

2023年7月21日

清晰醫療 | 01406.HK

走出低迷在即

評級

未評級

目標價

HK\$ -

我們上周參與了清晰醫療(01406.HK)舉辦的參觀活動，活動期間我們參觀了 i) 位於惠豐中心7樓、新開設的 EVO ICL Premium Center、ii) 新裝修、位於惠豐中心10樓的矯視中心、iii) 新開設、位於 The One 的兒童近視預防及控制中心。在活動當中，清晰醫療(01406.HK)透露了最新且有可能為集團帶來根本性轉變的業務發展方向，而集團最新的服務將變得更為全面，足以覆蓋客戶從小到老的全生命週期。

兒童檢查、預防及控制服務: 清晰醫療(01406.HK)自2023年中起於兒童近視預防及控制中心為兒童提供預防及控制服務。集團主要提供檢測服務及協助兒童及時預防及控制近視的產品。值得注意的是，與眼科手術不同，學童對於檢查、預防及控制服務的需求相對固定，一般每年最少一次，因此該等服務將能夠成為集團穩定的收入來源。

植入式隱形眼鏡植入手術: 清晰醫療(01406.HK)與植入式隱形眼鏡的主要供應商 - STAAR Medical 在旺角惠豐中心7樓共同設立全港首家及唯一一家 ICL 訓練中心。作為清晰醫療(01406.HK)未來重點項目之一，我們預計植入式隱形眼鏡植入手術將能夠佔屈光治療服務當中約20% - 30%的收入比例，而每年進行手術的次數將能夠提升至逾千次或以上的水平。然而，由於植入式隱形眼鏡植入手術價格高昂，限制手術普及的速度，而未來更多同業進入市場將有望令價格下降。

走出低迷在即: 2022/23 下半財年對清晰醫療(01406.HK)是較為艱難的時間，SMILE 矯視手術價格競爭及其他手術次數減少拖累集團營收下滑及擠壓其利潤水平。得益於 EVO ICL Premium Center 及兒童近視預防及控制中心的啟動，我們對集團未來收入來源得以優化感到正面，同時我們相信集團的利潤率將會在植入式隱形眼鏡植入手術及 SMILE® pro 貢獻上升下穩步提高。因此，我們相信集團將能夠走出目前的困境並逐步恢復增長及盈利。

公司報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

清晰醫療 (01406.HK)

評級 未評級

目標價 HK\$ -

現價 HK\$ 0.90

52-周波幅 HK\$ 0.80 - 1.61

市值 (港元, 十億) HK\$ 0.5

| 港元, 百萬 | 2019/ 20 (A) | 2020/ 21 (A) | 2021/ 22 (A) | 2022/ 23 (A) |
|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|

| | | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 218.4 | 222.4 | 225.2 | 213.8 |
|----|-------|-------|-------|-------|

| | | | | |
|------|------|------|------|-------|
| 經營溢利 | 34.3 | 44.7 | 19.8 | (1.4) |
|------|------|------|------|-------|

| | | | | |
|------|-------|-------|------|-------|
| 經營潤率 | 15.7% | 20.1% | 8.8% | -0.7% |
|------|-------|-------|------|-------|

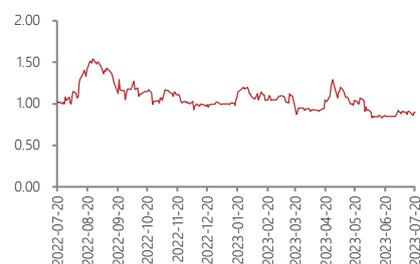
| | | | | |
|-----|------|------|------|-------|
| 淨利潤 | 26.4 | 35.8 | 13.5 | (3.2) |
|-----|------|------|------|-------|

| | | | | |
|-------|-------|-------|------|-------|
| 股本回報率 | 32.7% | 35.2% | 8.0% | -1.2% |
|-------|-------|-------|------|-------|

| 股價表現 | 1個月 | 3個月 | 半年 | 一年 |
|------|-----|-----|----|----|
|------|-----|-----|----|----|

| | | | | |
|-----|------|--------|--------|--------|
| 絕對值 | 5.9% | -12.6% | -21.1% | -12.6% |
|-----|------|--------|--------|--------|

| | | | | |
|------|------|-------|-------|-------|
| 相對恒指 | 9.3% | -5.4% | -6.9% | -3.2% |
|------|------|-------|-------|-------|



我們上周參與了清晰醫療(01406.HK)舉辦的參觀活動，活動期間我們參觀了 i) 位於惠豐中心 7 樓、新開設的 EVO ICL Premium Center、ii) 新裝修、位於惠豐中心 10 樓的矯視中心、iii) 新開設、位於 The One 的兒童近視預防及控制中心。在集團完成擴充後，集團醫療中心的總樓面面積達到 36,576 平方呎。

圖：清晰醫療(01406.HK)醫療中心的總樓面面積達到

| | 中環 | 旺角 | 尖沙咀 | 總數 |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| IPO | 7,077 | 9,859 | - | 16,936 |
| 2023 年 3 月 31 日 | 7,077 | 15,825 | 13,674 | 36,576 |

資料來源：公司資料、西牛證券

在活動當中，清晰醫療(01406.HK)透露了最新且有可能為集團帶來根本性轉變的業務發展方向，而集團最新的服務將變得更為全面，足以覆蓋客戶從小到老的全生命週期。

圖：清晰醫療(01406.HK)的產品組合



資料來源：公司資料

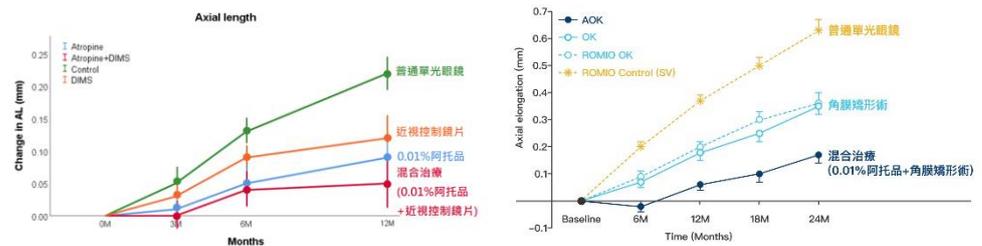
兒童檢查、預防及控制服務

清晰醫療(01406.HK)自 2023 年中起於兒童近視預防及控制中心為兒童提供預防及控制服務，該中心位於香港中心商業地帶 – 尖沙咀地區中著名的 The One 商場。

集團主要提供檢測服務(包括視力檢查、屈光度數檢查、色覺檢查、立體感檢查、雙眼協調能力、非接觸式眼壓檢查、光學生物測量眼軸長度、全面眼睛健康檢查等)及協助兒童及時預防及控制近視的產品(包括阿托品眼藥水、OK 鏡、離焦鏡等)。目前檢測服務及協助兒童預防及控制近視產品的價格分別約為 2,400 港元(折扣前)及 6,000 港元(折扣前)，而該等服務將成為集團全新的收入來源。

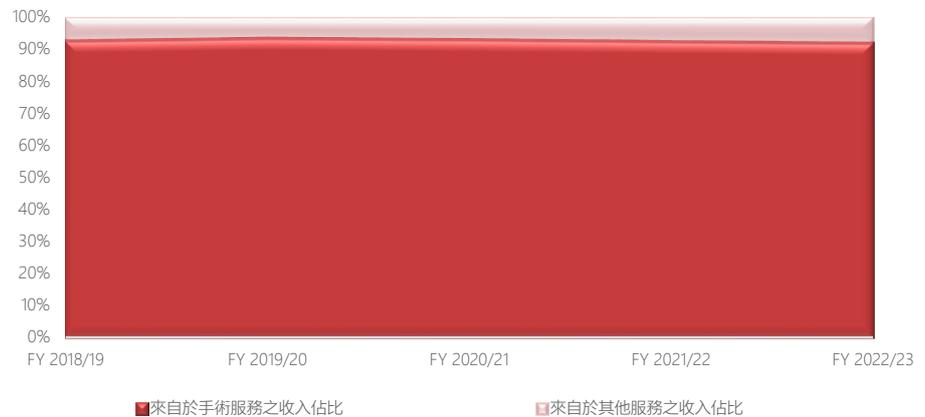
值得注意的是，與眼科手術不同，學童對於檢查、預防及控制服務的需求相對固定，一般每年最少一次，因此該等服務將能夠成為集團穩定的收入來源。我們相信兒童近視預防及控制服務於 2 年 – 3 年內將能夠貢獻集團約 10% 的總收入。

圖：混合治療的成效



資料來源：公司資料

圖：按服務類別劃分之收入比例



資料來源：公司資料、西牛證券

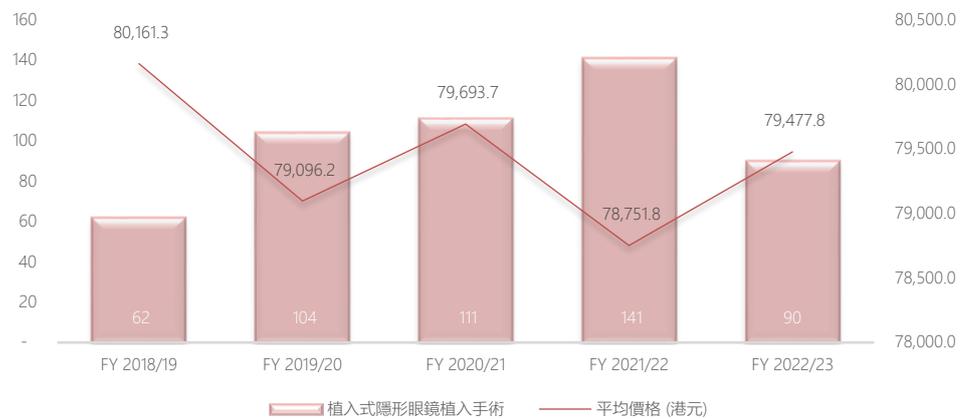
植入式隱形眼鏡植入手術

清晰醫療(01406.HK)與植入式隱形眼鏡的主要供應商 – STAAR Medical 在旺角惠豐中心 7 樓共同設立全港首家及唯一一家 ICL 訓練中心。

植入式隱形眼鏡(ICL, Implantable Contact Lens)是度身訂造的柔軟晶體鏡片，並能夠令客戶於 24 小時內回復 9 成視力。植入式隱形眼鏡植入手術把捲曲了的鏡片植入眼內並放置於眼球的虹膜與晶體之間，適用於 i) 患有 <1,800 度近視或 <1,000 度遠視或 <600 度散光的病人、ii) 不適合接受激光矯視人仕、iii) 患有乾眼症的人仕及 iv) 角膜厚度偏薄的病人。同時，植入式隱形眼鏡植入手術屬於一項「可還原技術」，而手術僅需要約 10 分鐘 - 15 分鐘左右完成。

作為清晰醫療(01406.HK)未來重點項目之一，我們預計植入式隱形眼鏡植入手術將能夠佔屈光治療服務當中約 20% - 30% 的收入比例，而每年進行手術的次數將能夠提升至逾千次或以上的水平。然而，由於植入式隱形眼鏡植入手術價格高昂(約為 Smile® Pro 的 2 倍價格及 SMILE 1.0 之 3 倍價格)，限制手術普及的速度，而未來更多同業進入市場將有望令價格下降。

圖：清晰醫療(01406.HK)進行植入式隱形眼鏡植入手術的次數及平均價格



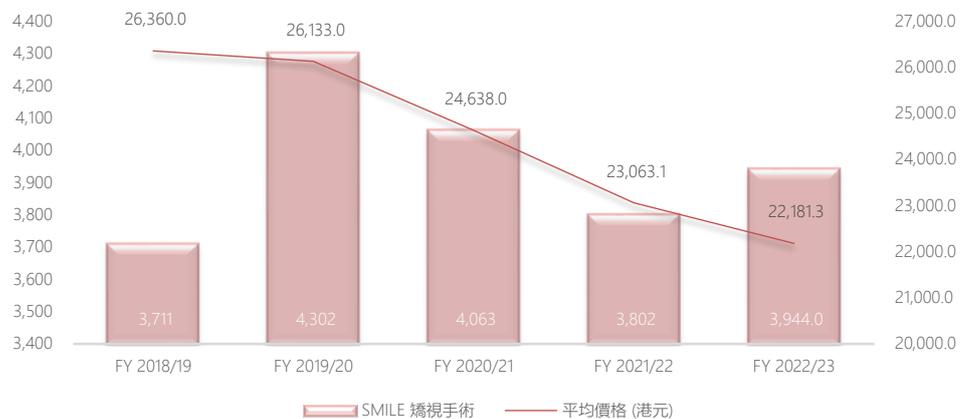
資料來源：公司資料、西牛證券

從 SMILE 1.0 到 SMILE®pro

清晰醫療(01406.HK)推出第二代 SMILE 矯視手術並命名為 SMILE®pro，而集團為全港首三家引入最先進新一代 SMILE 技術之一。對比現時的 SMILE 1.0，SMILE®pro i) 採用視軸輔助導航(CentraLign®)及散光軸輔助導航(OcuLign®)、ii) 把手術時間從 25 秒縮短至 10 秒、iii) 縮短恢復時間。基於類似的消耗品使用量及分成機制，較高的定價(SMILE®pro: 約 30,000 港元 vs SMILE 1.0: 約 20,000 港元)將能夠為集團帶來較為理想的利潤率。

然而，由於 SMILE®pro 在定價上較 SMILE 1.0 高出約五成，我們相信其滲透率長遠而言會較為顯著。此外，由於 SMILE 1.0 利潤較為微薄，而 SMILE 矯視手術為集團主要收入來源之一，因此我們較為關注集團短期的利潤水平。

圖：清晰醫療(01406.HK)進行SMILE矯視手術的次數及平均價格



資料來源：公司資料、西牛證券

走出低迷在即

2022/23 下半財年對清晰醫療(01406.HK)是較為艱難的時間，SMILE 矯視手術價格競爭及其他手術次數減少拖累集團營收下滑及擠壓其利潤水平。得益於 EVO ICL Premium Center 及兒童近視預防及控制中心的啟動，我們對集團未來收入來源得以優化感到正面，同時我們相信集團的利潤率將會在植入式隱形眼鏡植入手術及 SMILE®pro 貢獻上上下下穩步提高。因此，我們相信集團將能夠走出目前的困境並逐步恢復增長及盈利。

同業比較

| | | 市值 (港元, 百萬) | 市盈率 (x) | 預測市盈率 (x) | 市賬率 (x) | 市銷率 (x) | 總收入 (港元, 百萬) | 毛利率 (%) | 股本回報率 (%) |
|-----------|------|----------------|------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|--------------|
| 01846.HK | 德視佳 | 1,489.6 | 15.7 | 9.5 | 1.4 | 2.3 | 610.3 | 44.4 | 8.9 |
| 02219.HK | 朝聚眼科 | 3,276.3 | 15.8 | 13.1 | 1.3 | 3.0 | 1,152.8 | 43.9 | 8.6 |
| 03309.HK | 希瑪眼科 | 4,850.9 | - | 54.7 | 2.6 | 2.7 | 1,731.9 | 25.9 | (1.4) |
| 300015.CH | 愛爾眼科 | 203,128.7 | 52.1 | 46.9 | 8.2 | 8.3 | 18,759.0 | 50.5 | 18.4 |
| | 平均值 | 53,186.4 | 7.8 | 31.1 | 3.4 | 4.1 | 5,563.5 | 41.1 | 8.6 |
| 01406.HK | 清晰醫療 | 475.3 | - | - | 1.8 | 2.2 | 213.8 | - | (1.2) |

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 市場缺乏教育限制兒童近視預防及控制業務的市場發展空間
- SMILE®pro 與 SMILE 1.0 之間差異不顯著，較高的價格限制其滲透率提升
- 同業競爭擠壓 SMILE 1.0 及其他較為傳統眼科手術的利潤水平
- SMILE®pro 及植入式隱形眼鏡植入手術在同業競爭提升下導致價格下滑

財務報表

| 損益表 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 資產負債表 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 |
|-------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| (港元, 百萬) | (A) | (A) | (A) | (A) | (港元, 百萬) | (A) | (A) | (A) | (A) |
| 總收入 | 218.4 | 222.4 | 225.2 | 213.8 | 固定資產 | 24.5 | 25.2 | 17.7 | 33.8 |
| <i>按年增長</i> | <i>5.7%</i> | <i>1.8%</i> | <i>1.3%</i> | <i>-5.1%</i> | 其他非流動資產 | 31.3 | 12.6 | 22.9 | 59.8 |
| 直接成本 | - | - | - | - | 非流動資產 | 55.7 | 37.8 | 40.6 | 93.6 |
| 毛利 | 218.4 | 222.4 | 225.2 | 213.8 | 庫存 | 5.7 | 4.2 | 3.7 | 3.7 |
| 其他收入 | (0.0) | 7.0 | 1.7 | 6.3 | 應收款項 | 0.8 | 1.9 | 1.1 | 2.0 |
| 經營開支 | (184.1) | (184.6) | (207.1) | (221.6) | 現金及現金等物 | 65.6 | 64.9 | 241.3 | 207.5 |
| 經營溢利 | 34.3 | 44.7 | 19.8 | (1.4) | 其他流動資產 | 41.4 | 8.4 | 3.5 | 20.5 |
| 淨財務成本 | (1.1) | (0.9) | (0.8) | (1.5) | 流動資產 | 113.6 | 79.4 | 249.6 | 233.7 |
| 聯營及合營公司 | - | - | - | - | 總資產 | 169.3 | 117.2 | 290.1 | 327.3 |
| 稅前利潤 | 33.2 | 43.8 | 19.0 | (2.9) | 長期借貸 | - | - | - | - |
| 稅項 | (6.8) | (8.0) | (5.6) | (0.3) | 其他非流動負債 | 11.2 | 5.1 | 10.5 | 27.8 |
| 淨利潤 | 26.4 | 35.8 | 13.5 | (3.2) | 非流動負債 | 11.2 | 5.1 | 10.5 | 27.8 |
| <i>按年增長</i> | <i>-12.2%</i> | <i>35.6%</i> | <i>-62.3%</i> | <i>-123.7%</i> | 應付款項 | 7.9 | 8.4 | 5.9 | 7.2 |
| | | | | | 短期借貸 | 3.8 | - | - | - |
| | | | | | 其他流動負債 | 23.6 | 23.1 | 18.3 | 33.0 |
| | | | | | 流動負債 | 35.4 | 31.5 | 24.2 | 40.2 |
| | | | | | 總負債 | 46.6 | 36.7 | 34.7 | 68.0 |
| | | | | | 非控股股東權益 | - | - | - | - |
| | | | | | 控股股東權益 | 122.7 | 80.5 | 255.4 | 259.3 |
| | | | | | 總權益 | 122.7 | 80.5 | 255.4 | 259.3 |

| 現金流量表 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 財務比率 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| (港元, 百萬) | (A) | (A) | (A) | (A) | | (A) | (A) | (A) | (A) |
| 稅前溢利 | 33.2 | 43.8 | 19.0 | | 經營溢利率 | 15.7% | 20.1% | 8.8% | -0.7% |
| 財務成本 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | | 淨利潤率 | 12.1% | 16.1% | 6.0% | -1.5% |
| 財務收入 | - | - | (0.0) | | 核心 EBITDA 利潤率 | 20.6% | 27.4% | 19.6% | -0.2% |
| 折舊及攤銷 | 6.8 | 8.4 | 7.7 | | 股本回報比率 | 32.7% | 35.2% | 8.0% | -1.2% |
| 其他 | 5.9 | 14.4 | 2.8 | | 資產回報比率 | 21.1% | 25.0% | 6.6% | -1.0% |
| 營運資金變動 | (5.9) | 3.8 | (2.7) | | 流動比率 | 320.9% | 251.6% | 1031.5% | 581.3% |
| 經營現金流 | 41.1 | 71.4 | 27.6 | | 速動比率 | 304.7% | 238.3% | 1016.1% | 572.1% |
| | | | | | 現金比率 | 185.5% | 205.6% | 997.1% | 516.2% |
| 淨資本開支 | (5.6) | (9.2) | (0.2) | | 債務權益比率 | 3.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 其他 | (39.0) | (34.4) | 0.0 | | 淨債務權益比率 | -50.4% | -80.6% | -94.5% | -80.0% |
| 投資現金流 | (44.7) | (43.5) | (0.2) | 未公佈 | | | | | |
| 股份發行 | 55.0 | - | 205.5 | | | | | | |
| 淨借貸 | (3.7) | (3.8) | - | | | | | | |
| 利息支出 | - | - | - | | | | | | |
| 股息支出 | - | (5.3) | (26.0) | | | | | | |
| 其他 | (16.7) | (19.5) | (30.5) | | | | | | |
| 融資現金流 | 34.6 | (28.6) | 149.0 | | | | | | |
| 股本自由現金流 | 31.8 | 58.3 | 27.3 | | | | | | |
| 公司自由現金流 | 35.7 | 62.2 | 27.3 | | | | | | |

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

| | |
|------|------------------------|
| 強烈買入 | : 未來12個月絕對增長超過50% |
| 買入 | : 未來12個月絕對增長超過10% |
| 持有 | : 未來12個月絕對回報在-10%至+10% |
| 沽售 | : 未來12個月絕對下降超過10% |
| 強烈沽售 | : 未來12個月絕對下降超過50% |

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。