

2023年09月05日

买入（首次覆盖）
 报告原因：业绩点评

华夏眼科（301267）：常规眼病快速增长，盈利能力持续提升

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

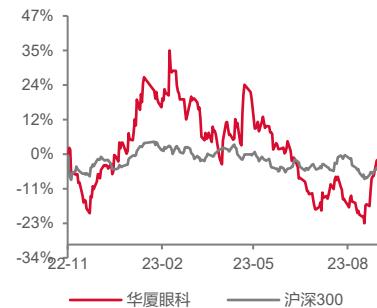
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkk@longone.com.cn

数据日期	2023/09/05
收盘价	45.85
总股本(万股)	56,000
流通A股/B股(万股)	6,000/0
资产负债率(%)	24.84%
市净率(倍)	4.81
净资产收益率(加权)	6.74
12个月内最高/最低价	94.88/35.56



投资要点

- **业绩快速增长，规模效应持续显现。**公司是国内眼科医疗连锁集团，拥有57家眼科专科医院和52家视光中心，业务覆盖18个省及49个城市。2023年上半年，公司营收与归母分别为19.94、3.55亿元，分别同比增长26.3%、50.1%；Q2单季度营收与归母净利润分别为10.63、2.04亿元，分别同比增长38.1%、64.6%。2023年上半年，公司的毛利率和净利率分别为50.3%、18.3%，分别较去年同期增长了2.9、3.3个百分点。我们认为多因素提振公司业绩：1) 恢复常态经营后，前期受压制的眼科医疗需求快速释放；2) 公司连锁医疗机构服务网络逐步成熟，全国布局品牌效应导流作用增强叠加新建医院诊疗量爬坡，医疗收入持续增长，盈利能力持续提升。
- **白内障：量价齐升，盈利能力显著增强。**2023年上半年，公司白内障业务实现收入4.97亿元，同比增长44.9%；毛利率提升至44.2%。我们认为公司上半年白内障业务收入与毛利率大幅提升主要是受供需两端同时影响：1) 白内障患者基本为老年群体，疫情期间感染风险较高，因此大量受压制需求在上半年得以释放带动公司白内障项目收入高增，上半年公司白内障手术量同比增长超40%；2) 公司积极推广中高端晶体带动白内障业务量价齐升，上半年公司白内障高端手术同比增长超70%，目前中高端手术占白内障手术比重超70%；3) 规模效应下，毛利率持续提升。
- **屈光：收入端平稳增长，毛利率持续提升。**2023年上半年，公司屈光收入为6.51亿元，同比增加13.8%，我们认为增速相对放缓主要受到多因素影响：1) 屈光手术因手术时间较短，术后当日即可自行离院恢复，因此在疫情期间需求相对坚韧，不存在较大压制需求待释放；2) 屈光手术因消费属性较强，部分程度上受到宏观经济因素影响。公司屈光毛利率稳步提升，2023年上半年为56.9%，较去年同期增加0.9个百分点，主要是ICL、飞秒等高端术式占比持续提升所致。
- **视光综合：打造大视光中心，多业务赋能。**公司积极打造大视光中心，重点发力，规划未来视光中心数量将超过200家，上半年，公司新设29家视光中心。2023年上半年，公司视光综合业务收入4.75亿元，同比增长17.8%；毛利率为50.0%，较去年同期下降0.7个百分点。我们认为大视光业务毛利率下降主要是相对较低毛利率的业务快速放量，且同时新设视光中心仍在诊疗量爬坡期。
- **眼后段：需求释放叠加专业加持，盈利能力显著提升。**公司以眼病诊疗为发展基础，积累了丰富的眼科疾病临床诊疗经验，在复杂眼科疾病诊疗领域实力突出。厦门眼科中心以眼病诊疗为主，集团疑难眼病中心设立在厦门眼科中心。2023年上半年，厦门眼科中心眼底、白内障、青光眼等疑难眼病收入增长均超过35%，带动整体业绩实现较好增长。报告期内，公司眼后段项目收入为2.76亿元，同比增长35.8%；毛利率为44.7%，较上年同期增长4.8个百分点。
- **五大核心医院贡献业绩超四成，厦门眼科中心品牌力强。**2023年上半年，公司旗下主要的眼科医院厦门眼科中心、上海和平、福州眼科、郑州眼科和烟台康爱眼科分别实现营收5.06、1.13、0.87、0.64、0.36亿元，分别占比25.4%、5.7%、4.4%、3.2%、1.8%，合计贡献40.42%的收入；分别实现净利润1.28、0.06、0.13、0.14、0.06亿元，分别占比35.1%、1.6%、3.6%、3.8%、1.6%，合计贡献45.8%的净利。报告期内，公司及下属分子公司新增专利授权13项；在各类期刊新增发表科研文章51篇，SCI收录26篇。公司及下属分子公

司、眼科专家学者新增获批医学科研项目4项，新增开展各类临床试验项目6项并担任PI。公司旗下厦门眼科中心、重庆华厦眼科医院荣登《全国GCP机构药物临床试验量值排行榜》，其中厦门眼科中心首度入围牵头榜，在上榜的全国眼科医院中高居第4位。厦门眼科中心品牌效应强，持续引流增收。

- **投资建议：**华夏眼科是国内大型眼科医疗连锁集团，立足厦门眼科中心，布局全国；名医资源雄厚，“医教研”体系成熟，长期高成长趋势明确。我们预计公司2023-2025年的营收分别为40.12、49.16、59.54亿元，归母净利润为7.19、9.46、12.16亿元，EPS分别为0.86、1.13、1.45元，对应PE分别为53.56、40.71、31.69倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**专业人才稀缺或流失的风险，医疗风险，市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	2,514.67	3,064.44	3,233.25	4,011.85	4,915.79	5,954.45
同比增速(%)	2.37%	21.86%	5.51%	24.08%	22.53%	21.13%
归母净利润(百万元)	334.46	454.92	511.79	719.08	946.12	1,215.52
同比增速(%)	53.6%	36.0%	12.5%	40.50%	31.57%	28.47%
毛利率(%)	42.16%	46.04%	48.05%	48.79%	49.37%	50.06%
每股盈利(元)	0.40	0.54	1.00	0.86	1.13	1.45
ROE(%)	23.57%	24.83%	10.01%	12.68%	14.78%	16.58%
PE(倍)	115.15	84.66	73.11	53.56	40.71	31.69

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年9月5日收盘）

正文目录

1. 全国连锁，规模效应显现	5
2. 眼病医疗消费需求快速释放	7
2.1. 白内障：需求释放带来量价齐升	8
2.2. 屈光：收入平稳增长，盈利能力持续提升	8
2.3. 眼后段：需求释放叠加专业加持，业务高速增长	9
2.4. 视光综合：大视光中心，多业务赋能	9
3. 核心医院贡献显著，厦门眼科品牌力强	10
4. 盈利预测与估值分析	11
4.1. 收入假设与预测	11
4.2. 估值分析	12
5. 投资建议	13
6. 风险提示	13

图表目录

图 1 公司旗下医院分布	5
图 2 公司营业收入及增速	6
图 3 公司各季度营收及增速	6
图 4 公司归母净利润及增速	6
图 5 公司单季度归母净利润及增速	6
图 6 公司毛利率与净利率持续提升	7
图 7 公司四费率基本保持稳定	7
图 8 公司主营收入构成	7
图 9 白内障收入及同比增速	8
图 10 白内障毛利情况	8
图 11 屈光收入及同比增速	9
图 12 屈光毛利率	9
图 13 眼后段项目收入及同比增速	9
图 14 眼后段项目毛利情况	9
图 15 视光项目收入及同比增速	10
图 16 视光项目毛利率	10
图 17 主要控股参股公司营业收入	11
图 18 主要控股参股公司净利润	11
图 19 公司 PE-BAND	12
图 20 公司上市以来 PE 及历史分位数	13
表 1 公司主营业务收入假设	11
表 2 可比公司一览	13
附录：三大报表预测值	15

1.全国连锁，规模效应显现

自 2004 年成立至今，公司专注于眼科医疗服务，已迅速发展成为在国内占据领先地位的大型眼科专科连锁医院集团。截至本报告期末，公司已在国内开设 57 家眼科专科医院，覆盖 18 个省及 49 个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区；同时，公司在国内已开设 52 家视光中心，为屈光不正患者提供医学验光配镜服务。与行业内众多区域性的眼科专科连锁医院相比，公司凭借其在区域运营积累的医疗服务实力、管理运营经验和较高的品牌影响力，已实现从区域运营到全国连锁的跨越。

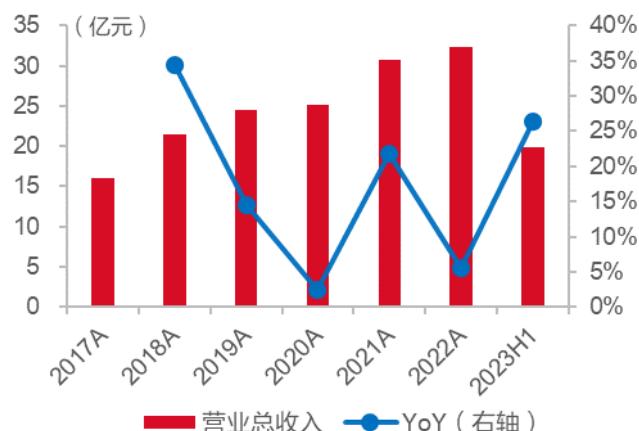
图1 公司旗下医院分布



资料来源：公司公告，东海证券研究所

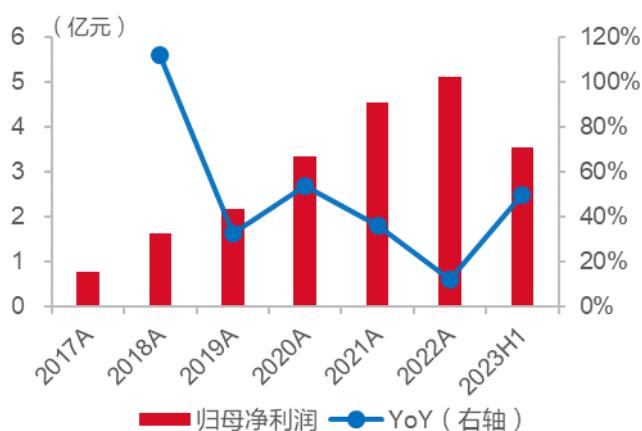
需求快速释放带动公司整体业绩高速增长。2017 年至 2022 年,公司营收由 15.97 亿元增至 32.33 亿元, CAGR 为 15.16%; 归母净利润由 0.77 亿元增至 5.12 亿元, CAGR 为 45.90%。2023 年上半年,公司营业收入为 19.94 亿元,同比增长 26.30%; 归母净利润为 3.55 亿元,同比增长 50.08%。Q2 单季度营收与归母净利润分别为 10.63、2.04 亿元,同比增长 38.06%、64.60%。我们认为多因素提振公司业绩: 1) 恢复常态经营后,前期受压制的眼科医疗需求快速释放; 2) 公司连锁医疗机构服务网络逐步成熟,全国布局品牌效应导流作用增强叠加新建医院诊疗量爬坡,医疗收入持续增长。

图2 公司营业收入及增速



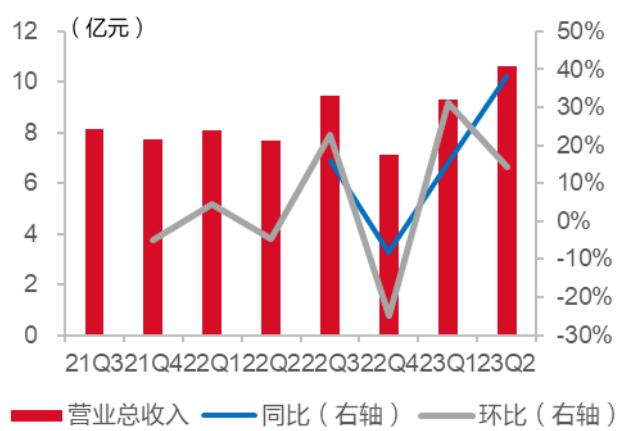
资料来源：Wind, 东海证券研究所

图4 公司归母净利润及增速



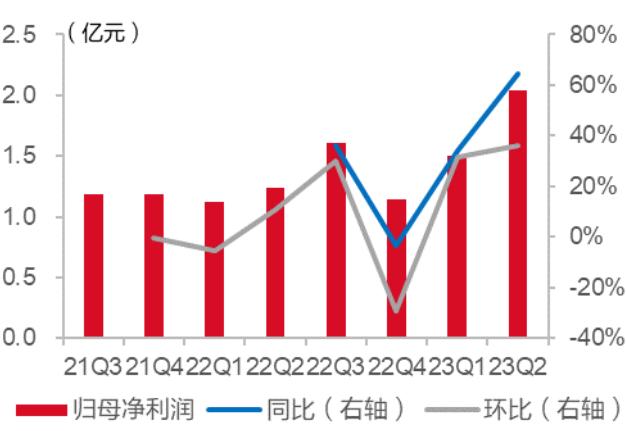
资料来源：Wind, 东海证券研究所

图3 公司各季度营收及增速



资料来源：Wind, 东海证券研究所

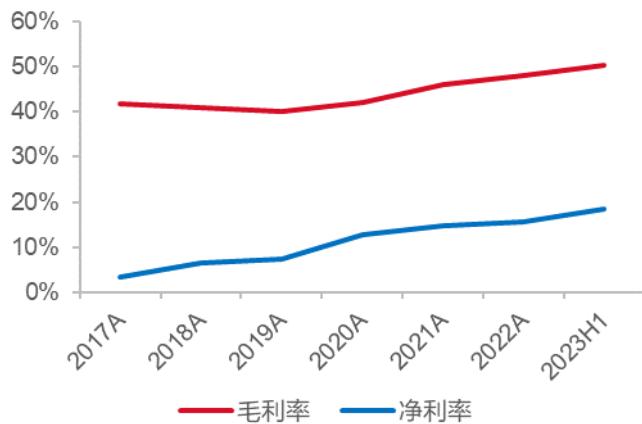
图5 公司单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind, 东海证券研究所

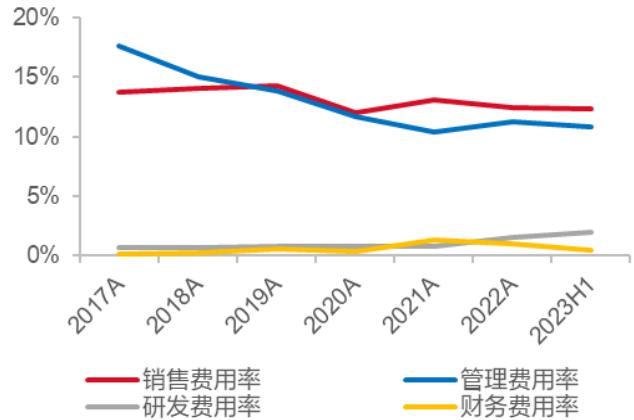
盈利能力持续提升。公司毛利率由2017年的41.91%提升至2022年的48.05%，提升了6.13个百分点；净利率由3.23%提升至15.71%，提升了12.47个百分点。2023年上半年，公司的毛利率和净利率分别为50.30%、18.32%，分别较去年同期增长了2.89、3.28个百分点。报告期内，公司销售、管理和研发费用率分别为12.31%、10.81%、2.00%，分别较去年同期增长0.05、0.19、0.71个百分点；财务费用率为0.46%，较去年同期减少0.64个百分点。

图6 公司毛利率与净利率持续提升



资料来源：Wind, 东海证券研究所

图7 公司四费率基本保持稳定



资料来源：Wind, 东海证券研究所

2. 眼病医疗消费需求快速释放

公司拥有过硬的专业技术，在医师、硬件设施、手术上具有丰富的眼科诊疗经验。2023年上半年，公司实现收入 19.94 亿元，其中，屈光项目、白内障项目、视光综合、眼后段项目分别实现收入 6.51、4.97、4.75、2.76 亿元，分别占公司收入的 32.65%、24.92%、23.82% 和 13.84%。

图8 公司主营收入构成



资料来源：Wind, 东海证券研究所

2.1.白内障：需求释放带来量价齐升

量价齐升，盈利能力显著增强。公司积极转换白内障手术结构，推广中高端晶体带动白内障业务量价齐升，2017至2022年，公司白内障收入由5.18亿元增至7.51亿元，CAGR为7.71%。2023年上半年，公司白内障业务实现收入4.97亿元，同比增长44.90%；毛利率提升至44.16%。我们认为公司上半年白内障业务收入与毛利率大幅提升主要是受供需两端同时影响：1) 白内障患者基本为老年群体，疫情期间感染风险较高，因此大量受压制需求在上半年得以释放带动公司白内障项目收入高增，上半年公司白内障手术量同比增长超40%；2) 公司积极推广中高端晶体带动白内障业务量价齐升，上半年公司白内障高端手术同比增长超70%，目前中高端手术占白内障手术比重超70%；3) 规模效应下，毛利率持续提升。

图9 白内障收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 白内障毛利情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.屈光：收入平稳增长，盈利能力持续提升

屈光项目收入平稳增长，毛利率持续提升。屈光项目是公司核心业务，贡献公司超三成收入，主要收入来源于角膜屈光手术及晶体植入手术的治疗费用。公司屈光收入保持快速增长态势，2017-2022年，由3.02亿元增至10.73亿元，复合增速28.86%。2023年上半年，公司屈光收入为6.51亿元，同比增加13.84%，我们认为增速放缓主要受到多因素影响：1) 屈光手术因手术时间较短，术后当日即可自行离院恢复，因此在疫情期间需求相对坚韧，不存在较大压制需求待释放；2) 屈光手术因消费属性较强，部分受到一定宏观经济因素的影响。公司屈光毛利率稳步提升，2023年上半年为56.86%，较去年同期增加0.91个百分点，主要是ICL、全飞秒等高端术式占比持续提升所致。

图11 屈光收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 屈光毛利情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.3.眼后段: 需求释放叠加专业加持, 业务高速增长

专业能力持续引流, 盈利能力显著提升。公司以眼病诊疗为发展基础, 积累了丰富的眼科疾病临床诊疗经验, 在复杂眼科疾病诊疗领域实力突出。厦门眼科中心以眼病诊疗为主, 集团疑难眼病中心设立在厦门眼科中心。厦门眼科中心通过远程门诊系统和远程会诊系统, 搭建全国疑难眼病会诊平台, 为集团所有下属医疗机构提供临床指导和技术支持。公司眼后段项目主要包括眼底及其他复杂眼科项目。2023年上半年, 厦门眼科中心眼底、白内障、青光眼等疑难眼病收入增长均超过35%, 带动整体业绩实现较好增长。报告期内, 公司眼后段项目收入为2.76亿元, 同比增长35.81%; 毛利率为44.72%, 较上年同期增长4.77个百分点。

图13 眼后段项目收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 眼后段项目毛利情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.4.视光综合: 大视光中心, 多业务赋能

大视光业务整合完毕, 稳步新设视光中心。眼视光是公司未来要长期重点发展的业务, 公司规划未来视光中心数量将超过200家, 定位是做“大视光中心”, 因此眼视光综合项目中不仅包含了框架镜、OK镜等近视防控项目, 还包含了干眼治疗、弱视训练、小儿眼科等视光综合服务项目, 以匹配公司眼视光业务发展方向。上半年, 公司新设29家视光

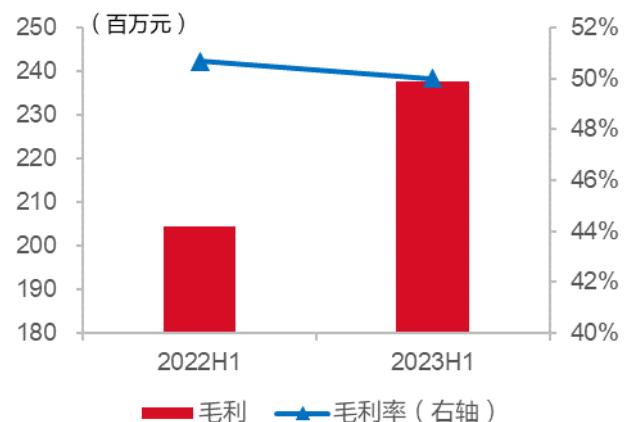
中心基本布局在医院周边，将依托于眼科专科医院向周边城市和区县铺设视光中心服务网络，作为区域医疗服务网络的有力补充，两者形成资源共享和赋能支撑，有效提升眼科专科医院和视光中心的区域覆盖能力和盈利能力。2023年上半年，公司视光综合业务收入4.75亿元，同比增长17.75%；毛利率为50.00%，较去年同期下降0.67个百分点。我们认为大视光业务毛利率下降主要是相对较低毛利率的业务快速放量，同时，新设视光中心仍在诊疗量爬坡期。

图15 视光项目收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 视光项目毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.核心医院贡献显著，厦门眼科品牌力强

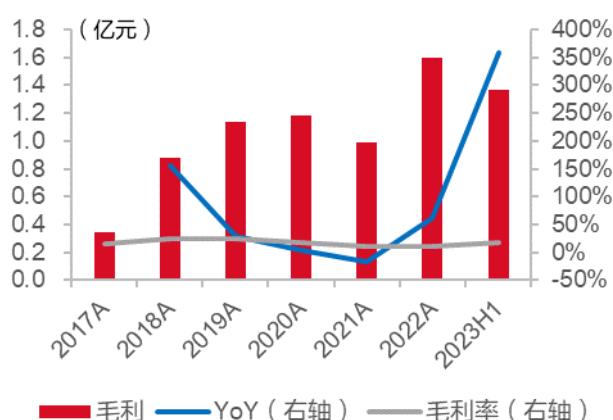
五大核心眼科医院贡献业绩超四成。2023年上半年，公司旗下主要的眼科医院厦门眼科中心、上海和平、福州眼科、郑州眼科和烟台康爱眼科分别实现营收5.06、1.13、0.87、0.64、0.36亿元，分别占比25.38%、5.67%、4.36%、3.21%、1.81%，合计贡献40.42%的收入；分别实现净利润1.28、0.06、0.13、0.14、0.06亿元，分别占比35.07%、1.64%、3.56%、3.84%、1.64%，合计贡献45.75%的净利。报告期内，公司及下属分子公司新增专利授权13项；在各类期刊新增发表科研文章51篇，SCI收录26篇。公司及下属分子公司、眼科专家学者新增获批医学科研项目4项，新增开展各类临床试验项目6项并担任PI。公司旗下厦门眼科中心、重庆华厦眼科医院荣登《全国GCP机构药物临床试验量值排行榜》，其中厦门眼科中心首度入围牵头榜，在上榜的全国眼科医院中高居第4位。厦门眼科中心刘祖国教授成为全球首位担任TFOS（国际泪膜和眼表协会）董事会董事的中国眼科专家，TFOS是眼部健康和教育的全球领袖，在眼表泪膜领域科研中成果丰硕。此外，刘祖国教授还入选国家眼科专业质量控制中心专家委员会委员名单。厦门眼科中心具有高水平坚实的眼科临床诊疗技术实力和广泛学术影响力，品牌效应强，持续引流增收。

图17 主要控股参股公司营业收入



资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 主要控股参股公司净利润



资料来源：Wind，东海证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 收入假设与预测

公司是国内大型眼科医疗连锁集团，立足厦门，布局全国；基于强大眼病诊疗能力，积极拓展消费眼科业务，前景可期。我们对公司 2023-2025 年的主营业务收入假设如下：

1、屈光业务：公司持续推广高端术式如 ICL 植入及全飞秒，收入稳步增长，结构持续优化，盈利能力相应增强。我们预计 2023-2025 年公司屈光业务收入将保持稳步增长态势，毛利率持续提升。

2、白内障业务：公司积极推广中高端晶体，调整收入结构，叠加常规运营后大量医疗需求释放，白内障收入上半年快速增长，盈利能力相应大幅提升。我们预计在人口老龄化白内障治疗需求持续增长的大背景下，伴随技术进步产品迭代，公司白内障业务有望维持较快增长。

3、眼后段业务：眼后段项目包含眼底项目及其他眼科疑难杂症，是公司的强势业务，有望在总院厦门眼科中心的实力与声望下持续引流，稳步增长。

4、视光综合业务：公司积极打造大视光中心，将干眼治疗、弱视训练、小儿眼科等项目加入原视光板块。公司规划未来视光中心数量将超过 200 家，上半年，公司新设 29 家视光中心，业务稳步扩张。我们预计伴随公司大视光中心持续推广，业务收入有望维持快速增长。

表1 公司主营业务收入假设

	2023E	2024E	2025E
眼科医疗（百万元）	3888	4782	5810
同比	43.19%	22.99%	21.50%
毛利率	48.91%	49.49%	50.18%
1.屈光（百万元）	1287	1576	1964
同比	19.90%	22.50%	24.61%
毛利率	55.00%	55.50%	56.00%
2.白内障（百万元）	1025	1239	1456
同比	36.42%	20.89%	17.55%

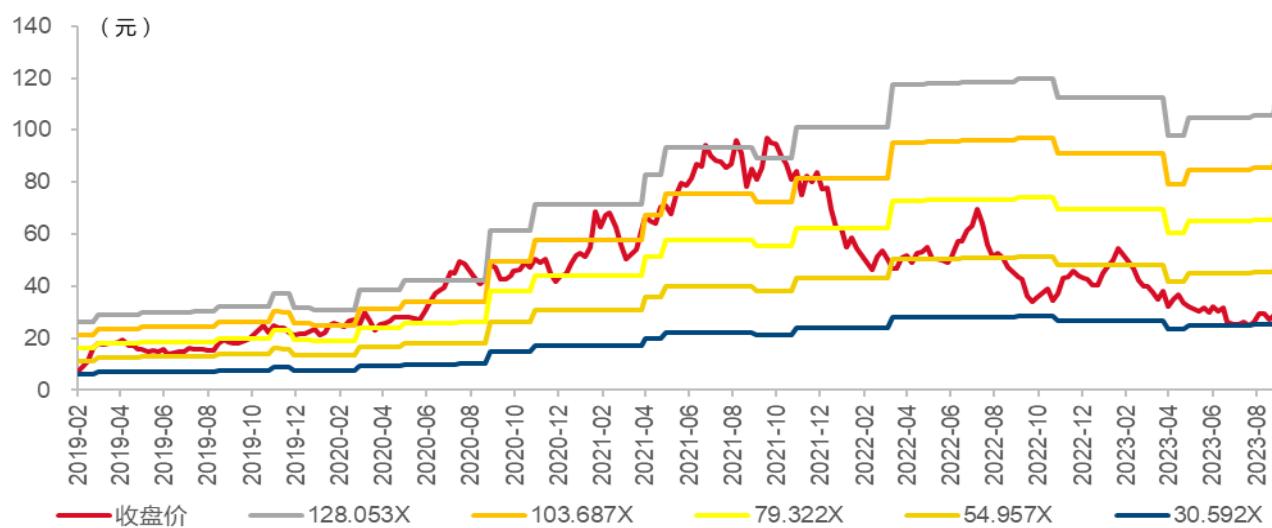
毛利率	42.50%	43.00%	43.50%
3.眼后段 (百万元)	657	797	933
同比	36.21%	21.25%	17.07%
毛利率	43.00%	43.33%	43.72%
4.视光综合 (百万元)	920	1171	1458
同比	22.85%	27.27%	24.50%
毛利率	50.70%	50.80%	51.00%
其他 (百万元)	124	134	144
同比	20.00%	8.00%	8.00%
毛利率	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

4.2. 估值分析

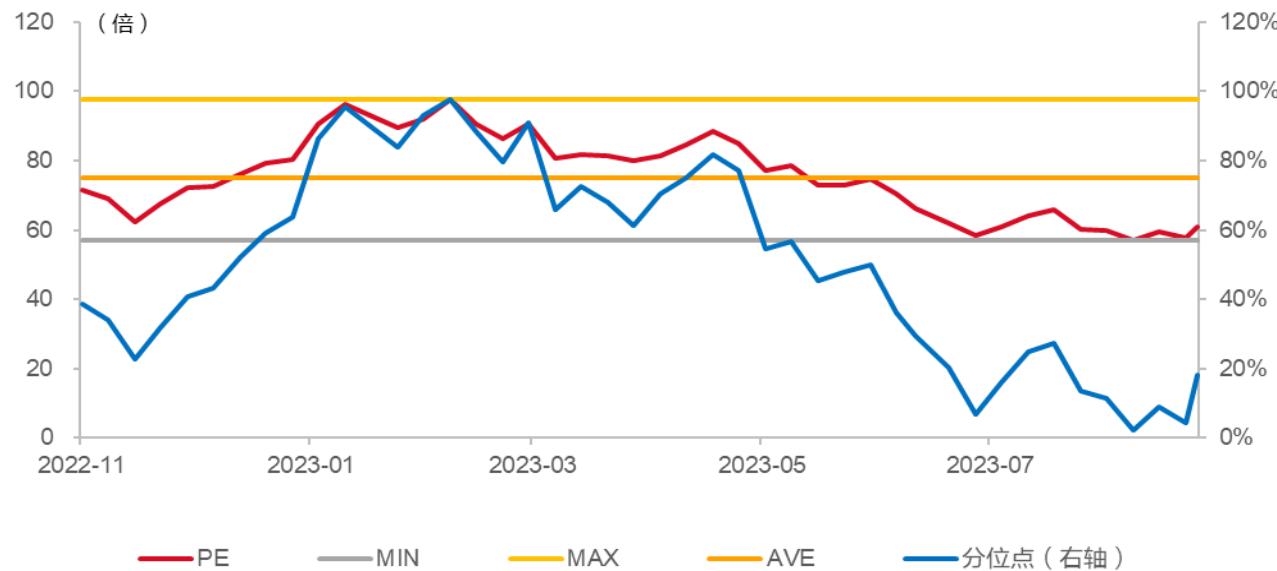
公司市盈率处于历史相对低位。公司上市以来 PE 最高为 97.79 倍，最低为 56.91 倍，均值为 75.06 倍。截至 2023 年 9 月 5 日收盘，公司 PE (TTM) 为 61.12 倍，历史分位数为 18%。横向来看，公司的 PE (2023E) 为 53.56 倍，基本处于行业平均水平，估值性价比较高。

图19 公司 PE-BAND



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 9 月 5 日收盘）

图20 公司上市以来 PE 及历史分位数



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 9 月 5 日收盘）

表2 可比公司一览

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	1,762.14	18.89	0.37	0.48	0.62	51.05	39.35	30.47
301239.SZ	普瑞眼科	168.43	112.57	1.77	1.97	2.73	63.44	57.15	41.22
600763.SH	通策医疗	304.99	95.12	2.09	2.66	3.35	45.52	35.78	28.42
行业均值							53.34	44.10	33.37
301267.SZ	华夏眼科	385.14	31.69	0.86	1.13	1.45	53.56	40.71	31.69

资料来源：Wind，东海证券研究所（数据为 2023 年 9 月 5 日收盘价，爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科为 Wind 一致预期）

5. 投资建议

华夏眼科是国内大型眼科医疗连锁集团，立足厦门眼科中心，布局全国；名医资源雄厚，“医教研”体系成熟，长期高成长趋势明确。我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 40.12、49.16、59.54 亿元，归母净利润为 7.19、9.46、12.16 亿元，EPS 分别为 0.86、1.13、1.45 元，对应 PE 分别 53.56、40.71、31.69 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

专业人才稀缺或流失的风险：优质的医护资源是医院发展的源动力，也是公司能够提供优质医疗服务和保持在眼科专科领域竞争力的重要因素。若公司无法持续吸引足够多或者大幅流失了专业技术人才，将无法维持公司的核心竞争力与业绩增长性。

医疗风险：公司业务主要是提供眼科诊疗服务，眼科手术中，尽管大多数手术操作是在显微镜下完成且手术切口极小，但由于眼球的结构精细，组织脆弱，且临床医学上存在着医

学认知与技术局限、患者个体差异、疾病情况不同等诸多因素的影响，存在着程度不一的非主观因素风险。

市场竞争加剧风险：若公司不能在日益激烈的市场竞争中继续保持或提升原有优势，公司未来的发展仍将面临一定的风险。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,233	4,012	4,916	5,954	货币资金	1,345	2,434	3,511	4,729
%同比增速	6%	24%	23%	21%	交易性金融资产	2,598	1,998	1,698	1,398
营业成本	1,680	2,054	2,489	2,974	应收账款及应收票据	195	234	269	323
毛利	1,554	1,958	2,427	2,981	存货	157	171	201	231
%营业收入	48%	49%	49%	50%	预付账款	74	82	100	119
税金及附加	13	16	19	23	其他流动资产	247	254	264	276
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	4,617	5,173	6,041	7,075
销售费用	402	542	639	762	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	12%	14%	13%	13%	投资性房地产	125	125	125	125
管理费用	363	481	580	685	固定资产合计	688	639	545	464
%营业收入	11%	12%	12%	12%	无形资产	112	119	134	166
研发费用	49	60	74	89	商誉	60	60	60	60
%营业收入	2%	2%	2%	2%	递延所得税资产	80	70	70	70
财务费用	32	-26	-47	-69	其他非流动资产	904	1,047	1,116	1,190
%营业收入	1%	-1%	-1%	-1%	资产总计	6,584	7,234	8,092	9,150
资产减值损失	-1	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0	应付票据及应付账款	208	228	263	297
其他收益	21	8	10	12	预收账款	0	0	0	0
投资收益	8	8	10	12	应付职工薪酬	207	236	279	321
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	78	93	114	138
公允价值变动收益	7	0	0	0	其他流动负债	297	349	396	450
资产处置收益	2	0	0	0	流动负债合计	790	907	1,051	1,207
营业利润	727	900	1,182	1,515	长期借款	26	26	26	26
%营业收入	22%	22%	24%	25%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-74	0	0	0	递延所得税负债	22	8	8	8
利润总额	654	900	1,182	1,515	其他非流动负债	619	628	638	648
%营业收入	20%	22%	24%	25%	负债合计	1,457	1,569	1,723	1,889
所得税费用	146	201	264	338	归属于母公司的所有者权益	5,114	5,671	6,402	7,333
净利润	508	699	919	1,177	少数股东权益	14	-6	-33	-72
%营业收入	16%	17%	19%	20%	股东权益	5,128	5,665	6,368	7,261
归属于母公司净利润	512	719	946	1,216	负债及股东权益	6,584	7,234	8,092	9,150
%同比增速	13%	41%	32%	28%					
少数股东损益	-4	-20	-28	-39					
EPS (元/股)	1.00	0.86	1.13	1.45					
基本指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.00	0.86	1.13	1.45	经营活动现金流净额	770	963	1,198	1,447
BVPS	9.13	6.75	7.62	8.73	投资	-15	608	300	300
PE	73.11	53.56	40.71	31.69	资本性支出	-232	-240	-210	-250
PEG	5.85	1.32	1.29	1.11	其他	-2,791	-93	-5	-3
PB	8.01	6.79	6.02	5.25	投资活动现金流净额	-3,037	275	85	47
EV/EBITDA	37.82	33.26	26.09	20.48	债权融资	26	15	10	10
ROE	10%	13%	15%	17%	股权融资	2,771	-5	0	0
ROIC	10%	11%	12%	14%	支付股利及利息	-2	-158	-217	-285
					其他	-144	-1	0	0
					筹资活动现金流净额	2,651	-149	-207	-275
					现金净流量	384	1,089	1,076	1,218

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 9 月 5 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089