要求高，配戴不当存在并发症风险；不适用于活动性角膜炎，角膜知觉减退以及其他眼部疾病的患者
低浓度阿托品	不受年龄、近视度数限制，建议 12 岁以内、近视增长量 $\geq 0.75D$ / 年的儿童青少年使用	每晚睡前使用 1 次，使用简单，价格低廉	单独使用低浓度阿托品滴眼液对 6~12 岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定

数据来源：《近视管理白皮书 2019》，西南证券整理

中国医学视光市场发展迅速。根据灼识咨询数据，我国视光市场从 2014 年的 70.9 亿元市场迅速扩张到 2021 年的 321.3 亿元，其中民营医院年均复合增长率为 30.3%，公立医院年复合增长率为 26.1%。随着中国屈光不正患者人数的增加以及视光矫正单次价格的增长，中国医学视光服务市场也将得到更快的发展。

图 16：中国医学视光市场规模 (2014-2024E)

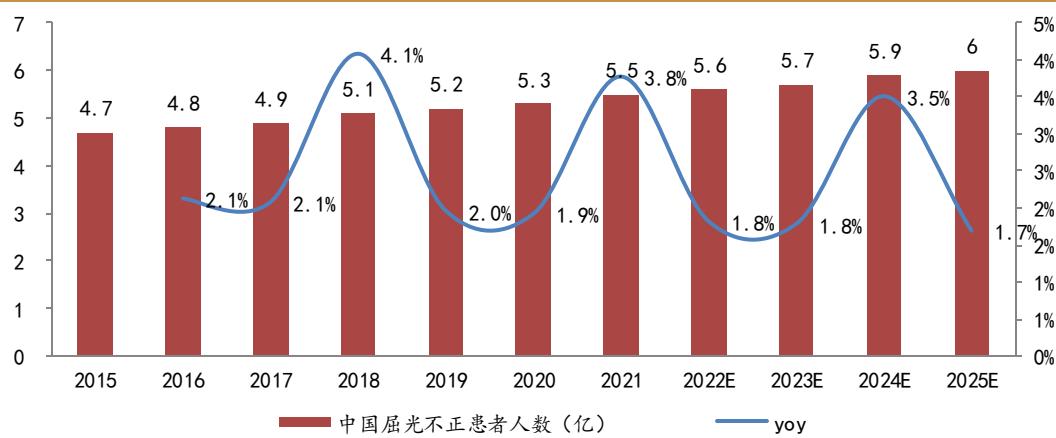


数据来源：灼识咨询，华厦眼科招股说明书，西南证券整理

在国家政策的带动下，预计近视防控手段将得到更广泛的应用。2018年8月教育部、国家卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，指出到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，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中阶段学生近视率下降到70%以下。预计各医疗机构将会更早介入在校学生视力筛查，提升角膜塑形镜等产品的市场认知，中国视光服务市场前景广阔。

屈光手术适合于20岁以上，且近视程度稳定达2年以上的患者。据华厦眼科招股书数据统计2021年中国成人屈光不正患者约有5.6亿人，预计2020年-2024年屈光不正患者人数将持续增长，2024年中国成人屈光不正患者将达到6亿人。

图 17：中国20岁以上屈光不正患者人数及增长趋势 (亿)



数据来源：华厦眼科招股说明，西南证券

屈光手术作为能完全恢复患者视力的唯一途径，术式不断进步。目前的近视矫正手术以角膜屈光手术为主，主要包括全激光准分子术(Trans-PRK)，飞秒激光联合准分子激光术(FS-LASIK)，飞秒激光小切口角膜基质透镜取出术(SMILE)等。全激光准分子术：操作相对简单，不存在角膜瓣的风险，患者视力恢复时间较长；飞秒激光联合准分子激光术：可以制作更薄更精确的角膜瓣，角膜瓣中央部与周边部厚度更加一致，手术过程中需要两台大型设备，且需要病人移动；飞秒激光小切口角膜基质透镜取出术：相比准分子激光术，矫正一个屈光度所需组织更少，在微创、无瓣上具有独特优势；人工晶体植入术(ICL)：目前综合效果最好、不良反应最小的手术，且过程可逆转，但价格昂贵。

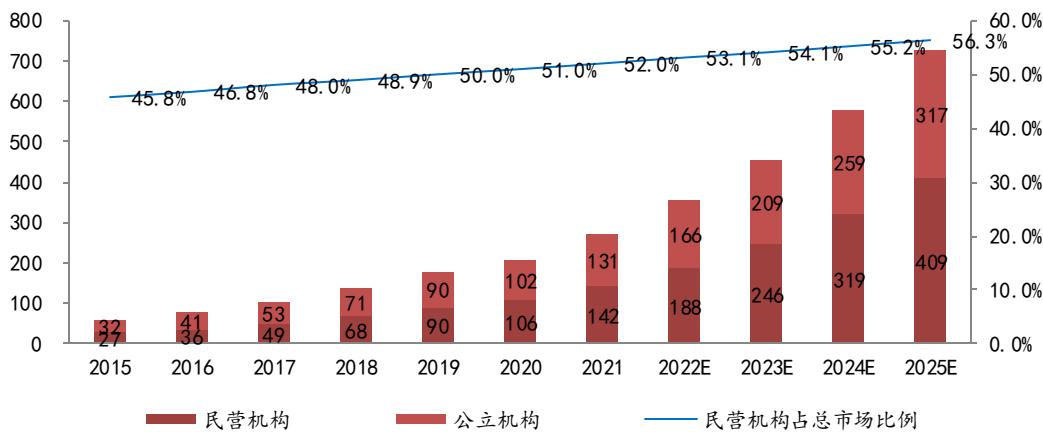
表 3：不同屈光手术对比

手术名称	手术过程	角膜完整性	创伤	术后视力恢复时间	参考价格 (元)
全激光准分子术(Trans-PRK)	用微型角膜刀在角膜切一个微型圆弧并掀起，再用准分子激光来“打薄”角膜基质，切削掉一定的角膜厚度后，将掀起的角膜瓣覆盖回去	丢失弹力层	伤口较大	一周	4800 (双眼)
飞秒激光联合准分子激光术(FS-LASIK)	飞秒激光制作角膜瓣，通过电极作用产生的气泡来将角膜分离，其切割更快更准，掀开角膜瓣后用准分子激光对角膜基质进行切削	有瓣	≈20mm	第二天	11000-16000 (双眼)
飞秒激光小切口角膜基质透镜取出术(SMILE)	全飞秒激光在角膜内部通过二次深度不同的层间爆破，将要切削的角膜基质完整塑形，然后通过一个2-4mm的微小切口取出，完成手术	无瓣	2-4mm	当天	15000-20800 (双眼)
人工晶体植入术(ICL)	不切削角膜，通过微创手术将晶体植入眼内，对角膜无损伤，且过程可逆	不损伤角膜	无	当天	32000-38000 (双眼)

数据来源：卫计委防盲致盲培训基地，眼健康管家，爱尔眼科官网，西南证券整理

中国屈光手术市场发展迅速，市场规模将超 700 亿。2015 年中国屈光手术市场规模约为 59 亿元，2021 年增长至 273 亿元，年均复合增长率为 29.1%。随着屈光不正患者数量不断增长、人民消费水平提升、术式升级带动量价齐升，预计屈光手术市场规模将不断增长，根据灼识咨询预测，至 2025 年我国屈光手术市场规模将达到 726 亿元。民营机构借助其产品、服务质量与定价优势，收入规模与占总市场的比例不断提升，2021 年眼科民营医院屈光手术市场占比为 52%，根据灼识咨询预测 2025 年占比将提高至 56.3%。

图 18：2015-2025E 中国屈光手术市场规模 (亿元)

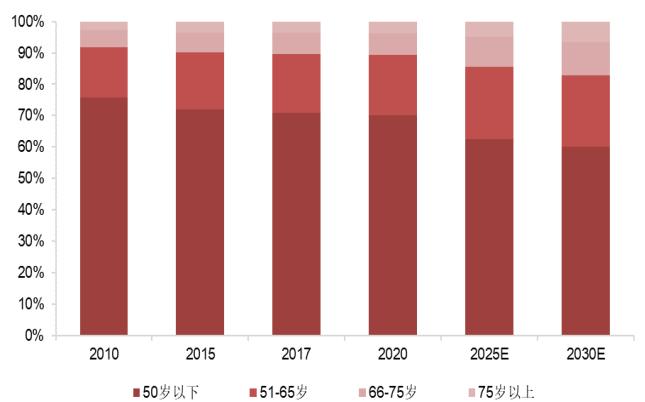


数据来源：历年《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，西南证券整理

## 2.2 老龄化趋势日益严峻，白内障手术有望持续放量

老龄化背景下，白内障手术潜在患者人口基数大。白内障是由老化、遗传、外伤等原因引起的人眼天然晶状体变性而发生混浊，导致光线被阻扰无法投射在视网膜上，造成患者视物模糊或完全失明。白内障具有较高的年龄相关性，根据中华医学学会眼科学分会统计，在60-89岁的老年人中，白内障的发病率达80%；90岁以上人群发病率可达90%以上。目前中国社会老龄化进程加剧，2021年60岁以上人口数已超2.6亿人，且高龄化趋势明显，预计白内障患者人数将持续增加。

图 19：2010-2030 年中国人口结构及预测



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 20：2016-2021 年中国 60 岁以上人口数量（万人）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

**白内障术式不断更新迭代，为患者提供更多选择。**随着超声乳化吸除手术、冷超声乳化技术、微切口乳化技术、飞秒激光辅助白内障手术出现，以简单复明为目的的传统白内障手术正逐渐被个性化屈光性白内障手术取代，同时，手术设备不断更新、术前检查更加完善、个性化屈光性人工晶体出现都在推动患者需求从“看得见”向“看得好”转变。

表 4：不同白内障手术术式对比

手术名称	手术特点	优点	缺点
超声乳化吸除术	在超乳能量的作用下，混浊的晶状体可通过 2.5~3.2mm 的透明角膜切口逐块吸除，并在原切口保持不变的条件下将可折叠式 IOL 植入囊袋内	最常使用的手术类型，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	传统超声乳化在超乳过程中，可引起热能积聚，进而对眼内组织，特别是角膜内皮造成损伤
冷超声乳化技术	在原有超声乳化的基础上，冷超声乳化技术可使乳头工作中的温度降到 34°C，对角膜切口的灼伤几乎为零	明显提高超声乳化效率，术后并发症较少	价格较高
微切口双手超声乳化术	主切口缩小至 0.9~1.4mm	实现高超声乳化效率、高前房稳定性、低切口温度和微小切口，大大减少了术后角膜散光	易影响术中前房的稳定，价格较高
飞秒激光辅助白内障术	在超声乳化的基础上，引入飞秒激光，主要应用于晶状体前囊膜切开、激光碎核和消除散光个性化切口的制作，缩短了患者超声乳化时间	提高了囊切开术的稳定性，增加了植入 IOL 的稳定性；减少了超声波的使用；手术切口稳定，术后散光减少	不能应用于角膜瘢痕、虹膜粘连、眼球震颤以及致密硬核的白内障患者，价格较高

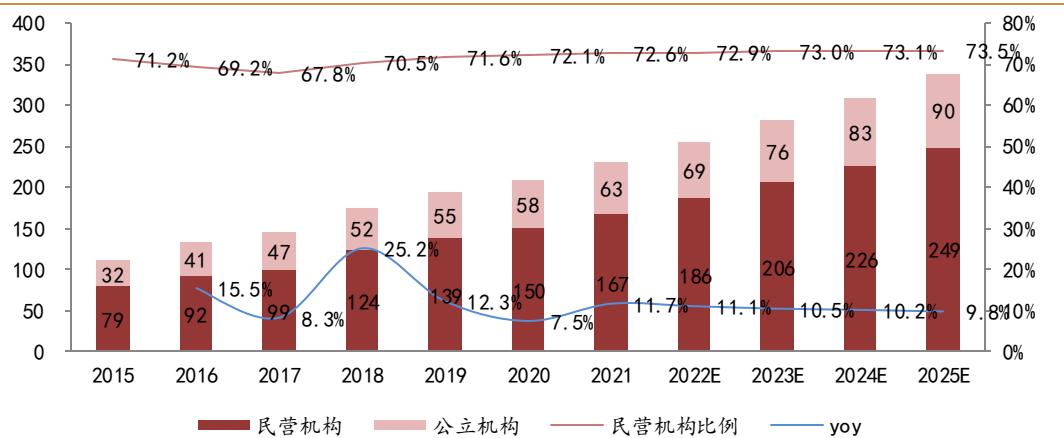
数据来源：CNKI，西南证券整理

**表 5：不同档次人工晶体产品价格及市场占有率**

人工晶体	进院价格区间 (元)	主要/平均进院价格 (元)	市占率
高端	4500-23000	12000	10%
中端	1600-4500	3050	50%
低端	800-1600	1200	30%
基础	100-500	300	10%

数据来源：爱博医疗招股说明书，西南证券整理

**中国白内障手术市场规模保持快速增长。**根据灼识咨询数据，2015 年国内白内障手术市场规模约为 111.3 亿元，2021 年增至 230 亿元，年均复合增长率为 12.9%。预计随着我国老龄化趋势加剧，市场规模将持续扩容，灼识咨询预测至 2025 年我国白内障手术市场规模将达到 339 亿元。

**图 21：2015-2025E 中国白内障手术市场规模 (亿元)**


数据来源：历年《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，西南证券整理

### 2.3 民营医院迎来结构性机会，有望成为眼科诊疗服务市场主力

国家政策多次强调支持社会办医深入各个专科医疗服务领域，民营专科医院迎来结构性机会。2017 年，国务院办公厅发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，进一步激发医疗领域社会投资活力，支持多种社会办医服务内容和模式。2019 年再次强调支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤等专科及中医、康复、护理、体检等领域加快打造有竞争力的品牌服务机构。专科医院数量规模快速扩张。截至 2021 年，中国专科医院数量已达 9699 家，相较 2015 年增加近 3600 家，行业持续高速扩容。

**图 22: 2015-2021 中国专科医院数量变化趋势**


数据来源:《2022 年中国卫生健康统计年鉴》, 西南证券整理

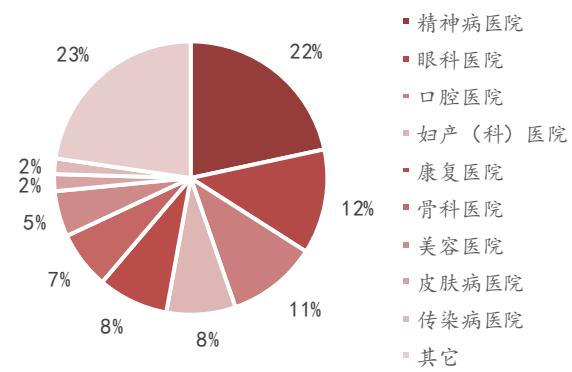
**眼科专科医院的数量增长迅速。**随着眼病发病率逐年攀升、眼健康意识不断增强、支付能力提升等多重因素影响,眼科刚需不断增加。2011 年我国眼科专科医院共计 288 家, 入院患者 56.9 万人, 2021 年我国眼科专科医院达 1203 个, 年均复合增速为 15.4%, 患者入院人数达 213.3 万人, 年复合增长率 14.1%。

**眼科诊疗流程易于标准化, 民营专科医院可复制性强。**2015-2021 年, 民营眼科医院数量快速增加, 从 2015 年的 397 家增至 2021 年的 1144 家, 年均复合增速为 19.3%, 2021 年民营眼科医院数量占眼科专科医院的 95.1%。相比其他科室, 眼科医疗流程易于标准化, 降低对眼科专家的依赖程度, 更易实现连锁化运营。眼科常见的屈光、白内障等手术术前均可采用仪器自主分析, 术中手术时间一般在 10-30 分钟, 且治疗仪器自动化程度不断提高, 如目前屈光术中的阿玛仕 Smart 全激光手术 (T-PPK 手术升级版) 可实现全自动化切削, 无需手动器械操作。

**图 24: 2011-2021 年中国眼科医院数量 (家)**


数据来源:历年《中国卫生健康统计年鉴》, wind, 西南证券

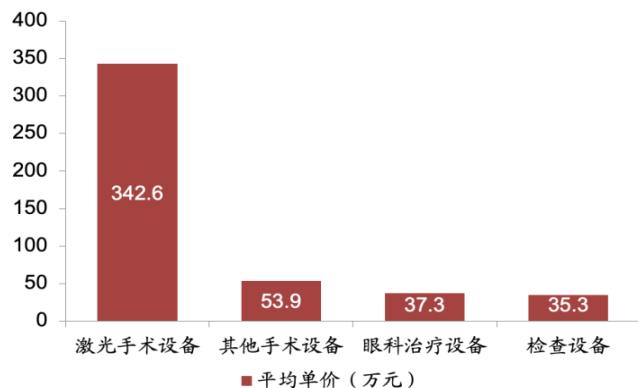
**眼科单院初始投资额适中, 易于连锁扩张。**眼科是依赖影像学检查和眼科设备进行手术和治疗的学科, 常见的眼科设备包括眼科检查设备、验光设备、激光治疗设备、准分子激光手术系统等, 单一设备的采购价格在几十万元至百万元之间, 蔡司全飞秒设备价格上千万, 整体单家眼科医院固定投资总价可能在 1000 万-3000 万。由于设备相对昂贵, 医生脱离民营眼科医院自主开店的可能性较小; 同时相对其他科室亿元级别的单院投入, 千万级别的单院投入, 不会对民营眼科医院形成太大的资金压力, 易于连锁扩张。

**图 23: 2021 年中国专科医院规模占比 (按医院类别分类)**


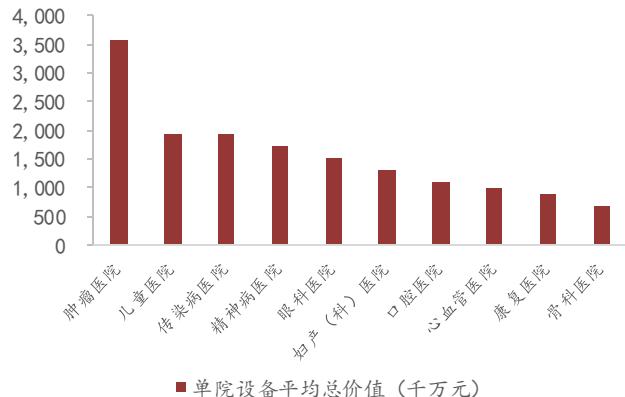
数据来源:《2022 年中国卫生健康统计年鉴》, 西南证券整理

**图 25: 2011-2021 年中国眼科专科医院入院人数 (万人次)**


数据来源:历年《中国卫生健康统计年鉴》, wind, 西南证券

**图 26：眼科设备平均参考价格（万元）**


数据来源：普瑞眼科招股说明书，西南证券整理

**图 27：2021 年专科医院单院设备平均总价值（千万元）**


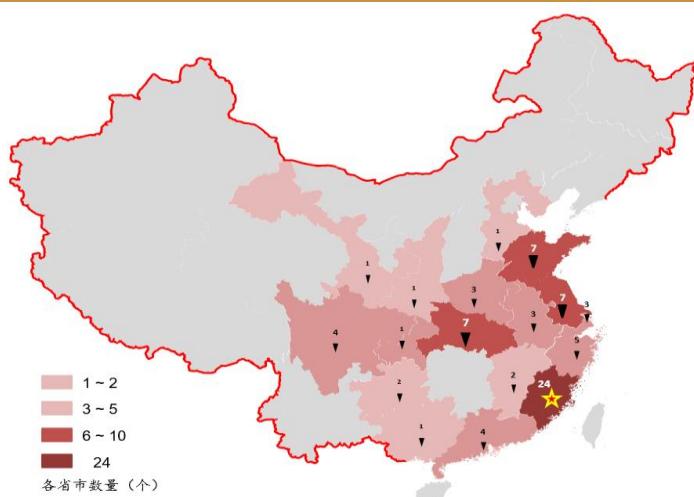
数据来源：《2022 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券

### 3 扩张布局均衡静待业绩释放，名医资源助力长期发展

#### 3.1 省内医院遍布地级市，省外积极开拓中

##### 3.1.1 深耕省内市场，基本盘稳固静待培育期医院扭亏

2010 年起探索连锁发展模式，深耕省内市场。华厦眼科依托厦门眼科中心的影响力立足于福建省，2010 开启连锁化发展的探索，开始省内布局之路，同年在上海通过控股上海和平眼科医院的方式在上海市建立了医疗服务机构，做出省外扩张的首次尝试。2010-2014 年间，公司深耕福建省内市场，在省内地级市快速布局，奠定公司发展基本盘。截至招股书披露期，公司在福建省内拥有 11 家眼科专科医院，完成省内各地级市扩张。此外，在省内支付能力强的城市如福州、厦门等地建立视光中心，实现城市重点人流聚集地的全面覆盖，提高公司眼视光服务品牌曝光度，同时也可为公司医院导流有进一步诊疗需求的患者、承接仅有验光配镜服务需求的患者分流，实现公司在该地区的深入下沉，提升在该地区市占率。

**图 28：华厦眼科医疗机构分布图**


数据来源：华厦眼科招股书，wind，西南证券整理；截至招股书日期

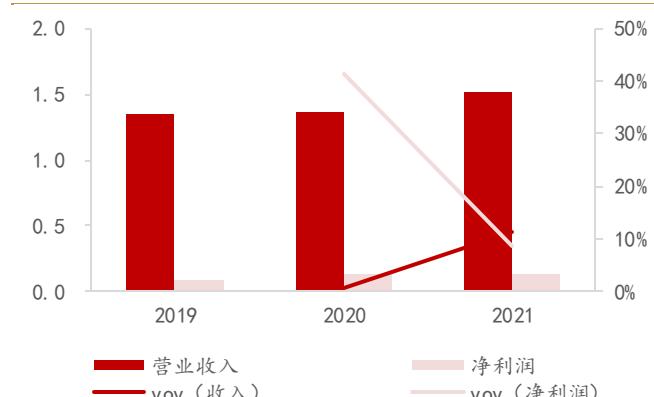
福建省内眼科医院店龄集中在 5-10 年。目前福建省内已建立 11 家眼科专科医院，2 家视光中心，11 家医院中，2 家店龄在 10 年及以上，6 家店龄在 5-10 年，2 家店龄在 3-5 年，1 家店龄在 0-3 年。2 家成立时间在 10 年及以上的医院为福州眼科医院与厦门眼科中心，收入均在 1 亿元以上，而厦门眼科中心为公司经营时间最长的单体医院，在厦门市已建立良好口碑，2021 年收入达 8 亿元，收入占比约 26.1%，净利润为 2.2 亿元，净利率达 27.5%，为公司标杆医院。福州眼科医院于 2011 年 12 月投入使用，2021 年收入为 1.5 亿元，收入占比约 5%，净利润为 0.1 亿元，净利率约 9.3%，与厦门眼科中心存在差距。

图 29：2019-2021 年厦门眼科中心收入及净利润（亿元）



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

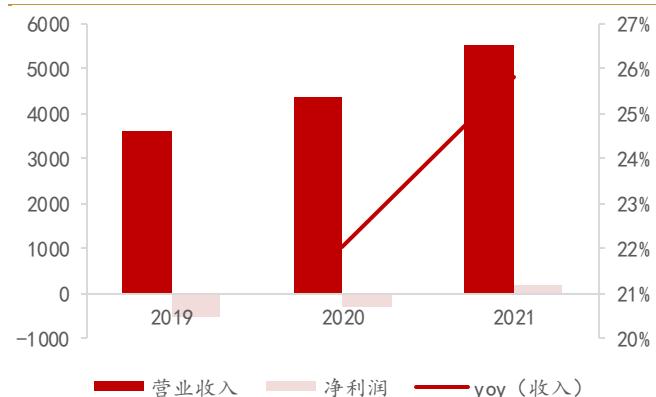
图 30：2019-2021 年福州眼科医院收入及净利润（亿元）



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

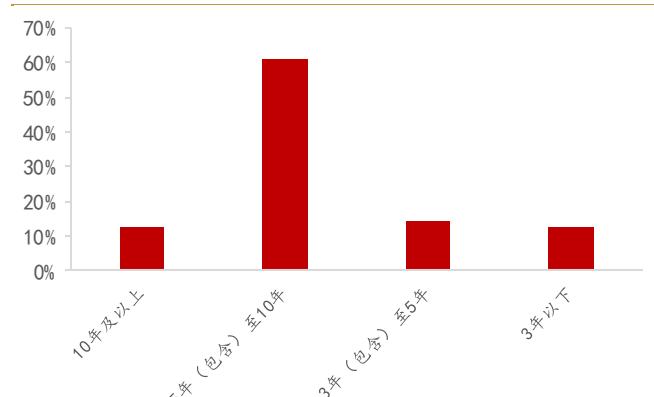
省内地级市医院约 3-5 年实现盈亏平衡。店龄在 5-10 年的医院有 6 家，占福建省内公司医院数量的 50% 以上。宁德华厦与漳州华厦分别成立于 2016 年和 2017 年，店龄分别为 6 年和 5 年，2021 年宁德华厦收入为 5516.1 万元，同比增速为 25.8%，净利润为 187.1 万元，首次实现扭亏为盈，净利率为 3.4%；漳州华厦 2021 年收入为 5514.5 万元，同比增长 35%，净利润为 494.2 万元，同比增长 198%，净利率为 9%，漳州华厦在 2020 年首次扭亏为盈，在成立第三年实现盈亏平衡，并在次年净利润、净利率大幅提升。由漳州华厦以及宁德华厦的经营案例我们推断公司地级市医院盈亏平衡期在 3-5 年，店龄在 5-10 年的医院收入端增速约 25-35%，净利润则在扭亏为盈后快速增长，净利率迅速提高。

图 31：2019-2021 年宁德眼科医院收入及净利润（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2021 年华厦眼科各店龄区间医院数据占比

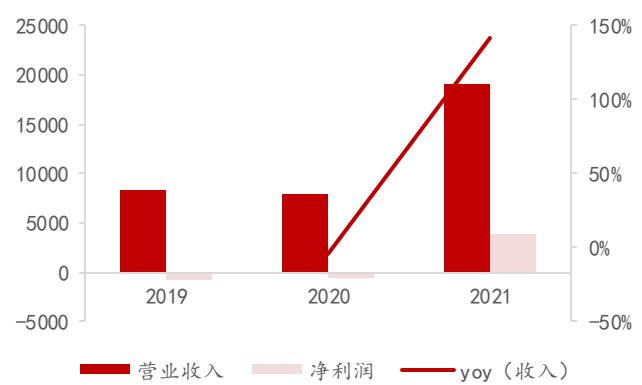


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.1.2 积极拓展省外市场，放眼全国布局较为均衡

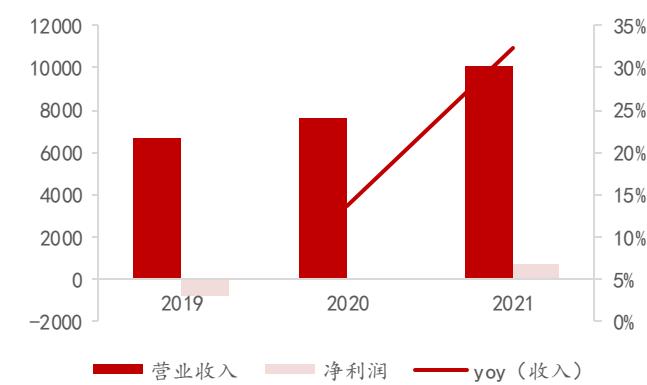
2013年起省外医院投入运营，一二线城市约6年实现盈亏平衡。公司2010年12月控股上海和平视光眼科医院在上海建立分院，自2013年起成都华厦、深圳华厦、郑州视光、佛山华厦等陆续投入运营，在全国范围内进行连锁化扩张。一二线城市中，深圳华厦与成都华厦分别成立于2015年和2014年，店龄在5-10年区间。2021年，深圳华厦收入端为19114.3万元，同比增长141.38%（由于2020年疫情影响低基数所致），净利润为3913.6万元，实现扭亏为盈，净利率水平为20.5%；成都华厦2021年收入为10048.7万元，同比增长32.4%，净利润为686.1万元，较2020年净利润大幅增长（2020年净利润为6.6万元，首次实现盈利），净利率为6.8%。根据上述门店经营情况，我们预计公司位于一二线城市医院盈亏平衡周期约在6年左右，实现盈利后医院净利率水平根据区位经济水平、医院经营管理能力等有所不同。

图 33：2019-2021 年深圳华厦眼科医院收入（万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

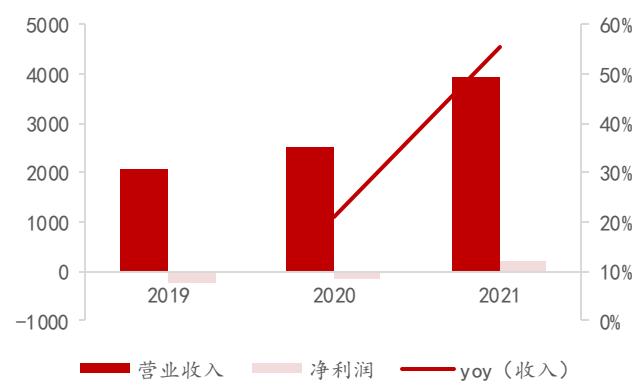
图 34：2019-2021 年成都华厦眼科医院收入（万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

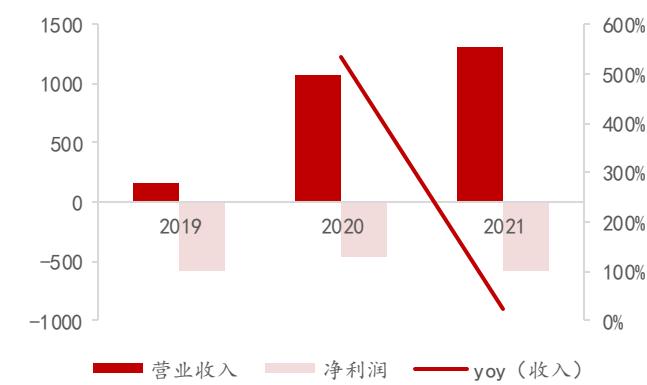
省外地级市医院盈亏平衡周期与一线、省会城市医院相差不大。公司积极进行省外扩张，除一线城市、省会城市外，持续向省外地级市进行下沉，截至招股书披露期，公司已在淮南、无锡、佛山、东莞等地级市建立眼科医院，覆盖广东、安徽、江苏、江西等12个省份。东莞华厦成立于2016年，2021年收入为3927.7万元，同比增长55.45%，净利润为228.2万元，实现扭亏为盈，净利率为5.8%；绵阳华厦成立于2018年，2021年收入1314.7万元，同比增长22.4%，净利润为-585.3万元，店龄为3年暂未实现盈利。此外，根据招股书数据，佛山华厦成立于2015年，在2021年首次实现盈亏平衡，通过分析省外区域地级市医院数据，我们发现公司地级市医院盈亏平衡周期与省会城市、一线城市没有明显差别。

图 35：2019-2021 年东莞华厦眼科医院收入（万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 36：2019-2021 年绵阳华厦眼科医院收入（万元）



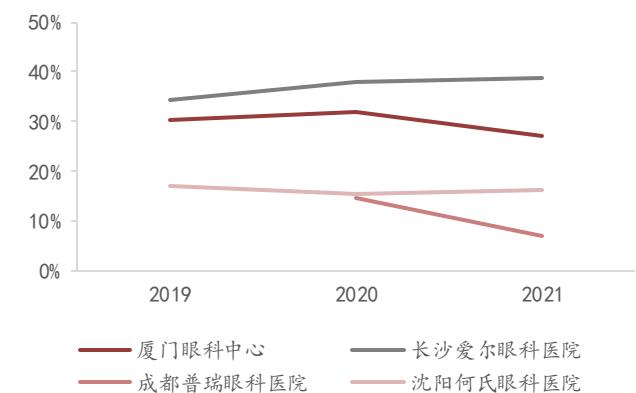
数据来源：公司年报，西南证券整理

## 3.2 培育期医院逐步成熟叠加区位优势，奠定长足发展基础

### 3.2.1 单体医院盈利能力强劲，短期看培育期医院逐步扭亏

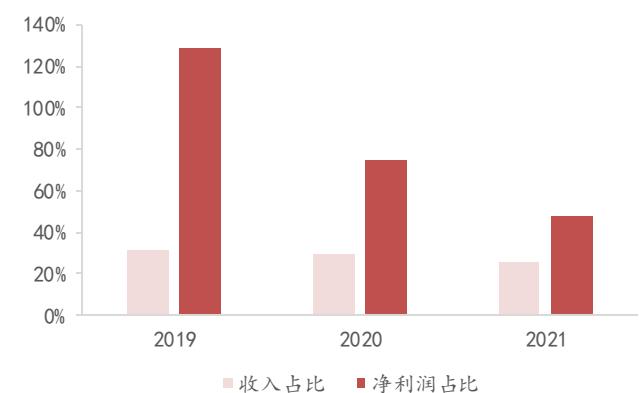
厦门眼科医院净利率位于行业前列。厦门眼科中心为公司单店经营时间最长的单体医院，在福建省内拥有良好口碑，且自 2006 年开始与厦门大学建立合作关系至今，作为厦门大学非隶属附属医院，与厦门大学在人才培养、科学研究等方面进行合作，提高了公司知名度，降低获客成本，净利率位于行业前列。

图 37：眼科医院净利率对比



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

图 38：厦门眼科中心收入及净利润占比



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

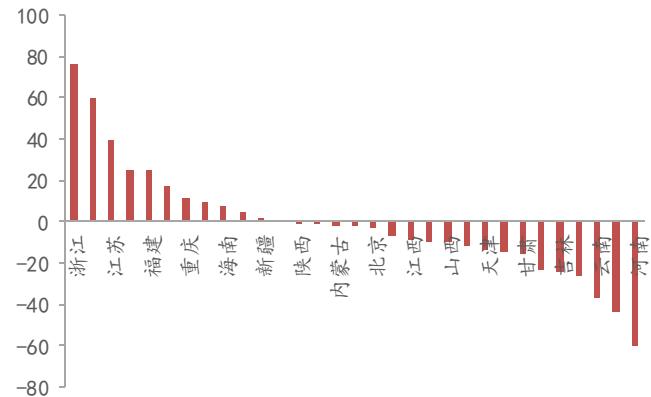
成熟单体医院收入及净利润占比持续降低，培育期医院逐步成熟有望迎来业绩释放期。

厦门眼科中心为公司核心医院，盈利能力最强，收入占比最高。随着公司逐步扩张，厦门眼科中心收入、净利润占比逐渐降低，收入占比由 2019 年的 31.6% 下降至 2021 年的 26%，净利润占比由 2019 年的 129.1%（2019 年处于公司快速扩张期，大部分医院未实现盈亏平衡，处于亏损阶段，故厦门眼科中心净利润占比高于 100%）下降至 2021 年的 48%，厦门眼科中心收入占比、净利润占比持续降低表明公司新成立医院已逐步成熟贡献收入及净利润。根据前文测算，公司省内医院需要 3-5 年实现盈亏平衡，省外医院需要 5-6 年实现盈亏平衡，目前公司店龄处于 5-10 年、3-5 年的医院数量占比分别为 60.9% 和 14.1%，培育期医院后备数量充足，我们预计未来随着公司其他医院进入成熟期，公司将迎来业绩放量期。

### 3.2.2 布局优质区位，长期看需求端持续增长

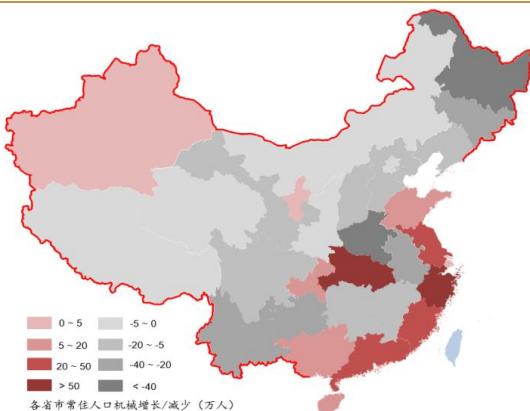
**华厦眼科布局优质区位。**根据统计局数据显示，人口净流入省市主要分布在我国东部沿海地带，而东北及中西部地区多个省市处于人口流失状态。此外，我国人口分布呈现“东密西疏”的特点，东部沿海地区人口密度较大，每平方公里多于 400 人；中部地区每平方公里近 200 人；而部分区域如长三角、珠三角、京津石、成渝以及东南沿海部分区域人口密度高于 1000 人/平方米。华厦眼科医院及视光中心中，仅有 17 家位于非人口净流入区域，大部分医院布局区位集中于人口净流入省份，人口基数充足且持续增长，为当地医院发展提供良好的患者基础，长期看有益于公司医疗服务业务增长。

图 39：2021 年各省市常住人口机械增长/减少（万人）



数据来源：统计局，西南证券整理

图 40：2021 年各省市常住人口机械增长/减少分布图



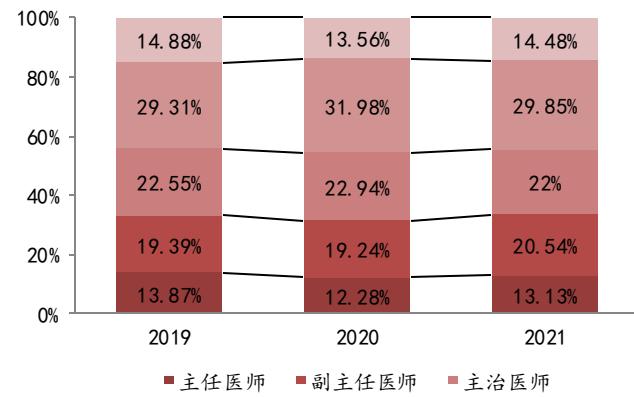
数据来源：统计局，西南证券整理

### 3.3 权威专家保驾护航，人才驱动实力提升

华厦眼科建立的“医教研”体系致力于推进公司产教研一体化，即医疗、教学、科研三位一体均衡发展。通过临床诊疗同其他两方面的协同作用，全面提升公司实力。从临床诊疗同医学研究协同层面出发，公司持续推进公司内部学科建设，积极参加国内外眼科界前沿学术交流，并定期举办国际国内大型学术交流会议。公司将厦门眼科中心着力打造为全国眼病会诊平台，建设自有眼科研究所，并拥有 863 计划、973 计划等近 200 项国家或省市级别重大课题。从临床诊疗及教学培训协同层面来看，公司通过与国内各大顶尖院校如北京大学、厦门大学合作，进行人才培养、学术共建等双赢项目，为公司未来进一步扩大规模提供优质人才基础。

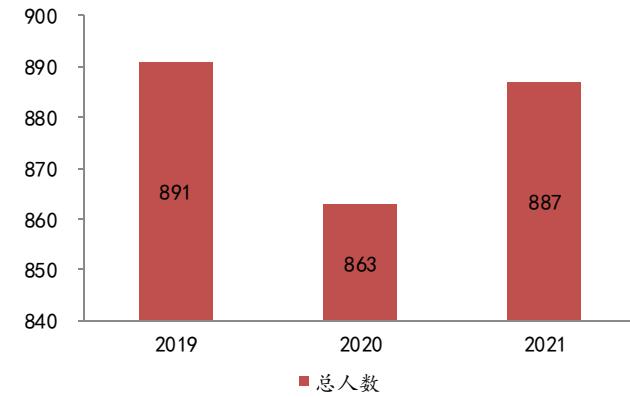
**权威专家带头，队伍成熟稳定。**华厦眼科广纳专家，通过合作院校等发展平台，培养眼科诊疗的未来精英。公司八大亚专科及眼视光专科均配备具有专业背景和丰富临床经验的团队，由 9 名眼科学界专家带头建设，截至 2021 年 12 月 31 日，公司共招纳医务人员 3278 人，其中医师 891 人，2019-2021 年间各职称医师占比变动不大，医务人员队伍成熟稳定，同时公司引进国际先进的技术及诊疗设备，持续对诊疗技术及服务更新迭代。

图 41：2019-2021 年公司聘用各类职称医务人员占比情况



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

图 42：2019-2020 公司聘用的医师人数情况



数据来源：华厦眼科招股书，西南证券整理

**人才驱动实力提升，科研成绩斐然。**公司与国内重点大学如厦门大学、北京大学等院校进行战略合作并签订合作协议，共同进行人才培养、学术建设和临床研究，如厦门眼科中心已成为厦门大学的人才培养基地、临床教学基地和科学研究基地，为学校人才培养分担教学、实习培训工作，学校方面则支持公司的学科建设，提供科研及学术资源，促进公司学术实力和诊疗技术提升的同时为公司继续实现连锁扩张做好人才储备、建设眼科人才摇篮。优质的专业人才也极大提高了公司的科研实力，自成立以来，公司申请并开展国家级或省市级科研课题近 200 项，包括“973”计划、“863”计划、国家重大研究计划、国家自然科学基金等，并获得专利授权 72 项以及软件著作权 149 项。截至 2021 年 12 月 31 日，公司共获批立项 86 项，其中包括 10 项国家级项目及 8 项省级项目；共参与和开展临床试验项目 20 项，其中 3 项在全国多中心项目担任总 PI；论文成果方面，在各类期刊共计发表论文 192 篇，其中 66 篇被 SCI 收录。

**九大科室实力雄厚，专家带头保驾护航。**公司拥有完备的眼科团队，九大科室各有一名国际知名专家作为带头人引领科室建设发展，分别是刘旭阳、王利华、王謇、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、蔡锦红及王玉宏，平均从业年限大于 35 年，均为各自领域权威专家，国内外享有盛誉。目前公司共有 7 名核心技术人员，近三年无变动，分别为黎晓新、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、陈晓明和刘苏冰。

**表 6：公司核心技术人员情况**

姓名	现任职务	专业职称	主要简历
黎晓新	厦门眼科中心总院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	致力于视网膜玻璃体手术和眼底疾病的研究与医治，先后承担了国家“十五”、“十一五”、“十三五”、国家自然科学基金、“863”、WHO 等多项课题，是国家 973 计划老年黄斑病首席科学家，发表中英文论文 351 篇，在国内国际各大眼科研究组织担任要职，获多个国际国内重要奖项
郭海科	公司业务副院长、厦门眼科中心业务院长、上海和平院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	承担或完成国家级或省、市(厅)科研课题 20 余项，在国内外核心刊物发表论文 60 余篇，其中 SCI 收录 10 余篇，并且是国内最早开展白内障超声乳化手术、准分子激光手术、有晶体眼人工晶体植入和屈光性人工晶体手术的专家之一，是国内人工晶状体眼视光学研究的发起人
张广斌	厦门眼科中心业务副院长、白内障学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	从事眼科临床、教学及科研工作 27 年，擅长复杂白内障，青光眼及高度近视等眼部疾病的诊治，多次受邀在国内，国际学术交流大会发表演讲及进行白内障手术现场直播
吴护平	厦门眼科中心业务副院长、眼表与角膜病学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	在眼表与角膜手术创新及相关基础研究方面具有丰富经验，在国内外杂志上发表论文 50 余篇，主持国家自然科学基金、福建省及厦门市各类科技计划项目 10 项，厦门市重大科技创新平台项目 1 项，总经费近 700 万，先后 8 次获得省市科技进步奖
潘美华	厦门眼科中心业务副院长、斜弱视与小儿眼科学科带头人	教授/硕士/研究生导师/主任医师	为厦门眼科中心斜弱视小儿眼科学科带头人，长期从事斜弱视、小儿眼科领域的临床及应用研究工作，率先在省内开展了斜视显微手术，目前已完成斜视显微手术 20000 余例
陈晓明	成都华厦院长	教授/博士/研究生导师/主任医师	在湖南医科大学、四川大学华西医院眼科从事临床、科研、教学工作近 40 年，主攻青光眼，主持并负责国家自然科学基金课题、教育部博士点基金课题等多项国家级科研课题，发表学术论文 160 篇，其中 SCI 收录 23 篇，主编参编著作 22 部
刘苏冰	郑州视光院长	教授/硕士/研究生导师/主任医师	专注于激光矫正屈光不正领域领域，视光眼科屈光(近视)手术专家，从业三十余年，先后获得河南省科技进步二等奖 4 项，武警部队科技进步二等奖 3 项，武警部队科技进步三等奖以及其他奖项 11 项

数据来源：华厦眼科官网，华厦眼科招股书，西南证券整理

成立院士指导平台，全国唯一眼科院士入驻。公司于 2014 年牵头成立谢立信院士指导平台，自此中国眼科界唯一工程院院士正式签约入驻厦门市医学院士指导中心，目前谢立信院士任厦门眼科中心院士工作站导师。作为中国角膜病治疗的领军者，其同时担任中华医学学会和中国医师协会眼科学分会荣誉主任委员，亚洲角膜学会副主席，环球眼表疾病学会理事，环球泪膜与眼表学会学术委员会委员和亚太接触镜眼科医师协会理事等多项重要职务。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 收入预测

#### 关键假设：

假设 1：近年我国近视患病率提高，屈光手术需求量加大。屈光手术渗透率提升，且公司正处于扩张期，省内外快速扩张，预计 2022-2024 年屈光手术量将保持快速增长，增速为 26%/30%/25%。在消费升级趋势下，中高端术式占比提升，普通手术价格下降，预计 2022-2024 年屈光手术价格增速为 1%/1%/1%。

假设 2：老龄化趋势加剧，白内障患病人群增加，白内障手术需求量加大。公司白内障手术技术过硬，术后不良率低，预计 2022-2024 年白内障手术量将维持稳定增长，增速为 20%/19%/18%。在消费升级趋势下，中高端人工晶体耗材使用占比提升，而普通人工晶体手术受 DRG 影响，价格下降，预计 2022-2024 年白内障手术价格保持不变。

假设 3：老龄化趋势加剧，眼底、眼表等相关疾病患病人群增加。公司医师资源实力雄厚，在基础眼病领域拥有较强品牌力，且随着公司持续扩张，预计眼底病手术量 2022-2024 年增速为 3%/17%/24%，受 DRG 支付影响，价格增速为 -5%/0%/0%；眼表病手术量 2022-2024 年增速为 9%/22%/23%，受 DRG 支付影响，价格增速为 -17%/0%/0%。

假设 4：近年政策高度关注青少年近视防控，同时新型防控技术如离焦镜等为患儿近视防控提供更多选择，在政策利好、消费升级、需求提升的背景下，预计公司配镜业务量 2022-2024 年增速为 20%/20%/20%，随着产品不断迭代升级，在消费升级趋势下高端产品占比不断提升，预计 2022-2024 年配镜价格增速为 5%/5%/5%。

表 7：华厦眼科分业务盈利预测（百万元）

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（合计）	3064.44	3540.59	4421.13	5488.70
yoY	21.86%	15.54%	24.87%	24.15%
营业成本	1653.63	2020.51	2491.11	3055.41
毛利率	46.04%	42.93%	43.65%	44.33%
眼科医疗服务收入	2625.86	3029.79	3771.68	4639.07
yoY	19.98%	15.38%	24.49%	23.00%
成本	1466.86	1802.29	2212.47	2689.55
毛利	1159.05	1227.51	1559.22	1949.52
毛利率	44.14%	40.51%	41.34%	42.02%
屈光手术	957.57	1212.49	1590.18	1996.42

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>yoY</b>	31.64%	26.62%	31.15%	25.55%
<b>毛利</b>	468.63	605.52	810.04	1036.94
<b>毛利率</b>	48.94%	49.94%	50.94%	51.94%
<b>白内障手术</b>	<b>756.26</b>	<b>820.67</b>	<b>975.00</b>	<b>1151.99</b>
<b>yoY</b>	15.33%	8.52%	18.81%	18.15%
<b>毛利</b>	218.86	221.09	262.67	310.35
<b>毛利率</b>	28.94%	26.94%	26.94%	26.94%
<b>眼底项目</b>	<b>340.2</b>	<b>347.28</b>	<b>417.38</b>	<b>524.98</b>
<b>yoY</b>	9.71%	2.08%	20.18%	25.78%
<b>毛利</b>	134.92	131.97	158.60	199.49
<b>毛利率</b>	39.66%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>眼表项目</b>	<b>164.95</b>	<b>179.38</b>	<b>219.62</b>	<b>269.05</b>
<b>yoY</b>	13.74%	8.75%	22.43%	22.51%
<b>毛利</b>	65.98	71.75	87.85	107.62
<b>毛利率</b>	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>斜弱视及小儿眼科</b>	<b>189.32</b>	<b>224.04</b>	<b>281.19</b>	<b>356.70</b>
<b>yoY</b>	23.46%	18.34%	25.51%	26.85%
<b>毛利</b>	90.87	107.54	134.97	171.22
<b>毛利率</b>	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
<b>其他</b>	<b>217.56</b>	<b>245.93</b>	<b>288.31</b>	<b>339.93</b>
<b>yoY</b>	10.48%	13.04%	17.23%	17.90%
<b>毛利</b>	79.30	89.64	105.09	123.90
<b>毛利率</b>	36.45%	36.45%	36.45%	36.45%
<b>配镜业务</b>	<b>361.08</b>	<b>433.30</b>	<b>571.95</b>	<b>772.13</b>
<b>yoY</b>	36.49%	20.00%	32.00%	35.00%
<b>成本</b>	157.33	188.79	249.20	336.42
<b>毛利</b>	203.76	244.51	322.75	435.71
<b>毛利率</b>	56.43%	56.43%	56.43%	56.43%
<b>药店收入</b>	<b>19.73</b>	<b>19.73</b>	<b>19.73</b>	<b>19.73</b>
<b>yoY</b>	4.17%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>成本</b>	12.62	12.62	12.62	12.62
<b>毛利</b>	7.11	7.11	7.11	7.11
<b>毛利率</b>	36.04%	36.04%	36.04%	36.04%
<b>其他业务</b>	<b>57.77</b>	<b>57.77</b>	<b>57.77</b>	<b>57.77</b>
<b>yoY</b>	36%	0%	0.00%	0.00%
<b>成本</b>	16.82	16.82	16.82	16.82
<b>毛利</b>	40.95	40.95	40.95	40.95
<b>毛利率</b>	70.88%	70.88%	70.88%	70.88%

数据来源: wind, 西南证券

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入为 35.4/44.2/54.9 亿元，增速为 15.5%/24.9%/24.2%。利润方面，预计未来 DRG 支付方式推进将降低医保类业务毛利率，而公司医保结算业务收入占比较高，预计毛利率将略有降低；此外，公司经营规模逐渐扩大，规模效应逐步凸显，相应的医疗成本和设备折旧被摊薄，费用率将稳中有降，某种程度上可对冲医保支付政策变化带来的利润率降低风险。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.2/7/9.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.25/1.62 元。

## 4.2 相对估值

公司作为国内眼科连锁医疗服务龙头公司，省内品牌力强劲，布局完善，盈亏平衡周期短，省外持续扩张，随着培育期医院逐步进入盈利周期、疫情得到控制、医疗服务需求复苏等，收入端有望持续增长，利润端未来将进入快速释放期。

爱尔眼科、普瑞眼科是以眼科医疗服务为主营业务的上市公司，且全国扩张模式成熟，具有可比性，通策医疗为消费属性强的口腔医疗服务标的，在浙江省内具有极强品牌力，且省内下沉成绩优异，与福建省内下沉同样成功的华厦眼科具备可比性，我们采用以上三家公司作为相对估值的参考。通过分析行业平均估值，结合公司仍处于扩张期，省内视光中心搭建、省外培育期医院扭亏可为公司带来业绩增量，此外，公司并购基金正在筹建中，初期并购基金落地将对公司股价有一定催化作用，故我们给予公司 2023 年 65 倍 PE，对应市值 455 亿元，对应目标价 81.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	2042	28.84	37.86	48.87	71	54	42
301239.SZ	普瑞眼科	91	1.03	1.36	2.02	88	67	45
600763.SH	通策医疗	457	6.64	8.41	10.78	69	54	42
平均值						76	58	43

数据来源：Wind，西南证券整理；以 12 月 21 日收盘数据计算

## 5 风险提示

- 1) 经营状况不及预期；
- 2) 新冠疫情风险；
- 3) 政策风险；
- 4) 医疗纠纷风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3064.44	3540.58	4421.13	5488.70	净利润	453.63	513.87	691.38	901.26
营业成本	1653.63	2020.51	2491.10	3055.41	折旧与摊销	205.20	93.81	96.21	98.85
营业税金及附加	12.43	13.75	18.13	22.50	财务费用	40.27	0.00	0.00	0.00
销售费用	402.32	424.87	530.54	658.64	资产减值损失	-0.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	317.30	331.20	391.46	458.54	经营营运资本变动	-16.85	-2.30	54.79	64.78
财务费用	40.27	0.00	0.00	0.00	其他	116.47	-12.26	-5.77	-8.77
资产减值损失	-0.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	798.02	593.13	836.61	1056.11
投资收益	8.73	12.26	7.77	7.77	资本支出	26.56	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-194.30	15.96	7.77	7.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-167.74	-44.04	-52.23	-52.23
<b>营业利润</b>	<b>651.73</b>	<b>692.52</b>	<b>917.67</b>	<b>1211.37</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-69.40	-50.18	-53.45	-55.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>582.33</b>	<b>642.34</b>	<b>864.22</b>	<b>1155.46</b>	股权融资	-42.22	0.00	0.00	0.00
所得税	128.70	128.47	172.84	254.20	支付股利	0.00	-439.77	-104.17	-139.68
<b>净利润</b>	<b>453.63</b>	<b>513.87</b>	<b>691.38</b>	<b>901.26</b>	其他	-138.37	-112.88	0.00	0.00
少数股东损益	-1.29	-7.00	-7.00	-7.00	筹资活动现金流量净额	-180.58	-552.65	-104.17	-139.68
归属母公司股东净利润	454.92	520.87	698.38	908.26	<b>现金流量净额</b>	449.69	-3.55	680.20	864.21
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
货币资金	953.42	949.86	1630.07	2494.27					
应收和预付款项	243.88	300.25	366.21	455.76					
存货	125.68	153.56	187.33	231.22					
其他流动资产	15.18	13.27	16.56	20.56					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资性房地产	126.13	126.13	126.13	126.13					
固定资产和在建工程	756.57	748.16	737.36	723.91					
无形资产和开发支出	114.29	104.22	94.16	84.09					
其他非流动资产	884.84	869.50	854.16	838.82					
<b>资产总计</b>	<b>3219.99</b>	<b>3264.96</b>	<b>4011.98</b>	<b>4974.78</b>					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	487.18	664.37	802.89	978.57					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他负债	884.00	677.68	698.97	724.51					
<b>负债合计</b>	<b>1371.18</b>	<b>1342.05</b>	<b>1501.86</b>	<b>1703.08</b>					
股本	500.00	560.00	560.00	560.00					
资本公积	210.82	150.82	150.82	150.82					
留存收益	1121.20	1202.31	1796.51	2565.09					
归属母公司股东权益	1832.02	1913.12	2507.33	3275.91					
少数股东权益	16.79	9.79	2.79	-4.21					
<b>股东权益合计</b>	<b>1848.81</b>	<b>1922.91</b>	<b>2510.12</b>	<b>3271.70</b>					
负债和股东权益合计	3219.99	3264.96	4011.98	4974.78					
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
EBITDA	897.20	786.33	1013.88	1310.22					
PE	81.61	71.28	53.16	40.88					
PB	20.27	19.41	14.81	11.33					
PS	12.12	10.49	8.40	6.76					
EV/EBITDA	34.77	44.60	33.92	25.59					
股息率	0.00%	1.18%	0.28%	0.38%					
<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
<b>成长能力</b>									
销售收入增长率	21.86%	15.54%	24.87%	24.15%					
营业利润增长率	34.54%	6.26%	32.51%	32.00%					
净利润增长率	41.12%	13.28%	34.54%	30.36%					
EBITDA 增长率	26.29%	-12.36%	28.94%	29.23%					
<b>获利能力</b>									
毛利率	46.04%	42.93%	43.65%	44.33%					
三费率	24.80%	21.35%	20.85%	20.35%					
净利润率	14.80%	14.51%	15.64%	16.42%					
ROE	24.54%	26.72%	27.54%	27.55%					
ROA	14.09%	15.74%	17.23%	18.12%					
ROIC	76.34%	118.09%	149.80%	187.10%					
EBITDA/销售收入	29.28%	22.21%	22.93%	23.87%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	1.14	1.09	1.22	1.22					
固定资产周转率	3.98	4.75	6.06	7.67					
应收账款周转率	17.97	17.27	17.82	17.85					
存货周转率	14.22	14.47	14.53	14.50					
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.48%	—	—	—					
<b>资本结构</b>									
资产负债率	42.58%	41.10%	37.43%	34.23%					
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
流动比率	1.70	1.87	2.40	2.87					
速动比率	1.54	1.67	2.20	2.66					
股利支付率	0.00%	84.43%	14.92%	15.38%					
<b>每股指标</b>									
每股收益	0.81	0.93	1.25	1.62					
每股净资产	3.27	3.42	4.48	5.85					
每股经营现金	1.43	1.06	1.49	1.89					
每股股利	0.00	0.79	0.19	0.25					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyff@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn