

医疗组

华厦眼科(301267.SZ)买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 73.14 元
 目标价格(人民币): 85.00 元

专家领航, 科研领跑, 立足八闽, 辐射全国

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,515	3,064	3,377	4,116	5,064
营业收入增长率	2.37%	21.86%	10.19%	21.90%	23.02%
归母净利润(百万元)	334	455	521	680	868
归母净利润增长率	53.59%	36.01%	14.63%	30.41%	27.68%
摊薄每股收益(元)	0.669	0.910	0.931	1.214	1.551
每股经营性现金流净额	0.89	1.31	0.71	1.38	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.57%	24.83%	22.12%	22.89%	23.02%
P/E	N.A.	N.A.	77.11	59.13	46.31
P/B	N.A.	N.A.	17.06	13.54	10.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **眼科全科诊疗服务体系先行者, 行业优势地位稳固。**公司成立于 2004 年, 已建立八大眼科亚专科科室及眼视光的眼科全科诊疗服务体系, 目前拥有 57 家专科医院, 覆盖 17 个省及 46 个城市, 以厦门眼科中心的影响力为基础, 形成辐射全国的诊疗服务网点体系。以 2021 年收入规模计算, 公司位列国内眼科医疗服务连锁机构公司第二。
- **专家团队实力雄厚, 医教研一体化平台完善。**公司组建了覆盖八大亚专科及眼视光的专家团队, 汇聚中华医学会眼科学分会原主任委员黎晓新教授、赵堪兴教授等具有国际影响力的眼科学界专家, 拥有医师总数达 891 人。公司致力于推进临床诊疗、医学研究和教学培训相结合的“医教研”体系的整体协同发展。下属医院厦门眼科中心持续开展临床研究合作及学术交流, 推进公司的学科建设和诊疗实力的提升。
- **多项核心业务均衡拓展, 屈光、视光业务发展快速。**公司在眼底、白内障等基础眼病领域拥有众多知名专家, 技术优势及高知名度保证了就诊人数及手术量的持续增长。公司顺应消费升级趋势积极调整战略布局, 至 2021 年, 公司第一大收入来源屈光业务占比已达 37%, 中高端手术占比不断增加。
- **公司本次公开发行股票募集资金用于:**天津华厦眼科医院项目; 区域视光中心建设项目; 现有医院医疗服务能力升级项目; 信息化运营管理体系建设项目; 补充营运资金项目。

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司积极在全国范围内完善眼科医疗服务网络, 后续区域视光中心建设项目、现有医院医疗服务能力升级项目落地后有望进一步贡献业绩增量, 2022 年前三季度公司实现归母净利润 3.98 亿元 (+18.13%), 预计公司 22-24 年归母净利润为 5.21 亿元、6.80 亿元、8.68 亿元, 22-24 年分别同比增长 15%、30%、28%。参考同行业上市公司可比估值情况, 给予公司 23 年 70 倍 PE 估值, 对应目标价 85 元/股, 首次覆盖给予“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。

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

徐雨涵 分析师 SAC 执业编号: S1130522060002

xuyuhan@gjzq.com.cn

内容目录

政策支持+需求扩张推动市场发展，眼科行业成长确定性高	3
华厦眼科：覆盖眼科全科诊疗，连锁运营推动全国网点体系布局	4
专家荟萃助力连锁复制，消费升级优化收入结构	8
汇聚顶尖眼科专家，积极探索前沿技术	8
依托连锁布局优势，内生外延高效布局	10
多业务板块同步发力，消费升级助力成长加速	13
盈利预测与投资建议	14
风险提示	18

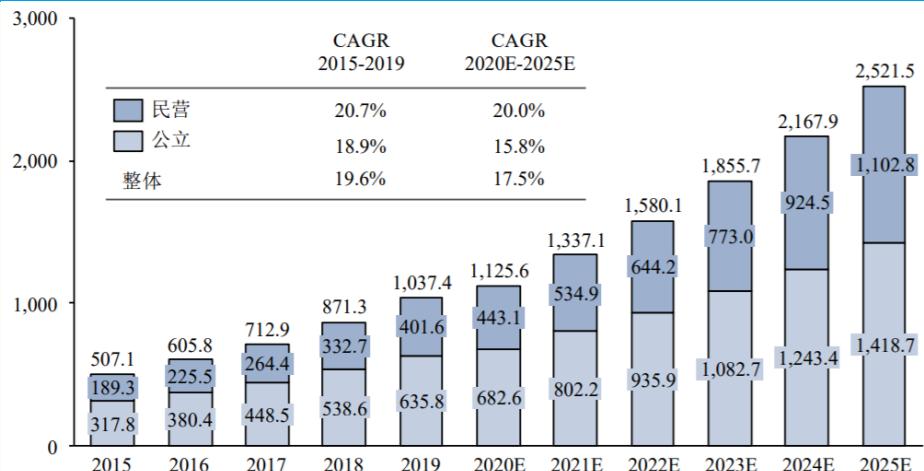
图表目录

图表 1：2015-2025E 中国眼科医疗服务市场规模不断扩大（亿元）	3
图表 2：2015-2019 年我国民营医院医疗服务指标占比（%）	3
图表 3：2020 年不同阶段青少年近视发生率居高不下（%）	4
图表 4：公司发展历程	4
图表 5：公司医疗机构网络布局遍布全国多个地区	5
图表 6：经营模式从单体医院向连锁化转变	5
图表 7：2017 年-2022Q3 公司营业收入呈现上升趋势	6
图表 8：2017 年-2022Q3 公司归母净利润呈现上升趋势	6
图表 9：2019-2021 年华东地区业绩贡献占比较高（%）	6
图表 10：2019-2021 年公司医保结算收入占比逐年下降	7
图表 11：2019-2022H1 公司主要板块收入体量占比（%）	7
图表 12：2017-2022Q3 公司毛利率和净利率稳中有升	8
图表 13：2017-2022Q3 公司管理费用率呈现下降趋势	8
图表 14：公司具有国际影响力的眼科学界专家情况介绍	8
图表 15：2009 年-2021 年厦门眼科中心科研项目数量（个）	9
图表 16：2019-2021 年公司医师人数（人）	10
图表 17：深圳华厦眼科医院医师情况（人）	10
图表 18：截至 2022H1 国内主要眼科医疗服务企业布局情况	11
图表 19：公司旗下眼科专科医院基本情况（万元）	12
图表 20：2022H1 公司屈光、视光业务占比仍有较大提升空间	13
图表 21：2019-2021 年公司屈光手术收入情况（万元、%）	14
图表 22：公司白内障手术晶体使用情况（枚、%）	14
图表 23：公司分板块收入预测（百万元、%）	16
图表 24：公司费用率预测	17
图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）	17

政策支持+需求扩张推动市场发展，眼科行业成长确定性高

- 我国眼科医疗服务市场规模从 2015 年的 507.1 亿元增长到 2019 年的 1037.4 亿元，年复合增长率为 19.6%。相比于公立医院眼科，民营眼科医院往往拥有更先进的医疗设备和良好的就医环境，吸引越来越多的患者选择民营眼科医院就诊。加之民营眼科医院运营模式可复制性强，在过去的五年间，我国民营眼科医院发展迅猛。2015 年到 2019 年，民营眼科医院市场规模迅速从约 189.3 亿元增长至约 401.6 亿元，年复合增长率为 20.7%。

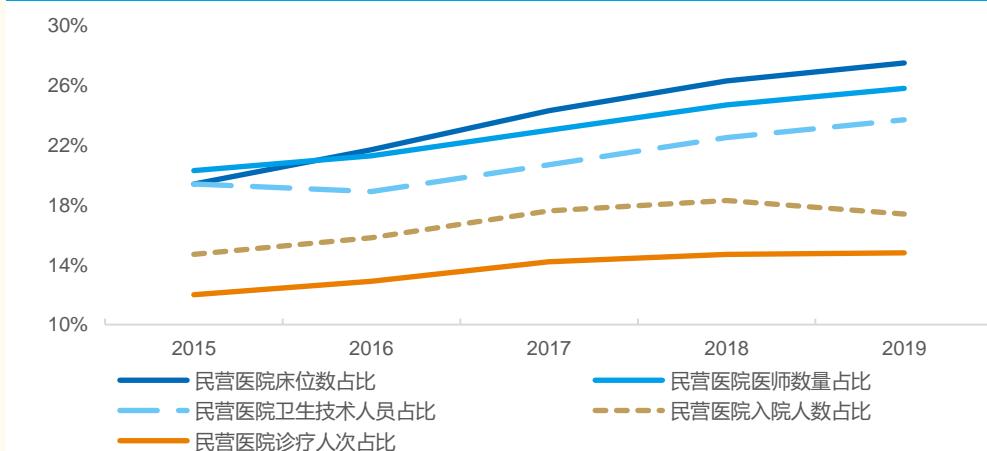
图表 1：2015-2025E 中国眼科医疗服务市场规模不断扩大（亿元）



来源：公司招股说明书，《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，国金证券研究所

- 我国人口基数庞大，医疗服务需求较大且在持续增长中，诊疗人数和住院量均在持续增长。虽然目前大部分患者仍然偏向于在公立医院诊疗和住院，但在增长速度上，民营医院床位数量、诊疗人数和住院量的增速在近年来一直高于公立医院的增速。民营医院床位数量、诊疗人数和住院量占全国的比重分别从 2015 年的 19.4%、12.0% 及 14.7% 增长至 2019 年的 27.5%、14.8% 及 17.4%。与此同时，民营医院的人才资源，即卫生技术人员数量以及医师数量增长同样迅速。民营医院卫生技术人员数量每年的增幅是公立医院的 3-5 倍，2019 年民营医院的卫生技术人员数量以及医师数量占全国卫生技术人员数量和医师数量的比重已经达到 23.7% 及 25.8%。

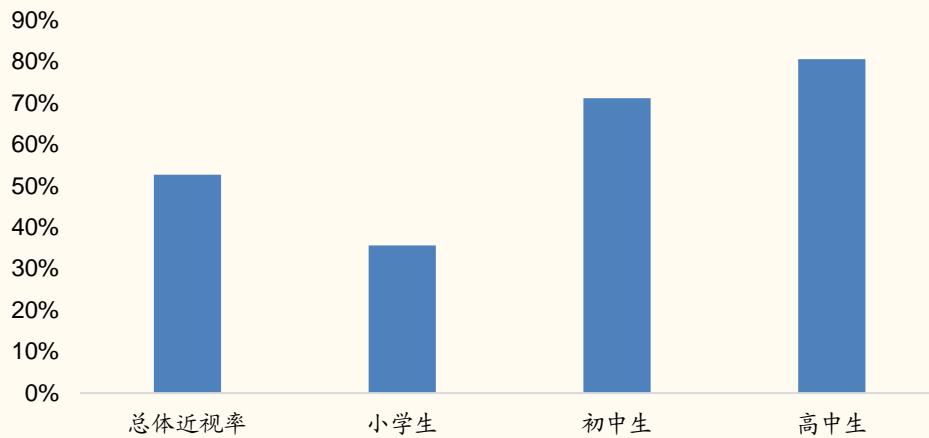
图表 2：2015-2019 年我国民营医院医疗服务指标占比（%）



来源：公司招股说明书，《中国卫生健康统计年鉴》，国金证券研究所

- 随着我国人口老龄化程度的加深以及民众不良用眼习惯问题的持续，眼科急门诊诊疗人次稳步攀升。我国眼科门急诊诊疗总人次从 2015 年约 98.4 百万人次增长至 2019 年 127.9 百万人次，期间年复合增长率约为 6.8%。其中，眼科专科医院发展迅速，门急诊人数增长速度超过整体眼科诊疗人数的增长水平，随着眼科专科医院数量的快速增长，尤其是民营眼科医院的迅速扩张，眼科医院的市场份额有望进一步扩张。
- 以视光为例，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 3：2020 年不同阶段青少年近视发生率居高不下（%）



来源：国家卫健委，国金证券研究所

华厦眼科：覆盖眼科全科诊疗，连锁运营推动全国网点体系布局

- 眼科专科医疗服务连锁集团，厦门眼科中心诊疗水平行业领先。公司成立于 2004 年，专注于眼科专科医疗服务，向国内外眼科疾病患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗等眼科医疗服务，已建立覆盖白内障、屈光、眼底、斜弱视与小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶与眼肿瘤、眼外伤共八大眼科亚专科科室及眼视光的眼科全科诊疗服务体系。

图表 4：公司发展历程

年份	事件
2004	厦门眼科中心获批成为三级甲等专科医院
2006	厦门眼科中心获批成为厦门大学非隶属附属医院
2010	获批国家博士后科研工作站
2010	控股上海和平眼科医院，迈出福建省外发展步伐
2012	获“国家临床重点专科”称号
2014	更名为华厦眼科医院集团
2016	国内首家互联网眼科医疗服务“眼科通”正式上线
2018	与北京大学医学部共建，联合培养博士后
2021	福建省院士专家工作站揭牌

来源：公司官网，国金证券研究所

- 诊疗网点覆盖全国多地，门诊人次、年收入等指标位居行业前列。公司已在国内开设 57 家眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区，建立了全国范围内的诊疗服务网点体系。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，处于行业领先地位。此外，公司在国内已开设 20 家视光中心，为屈光不正患者提供医学验光配镜服务。

图表 5：公司医疗机构网络布局遍布全国多个地区

华东地区（除福建省）	福建地区	华中地区	西南地区	华北地区	西北地区	华南地区
上海和平	新沂复兴	厦门眼科中心	宜昌华厦	成都华厦	衡水华厦	兰州华厦
宁波眼科	无锡华厦	福州眼科	荆州华厦	重庆华厦	西安华厦	深圳华厦
温州明乐	沛县复兴	泉州华厦	许昌华厦	三台华厦		佛山华厦
徐州复兴	赣州华厦	南平华厦	洪湖华厦	江油华厦		东莞华厦
镇江康复	烟台康爱	龙岩华厦	郑州华厦	绵阳华厦		三水华厦
合肥名人	青岛华厦	莆田华厦	郑州视光	贵阳阳明		贵港爱眼
常州谱瑞	临沂华厦	三明华厦	宜昌门诊	毕节阳明		
淮南华厦	菏泽华厦	漳州华厦				
杭州华厦	济南华视	宁德华厦				
丽水华厦	聊城华厦	光泽华厦				
抚州光明	黄山名人	漳浦华厦				
台州耀明						

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司股权集中，员工持股比例较高。截至 2022 年 12 月 26 日，公司董事长苏庆灿先生直接持有 30.41% 的股份，通过华厦投资间接持有 25.58% 的股份。公司设有 6 家有限合伙企业作为员工持股平台，包含涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资、颂胜投资，合计持股占比 19.12%。黎晓新教授、吴护平教授等多名核心技术人员间接持有公司的股份，与公司未来发展深度绑定。
- 公司建立以厦门眼科中心医院为中心、向全国辐射的模式。立足于厦门眼科中心领先的诊疗实力和丰富的医院运营管理经验，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。

图表 6：经营模式从单体医院向连锁化转变



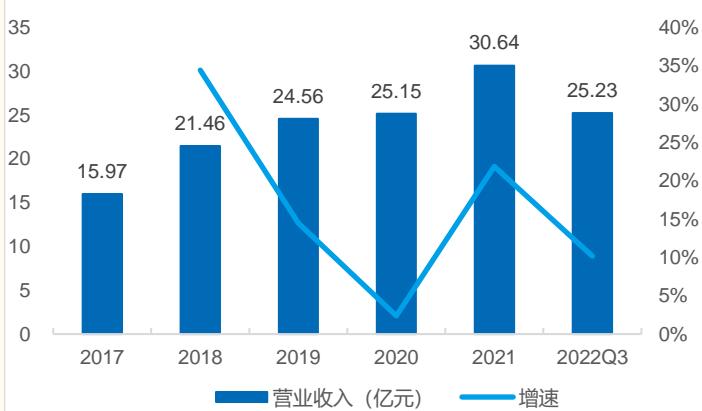
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司致力于推进“医教研”体系协同发展。公司下属医院厦门眼科中心持续开展临床研究合作及学术交流，推进学科建设和诊疗实力的提升。至 2022 年 3 月，公司申请和开展了 10 项国家级、8 项省级科研课题；参与和开展临床试验项目 20 项，其中全国多中心项目担任总 PI 的项目 3 项；在各类期刊发表科研论文 192 篇，其中 SCI 收录论文 66 篇。公司下属医院与厦门大学、北京大学等院校建立合作关系，进行人才培养、学术共建、

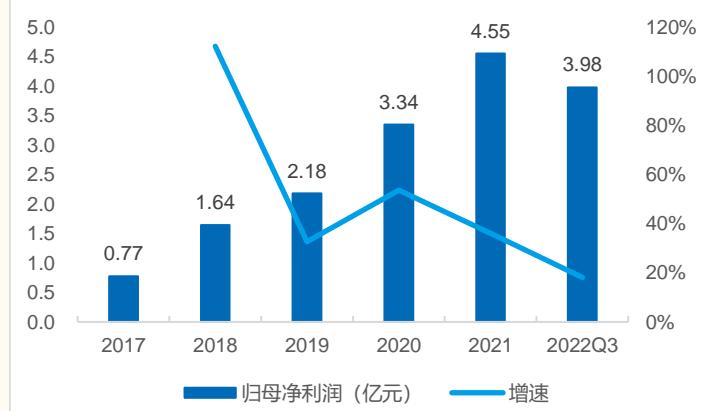
临床研究等各项合作，持续加大医务人才的培养力度，进一步为公司未来发展做好医务人才储备。

- **公司经营业绩持续向好，盈利能力稳步提升。**从2017年到2021年，公司营业收入从15.97亿元迅速增加至30.64亿元，年均复合增长率为17.69%。在新冠肺炎疫情的干扰下，2020年公司的营业收入增速受到影响，但仍然保持增长趋势。2021年公司归母净利润为4.55亿元(+36.01%)，2017年到2021年的年均复合增长率为55.70%。2022年前三季度公司实现营收25.23亿元(+10.15%)归母净利润3.98亿元(+18.13%)。

图表7：2017年-2022Q3公司营业收入呈现上升趋势



图表8：2017年-2022Q3公司归母净利润呈现上升趋势

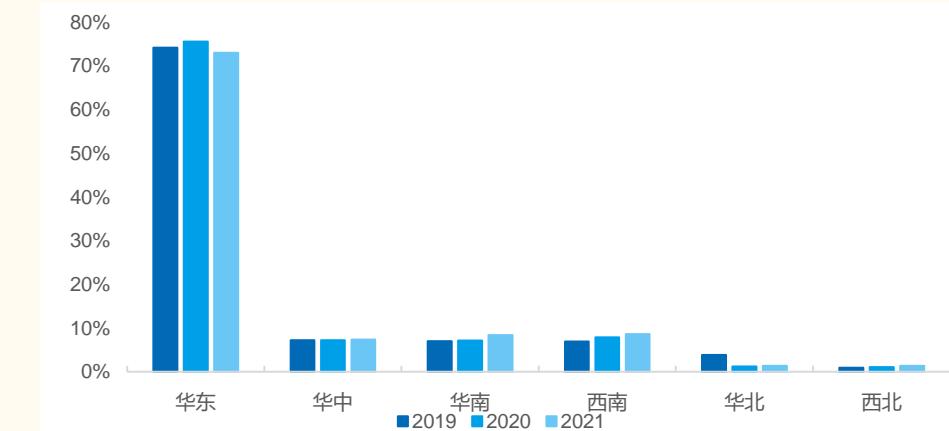


来源：公司招股说明书，公司上市公告书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司上市公告书，国金证券研究所

- **眼科医疗业务是公司收入主要来源，华东地区贡献主要业绩。**2019年至2021年，眼科医疗业务每年都贡献了近九成的收入，2021年实现了收入26.26亿元(+19.98%)。配镜业务收入2021年达到3.60亿元，占营业收入比重从9.18%逐渐增加至12.01%。公司医疗网点覆盖全国多个地区，其中华东地区的收入于2021年达到21.93亿元，华南、西南等地区业务发展迅速，对营业收入的贡献不断增加，2021年营业收入增速分别达到42.94%、33.68%。

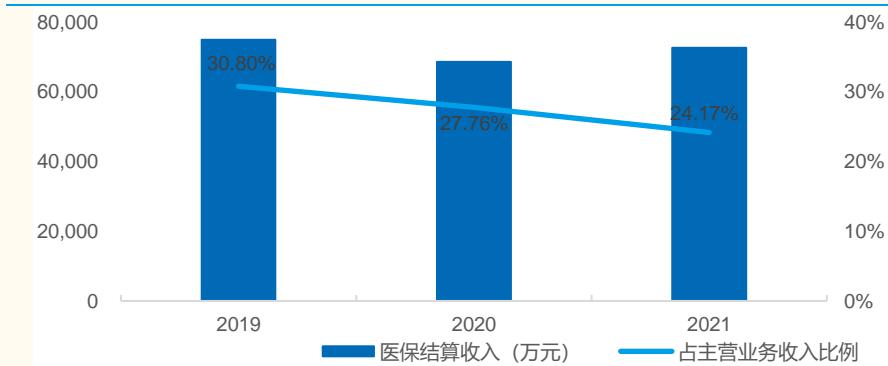
图表9：2019-2021年华东地区业绩贡献占比较高（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **医保结算收入对主营收入的影响逐渐减少。**在公司各诊疗项目中，部分诊疗项目存在通过医保基金结算的情形，医保结算收入占主营业务收入比重呈现出逐年下降的趋势。

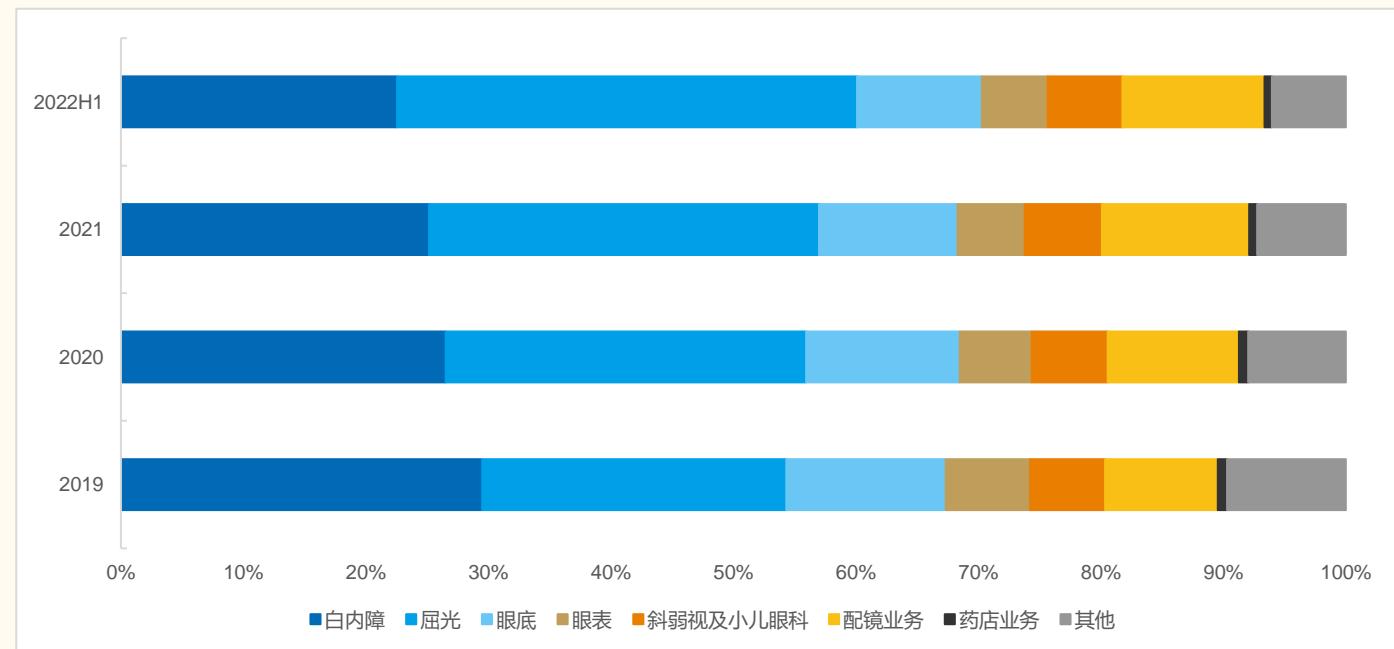
图表 10: 2019-2021 年公司医保结算收入占比逐年下降



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 白内障、屈光、配镜、眼底等诊疗项目贡献大部分营业收入。2021 年，公司实现屈光项目营收 9.58 亿元，占比 36.47%；白内障项目实现 7.56 亿元收入，占比 28.80%；眼底诊疗项目实现 3.40 亿元收入，占比 12.96%。屈光项目和配镜业务发展迅速，2019-2021 年复合年均增长率分别为 25.93% 和 27.16%。

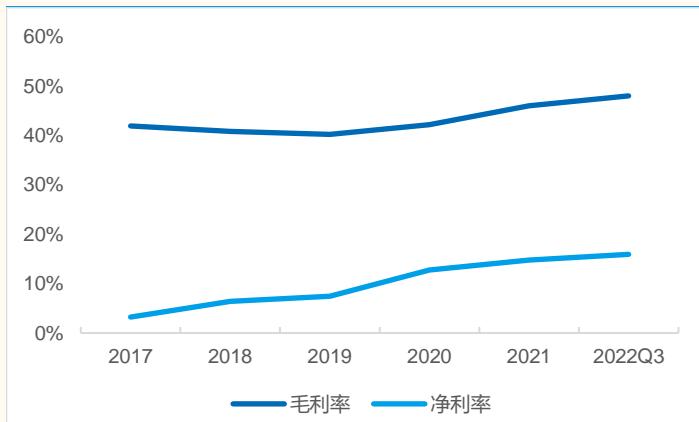
图表 11: 2019-2022H1 公司主要板块收入体量占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

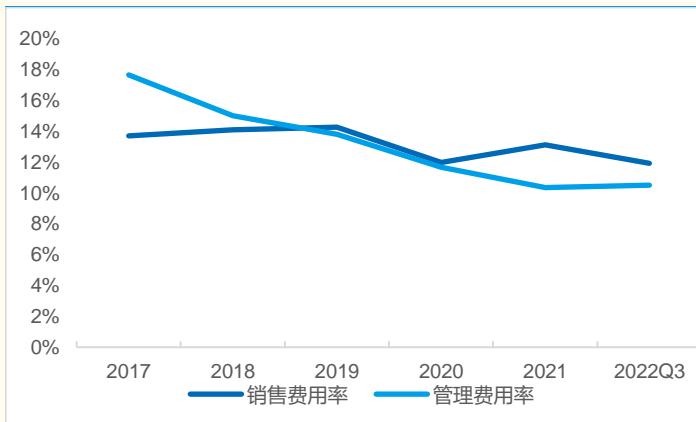
- 公司综合毛利率稳中有升，管理费用率逐渐下降，净利润率不断提升，盈利能力得到改善。公司毛利率在 2017-2019 年间稳定在 40% 以上，2019 年开始小幅增加；公司净利润率在 2017-2021 年间持续提升，2021 年实现净利率 14.80%。由于行政开支的管控加强，公司管理费用率从 2017 年的 17.66% 逐渐减少到 2021 年的 10.35%。2022 年受新冠肺炎疫情影响，线下营销活动开展难度增加，公司减少线下营销开支，2022Q3 营销费用率下降至 11.93%。

图表 12: 2017-2022Q3 公司毛利率和净利率稳中有升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: 2017-2022Q3 公司管理费用率呈现下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

专家荟萃助力连锁复制，消费升级优化收入结构

汇聚顶尖眼科专家，积极探索前沿技术

- 公司以厦门眼科中心为技术中心，汇聚国内外知名专家，通过连锁模式向全国输出。厦门眼科中心作为公司的学术高地，汇聚黎晓新、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，不断提升和优化所治疗技术，搭建全国疑难眼病会诊平台，为集团下属医疗机构提供支持。其中，中华医学会眼科学分会原主任委员黎晓新教授、赵堪兴教授分别领衔的疑难眼病会诊平台、小儿疑难眼病会诊平台为公司贡献突出。

图表 14: 公司具有国际影响力的眼科学界专家情况介绍

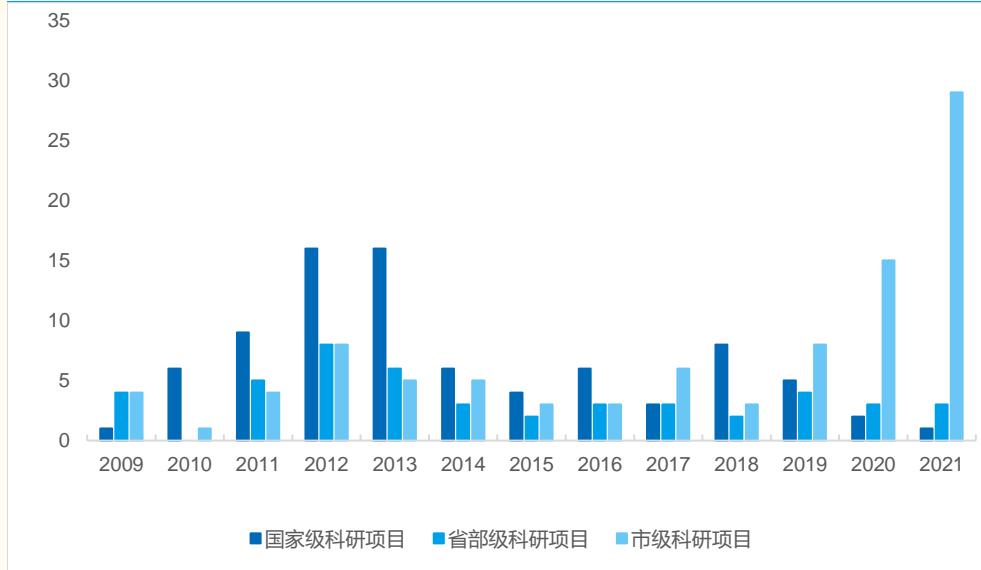
姓名	专长	国内社会任职	国际社会任职	从业荣誉及学术成就
黎晓新	视网膜玻璃体手术和眼底疾病的研 究与诊治	厦门眼科中心总院长，眼科 研究所所长，北京大学人民 医院原副院长，中华医学会 眼科学分会原主任委员，中 国医师协会眼科医师分会原 会长，中国医师协会女医师 分委会主任委员，中华医学会 眼科学分会眼底病学组原 组长	环 球 眼 科 科 学 学 院 (AOI) 院 士，亚 太 玻 璃 体 视 网 膜 学 会 原 主 席，曾 任 美 国 眼 科 学 会 环 球 顾 问 委 员 会 委 员， 环 球 眼 科 学 会 理 事 会 核 心 理 事	国家 重点 基 础 研 究 发 展 计 划 (973 计 划) 科 学 家， “985” 三 期 项 目 负 责 人；发 表 论 文 315 篇，其 中 SCI 论 文 116 篇；主 编 专 著 5 本，主 译 《RETINA》；先 后 获 得 国 家 教 委 科 技 进 步 一 等 奖 二 项、二 等 奖 三 项、北 京 市 二 等 奖 等，2007 年 获 世 界 眼 科 学 会 亚 太 区 “较 佳 临 床 教 师 金 苹 果 奖”，2008 年 获 得 中 华 眼 科 杰 出 成 就 奖，2009 年 获 宋 庆 龄 儿 科 医 学 奖，2011 年 获 准 直 报 国 家 科 技 进 步 一 等 奖
赵堪兴	斜视与小 儿 眼 科	中 华 医 学 会 眼 科 学 分 会 前 主 任 委 员，中 国 医 师 协 会 眼 科 医 师 分 会 名 誉 会 长，中 华 医 学 会 眼 科 学 分 会 前 任 斜 视 小 儿 眼 科 学 组 组 长，中 华 眼 科 杂 志 前 任 主 编	环 球 眼 科 学 科 学 学 院 (AOI) 院 士，亚 太 地 区 斜 视 与 小 儿 眼 科 学 会 副 主 席，亚 太 眼 科 学 会 (APAO) 理 事 会 常 务 理 事，环 球 眼 科 联 盟 (ICO) 前 理 事 会 理 事	享 受 国 务 院 特 殊 津 贴，国 家 人 事 部 有 突 出 贡 献 中 青 年 专 家，卫 生 部 有 突 出 贡 献 中 青 年 专 家，天 津 市 政 府 授 衔 专 家；被 美 国 斜 视 与 小 儿 眼 科 学 会 誉 为 “环 球 斜 视 与 小 儿 眼 科 界 的 思 想 领 袖”；共 发 表 430 余 篇 学 术 论 文，其 中 SCI 收 录 60 余 篇； 获 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，世 界 眼 科 联 盟 与 亚 太 地 区 眼 科 学 会 颁 发 的 教 育 成 就 金 苹 果 奖，2016 年 获 批 中 华 眼 科 学 会 终 生 成 就 奖，2018 年 获 中 华 斜 视 与 小 儿 眼 科 终 生 成 就 奖

姓名	专长	国内社会任职	国际社会任职	从业荣誉及学术成就
葛坚	各种青光眼 病、眼科杂 症	华夏眼科医院集团战略发展 与学术委员会主任，原中山 大学中山眼科中心主任暨眼 科医院院长，中华医学会眼 科学分会名誉主任委员，中 国医师协会眼科学分会副会 长，中国医师协会循证医学 委员会循证眼科学组组长， 《中华眼科杂志》编委	亚太青光眼学会常务理 事	国家 973 项目首席科学家；发表论文 330 篇，其 中 SCI 收录论文 140 篇；获得“全国医院院 长”，“广东省院长”，“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“高研究科学家奖”和“突出贡献奖”， 澳大利亚政府“杰出奖”等
刘祖国	眼表、角膜 病、干眼症	厦门大学附属厦门眼科中心 名誉院长，厦门大学眼科研 究所所长，中华医学会眼 科学分会角膜病学组副组长， 中国眼科杰出成就奖 (2015 年)，《中华眼科 杂志》编委	环球眼表疾病协会及亚 洲角膜病协会理事，亚 洲干眼协会主席	获得了国家杰出青年基金、国家自然科学基金(4 项)、863 计划项目、973 计划项目，NSFC- RGC 合作项目等 50 余项科研基金的资助；共 发表文章 326 篇，其中研究论文 266 篇，SCI 论文 98 篇；主编及参与编写教材和专著共 39 部；多次获得科技成果奖，其中，3 次获得国家 科技进步二等奖，6 次获得省部科技进步一等奖

来源：公司官网，国金证券研究所

- 九大学科带头人经验丰富，助力集团眼科诊疗全面发展。公司以眼病诊疗为发展基础，拥有九位学科带头人，建立覆盖眼科八大亚专科及眼视光专科的眼科全科诊疗服务。
- 核心医院实力雄厚，主导多项科研项目。厦门眼科中心是国家临床重点专科（眼科）建设单位、国家药物临床试验机构，设立了国家博士后科研工作站、院士专家工作站等。截至 2022 年 10 月，公司主导或参与了《遗传性角膜营养不良基因治疗的实验研究》、《经玻璃体腔基因替代疗法联合抗凋亡基因疗法治疗 LCA2 及抗凋亡分子机制探索》、《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》等重要学术项目。2009 年至 2021 年，公司共承接科研项目 224 项，其中国家级项目有 83 项。

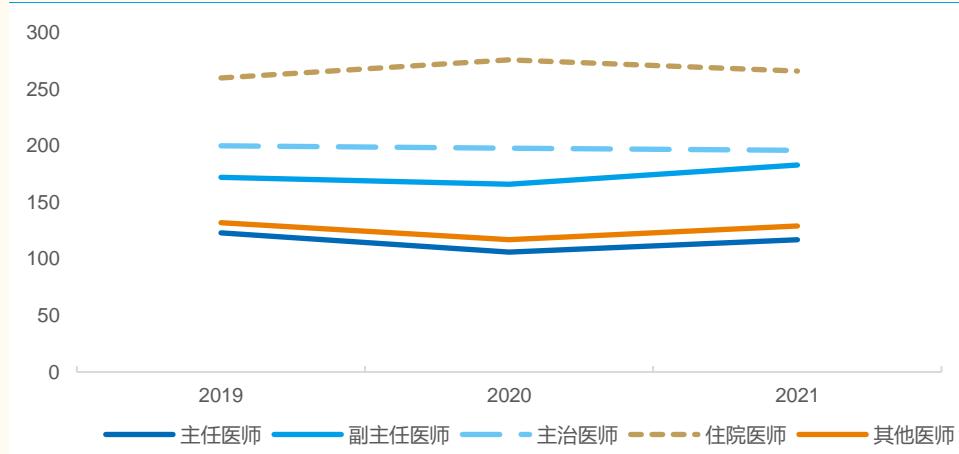
图表 15：2009 年-2021 年厦门眼科中心科研项目数量 (个)



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司旗下医院数量众多，医疗人才储备丰富。公司拥有经验丰富的专业医务人员，截至 2021 年，公司旗下医院数量达到 56 家，拥有 891 医师，其中副高级医师 300 人，副高级医师占比 33.67%。

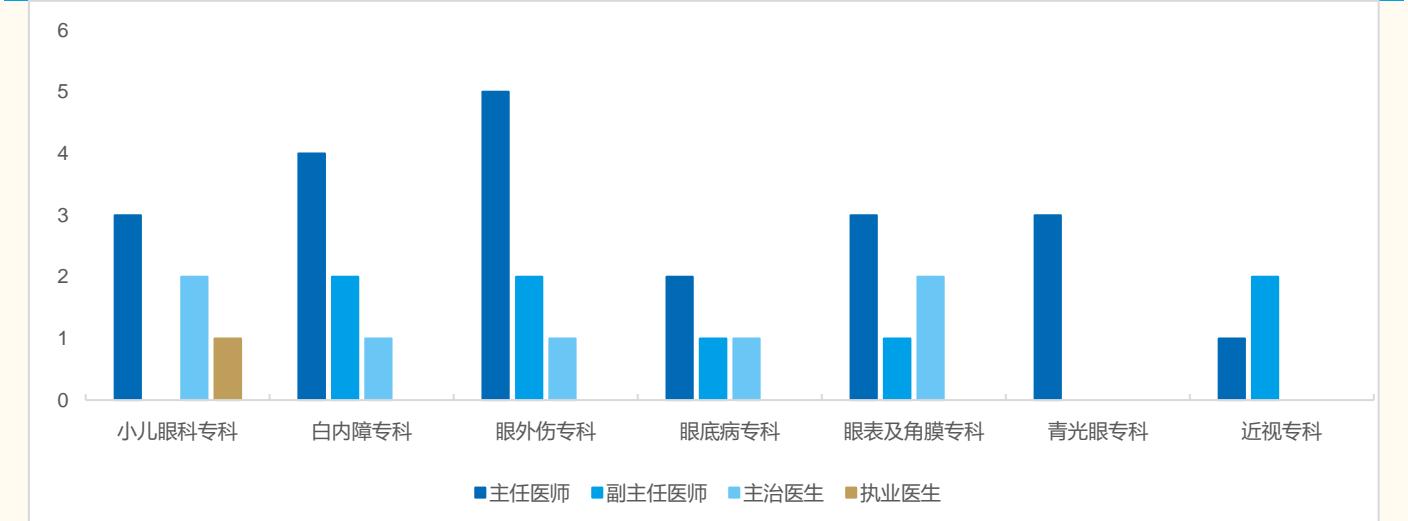
图表 16: 2019-2021 年公司医师人数 (人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司旗下的大型医院科室完备, 诊疗实力雄厚。深圳华厦眼科医院、重庆华厦眼科医院、福州眼科医院及上海和平眼科医院等公司旗下医院学科搭建齐全, 除民营眼科医院中常见的屈光、视光、白内障科室外, 还开设有眼底病专科、小儿专科、眼表及角膜专科、青光眼专科等诊疗项目, 专家团队经验丰富, 诊疗设备先进齐全。
- 以深圳华厦眼科医院为例, 医院拥有 36 位医师, 其中副高级医生有 28 人, 并成立了全国眼科名医工作室和美国远程会诊中心, 汇聚了广东省视光学会眼影像专业副主任委员、中国非公医疗协会眼底病学组常委、原深圳市眼科医院眼底病科主任、《中华眼底病》杂志通讯编委赵铁英教授等资深医生。

图表 17: 深圳华厦眼科医院医师情况 (人)



来源: 深圳华厦眼科医院官网, 国金证券研究所

依托连锁布局优势, 内生外延高效布局

- 公司网点布局全面, 实现全国连锁运营。公司以厦门眼科中心为基点, 通过连锁运营的模式向全国拓展诊疗服务网点, 覆盖 17 个省份和 46 个城市, 以福建地区为核心, 向华东、华中、华南、西南、华北等地区延伸发展。
- 目前, 国内主要的眼科医疗服务企业大多处于区域化运营阶段, 小部分企业在全国范围内展开业务, 公司在全国范围内连锁运营, 实现从区域运营到全国连锁的跨越。

图表 18：截至 2022H1 国内主要眼科医疗服务企业布局情况

公司	项目	华东地区	华中地区	华南地区	华北地区	西南地区	西北地区	东北地区
华夏眼科	医院数量	35	7	5	1	7	2	-
	视光中心数量	16	4	2	1	-	-	-
	布局省市	福建、上海、浙江、江苏、江西、山东、安徽	湖北、河南	广东、广西	河北	甘肃、陕西	四川、重庆、贵州	-
爱尔眼科	医院数量	100	126	64	55	79	33	65
	视光中心数量	32	24	41	9	9	5	21
	布局省市	山东、江苏、安徽、上海、浙江、江西、福建	河南、湖北、湖南	广东、广西、海南	北京、天津、河北、山西、内蒙古	四川、云南、贵州、重庆、西藏	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	辽宁、吉林、黑龙江
何氏眼科	医院数量	1	-	1	2	2	-	29
	视光中心数量	-	-	1	-	2	-	52
	布局省市	上海	-	广东、海南	北京、河北	四川、重庆	-	辽宁
普瑞眼科	医院数量	3	3	1	4	5	4	3
	视光中心数量	2	-	-	-	-	1	-
	布局省市	上海、安徽	江西、湖北	广东	河南、北京、天津、山东	云南、四川、重庆	新疆、陕西、甘肃	辽宁、吉林、黑龙江
朝聚眼科	医院数量	6	-	-	11	-	-	-
	视光中心数量	5	-	-	19	-	-	-
	布局省市	江苏、浙江	-	-	内蒙古	-	-	-
希玛眼科	医院数量	2	-	4	1	1	-	-
	视光中心数量	3	-	-	-	-	-	-
	布局省市	福建、上海	-	广东	北京	云南	-	-

来源：各公司公告，各公司官网，各公司微信公众号，公司招股说明书，国金证券研究所

*根据各公司公开渠道披露整理统计，可能存在信息更新不及时之处”

- 公司多家医院快速实现盈亏平衡，部分亏损医院有望扭亏为盈。2021 年，深圳华夏、宁德华夏、台州耀明等多家医院扭转亏损局面，公司旗下 35 家医院进入盈利阶段。其余医院大部分处于市场培育阶段，折旧规模及成本较高，尚处于亏损状态，随着医院在当地品牌影响力扩大，收入有望不断提升，盈利情况持续改善。

图表 19: 公司旗下眼科专科医院基本情况 (万元)

地区	注册名	成立时间	2019年	2020年	2021年	2022年H1
福建地区	厦门眼科中心	2004年	23,539.9	23,907.0	21,764.5	10,401.6
福建地区	泉州华厦	2007年	-532.5	286.1	908.5	290.1
福建地区	福州眼科	2012年	921.9	1,304.6	1,416.2	686.5
福建地区	龙岩华厦	2015年	-59.8	1.0	74.0	120.8
福建地区	南平华厦	2016年	-227.9	251.9	235.2	180.9
福建地区	宁德华厦	2016年	-539.5	-281.7	187.7	29.1
福建地区	三明华厦	2016年	-140.2	26.5	192.2	6.6
福建地区	莆田华厦	2016年	-543.1	-868.0	19.3	526.2
福建地区	漳州华厦	2017年	-32.4	165.9	494.2	235.3
福建地区	漳浦华厦	2020年	-	-	-175.5	-110.3
福建地区	光泽华厦	2021年	-	-	-8.8	32.4
华东地区	上海和平	2002年	75.4	20.5	706.3	-456.0
华东地区	烟台康爱	2003年	548.1	390.2	530.7	405.6
华东地区	台州耀明	2009年	-201.1	-184.9	27.5	18.1
华东地区	常州谱瑞	2013年	145.8	80.8	57.6	-47.4
华东地区	镇江康复	2014年	270.1	579.8	746.8	452.4
华东地区	徐州复兴	2014年	367.1	772.0	928.4	424.8
华东地区	青岛华厦	2014年	232.0	29.1	395.6	232.4
华东地区	菏泽华厦	2015年	-654.4	-413.5	-213.9	30.8
华东地区	赣州华厦	2015年	-706.7	-658.1	-549.1	-97.4
华东地区	宁波眼科	2015年	74.8	1.3	69.7	171.4
华东地区	杭州华厦	2016年	-948.9	5,398.8	2,991.9	259.7
华东地区	新沂复兴	2016年	-58.8	331.5	48.8	159.9
华东地区	淮南华厦	2016年	-283.2	-773.0	-173.9	170.0
华东地区	抚州光明	2016年	-255.4	-258.3	23.3	-10.1
华东地区	无锡华厦	2016年	-1,572.0	-1,173.5	-1,050.2	-467.7
华东地区	临沂华厦	2017年	-1,433.6	-1,109.9	-880.0	-744.0
华东地区	温州明乐	2017年	-447.2	1.8	-32.1	-218.8
华东地区	沛县复兴	2017年	154.1	183.5	-11.9	55.8
华东地区	合肥名人	2018年	194.8	648.2	93.9	126.7
华东地区	济南华视	2018年	-558.6	-473.9	-580.2	-329.6
华东地区	丽水华厦	2019年	-141.3	-695.2	-717.3	-432.3
华东地区	聊城华厦	2019年	-122.8	-678.6	-453.7	-374.7
华东地区	邳州眼科	2019年	-	-	-172.1	220.5
华东地区	黄山名人	2021年	-	-	-5.2	4.5
华北地区	衡水华厦	2015年	132.2	346.3	364.9	530.0
华南地区	深圳华厦	2015年	-861.1	-582.1	3,913.6	1,900.4
华南地区	佛山华厦	2015年	-753.3	-355.5	31.0	-111.1
华南地区	东莞华厦	2016年	-249.4	-140.1	228.2	312.5
华南地区	贵港爱眼	2017年	88.5	-177.1	53.9	109.9
华南地区	三水华厦	2018年	-230.5	20.3	171.4	174.1
华中地区	宜昌华厦	2006年	-209.9	199.5	308.7	203.5
华中地区	郑州华厦	2014年	-796.7	-388.8	-567.3	-182.9
华中地区	郑州视光	2015年	901.0	1,585.6	2,462.2	1,251.0
华中地区	许昌华厦	2015年	-930.1	-689.5	-799.3	-215.4
华中地区	荆州华厦	2016年	-1,005.6	-576.3	-652.2	781.7
华中地区	洪湖华厦	2020年	-	0.1	-101.4	180.2

			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 H1
华中地区	宜昌门诊	2020 年	-	-	1.1	-20.8
西北地区	兰州华厦	2016 年	-1,406.8	-892.5	-1,203.5	-78.1
西北地区	西安华厦	2016 年	-1,663.5	169.5	6,305.9	4,201.0
西南地区	贵阳阳明	2006 年	-124.2	203.4	46.8	83.4
西南地区	毕节阳明	2013 年	144.1	218.5	722.4	435.6
西南地区	成都华厦	2014 年	-810.4	6.6	686.1	434.8
西南地区	重庆华厦	2016 年	-1,088.8	2,099.1	2,093.9	1,053.4
西南地区	三台华厦	2017 年	-193.3	-124.9	-609.2	-67.3
西南地区	江油华厦	2017 年	-386.3	-393.0	-515.2	-44.1
西南地区	绵阳华厦	2018 年	-586.1	-464.0	-585.3	-69.9

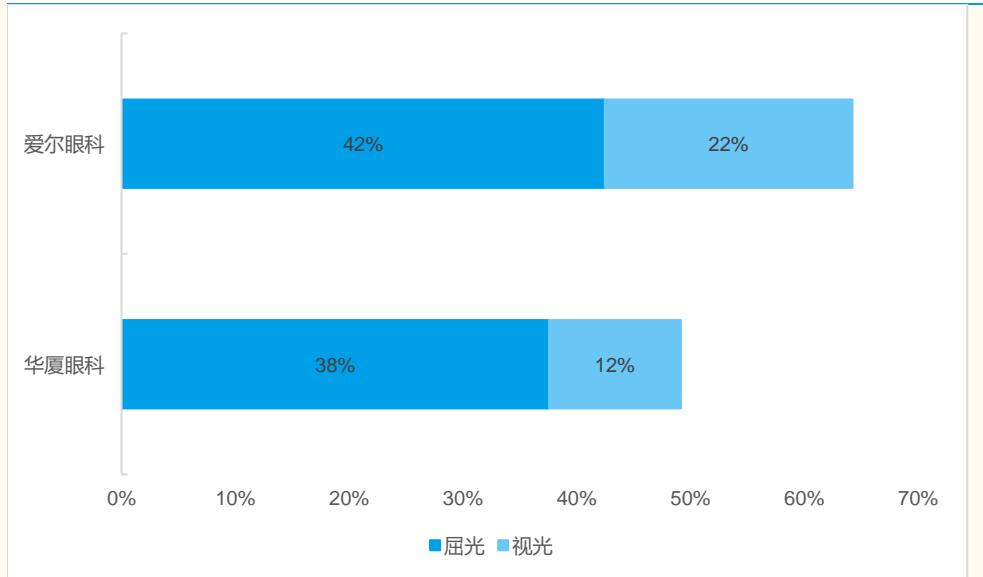
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 成熟医院业绩优异，运营状态良好。成熟阶段医院在当地市场建立品牌知名度及获客渠道后，通过不断强化影响力，持续增加营业收入规模，为公司创造高质量收益。除厦门眼科中心的盈利能力远超其他医院外，福州眼科、深圳华厦、杭州华厦等凭借专家资源、学科建设等优势，贡献突出业绩。

多业务板块同步发力，消费升级助力成长加速

- 强劲医疗实力保障基础眼科业务稳定增长。基础眼科业务包含白内障、眼底、眼表、斜视及小儿弱视等项目，公司在基础眼科疾病诊疗项目领域拥有众多国内外知名专家，技术优势及高知名度保证了就诊人数及相应业务量的持续增长，2019-2021 年间，该类服务收入从 13.51 亿元增长至 14.51 亿元。
- 消费类业务发展空间大，有望带来更多的业绩增长。2021 年，公司屈光、视光业务收入占比分别为 31.25% 及 11.78%，共计为 43.03%，占比相对较低。此外，相较于基础眼病业务，消费类业务可复制性强、发展难度低，且不依赖于医保支付，在消费升级背景下，该类业务有望为公司创造更多收入，2021 年配镜业务实现 3.61 亿元收入，同比增长 36.49%

图表 20：2022H1 公司屈光、视光业务占比仍有较大提升空间

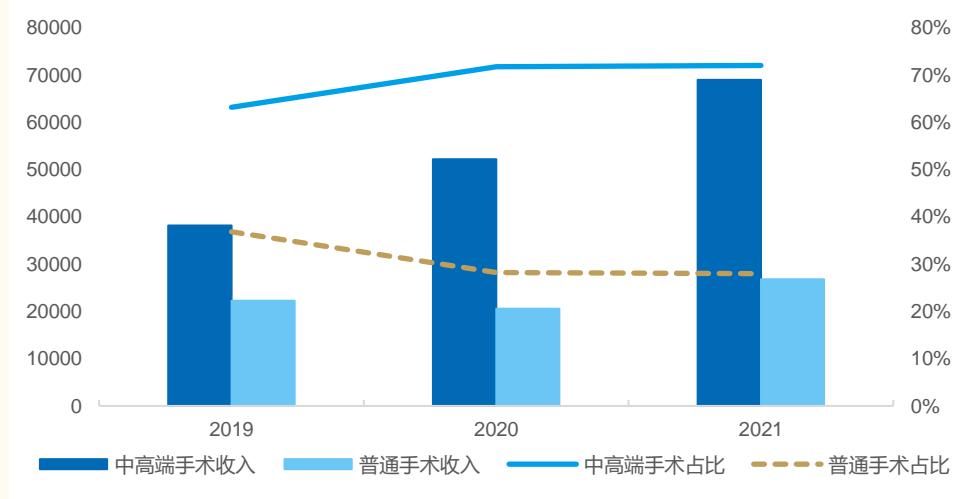


来源：公司公告，国金证券研究所

- 中高端屈光项目高速增长，占比不断提升。公司不断增加在屈光项目技术、人员及设备等资源的投入，全飞秒、ICL 等屈光手术占比逐渐提升，成为公司收入增长的重要动力。2021 年，中高端手术量达 70,439 眼，是普通

手术量的两倍左右；中高端手术单价在 2021 年为 9790.3 元/眼，比普通手术单价高出 34.76%。

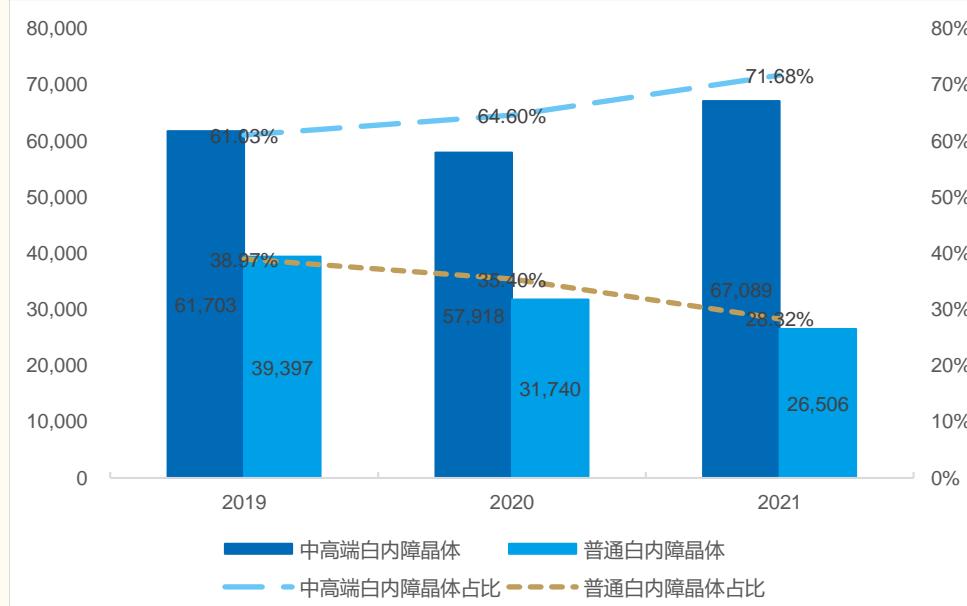
图表 21：2019-2021 年公司屈光手术收入情况（万元、%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 顺应医疗及消费升级的趋势，中高端白内障占比快速提升。公司积极提高眼科医疗服务的质量及附加值，并根据患者需求提供差异化的中高端个性化服务，如提供使用三焦点人工晶体、多焦点人工晶体等晶体的手术等。2021 年，公司白内障手术平均价格达到 7110 元，较 2020 年增长 13%，平均客单价明显提升。

图表 22：公司白内障手术晶体使用情况（枚、%）



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

- **眼科医疗服务业务：**随着居民健康意识的提升、老龄化进程的加速以及集采降价的驱动，眼科医疗服务行业有望继续扩容。受新冠疫情反复影响，部分医疗机构存在暂停营业或患者来院难度增加的情况，防疫政策调整后，预计明年眼科线下诊疗将有序恢复，前期未能就诊患者需求将加速释放，

有望恢复到 2018-2019 年左右的行业快速发展阶段增速。公司旗下医院学科底蕴深厚、开设业务齐全、网点布局广泛，预计 2022-2024 年公司眼科医疗服务业务收入增速分别为 9%/21%/22%。

- 由于规模效应，设备仪器等固定资产投资成本占比下降，多项业务毛利率或出现小幅上升。考虑到屈光手术技术进步，高客单价术式推广进展顺利，高端术式占比不断提升，预计 2022-2024 年公司屈光手术毛利率分别为 54.2%/54.9%/55.9%。由于患者对术后生活水平的更高追求，白内障高端晶体应用比例不断增加，带来白内障手术的客单价提升，预计 2022-2024 年公司白内障业务毛利率分别为 35.8%/36.2%/36.3%。
- **配镜业务：**青少年近视率居高不下，国家政策高度重视近视防控，相关诊疗需求将得到释放，公司视光中心布局项目落地后将进一步提升配镜业务竞争力，预计 2022-2024 年公司配镜业务收入增速分别为 20%/31%/33%。考虑到角塑镜仍有较大的渗透率提升空间，相较于框架镜客单价较高，同时随着离焦镜产品放量，框架镜客单价有望显著提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 57.1%/57.6%/58.6%。
- **药店、其他业务：**公司药店、其他业务占比相对较低，主要为配合旗下医院进行药品、器械销售等业务，预计 2022-2024 年药店、其他业务收入增速分别为 3%/5%/6%、15%/12%/12%。
- 综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 33.77 亿元、41.16 亿元、50.64 亿元，分别同比增长 10.2%、21.9%、23.0%。

图表 23: 公司分板块收入预测 (百万元、%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2514.7	3064.4	3376.6	4116.2	5063.7
yoy	2.4%	21.9%	10.2%	21.9%	23.0%
毛利润	1060.2	1410.8	1582.4	1976.9	2486.5
yoy	7.3%	33.1%	12.2%	24.9%	25.8%
毛利率	42.2%	46.0%	46.9%	48.0%	49.1%
眼科医疗服务收入	2188.6	2625.9	2856.0	3453.8	4206.4
yoy	-0.1%	20.0%	8.8%	20.9%	21.8%
屈光收入	727.4	957.6	1107.0	1450.5	1888.0
yoy	20.5%	31.6%	15.6%	31.0%	30.2%
毛利润	348.7	503.2	600.0	796.4	1055.4
毛利率	47.9%	52.6%	54.2%	54.9%	55.9%
白内障收入	655.7	756.3	787.3	867.6	952.6
yoy	-8.6%	15.3%	4.1%	10.2%	9.8%
毛利润	202.9	273.2	281.8	314.4	345.8
毛利率	30.9%	36.1%	35.8%	36.2%	36.3%
眼底收入	310.1	340.2	347.2	383.7	435.4
yoy	-2.0%	9.7%	2.1%	10.5%	13.5%
毛利润	123.0	132.5	133.3	147.0	164.6
毛利率	39.7%	39.0%	38.4%	38.3%	37.8%
斜弱视及小儿眼科收入	153.3	189.3	206.8	263.7	338.0
yoy	3.1%	23.5%	9.2%	27.5%	28.2%
毛利润	77.0	95.9	103.6	135.0	173.2
毛利率	50.2%	50.7%	50.1%	51.2%	51.2%
眼表收入	145.0	165.0	176.7	218.3	273.7
yoy	-13.7%	13.7%	7.2%	23.5%	25.4%
毛利润	60.1	69.0	74.4	92.8	116.3
毛利率	41.5%	41.8%	42.1%	42.5%	42.5%
其他收入	196.9	217.6	231.0	270.0	318.6
yoy	-16.4%	10.5%	6.2%	16.9%	18.0%
毛利润	71.8	85.2	87.8	105.6	125.5
毛利率	36.5%	39.1%	38.0%	39.1%	39.4%
配镜业务收入	264.6	361.1	433.8	566.5	751.2
yoy	18.5%	36.5%	20.2%	30.6%	32.6%
毛利润	140.5	203.8	247.8	326.3	440.2
毛利率	53.1%	56.4%	57.1%	57.6%	58.6%
药店收入	18.9	19.7	20.4	21.4	22.7
yoy	0.6%	4.2%	3.2%	5.2%	6.2%
毛利润	7.1	7.1	7.1	7.3	7.7
毛利率	37.7%	36.0%	35.1%	34.3%	34.1%
其他业务收入	42.6	57.8	66.4	74.4	83.3
yoy	74.4%	35.5%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利润	29.0	40.9	46.5	52.2	57.7
毛利率	67.9%	70.9%	70.0%	70.1%	69.2%

来源: wind, 国金证券研究所

- 公司整体费用率水平较为平稳，考虑到 2022 年疫情影响线下营销业务开展，公司销售费用率有望维持在较低水平，由于公司积极转变营销方式，提升营销工作效率，预计未来两年营销费用率将维持平稳。我们预计未来公司收入规模快速增长，为维持核心管理团队、专家团队稳定，管理费用率未来两年将稳定在 11%以上。为保持核心学科竞争优势，夯实医教研一体化平台建设，公司研发费用率有望逐年小幅提升至 1.4%左右。

图表 24: 公司费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	14.3%	12.0%	12.3%	12.4%	12.5%
管理费用率	13.8%	11.7%	10.6%	11.2%	11.3%
研发费用率	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 22-24 年归母净利润为 5.21 亿元、6.80 亿元、8.68 亿元，22-24 年分别同比增长 15%、30%、28%。
- 选用相对估值法对公司进行估值，选取同属于眼科医疗服务的爱尔眼科、普瑞眼科、何氏眼科作为可比公司，2022 年至 2024 年平均市盈率分别为 71 倍、54 倍和 39 倍。考虑到公司积极在全国范围内完善眼科医疗服务网络，后续区域视光中心建设项目、现有医院医疗服务能力升级项目落地后有望进一步贡献业绩增量，参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 23 年 70 倍 PE 估值，对应目标价 85 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 25: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	30.61	0.42	0.43	0.39	0.51	0.66	179.06	98.38	71.79	54.27	42.30
301239.SZ	普瑞眼科	70.18	0.97	0.84	0.69	0.91	1.35	-	-	101.62	77.02	51.98
301103.SZ	何氏眼科	29.89	1.10	0.95	0.68	0.89	1.15	-	-	39.24	30.24	23.28
算术平均值								179.06	98.38	70.88	53.84	39.19
301267.SZ	华厦眼科	71.80	0.67	0.91	0.96	1.20	1.53	-	-	71.48	57.04	44.98

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 普瑞眼科采取 2022 年 12 月 30 日 wind 一致预期数据

- 募集资金扩大业务辐射范围，提高专业服务水平。公司本次公开发行股票募集资金用于：
 - 天津华厦眼科医院项目：(1)天津华厦眼科医院规划床位为 80 张，拟开设包括白内障、眼底、屈光、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，建筑面积为 6091 平方米。(2)采购全飞秒激光系统及配套设备、准分子激光、快速消毒锅 2000 型等手术设备，三维眼前节分析、光学生物测量仪、OCT (光学相干断层扫描) 等检验设备，麻醉设备、消毒设备、门诊设备等。(3)为解决在项目实施过程中，因国家政策性调整以及为解决意外事件而采取措施所增加的不可预见的费用。
 - 区域视光中心建设项目：(1)主营业务定位为主要提供框架眼镜和隐形眼镜的验配及销售服务、角膜塑形镜的销售服务以及眼视光相关日常维护服务，为公司下属医院医学验光配镜的患者提供更加便捷、可及的销售及维护服务。(2)采购验光设备、磨片设备、办公设备等。
 - 现有医院医疗服务能力升级项目：对西安、镇江等 10 家分院的屈光手术设备进行升级换代，配置德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光手术设备。
 - 信息化运营管理系统建设项目：建设“远程会诊系统”、“数据灾备中心”、“眼科云 PACS 平台”、“云 LIS 平台”、“电子病历”、“云病历系统”、“网络安全系统升级”、“集团临床数据决策中心”等。
 - 补充营运资金项目：用于公司营运及发展储备资金。

风险提示

- 租赁物业存在瑕疵的风险：公司旗下医疗机构大部分采取租赁经营场所的方式开展业务经营，部分租赁物业存在无法提供证书、规划用途与实际用途不一致等情形，如果未来相关政府部门进行整改，可能无法及时寻找可替代物业或承担额外经济成本。
- 下属医院盈利不及预期的风险：公司旗下尚有 18 家医院在 2021 年度处于亏损状态，若长期未能建立起品牌知名度和稳定的获客渠道，则可能面临持续亏损。
- 医保定点资格风险：公司医保收入占比较高，在医保费用总量控制的背景下，若医保定额收紧，对收入稳定增长可能造成不利影响。
- 眼科人才流失或不足的风险：考虑到公司将加速视光中心和专科医院布局，未来公司的人力资源可能无法满足公司发展的需要，可能对建设进度产生一定的影响。同时，知名专家团队对公司核心医院具有强大赋能作用，若专家人才出现流失，可能对获客、科研建设等方面产生一定不利影响。
- 限售股解禁风险：公司部分首发原股东限售股份及首发战略配售股份将于 23 年 5 月和 11 月满足解禁条件，解禁股份数量占公司总股本比例为 0.65%、28.43%，若届时上述股东进行减持，公司股价面临波动风险。

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	2,456	2,515	3,064	3,377	4,116	5,064							
增长率	14.5%	2.4%	21.9%	10.2%	21.9%	23.0%							
主营业务成本	-1,468	-1,454	-1,654	-1,793	-2,140	-2,577							
%销售收入	59.8%	57.8%	54.0%	53.1%	52.0%	50.9%							
毛利	988	1,060	1,411	1,584	1,976	2,486							
%销售收入	40.2%	42.2%	46.0%	46.9%	48.0%	49.1%							
营业税金及附加	-10	-10	-12	-14	-17	-20							
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%							
销售费用	-351	-301	-402	-417	-508	-630							
%销售收入	14.3%	12.0%	13.1%	12.3%	12.4%	12.5%							
管理费用	-339	-294	-317	-357	-461	-572							
%销售收入	13.8%	11.7%	10.4%	10.6%	11.2%	11.3%							
研发费用	-19	-20	-25	-35	-55	-73							
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%							
息税前利润 (EBIT)	269	436	654	761	934	1,191							
%销售收入	11.0%	17.3%	21.3%	22.6%	22.7%	23.5%							
财务费用	-15	-9	-40	-18	-15	-7							
%销售收入	0.6%	0.4%	1.3%	0.5%	0.4%	0.1%							
资产减值损失	-3	-5	-7	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	26	2	9	14	11	10							
%税前利润	9.1%	0.5%	1.5%	1.9%	1.2%	0.9%							
营业利润	316	484	652	777	950	1,215							
营业利润率	12.9%	19.3%	21.3%	23.0%	23.1%	24.0%							
营业外收支	-33	-25	-69	-52	-41	-41							
税前利润	283	460	582	725	910	1,174							
利润率	11.5%	18.3%	19.0%	21.5%	22.1%	23.2%							
所得税	-101	-138	-129	-180	-217	-291							
所得税率	35.6%	30.1%	22.1%	24.9%	23.8%	24.8%							
净利润	182	321	454	544	693	883							
少数股东损益	-35	-13	-1	23	13	15							
归属于母公司的净利润	218	334	455	521	680	868							
净利率	8.9%	13.3%	14.8%	15.4%	16.5%	17.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	182	321	454	544	693	883	每股指标						
少数股东损益	-35	-13	-1	23	13	15	每股收益	0.436	0.669	0.910	0.931	1.214	1.551
非现金支出	81	76	178	52	54	56	每股净资产	2.169	2.839	3.664	4.210	5.304	6.735
非经营收益	-26	32	34	-189	-40	-95	每股经营现金净流	0.603	0.888	1.306	0.713	1.377	1.628
营运资金变动	64	14	-13	-8	63	67	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.120
经营活动现金净流	301	444	653	399	771	912	回报率						
资本开支	-251	-161	-172	-505	-290	-368	净资产收益率	20.08%	23.57%	24.83%	22.12%	22.89%	23.02%
投资	-2	-3	-2	-28	-13	-25	总资产收益率	10.30%	15.47%	14.13%	14.02%	15.42%	16.14%
其他	3	-1	6	8	11	10	投入资本收益率	12.41%	20.78%	25.71%	22.70%	22.98%	23.07%
投资活动现金净流	-250	-165	-168	-526	-293	-383	增长率						
股权募资	33	12	1	60	0	0	主营业务收入增长率	14.46%	2.37%	21.86%	10.19%	21.90%	23.02%
债权募资	38	-266	0	-36	-48	-30	EBIT增长率	17.11%	61.79%	49.94%	16.50%	22.71%	27.46%
其他	-268	-14	-182	-91	-96	-94	净利润增长率	32.59%	53.59%	36.01%	14.63%	30.41%	27.68%
筹资活动现金净流	-198	-268	-181	-66	-144	-123	总资产增长率	0.92%	2.28%	48.94%	15.48%	18.60%	22.00%
现金净流量	-147	11	305	-192	334	405	资产管理能力						
							应收账款周转天数	26.2	23.8	20.3	22.1	22.3	22.0
							存货周转天数	21.6	24.3	25.7	27.7	27.9	28.1
							应付账款周转天数	65.9	66.6	51.2	49.5	50.3	51.2
							固定资产周转天数	130.3	113.6	90.0	92.7	89.0	86.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-7.52%	-34.68%	-45.46%	-21.01%	-24.88%	-27.76%
							EBIT利息保障倍数	18.0	49.3	16.2	41.4	63.6	168.4
							资产负债率	46.93%	32.86%	42.58%	35.53%	31.45%	28.65%

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	3	4	4	4
增持	1	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.40	1.43	1.43	1.00

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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