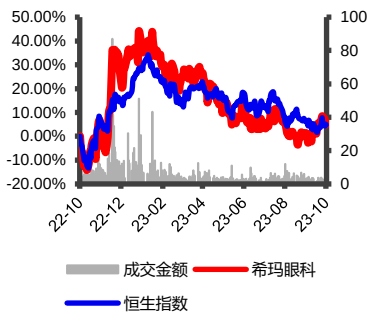
大湾区眼科服务小龙头，齿科业务带来新增量

投资评级：增持（首次）

报告日期： 2023-10-24

收盘价（港元）	3.68
近 12 个月最高/最低(港元)	5.58/3.08
总股本（百万股）	1267
流通股本（百万股）	1267
流通股比例（%）	100
总市值（亿元港币）	47
流通市值（亿元港币）	47

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

主要观点：

- **大湾区领先民营眼科医疗服务集团，品牌影响力带动业绩持续增长**

希玛眼科为大湾区眼科、牙科双专科民营医疗服务集团，由“亚太最具影响力眼科医生 100 强”林顺潮医生创办，在香港与大湾区其它城市提供眼科与口腔科诊疗服务，同时布局青少年近视防控产品。2022 年公司实现营业总收入 17.32 亿港元（+55.67%），2018-2022 CAGR 41.72%，毛利 1.87 亿元（+21.21%），毛利率 23.2%，疫情影响下业绩仍明显增长。按 2020 年民营眼科医疗服务机构所得收益计，希玛眼科（合并嘉宾眼科）在香港市场份额排名第一，市占率为 12.5%；希玛爱康健口腔口碑良好，2022 年连续获得深圳卫健委发布的深圳市医疗行业服务公众满意度调查非公立医院口腔类机构第一名。

- **聚焦大湾区市场，多业务线条迅速扩张**

公司积极扩张眼科业务，提供优质医疗供给，截至 2023 年 8 月，公司已在大湾区建立起眼科及口腔科医疗服务网络，共 70 个医疗服务网点。眼科服务方面，公司在香港共有 27 家眼科医疗机构，在内地已开设 11 家（包括福州希玛诊所）眼科医院，进入大湾区内地 11 市中的 6 个，未来将持续向佘山、中山、东莞等城市扩张。**优秀眼科医生为重要稀缺资源，**截至 2023 年 6 月，公司共有 131 位眼科医生，其中内地 102 位，香港 29 位，占全香港注册医生人数的 8.7%。牙科方面，2023 年上半年希玛爱康健业务恢复迅速，收入同比增长 194.9%。牙科医疗服务成为内地主要收入来源之一。公司共有牙科医生 133 位，牙椅 233 张，2023 年上半年椅效达到 13.8 万/月/张，同比增长 192.3%。青控产品方面，公司 2021 年起通过合作、并购布局青少年近视防控产品市场，预计于 2025 年前完成 OK 镜与离焦镜产品的上市。

- **政策鼓励民营医疗机构发展，港资背景更添优势**

国家颁布多项政策鼓励社会办医、强调眼健康问题、支持港资机构进入内地发展，公司作为港资民营眼科&口腔双料医疗服务集团，乘政策东风，市场前景广阔。“港澳药械通”、“长者医疗券”等政策助力公司持续发挥自身优势，构建差异化竞争能力，提升诊疗水平与获客能力。在眼科服务中，随着人口老龄化和电子产品高频使用下的近视率增加，消费眼科诊疗需求不断提升；在口腔科服务中，国民口腔健康问题日益严峻，健康意识推动预防性诊疗需求增加，港深通关促进香港患者数量提升，有望获得持续增长。

- **投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级**

公司为深耕大湾区的民营眼科医疗实力品牌，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。除眼科业务外，公司积极布局齿科，双业务线有望打开公司业务增长空间。我们看好公司布局眼科和齿科带来的业务高增长可能，预计公司 2023~2025 年将实现营业总收入 1929/2189/2460 百万港币，同比

+11%/14%/12%；实现净利润 57/79/106 百万港币，同比 +358%/40%/34%；对应 PE 83/60/44x。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

政策变化风险；区域扩张不及预期；内地医院增长不及预期；青控产品上市进度缓慢。

● 重要财务指标 单位:百万港币

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1732	1929	2189	2460
收入同比（%）	56%	11%	14%	12%
归母净利润	-22	57	79	106
归母净利润同比（%）	-200.06%	358%	40%	34%
毛利率（%）	25.85%	32.02%	32.71%	33.46%
ROE（%）	-1.17%	2.94%	3.95%	5.04%
每股收益	-0.02	0.04	0.06	0.08
P/E	-276.84	83.14	59.48	44.23
P/B	3.33	2.44	2.35	2.23
EV/EBITDA	24.93	24.49	19.94	16.06

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕粤港澳大湾区的双科医疗服务领军者 6

1.1 聚焦大湾区的双科医疗龙头企业 6
1.2 领军名医创办，深厚背景提供优质资源 9
1.3 公司盈利能力逐步提升，疫情恢复后实现大幅增长 12

2 大湾区民营眼科与牙科医疗市场增长空间显著 17

2.1 香港眼科医疗服务供不应求，民营市场快速发展 17
2.2 政策支持大湾区眼科医疗持续渗透，未来发展空间广阔 19
2.3 口腔医疗资源地域不均，希玛把握机遇打造竞争优势 22

3 多维度拆解公司竞争优势 24

3.1 立足港资背景，乘上政策顺风车 24
3.2 深圳福田医院为内地版图扩张提供增长范本 28
3.3 “眼科+口腔”“服务+产品”双专科·双轮战略驱动增长 29
3.4 深耕医疗水平，布局人才网络，构建公司主要竞争力 32

4 盈利预测及投资建议 35

4.1 盈利预测 35
4.2 投资建议 35

风险提示： 36

图表目录

图表 1 希玛眼科发展大事记 6
图表 2 公司“双专科·双轮推动”增长策略 7
图表 3 公司旗下内地 9 家眼科医院基本情况（截至 2022 年底） 7
图表 4 希玛眼科香港市场份额遥遥领先 8
图表 5 爱康健与可比口腔连锁机构数据对比 9
图表 6 公司股权结构稳定集中（截至 2022 年 12 月） 9
图表 7 公司与各地政府、医疗机构及科研机构开展深度合作（不完全统计） 10
图表 8 公司管理层情况 10
图表 9 公司融资历史 12
图表 10 公司总营收及增长情况（百万港元） 12
图表 11 公司净利润及增长情况（百万港元） 12
图表 12 公司收入结构（按业务类型 百万港元） 13
图表 13 公司收入结构（按地区 百万港元） 13
图表 14 香港与大陆眼科收入情况 14
图表 15 香港与大陆眼科医疗项目收入结构 14
图表 16 公司眼科手术人次与平均费用情况（港元） 14
图表 17 香港与大陆牙科收入情况（百万港元） 15
图表 18 公司牙科接待人次、医生人效与椅效情况 15
图表 19 公司牙医与牙椅增长情况 16
图表 20 集团总体毛利率、净利率情况 16
图表 21 公司各业务板块毛利率情况 16
图表 22 香港 65 岁及以上人口数量及占比 17
图表 23 香港眼科医疗服务市场规模（百万港元） 17
图表 24 香港公立眼科专科门诊诊所成立情况（家） 18
图表 25 香港民营眼科市场参与者市场份额情况 18
图表 26 香港民营与公立眼科医疗市场规模（百万港元） 18
图表 27 广东省眼科疾病发病情况（每百万人口） 19
图表 28 广东省人均可支配收入情况（元） 19
图表 29 政策支持民营眼科医疗服务机构发展 19
图表 30 大湾区眼科医疗服务市场情况（十亿元） 20
图表 31 中国眼科医疗服务门诊量（百万） 21
图表 32 中国眼科医疗服务住院病人人数（百万） 21
图表 33 珠三角九市每百万人口眼科医疗机构情况 21
图表 34 中国眼科医疗服务市场渗透率情况 21
图表 35 中国口腔医疗服务市场规模（十亿元） 22
图表 36 中国各年龄段龋齿率、治疗率情况（非等比例） 23
图表 37 各地区每一万人口牙医数量情况 23
图表 38 疫情前政府牙科诊所接诊~~街症~~服务情况 23
图表 39 香港口腔科医疗服务价格远超大陆 24
图表 40 深圳爱康健多个门诊位于口岸 24
图表 41 希玛集团旗下 3 家眼科医院入选“港澳药械通”名单 25
图表 42 希玛集团旗下医院获批使用的港澳药品医疗器械 25

图表 43 大湾区眼底直通车项目福利细则 26
图表 44 ILM-BLUE 首例手术应用发布会 26
图表 45 眼科、牙科医疗券申领交易宗数（不包括港大深圳医院） 27
图表 46 眼科、牙科医疗券申领金额（千港元）（不包括港大深圳医院） 27
图表 47 眼科、牙科医疗券申领交易平均金额（港元）（不包括港大深圳医院） 27
图表 48 公司其它旗下内地眼科医院收入情况（百万港元） 28
图表 49 公司布局“双专科·双轮推动”战略 29
图表 50 2020 年中国各年龄段青少年口近视率情况 30
图表 51 中国青少年（12-15 岁）口腔疾病患病情况 30
图表 52 中国老年人（65 岁-74 岁）口腔疾病患病情况 30
图表 53 中国内地离焦镜市场情况（预计） 31
图表 54 中国内地 OK 镜市场情况（预计） 31
图表 55 公司与易安易光学签署合作协议，成立合资公司 31
图表 56 国际眼科专家团队助力九大专科建设 32
图表 57 希玛眼科国际专家顾问团队 33
图表 58 “香港中文大学（深圳）希玛国际眼科研究中心”正式揭牌成立 34
图表 59 “香港希玛眼科药械研究中心”入驻河套港深科技创新合作区 34
图表 60 公司与高校合作扩大人才储备 34
图表 44 公司收入预测拆分（RMB MN） 35

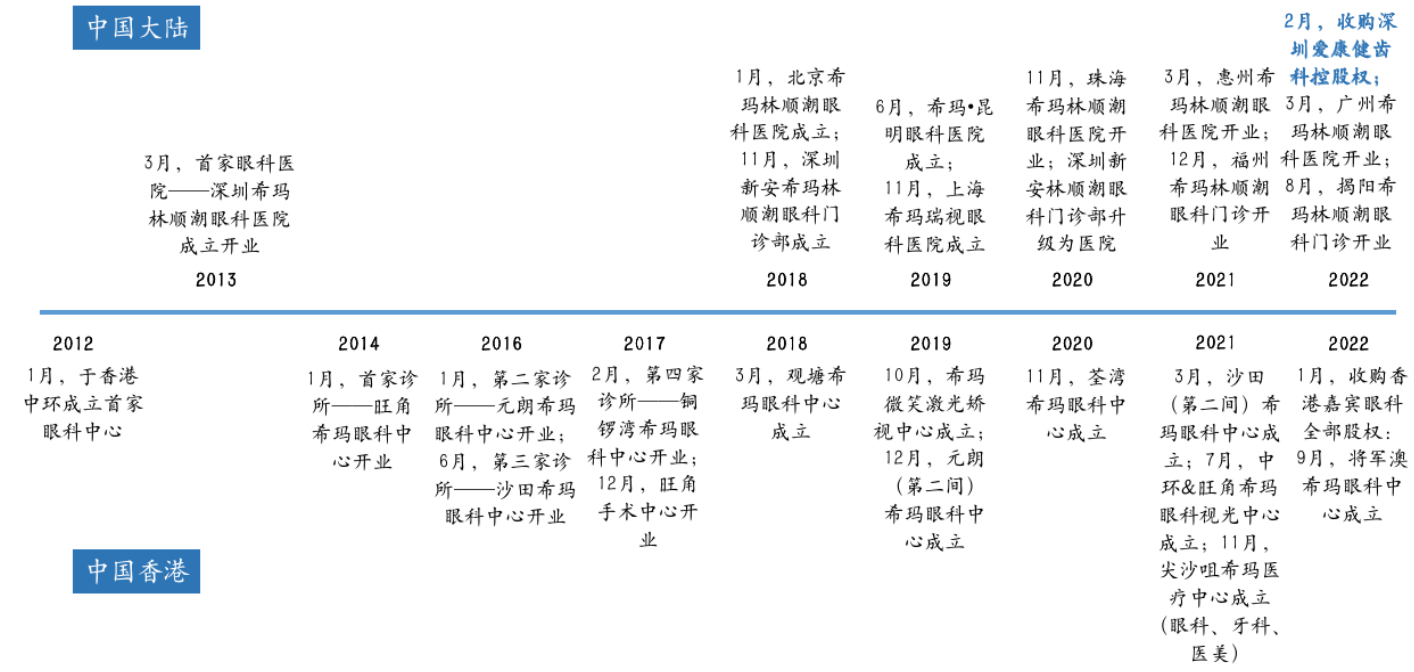
1 深耕粤港澳大湾区的双科医疗服务领军者

1.1 聚焦大湾区的双科医疗龙头企业

由香港至大陆，从眼科到牙科，大湾区领先的港资双科医疗服务集团。希玛眼科成立于 2012 年，自成立以来，公司坚持“以人为本，注重细节，团队合作，精益求精”的理念为患者提供安全、准确、可靠的眼科检查及专科医疗服务。成立初期，希玛眼科聚焦于香港地区眼科诊疗业务，自 2012 年 1 月于香港中环成立首家希玛林顺潮眼科中心以来，公司业务发展迅速，陆续在旺角、元朗、沙田等地开设眼科中心。2013 年，在“内地与香港关于建立紧密经贸关系的安排”（CEPA）框架下，希玛眼科进入内地市场，于深圳福田成立首家眼科医院——深圳希玛林顺潮眼科医院，正式开启在大湾区的战略版图扩展。以福田希玛为样本，希玛眼科逐渐探索出内地医院发展经验，2018 年逐步尝试探索内地其他城市的发展可能，2018～2022 年，公司通过成立、收购等方式陆续于北京、深圳新安、昆明、上海、珠海、惠州、福州、广州、揭阳、深圳南山等地开设 9 家眼科医院及眼科中心，初步完成内地医院战略布局。2022 年 1 月，为进一步扩大医疗团队、增加市场份额、巩固行业地位，希玛眼科收购嘉宾眼科的全部股份。同月，公司完成对视光师验眼中心控股权的收购，进一步扩大服务网络。

2022 年 2 月，希玛眼科收购深圳爱康健齿科控股权，开展口腔诊疗服务，成为深圳最大的民营医疗集团之一，尝试打通眼科和口腔科诊疗模块，以实现协同发展。

图表 1 希玛眼科发展大事记

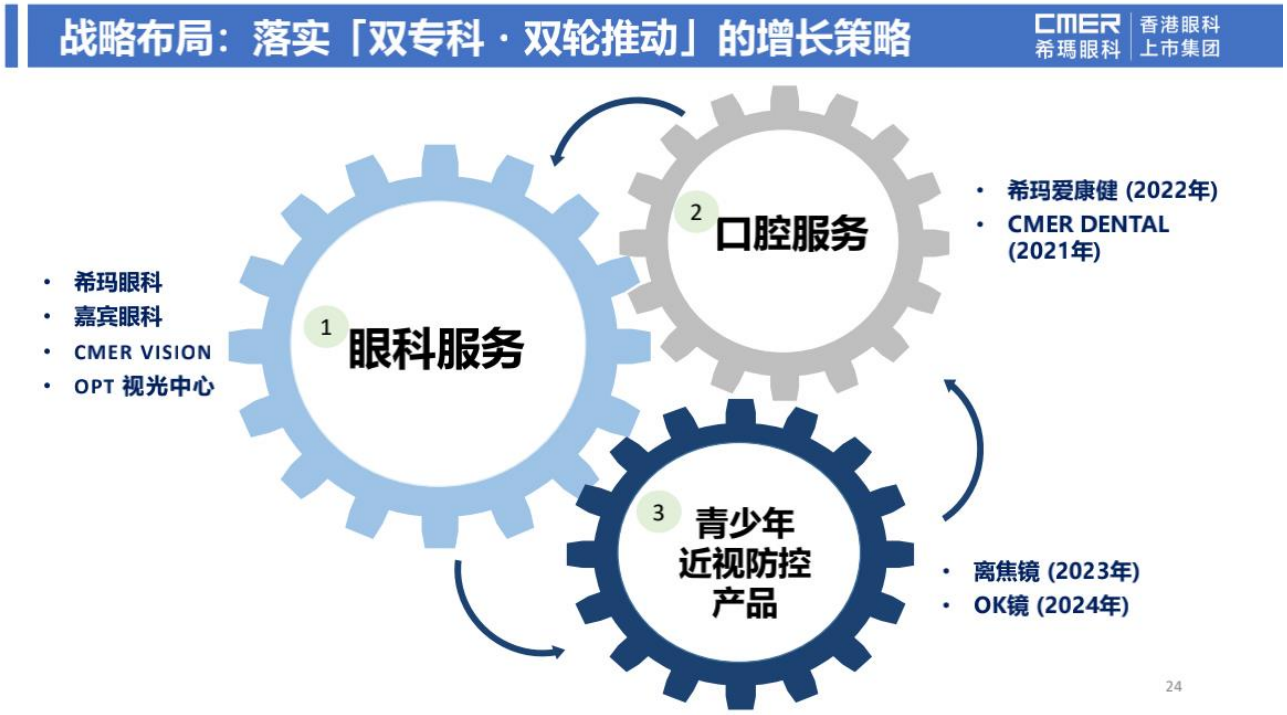


资料来源：公司招股书、公司官网，华安证券研究所

发展“双专科·双轮推动”增长策略，协同效应明显。公司以眼科医疗服务为核心，提供屈光、视光、白内障及其它眼科医疗服务，并于 2021 年起进入口腔科医疗服务板块，形成“眼+牙”的双专科发展模式。2023 年，公司收购 Apollo Lens 的控股权，借助该公司的技术经验与销售资源，进军眼科上游产品市场，未来几年将陆

续提供 OK 镜、离焦镜等青少年近视防控产品，形成“医疗服务+医疗产品”的双轮推动战略。

图表 2 公司“双专科·双轮推动”增长策略



资料来源：公司业绩会交流材料，华安证券研究所

服务提供范围持续扩大，眼+牙战略版图逐步夯实。公司逐步扩展眼科与口腔科医疗服务网络，截至 2023 年 6 月，公司在香港与大陆共开设 70 个诊疗网点，其中 42 个为眼科，20 个为口腔科，其余为肿瘤专科、医学美容及其它专科门诊。从眼科业务看，在内地，希玛眼科现有 10 间医院与 5 间门诊，布局在深圳福田、深圳宝安、深圳南山、北京、上海、广州、珠海、惠州、福州、昆明、揭阳、佛山等地，其中第十家医院于 2023 年 8 月 25 日在广东佛山开业。目前，公司已经打入 11 个大湾区城市中的 6 个，下一步会向佘山、中山、东莞等其它城市深度发展。在香港，希玛眼科共有 12 间眼科中心、8 间视光中心、3 间日间手术中心、2 间微笑矫视中心及 2 间激光矫视手术中心，覆盖港岛、九龙与新界。眼科中心主要为市民提供全面眼科医疗服务；微笑矫视中心主要提供激光矫视、植入式隐形眼镜（ICL）及人工晶体置换术等矫视服务；视光中心提供全面眼科检查、眼睛护理及近视控制方案。

图表 3 公司旗下内地 9 家眼科医院基本情况（截至 2022 年底）

医院	地点	成立时间	建筑面积（平方米）	医生数量	登记病床数目	手术室数目
深圳希玛	深圳福田	2013 年 3 月	5100	26	30	5
北京希玛	北京	2018 年 1 月	4617	11	30	4
深圳新安希玛	深圳新安	2018 年 11 月	3400	9	20	4
昆明眼科医院	昆明	2019 年 6 月	5800	15	80	4
上海希玛瑞视	上海	2019 年 11 月		12		
珠海希玛	珠海	2020 年 11 月	3000	12		3
惠州希玛	惠州	2021 年 3 月	4000	6	30	3

福州希玛（门诊）	福州	2021 年 12 月				
广州希玛	广州	2022 年 3 月	5400	20	50	
揭阳希玛	揭阳	2022 年 8 月	6000	4	68	4
佛山希玛	佛山	2023 年 8 月	6000		50	3

资料来源：公司微信公众号、公司官网、华安证券研究所

香港小龙头，市占率超过 10%。香港私营眼科医疗服务市场竞争激烈，参与者众多，包括眼科中心、私营医院、综合医疗中心及个人执业的独立眼科医生。根据弗若斯特沙利文的统计，以 2020 年眼科医疗服务所得收益计，希玛眼科（合并嘉宾眼科）在香港私营医疗机构中市场份额排名第一，市占率为 12.5%。希玛眼科以十余年的经营经验与品牌影响力，通过持续新建与并购眼科中心完善医疗服务布局，在香港眼科医疗服务市场遥遥领先。**公司在大湾区及其它内地市场持续提升竞争力，未来发展空间广阔。**公司的内地眼科医疗服务业务主要聚焦大湾区，同时在北京、上海、昆明等城市进行医院布局。2014～2017 年，公司集中培育福田希玛，开业 1 年便实现盈利。在福田希玛的可复制路径下，多家医院的经营情况逐渐向好。未来，公司预计于 2023 年在大湾区增加 4～5 间医院、门诊与视光中心，2024 年实现大部分发展中医院盈亏平衡，2025 年完成眼科医疗服务所有大湾区城市布局。

图表 4 希玛眼科香港市场份额遥遥领先

排名	公司	机构类型	眼科医疗服务收益（百万港元）	按收益划分的市场份额（%）
1	希玛眼科（合并嘉宾眼科）	眼科中心	531.6	12.50%
2	养和医院	医院	325.4	7.60%
3	眼科专科中心	眼科中心	298.9	7.00%
4	清晰医疗	眼科中心	212.4	5.00%

资料来源：清晰医疗招股说明书、华安证券研究所

从口腔业务看，公司于 2021 年在香港成立希玛牙科（CMER Dental），提供全方位牙科及美容牙科服务。截止 2022 年底，希玛牙科在铜锣湾、尖沙咀、钻石山、沙田、中环、观塘及湾仔布局 7 家门诊，总建筑面积超过 1000 平方米，共有 26 名牙科医生、16 张牙椅。公司于 2022 年收购深圳爱康健。深圳爱康健成立于 1995 年，旗下有位于罗湖的深圳爱康健口腔医院，与遍及罗湖、福田、南山、宝安、龙华的 12 家门诊，总建筑面积约为 18718 平方米，共有 91 名牙科医生、217 张牙椅。

希玛爱康健深受港深患者信赖，疫情后恢复远超预期。长期以来，香港口腔科市场供不应求、港深牙科服务价差较大，许多香港患者选择赴深诊疗。爱康健作为深圳老字号医院，“可自选预约医生”、“一医一患一诊室”、“一站式全程陪护”及“白话服务”等港式服务，受到香港患者认可，新冠疫情前香港患者占总患者的 60%以上。疫情结束后，2023 年 2 月 26 日中国香港与内地恢复全面通关，赴深就诊患者数量反弹迅速，爱康健口腔诊疗业务迅速恢复。根据公司业绩公告，2023 年 1～5 月，爱康健收入由 2022 年同期的 0.43 亿元大幅增至 1.21 亿元人民币，同比增长 183.2%，已经达到 2022 年全年收入的 99%。深圳爱康健经营 27 年来积累了良好的品牌形象和优质口碑，2022 年连续获得深圳卫健委发布的深圳市医疗行业服务公众满意度调查非公立医院口腔类机构第一名，未来将持续提升品牌形象与区域

内竞争力。希玛爱康健为区域性连锁口腔医疗服务提供商，聚焦深圳，与深圳及其它大湾区城市的可比口腔连锁机构对比，以 2020 年口腔医疗服务所得收益计，爱康健在同类机构中全国市场份额排名较高，门店数目与毛利率仍有提升空间。

图表 5 爱康健与可比口腔连锁机构数据对比

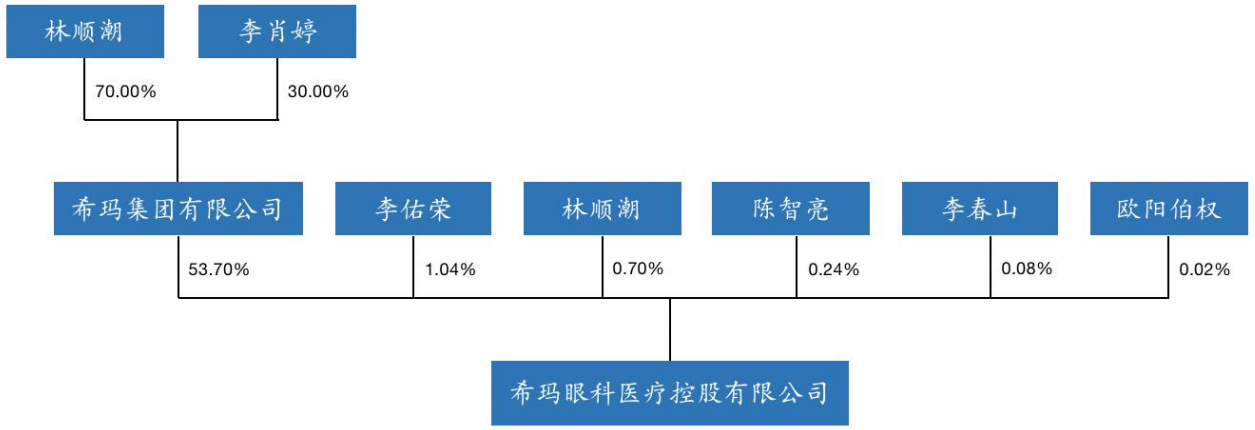
公司	分布地区	门店数	收入	牙科毛利率	按收入划分的市场份额（%）
深圳爱康健	深圳	13	3.2 亿元	10%	0.20%
德伦口腔	广州、佛山	30+	3.1 亿元	50%	0.20%
同步齿科	深圳、东莞、珠海等	60+（深圳 35+家门诊）	-	-	-
友睦口腔	深圳、广州、东莞等	12（深圳共 9 家门诊）	-	-	-

资料来源：瑞尔集团招股说明书，各公司官网、公司公告、华安证券研究所

1.2 领军名医创办，深厚背景提供优质资源

公司股权结构稳定，实际控制人持股集中。根据 2022 年年报，林顺潮先生与李肖婷女士为一致行动人，分别持有希玛集团有限公司 70%、30%的股份。由此，林顺潮先生与李肖婷女士（配偶）共同以直接和间接方式持有希玛眼科医疗控股有限公司 54.4%的股份。李佑荣先生与欧阳伯权博士为现任公司董事，分别持有上市公司 1.04%、0.02%的股份。李春山先生为林顺潮先生的岳父，因接近退休年龄于 7 月 3 日其辞去公司执行董事职务，继续担任若干附属公司董事，持有上市公司 0.1%的股份。林顺潮先生为上市公司的实际控制人，为公司发展把控全局。

图表 6 公司股权结构稳定集中（截至 2022 年 12 月）



资料来源：ifind，华安证券研究所

公司实控人林顺潮先生为领军名医，在眼科界具备很强的影响力。林顺潮先生是希玛眼科的创始人、董事会主席、行政总裁及执行董事，有丰硕的学术科研成果与丰富的眼科执业经验，为亚太眼科界领军人物。基于林顺潮先生在亚太地区眼科

界的极强影响力与公司的独特背景，希玛眼科自成立之初便获得大量优质资源支持，在港粤及其他地区与当地政府、医疗机构及科研机构建立紧密联系、开展深度合作。

图表 7 公司与各地政府、医疗机构及科研机构开展深度合作（不完全统计）

时间	合作机构	具体内容
2023 年 8 月	温州医科大学	温州医科大学眼视光学院（生物医学工程学院）、附属眼视光医院 2023 年新医科&新工科“EYE 之星”暑期研学之旅·希玛站在深圳希玛眼科医院举办
2023 年 7 月	STAAR Surgical 公司	STAAR Surgical 公司对希玛眼科在 ICL 领域的业务水平，将“EVO ICL 国际培训中心”设立在希玛眼科集团，双方加强战略合作，共同推动 ICL 高质量发展
2023 年 4 月	多家医院	希玛眼科“高度近视多学科联合门诊+三大中心”成立，以 MDT 的创新形式与 27 家协作中心医院联合建立高度近视联合诊疗中心，举办 4 期学术研讨会
2023 年 2 月	龙岗区人民政府	龙岗区人民政府与香港希玛国际眼科医疗集团签署战略合作框架协议，在医疗技术、教学与培训、转化研究和生物医药产业化等方面开展全方位合作
2022 年 9 月	南方医科大学	南方医科大学与希玛眼科签署战略合作协议，在平台共建、人才培养、科学研究等方面展开深度合作，建立眼科专业研究生联合培养基地，合作开发研究项目
2021 年 11 月	深圳职业技术学院	共同成立“深职院·希玛眼视光学院”，推进产教研深度融合，推动人才培养、科研创新，校企合作培养应用型人才
2021 年 7 月	中国眼谷（生命健康产业园区）	希玛眼科和中国眼谷正式启动产业合作项目，共同推进聚焦眼科的医学研究、科技创新及成果转化的国际化进程
2021 年 7 月	泰康养老	希玛眼科集团与泰康养老深圳分公司签订战略合作协议，共同整合服务方与支付方，打造“眼健康诊疗＋保险”生态闭环，实现医疗服务和保险支付的无缝对接

资料来源：公司微信公众号、华安证券研究所

高管团队经验丰富，为公司持续发展保驾护航。6 月 28 日，公司发布董事会改组公告，委任殷可先生为独立非执行董事、高文永医生为集团顾问、梁安妮女士、李国栋医生、姚本基医生及林志杰医生为集团咨询人。同时，梁安妮女士、李国栋医生、陈智亮先生、李春山先生 4 位董事会成员因近退休年龄退任。当前，希玛眼科管理层团队由三名执行董事、四名独立非执行董事、与四名顾问团成员组成部分。管理层成员在眼科医疗、牙科医疗、临床科研、金融、行政管理、公共关系等领域有丰富的从业履历，将为公司双专科建设、学术研究、业务拓展、企业管理与资本市场发展保驾护航。

图表 8 公司管理层情况

姓名	职务	履历
林顺潮	执行董事、董事会主席、行政总裁	于 1984 年成为香港注册执业医生，自 1990 年起为英国皇家眼科医学院院士，自 1994 年起为香港眼科医学院院士，自 1998 年起为香港医学专科学院院士（眼科），于 2003 年获香港中学大学医博士学位。曾任亚太玻璃体视网膜学会（APVRS）会长，于 2012 年创办《亚太眼科医学杂志》（APJO）并担任创刊总编辑。于 2014 年起连续六届被评选为“亚太最具影响力眼科医生 100 强”，2022 年位列榜单第一名。
欧阳伯权	独立非执行董事、董事会副主席	曾任美国信安金融集团亚洲区主席、香港金融理财知识和能力策略持份者协调和合作小组委员会主席。现任香港铁路有限公司主席兼非执行董事、中国建设银行（亚洲）股份有限公司独立非执行董事。自 2020 年 11 月起为独立非执行董事，自 2021 年 11 月起为董事会副主席

李肖婷	执行董事	曾任香港中文大学项目协调员及二级行政主任，自 2012 年 1 月以来出任香港眼科中心总经理，自 2013 年 3 月以来出任深圳希玛医院总经理。自 2017 年 6 月起为公司执行董事，亦为本公司若干附属公司董事
李佑荣	执行董事	曾任香港眼科学会会长、香港眼科学会通讯《眼界》主编。持有两项眼科发明专利。曾任香港中文大学医学院眼科及视觉科学学系名誉临床副教授、香港中文大学医学院眼科及视觉科学系助理教授、汕头大学医学院客座教授。自 2012 年 1 月起服务本集团
马照祥	独立非执行董事	曾任亚洲金融集团（控股）有限公司独立非执行董事、卜峰国际有限公司独立非执行董事、创兴银行有限公司独立非执行董事。现任美义商理有限公司董事、雅仕维传媒集团有限公司独立非执行董事。自 2017 年 12 月起为公司独立非执行董事
叶澍堃	独立非执行董事	于 1973 年 11 月加入香港政府，1997 年 4 月晋升为局长。曾任保险监理专员、劳工处处长、经济局局长、财经事务局局长、经济发展及劳工局局长等职。曾任昇捷控股有限公司独立非执行董事。自 2020 年 11 月起为公司独立非执行董事
殷可	独立非执行董事	曾任深圳证券交易所总经理秘书，国泰君安证券有限公司董事会成员、中信资本控股有限公司董事兼行政总裁、中信证券股份有限公司副董事长及执行董事。自 2017 年 12 月起为公司独立非执行董事
高永文	集团顾问	曾任香港医院管理局专业及公共事务总监、中国香港特别行政区食物及卫生局局长、香港红十字会总监，现任第十四届全国政协常委、中国香港特区行政会议成员。2023 年 7 月起任集团顾问
梁安妮	集团咨询人	曾创办恒信公关国际有限公司。现任香港大学柏立基学院主席、牛津大学中国奖学金信托人、香港啓迪会和国际小母牛香港分会董事局成员。曾担任威尔斯亲王医院管治委员会成员。自 2017 年 12 月起为公司独立非執行董事，2023 年 7 月卸任
李国栋	集团咨询人	曾任世界家庭医生组织(WONCA)主席、香港医学专科学院院长。现任联合医务集团有限公司独立非执行董事、中国生物制药有限公司独立非执行董事、诺辉健康独立非执行董事。自 2017 年 12 月起为公司独立非執行董事，2023 年 7 月卸任
姚本基	集团咨询人	为香港牙医学院院士(家庭牙医学)专科、香港医学专科学院院士(牙科)、英国爱丁堡皇家外科医学院牙科全科院员，曾任香港牙医管理委员会成员，为希玛眼科集团牙医合伙人。2023 年 7 月起任集团咨询人
林志杰	集团咨询人	曾任中国香港华人牙医公会主席、中国香港牙医协会董事、香港大学牙科医学院委员、国际牙医师学院会员。曾获民政事务局特别奖励奖章及香港十大杰出青年称号。2023 年 7 月起任集团咨询人

资料来源：公司公告、公司招股书、2022 年年报、东方财富、华安证券研究所

公司引入战略投资，受资本市场认可。公司于 2017 年 5 月 30 日引入 4000 万港元 A 轮融资，由林坤德先生、WONG Mee Mai Emily 女士及其它 9 名医生共同投资。同年 6 月 6 日，公司引入 1.02 亿港元 B 轮融资，由新隆基地产郭氏家族和“兰桂坊之父”盛智文先生透过三家公司共同投资。公司于 2018 年 1 月 25 日上市，赵勇、邢李烁、马化腾三位基石投资人按 2017 年年底签订的基石投资协议，透过三家公司共投资 1.87 亿港元。上市前，资本市场对希玛眼科的长期发展潜力显示出极强的信心。2022 年 12 月 2 日，龚虹嘉先生作为战略投资人认购公司 30,056,000 股新股份，交易完成后透过银杏基金持有公司 2.37%的股份。龚先生为著名天使投资人，在中国医疗与电信行业有丰富的投资经验，2022 年位居福布斯中国内地富豪榜第 29 名。入股体现龚先生对希玛眼科长期发展潜力的高度认可，将为公司医疗服务与医疗创新产品发展提供信心。

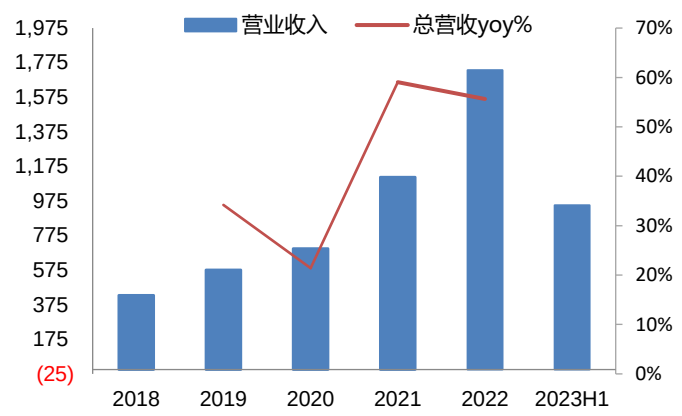
图表 9 公司融资历史

资料来源：公司招股书、投资界、华安证券研究所

1.3 公司盈利能力逐步提升，疫情恢复后实现大幅增长

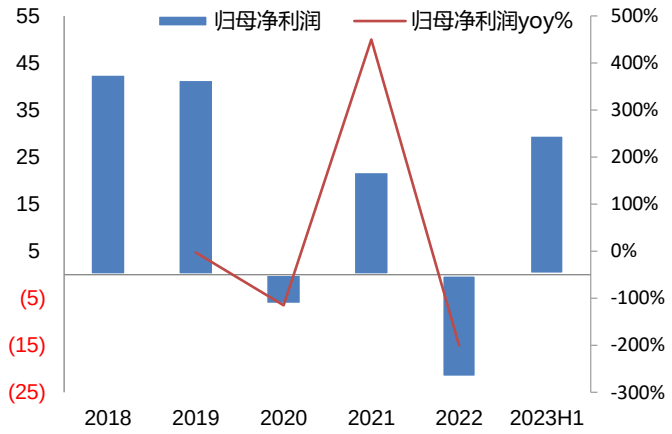
公司营业收入稳定增长，疫情后逐步恢复，期待利润释放。2018 至 2022 年，公司营业收入由4.3亿港元增长至17.3亿港元，2018~2022年复合增长率达到42%。2020 年，受到疫情影响，公司营业收入年增速有所降低，但仍超过 20%。2022 年，香港疫情严重时，希玛把握机会开展疫情防控业务，在香港地区提供抗原产品等耗材、承办核酸检测，共产生收入近 3 亿港元，对冲限制性防疫管控措施对其它业务的冲击，营收基本保持原增长水平。从净利润角度看，2018 至 2022 年，公司净利润经历较大波动。2020 年，疫情的冲击给公司业绩发展带来限制，除深圳福田外其它内地医院未实现转亏为盈，且新开昆明与上海两家眼科医院，确认大量筹建费用，造成 625 万港元的净亏损。2022 年，同样受到香港与内地疫情反复的冲击及内地业务亏损的影响，公司归母净利润为负（-2188 万港元）。2023 年上半年疫情恢复，公司净利润实现扭亏为盈（2976 万港元），较 2022 年同期大幅增长 101%，经营能力迅速回到原有水平。

图表 10 公司总营收及增长情况（百万港元）



资料来源：ifind、华安证券研究所

图表 11 公司净利润及增长情况（百万港元）

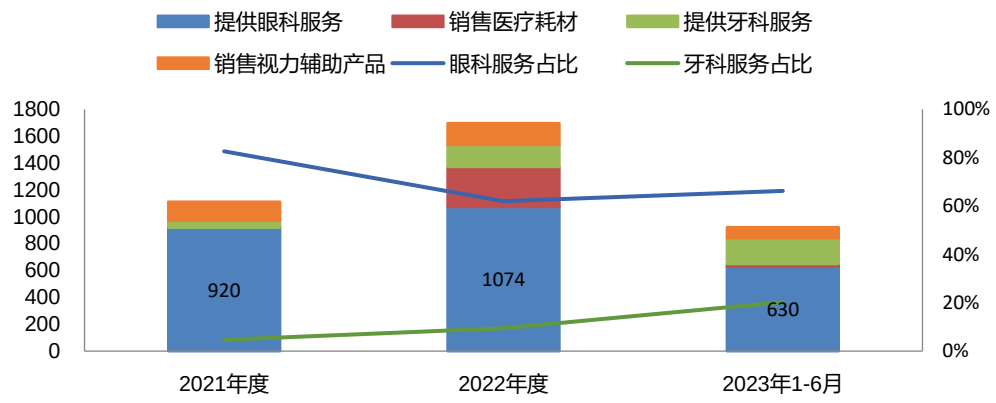


资料来源：ifind、华安证券研究所

收入来源多样，核心业务占比提升。公司收入来源主要分为香港医疗服务、销售医院耗材、内地眼科医疗服务和内地牙科医疗服务四个方面。其中，香港医疗服务包括眼科、牙科、医美整形、肿瘤科等多个专科领域。按医疗业务分类，2021 年

至 2022 年，公司眼科医疗服务收入由 9.2 亿增长至 10.7 亿港元，牙科医疗服务收入从 0.52 亿（包括医美/整形外科、肿瘤科等其它业务）增长至 1.6 亿港元，均实现大幅提升。从 2021 年起，随着公司牙科医疗服务的扩张并购，截至 2023 年 6 月，牙科业务收入占比逐渐提升至 20.27%，眼科业务收入占比先降后增并稳定在 60%以上。公司收入结构稳定，由眼科与牙科构成的核心“双专科”业务占据 80%以上的收入来源。

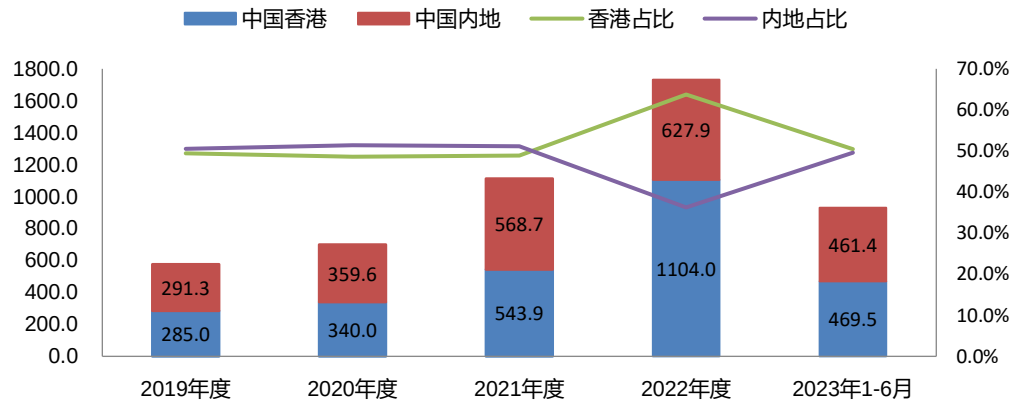
图表 12 公司收入结构（按业务类型 百万港元）



资料来源：ifind、公司年报、华安证券研究所

排除疫情影响，地区收入结构趋于均衡。2019 至 2022 年，公司内地收入从 2.9 亿增长至 6.28 亿港元，CAGR 为 29.18%。同期，公司香港收入从 2.85 亿增长至 11.04 亿港元，CAGR 达到 57.05%，增速超过内地表现，主要原因系 2022 年，北京、上海、深圳等地疫情反复，内地收入增速放缓，而公司在香港开展疫情防控业务部分抵消疫情冲击等。因此，除 2022 年外，希玛眼科在香港与内地的收入占比基本相同，均在 50%左右。2023 年上半年疫情恢复后，香港与内地业务收入占比恢复 1:1。

图表 13 公司收入结构（按地区 百万港元）

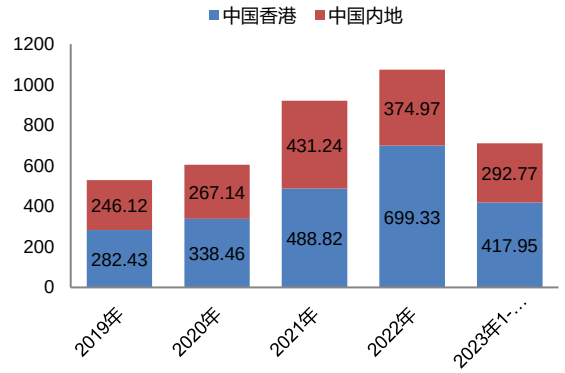


资料来源：ifind、公司年报、华安证券研究所

香港与大陆眼科医疗服务收入持续增长。从分地区眼科业务收入看，从 2019 至

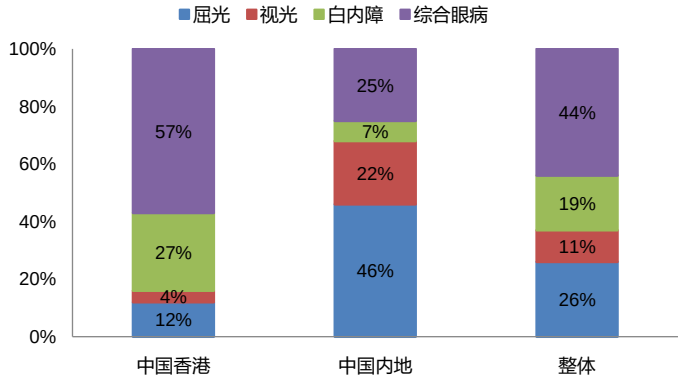
2022 年，香港与大陆眼科医疗服务收入均呈上升趋势，CAGR 分别达到 35.29%与 15.07%。排除疫情影响后，内地眼科业务将持续稳定增长，2023 年上半年眼科收入同比提升 17.5%。北京（2018 年开业）、昆明（2019 年开业）、珠海（2020 年开业）三家医院于 2023 年上半年实现 EBITA 转正。香港眼科医疗以眼病类为主，2023 年上半年白内障与综合眼病医疗共占总体眼科收入比例超过 80%；而内地眼科以视屈光等消费型医疗服务为主，占总体眼科收入比例 68%。**香港与大陆眼科医生资源供给充沛。**截至 2023 年 6 月，公司共有 131 位眼科医生，其中香港 29 位，内地 102 位，擅长项目覆盖眼科医疗多个下属专科领域，满足患者诊疗需求。

图表 14 香港与大陆眼科收入情况



资料来源：ifind、公司年报、华安证券研究所

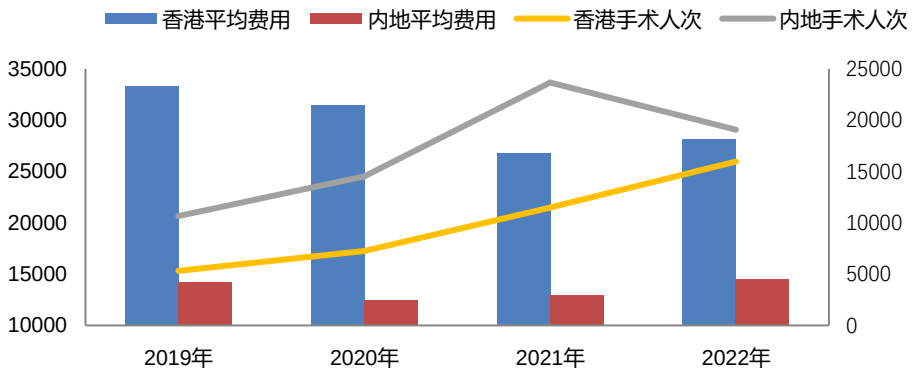
图表 15 香港与大陆眼科医疗项目收入结构



资料来源：公司 2023 年中报、华安证券研究所

公司眼科业务获客能力提高，内地实现量价齐升。从 2019 至 2022 年，公司眼科手术总人次总体呈上升趋势。香港由 5,316 增长至 15,969 人次，CAGR 达到 44.3%，在疫情背景下仍实现上升，受惠于对嘉宾眼科的收购和眼科医生数量的提升，体现公司的精准扩张战略与强大的品牌影响力。内地眼科手术由 10,654 增长至 19,062 人次，CAGR 为 21.4%。虽然 2022 年受疫情影响内地手术量有所下滑，但 2023 年上半年公司实现手术 12,686 台，同比增长 24.7%，基本恢复至疫情前水平。手术平均费用方面，内地眼科手术费用基本保持稳定增长态势，香港则由于手术组合类型的变动，次均费用先降后增。

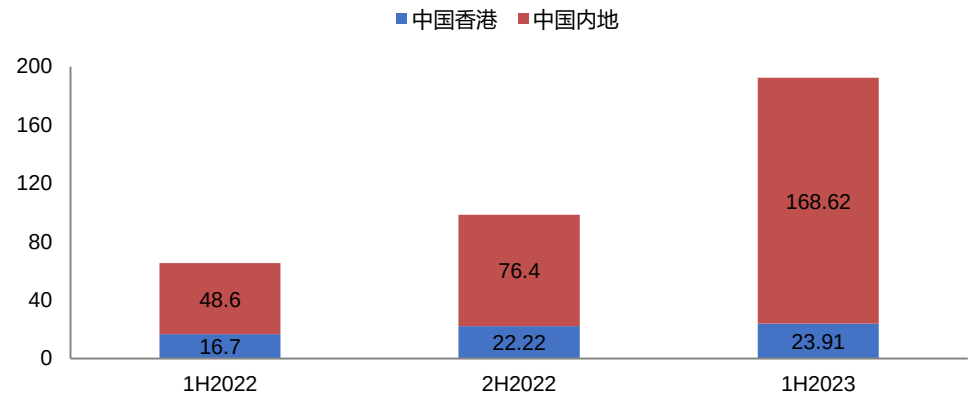
图表 16 公司眼科手术人次与平均费用情况（港元）



资料来源：公司年报、华安证券研究所

牙科业务持续扩张，爱康健贡献主要增长动力。公司近两年进军牙科医疗市场，于 2021 年在香港开展牙科业务，于 2022 年 2 月收购深圳爱康健。从在 2022 年至 2023 年 6 月，香港牙科业务持续稳定增长，从 2022 年上半年的 1670 万增长至 2023 年上半年的 2391 万港元，同比增长 42.9%。同期，特别是疫情消退、港深通关后，内地牙科收入迅速增长，从 2022 年上半年的 4860 万增长至 2023 年上半年的 1.68 亿港元，同比增长 247.2%。截至 2023 年 6 月，深圳希玛爱康健贡献牙科总收入的近 90%。

图表 17 香港与大陆牙科收入情况（百万港元）



资料来源：公司年报、华安证券研究所

牙科品牌效应凸显，就诊量与经营效率齐增。基于希玛集团 10 年来的医疗品牌价值与深圳爱康健经营近 30 年的良好口碑，公司牙科业务就诊量于疫情恢复后迅速提升。2023 年上半年，牙科医疗服务接待患者达到 115,003 人次，增速超过 100%，其中深圳爱康健就诊人次增长 110.6%，为主要增长动力。在医生人效与椅效方面，香港与内地经营表现均有所提升，其中内地业务在原有价格与资源优势的支撑下，受到港深通关政策刺激，增幅分别达到 197.8%与 233.3%。

图表 18 公司牙科接待人次、医生人效与椅效情况

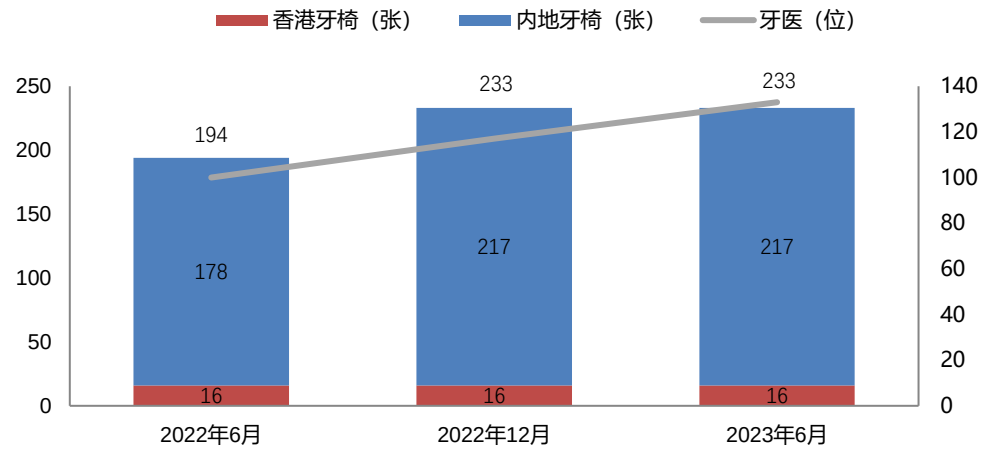
	1H2022	1H2023	增幅
总接待人次（次）	57,352	115,003	100.5%
香港	6,885	8,721	26.7%
内地	50,467	106,282	110.6%
医生人效（人/千元/月）	94	241	156.4%
香港	107	142	32.7%
内地	90	268	197.8%
椅效（张/千元/月）	47	138	193.6%
香港	199	249	25.1%
内地	39	130	233.3%

资料来源：公司业绩会交流材料、华安证券研究所

牙医与牙椅数量提升，牙科医疗供给支撑业务增长。从 2022 年到 2023 年 6 月，公司牙医数量持续增长，从 2022 年 6 月的 194 位增长至 2023 年 6 月的 233 位。

同期，香港地区牙椅数量稳定在 16 张，内地牙椅从 178 张增长至 217 张，增幅与各地区牙科业务收入增长基本匹配。

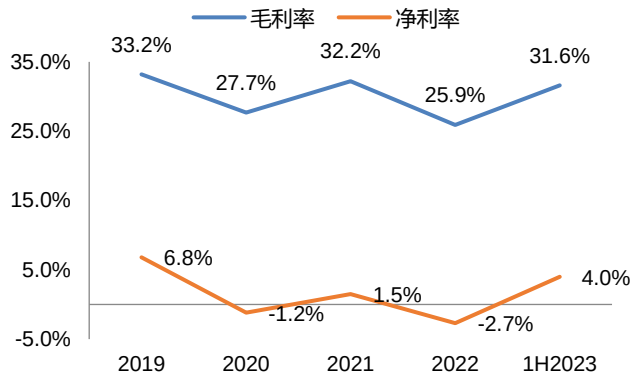
图表 19 公司牙医与牙椅增长情况



资料来源：公司年报、华安证券研究所

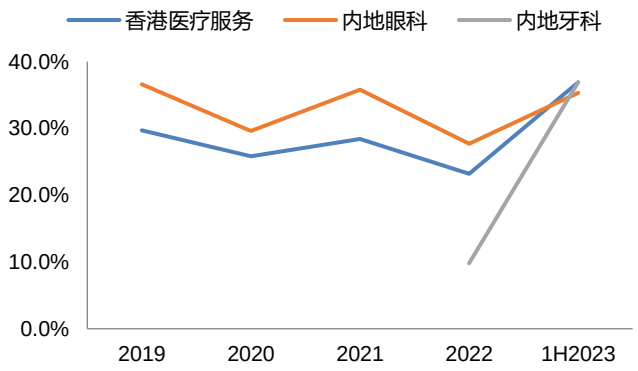
公司盈利能力逐渐恢复，未来持续向好。从集团整体业务看，从 2019 年至 2023 年上半年，公司净利率与毛利率变化趋势基本相同，受疫情影响上下波动。2023 年上半年，公司整体毛利率水平恢复至 31.6%，较去年同期增长 3.7 个百分点，净利率恢复至 4.0%，较去年同期增长 3.5 个百分点，基本恢复至疫情前水平。分业务板块看，从 2019 至 2023 年上半年，公司香港医疗服务（以眼科为主）与内地眼科毛利率变动基本相同，1H2023 分别达到 26.9%与 35.3%，较去年同期分别增长 4 个与 10 个百分点，恢复趋势明显。内地牙科业务方面，公司毛利率迅速从 2022 年全年的 8.5%提高至 36.9%，赴深就医患者的增多推动该模块盈利能力大幅上涨。未来，在大湾区医疗需求居高不下、港深就医条件差距短时间内无法逆转的背景下，公司经营有望持续向好。

图表 20 集团总体毛利率、净利率情况



资料来源：ifind、华安证券研究所

图表 21 公司各业务板块毛利率情况



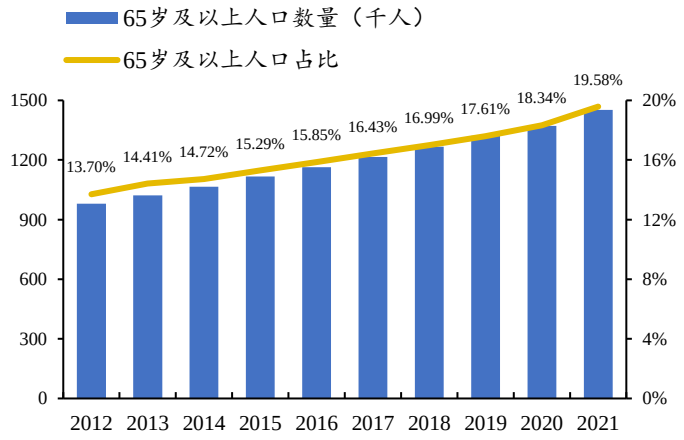
资料来源：公司年报、华安证券研究所

2 大湾区民营眼科与牙科医疗市场增长空间显著

2.1 香港眼科医疗服务供不应求，民营市场快速发展

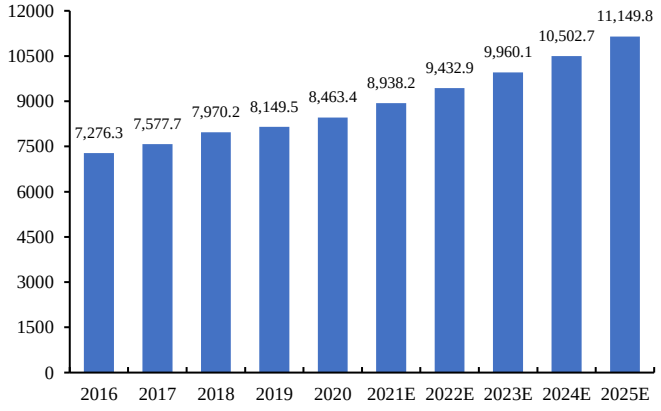
人口老龄化及眼疾发病率不断上升，眼科医疗服务需求持续增长。根据香港卫生署数据，从 2012 至 2021 年香港 65 岁以上人口数量持续增加，占总人口比例由 13.70%提升至 19.58%，从深度老龄化社会迅速恶化至重度老龄化社会。老龄化相关的眼科疾病主要包括屈光不正、白内障及黄斑部退化等，据香港大学 2018 年调查数据显示，香港 70-79 岁人口白内障发病率高达 70%，而香港地区人口结构变化带来老年眼科疾病患病率的大幅增加，随之而来的相关眼病需求也持续扩大。除老年眼疾外，电子产品高频使用与不健康的生活方式使得年轻一代眼科疾病的患病率也有所上升，带动各方面眼科医疗需求增长。根据弗若斯特沙利文统计，从 2016 年到 2020 年，香港眼科医疗服务市场从 72.8 亿港元增长至 84.6 亿港元，年复合增长率达到 3.85%。

图表 22 香港 65 岁及以上人口数量及占比



资料来源：香港卫生署、华安证券研究所

图表 23 香港眼科医疗服务市场规模（百万港元）

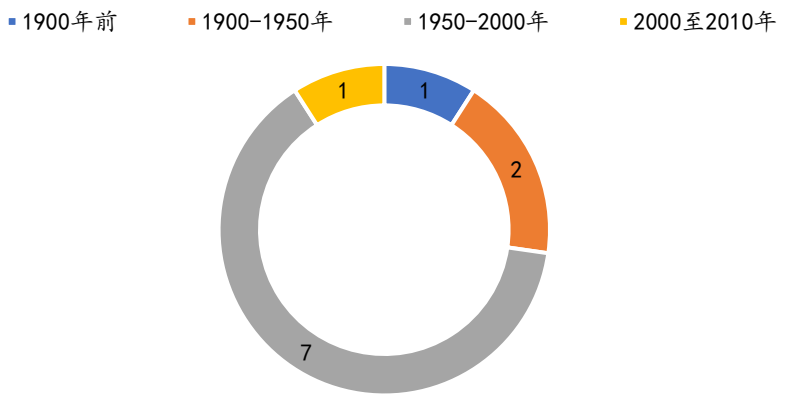


资料来源：Frost & Sullivan、华安证券研究所

眼科医疗服务资源稀缺，准入门槛高。在私营眼科医疗服务领域，机构声誉与医生及视光师资格为重要准入门槛，是机构核心竞争力的来源。根据清晰医疗招股说明书，香港居民偏好眼科服务行业大品牌，通常参考亲友推荐选择知名医生所在机构就诊。因此，眼科医疗服务机构往往需投入较长时间、较多资源以构建品牌价值与客户资源网络。同时，眼科精细化诊疗对专业人员的医疗水平与临床经验提出较高要求。根据清晰医疗招股说明书，目标成为眼科医生的学员通常需进行 1 年的注册前实习及至少 6 年的专科医生督导培训以获得注册资格，而医管局每年仅提供 15 个学员配额，造成眼科医生供给的极度稀缺。从 2016 至 2021 年，香港注册眼科医生人数由 279 名增加至 317 名，年复合增长率 2.6%，远低于整体市场规模增速。

公立眼科医疗市场格局稳定。香港公立眼科医疗机构由香港医院管理局管理，受政府卫生署资助，以非盈利性质为市民提供“全面、可负担、专业”的基本眼部护理及眼疾诊疗服务，如近视、白内障及其它非屈光性眼疾等。截止 2023 年 8 月，香港医管局辖下共有 11 家公立眼科专科门诊诊所，大部分成立于 20 世纪中后期，2010 年来无新增，市场格局渐趋稳定。

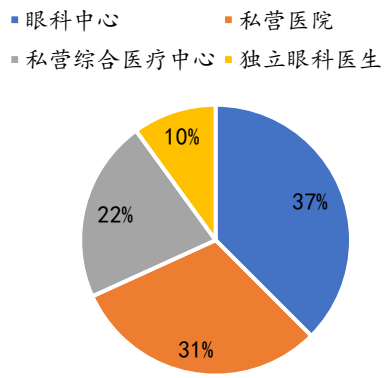
图表 24 香港公立眼科专科门诊诊所成立情况（家）



资料来源：公司招股书、华安证券研究所

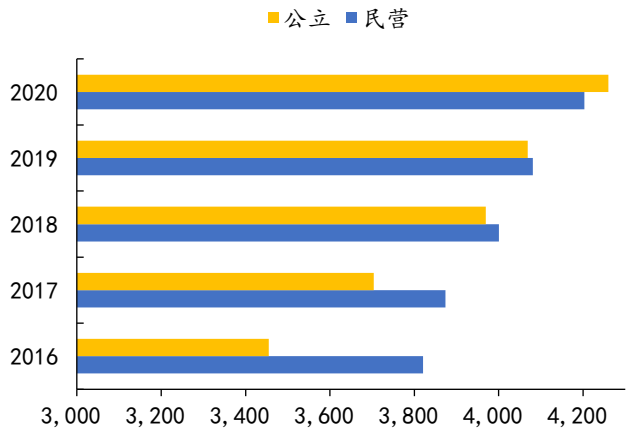
民营参与者逐渐占据主要份额，较公立机构更具发展空间。香港民营眼科医疗机构分为眼科中心、私营医院、私营综合医疗中心与独立眼科医生，主要负责屈光治疗与其它营利性诊疗服务。在 SMILE 等低风险矫正技术创新发展、各年龄段人群屈光不正患病率增加、屈光矫正手术接受程度提高、居民负担医疗开支能力增加等多种因素驱动下，屈光治疗服务市场需求持续增加，带动民营机构市场份额快速提高，于 2020 年超过公立机构。2016-2020 年，香港私营眼科医疗服务市场规模从 3.8 亿港元增长至 8.5 亿港元，年复合增长率达到 5.4%，超过公立医疗市场的两倍。根据弗若斯特沙利文预测，2021-2025 年，民营市场规模将以 6.4%的 CAGR 持续高速增长，而公立医疗市场的 CAGR 将恢复至 4.9%。

图表 25 香港民营眼科市场参与者市场份额情况



资料来源：Frost & Sullivan、华安证券研究所

图表 26 香港民营与公立眼科医疗市场规模（百万港元）



资料来源：Frost & Sullivan、华安证券研究所

希玛眼科凭借丰富的医疗资源与深远的品牌影响力稳居行业领先地位。基于林顺潮医生在眼科界的强大影响力，希玛眼科成立十年已经构建起良好口碑与忠实客户群体，患者满意度高达 98%。疫情爆发期间，希玛眼科降低屈光矫正手术价格，推出二人同行折扣优惠、1 年期无限次检查及转介折扣等优惠政策。在原有品牌基础

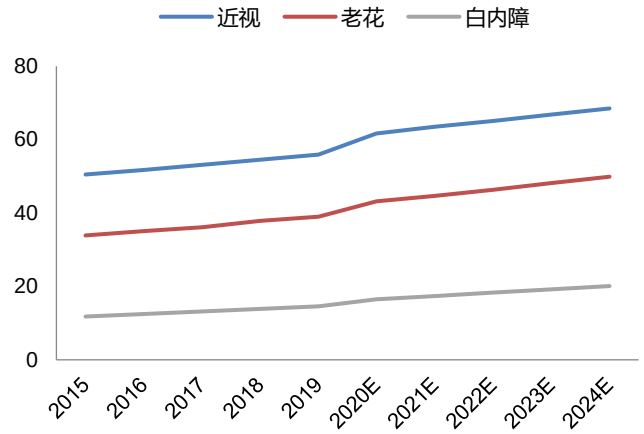
和有效策略的驱动下，公司香港眼科医疗服务收入于 2020 年上半年实现 0.5%的增长，并于 2020 年下半年取得 19.3%的大幅提升。

眼科医生储备方面，截止 2023 年 6 月，香港注册眼科医生共 332 名，公司眼科专科医生共 29 人，占总注册医生人数的 8.7%。公司还与香港中文大学（深圳）、南方医科大学、温州医科大学、深圳职业技术学院等专业院校共同开展人才培育项目，进行教学培养实践，为人才储备的持续扩充提供动力。

2.2 政策支持大湾区眼科医疗持续渗透，未来发展空间广阔

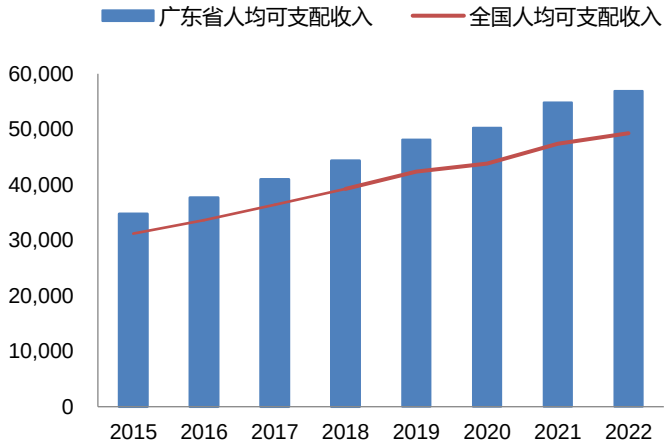
大湾区眼疾患病率持续提高，居民消费能力高于平均水平，眼科医疗服务需求旺盛。大湾区由广东省的 9 个市（广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆）和 2 个特别行政区（香港、澳门）组成。从眼科医疗服务需求端看，据国家卫健委和弗若斯特沙利文统计，广东省眼科疾病每百万人口患病人数持续提升，其中以近视、老花在内的屈光不正发病率最高。从 2015 至 2022 年，广东省人均可支配收入水平逐年提高且整体高于全国平均水平，居民消费能力较强，且大湾区内的广东城市均为省内较发达城市，居民医疗服务消费水平更高。

图表 27 广东省眼科疾病每百万人口患病人数（%）



资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、华安证券研究所

图表 28 广东省人均可支配收入情况（元）



资料来源：ifind、华安证券研究所

民营医疗机构发展乘借政策东风。国家人大及政府各部门颁布多项法律政策鼓励社会资本进入医疗服务领域，同时在青少年近视控制、老年白内障与屈光治疗覆盖率等方面制定发展规划，支持消费型眼科医疗服务发展。

图表 29 政策支持民营眼科医疗服务机构发展

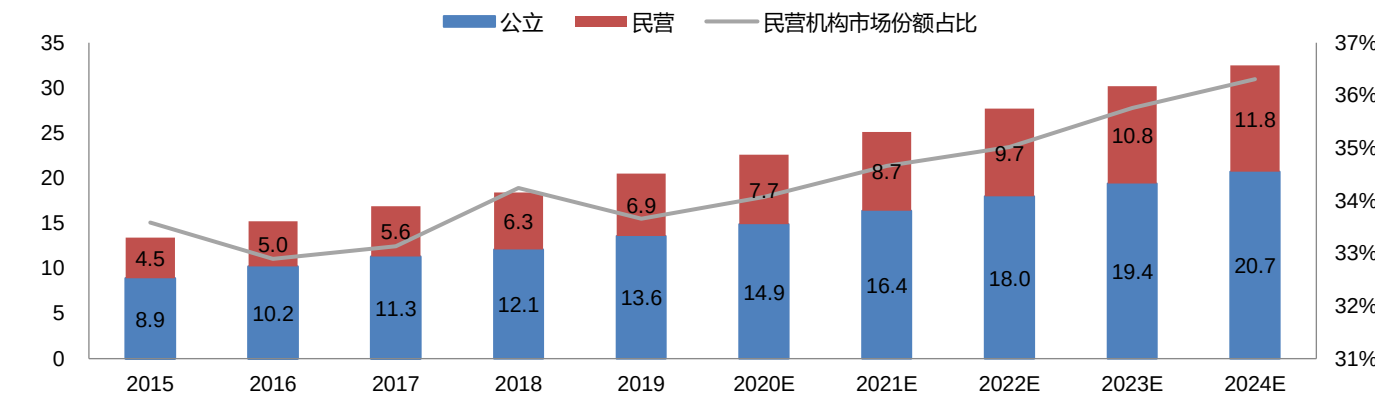
政策方向	政策名称	发布部门	发布时间	主要内容
眼科医疗发展规划	《“十四五”全国眼健康规划》	国家卫健委	2022 年	明确提出我国眼科健康 2025 目标：0-6 岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达到 90%以上；老年白内障全国 CSR 达到 3500 以上；提高有效屈光不正矫正覆盖率

	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021-2025 年)》	国家卫健委等十五部门	2021 年	提升专业指导和矫正质量，发挥医院专业优势，不断提高眼健康服务能力
	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	2021 年	加快建设分级诊疗体系，积极发展医疗联合体；支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所
	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	国务院	2021 年	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展；推进医疗联合体建设，社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团
鼓励民营医疗机构发展	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	全国人大	2020 年	国家鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作。
	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	国家发改委	2019 年	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科等专科领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	国务院	2015 年	进一步放宽准入；拓宽投融资渠道；推动医师多点执业；将社会办医纳入医保定点范围等

资料来源：中国政府网、中国人大网、华安证券研究所

在需求端增长与法律政策的共同作用下，民营机构市场份额迅速提升。2015 至 2019 年，大湾区民营眼科医疗机构市场份额以 11.1%的 CAGR 增长，占市场份额比例总体呈上升趋势。据弗若斯特沙利文预测，未来民营眼科市场将以超过 11%的 CAGR 持续增长，所占份额将持续稳定提升。

图表 30 大湾区眼科医疗服务市场情况（十亿元）

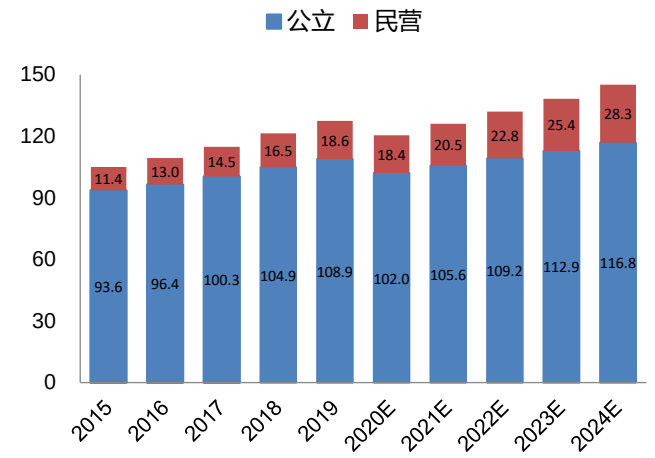


资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、华安证券研究所

眼科医疗服务供给随需求上升，民营机构增速超过公立。眼科医疗服务分为消费型与基础型。消费型眼科服务主要包括近视防控、屈光矫正等，不纳入医保；基础型眼科服务指白内障、眼表疾病、眼底疾病等基本眼疾的诊断和治疗，大部分为医保覆盖。公立医院因成本控制问题无法提供用于屈光矫正治疗的高精尖设备与高成本消耗品，民营机构因自身的牟利性与融资的灵活性大量投入消费型眼科医疗服务

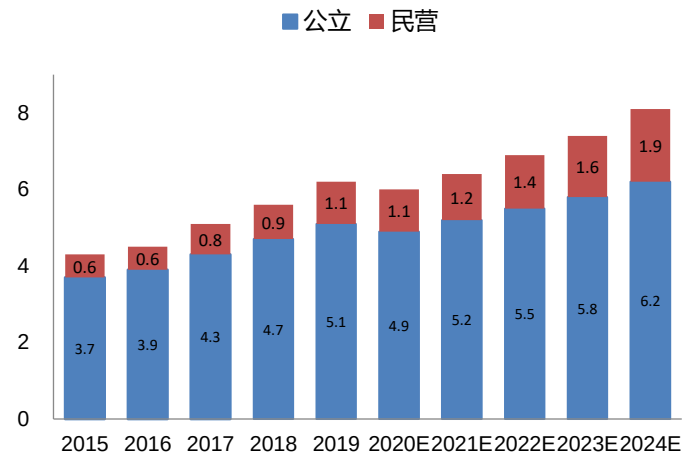
领域。在屈光不正患病率持续提高的背景下，以提供相关消费型医疗服务为主的民营眼科供给顺势上升，医院数量、门诊量与住院病人人数高速增长。2015 到 2019 年，在公立眼科医院数量减少的同时，民营眼科医院从 297 家增长至 890 家，CAGR 达到 22.4%。同期内，民营医院门诊量从 1140 万增长至 1860 万，CAGR 为 13.0%，住院病人人数从 60 万增长至 110 万，CAGR 达到 18.5%，增速远超公立机构。

图表 31 中国眼科医疗服务门诊量（百万）



资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、华安证券研究所

图表 32 中国眼科医疗服务住院病人人数（百万）



资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、华安证券研究所

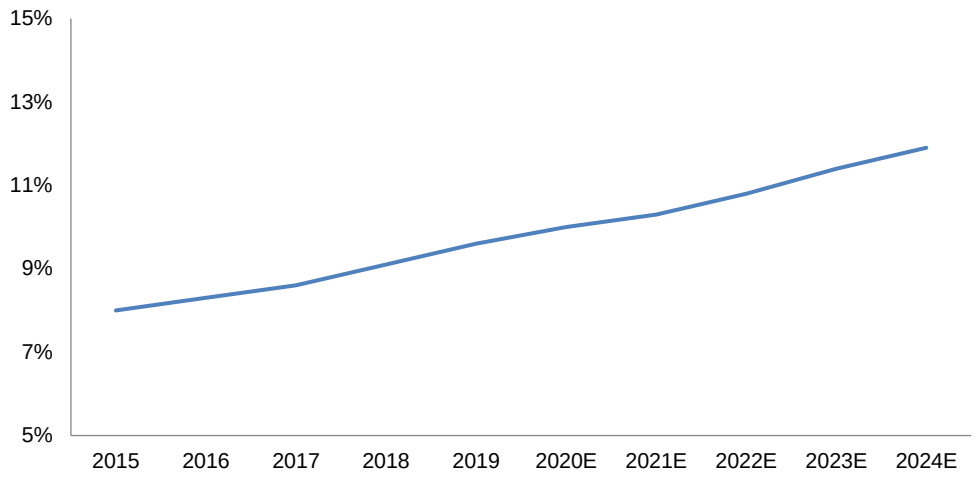
中国眼科医疗服务渗透率持续提升，大湾区未来增长空间巨大。中国眼科医疗服务渗透率近年来稳步发展，从 2015 年的 8.0%增长至 2019 年的 9.6%。未来，随着医疗服务消费性支出增加、眼疾患病率上升、居民健康观念增强，渗透率将不断提高，预计于 2024 年达到 11.9%。根据广东省卫健委数据，珠三角 9 个地级市中，有 4 个每百万人口眼科医疗机构（可开展手术）数量不超过 1，最高的广州市仅为 1.65，整体低于美国（2.0）、英国（4.1）等发达国家水平，未来增长潜力强劲。

图表 33 珠三角九市每百万人口眼科医疗机构情况

	合计	眼科医院	眼科诊所	眼科门诊部	总人口（百万人）	每百万人眼科医疗机构数量（可开展手术）
深圳	77	9	57	11	17.68	1.13
广州	64	5	33	26	18.81	1.65
珠海	7	2	4	1	2.47	1.21
佛山	21	7	11	3	9.61	1.04
惠州	19	4	11	4	6.07	1.32
东莞	18	5	9	4	10.54	0.85
中山	6	2	3	1	4.47	0.67
江门	10	4	6	0	4.84	0.83
肇庆	8	3	5	0	4.13	0.73

资料来源：广东省卫健委、华安证券研究所

图表 34 中国眼科医疗服务市场渗透率情况



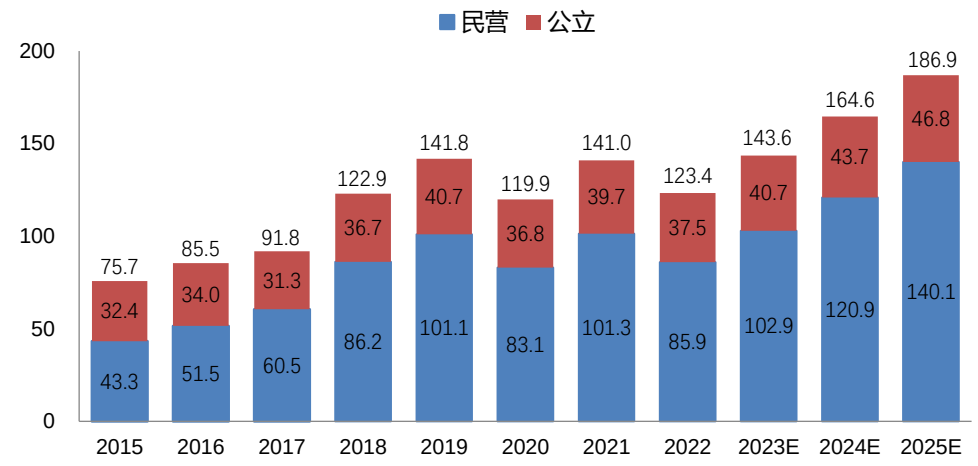
资料来源：清晰医疗招股说明书、华安证券研究所

2.3 口腔医疗资源地域不均，希玛把握机遇打造竞争优势

多因素驱动口腔医疗市场持续增长。随着居民可支配收入增长、人口老龄化加剧与公众健康意识提高，我国口腔医疗服务市场需求不断增长。从 2015 至 2020 年，我国口腔医疗服务市场规模从 757 亿元增长至 1199 亿元，CAGR 达到 9.6%。疫情恢复后，市场预计以 19.9%的增速高速扩张，并于 2025 年达到近 2000 亿元。

民营提供商占据主要份额，增速远超公立提供商。我国公立口腔医疗机构主要包括口腔医院及设有口腔科的综合医院，以标准化价格提供全面多元的口腔治疗服务。但由于资本要求较高、受到监管力度较大，公立机构供给增长较为缓慢，需要民营机构补充供给缺口。民营诊所则以多种业务模式针对不同市场提供普通口腔疾病治疗、美容及慢性病保健项目及其它个性化客户服务。在口腔医疗逐渐由疾病驱动转型为健康驱动的背景下，以定制化、私人化为特点的中高端口腔医疗服务需求增加，提供该类型服务的民营机构乘势而上。2015 至 2022 年，我国民营口腔市场占据主要份额，以 10.3%的 CAGR 快速发展，超过公立机构(2.1%)表现。

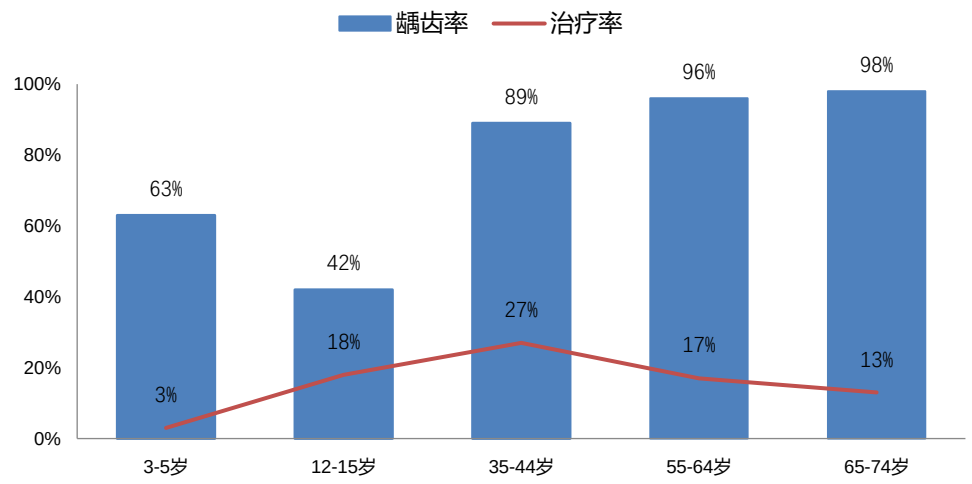
图表 35 中国口腔医疗服务市场规模（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、华安证券研究所

口腔疾病治疗率低，市场未来发展潜力大。以龋齿治疗为例，据 2017 年《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，除 12-15 岁外，我国各年龄段龋齿患病率超过 50%，但患者治疗率均不超过 30%，口腔疾病治疗渗透率有较大提升空间。

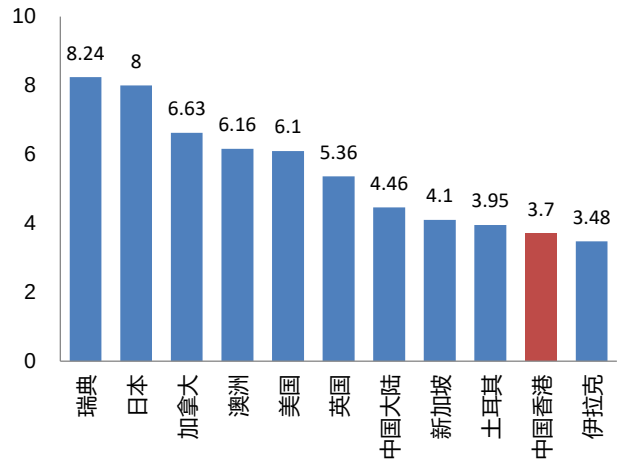
图表 36 中国各年龄段龋齿率、治疗率情况（非等比例）



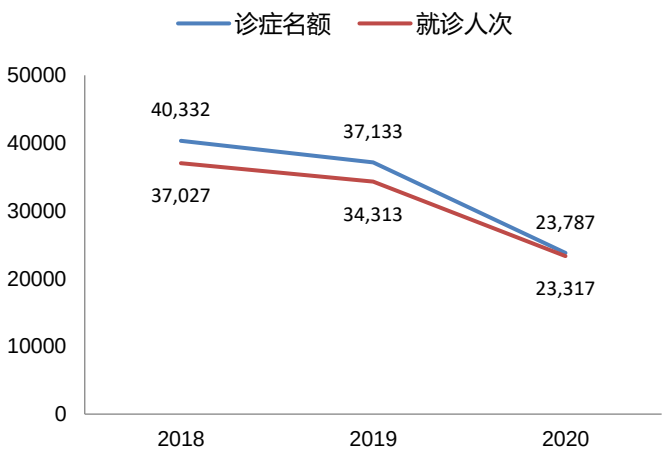
资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》、华安证券研究所

香港牙科资源供给不足，与大陆价差较大。医生方面，香港从业牙医数量少，且增长缓慢。据香港医管局统计，从 2016 至 2021 年，香港牙医数量从 2441 名增加至 2706 名，平均每年新增约 50 名。截至 2022 年，香港共有普通科牙医 2441 名、专科牙医 310 名，每一万人口拥有约 3.7 名牙医。根据世卫组织数据，香港每一万人口牙医数量远低于发达国家与中国内地，与经济发展水平不符。机构方面，香港口腔科医疗服务主要由 51 间民营机构提供。除 2 家公立医院外，政府在 7 间公立医院为少数合资病人提供口腔颌面外科及牙科专科诊治，在 11 间牙科诊所提供止痛和拔牙接诊~~街诊~~服务。根据香港卫生署统计，疫情前政府牙科诊所接诊~~街政~~服务的诊症名额与就诊人次均逐年下降，2022 年每间诊所每周只有十余个名额，供不应求。

图表 37 各地区每一万人口牙医数量情况



图表 38 疫情前政府牙科诊所接诊~~街症~~服务情况



资料来源：香港牙医管理委员会、世卫组织、华安证券研究所　资料来源：香港卫生署、华安证券研究所

诊疗价格方面，对比香港菲腊牙科医院与中国大陆民营口腔医疗服务集团瑞尔集团旗下瑞尔齿科、瑞泰口腔的价目表，香港口腔科各项服务价格远超大陆。

图表 39 香港口腔科医疗服务价格远超大陆

治疗项目	菲腊牙科医院	瑞尔齿科	瑞泰口腔
牙冠（每颗牙）	$7,700 - $12,000	3500 - 12,000 元	500 - 8,000 元
补牙（每颗牙）	$900 - $3,000	500 - 5,500 元	200 - 3,500 元
根管治疗（每颗牙）	$6,600 - $25,000 (每颗牙)	500 - 6,000 元（每根管）	300 - 4,500 元（每根管）
使用常规金属托架及金属丝的正畸/固定式单列牙箍	$35,000 - $50,000	30,000 - 55,000 元	25,000 - 35,000 元
使用隐形牙套的正畸/隐而美（单列透明活动式塑胶牙箍）	$45,000 - $50,000	40,000 - 65,000 元	25,000 - 50,000 元
植牙（每颗牙）	$17,600 - $35,000	15,000 - 36,000 元	4,000 - 25,000 元

资料来源：瑞尔招股说明书、菲腊牙科医院官网、华安证券研究所

综合多种因素，大量香港患者赴深就医，公司牙科业务乘势发展。深圳爱康健多个牙科门诊位于港深口岸附近，为来深患者就医提供便利。疫情前，深圳爱康健接待香港患者占比达到 60%。2023 年上半年，公司牙科业务就诊量超过 11.5 万人次，其中有近 5 万人次为在深圳接受牙科服务的香港患者。

图表 40 深圳爱康健多个门诊位于口岸

口岸名称	医院/诊所
福田口岸	李川口腔诊所
	王琦口腔诊所
罗湖口岸	深圳爱康健口腔医院
	富康口腔门诊部
	康辉口腔门诊部
	颜丽口腔诊所
	恒洁口腔门诊部

资料来源：公司官网、华安证券研究所

3 多维度拆解公司竞争优势

3.1 立足港资背景，乘上政策顺风车

公司旗下多家医院获批“港澳药械通”资质，医疗创新技术与国际接轨。2020 年 11 月，国家市场监管总局、国家药监局等 8 部门联合发布《粤港澳大湾区药品医疗器械监管创新发展工作方案》，提出允许临床急需、已在港澳上市的药品，以及临床急需、港澳公立医院已采购使用、具有临床应用先进性的医疗器械，经广东省人民政府批准后，在粤港澳大湾区内地 9 市符合条件的医疗机构使用。2022 年 1 月至 7 月，该方案于香港大学深圳医院进行试点，在取得阶段性进展后逐步扩展至其他符合要求的指定医疗机构。2021 年 8 月，广东省卫健委审核确定 5 家首批内地指定医

疗机构，公司旗下珠海希玛医院入选第一批名单，为其中唯一一家眼科专科医院。2023 年 2 月，广东省卫健委发布第二批“港澳药械通”制定医疗机构名单，共 14 家获批机构中，深圳福田希玛、广州希玛双双入选。截至目前，公司旗下共有 3 家眼科医院入选该名单。

港澳地区药品监管政策较早与国际接轨，在临床试验、进口监管和上市后监管方面遵循人用药品注册技术要求国际协调会议（ICH）准则，对全球创新药物的监管流程较为灵活，因此“港澳药械通”政策为全球创新医药产品进入中国内地市场创造了更宽松的条件。

图表 41 希玛集团旗下 3 家眼科医院入选“港澳药械通”名单

批次	序号	医院名称
第一批（2021 年 8 月）	1	**珠海希玛林顺潮眼科医院**
	2	广州现代医院
	3	广州和睦家医院
	4	香港大学深圳医院
	5	中山陈星海医院
第二批（2023 年 2 月）	1	**深圳希玛林顺潮眼科医院**
	2	**广州希玛林顺潮眼科医院**
	3	南方医科大学南方医院
	4	广东省人民医院
	5	广州市第一人民医院南沙医院
	6	中山大学附属第一医院
	7	广东祈福医院
	8	深圳市前海蛇口自贸区医院
	9	深圳禾正医院
	10	中山大学孙逸仙纪念馆
	11	珠海市人民医院（横琴园区）
	12	佛山复星禅诚医院
	13	东莞松山湖东华医院
	14	东莞光明眼科医院

资料来源：广东药监、华安证券研究所

截至 2023 年 9 月 7 日，通过“港澳药械通”政策已累计批准临床急需进口港澳药品 26 个（83 个批次）、医疗器械 17 个（21 个批次），覆盖广州、深圳、佛山、珠海、中山、东莞 6 个城市，惠及患者共 2501 人次。引入药械覆盖癌症治疗、抗免疫治疗、抗癫痫治疗、慢阻肺治疗、心血管疾病治疗、脊柱矫正、眼底病治疗等多个医疗领域，填补多项国内诊疗空白。截至目前，希玛集团旗下医院通过“港澳药械通”共获批使用三种医疗药械。

图表 42 希玛集团旗下医院获批使用的港澳药品医疗器械

批次	序号	药械名称	进口使用医疗机构
第二批	1	布西珠单抗	珠海希玛（深圳福田希玛、广州希玛陆续引进）
第三批	1	眼科手术用亮蓝 G 蓝域染色剂	珠海希玛
	2	台盼蓝晶状体前囊膜染色液	珠海希玛

资料来源：广东药监、公司微信公众号、华安证券研究所

2022 年 2 月 9 日，用于治疗年龄相关性黄斑变性的诺华新药“布西珠单抗 Beovu”获批在珠海希玛使用。根据希玛眼科集团，目前我国有各类眼底病患者超过 3000 万，眼底病成为主要致盲眼病，每年有新增超过 300 万的眼底病患者到医院进行诊疗，但现有诊疗与治疗手段难以充分满足患者需求，正确治疗率不足 10%。Beovu 于 2019 年在美国上市应用，是目前全国唯一获批可在负荷期后每三个月注射一次的抗血管内皮生长隐私药物，在针对湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）和糖尿病黄斑水肿（DME）治疗中有着独特表现。2022 年 3 月 27 日，林顺潮教授团队在珠海希玛医院完成内地首针眼底创新药“布西珠单抗 Beovu”注射。2022 年 8 月 14 日，由富有临床经验和影响力的眼科专家组成布西珠单抗创新药物临床实践专家顾问团正式成立，大湾区眼底直通车项目同步开启报名，将为 100 位评估适用“布西珠单抗”的患者提供费用减免福利，帮助患者减轻治疗中的经济负担。2023 年 7 月 21 日，“布西珠单抗 Beovu”顺利在深圳福田希玛、广州希玛医院完成交接。

2022 年 7 月 7 日，广东药监局发布第三批粤港澳大湾区内地临床急需进口港澳药品医疗器械目录，眼科手术用亮蓝 G 蓝域染色剂（ILM-BLUE）与台盼蓝晶状体前囊膜染色液（Vision Blue）2 种眼科使用的医疗器械获批在珠海希玛医院使用。这两种专门用于玻璃体-视网膜手术的染色剂可使透明内界膜（ILM）可视化，提升复杂视网膜手术和白内障手术的撕膜安全性和有效性，填补国内这一领域空白。2022 年 10 月 23 日，ILM-BLUE 眼科手术用亮蓝 G 蓝域染色剂首例手术应用发布会在珠海举行。

图表 43 大湾区眼底直通车项目福利细则

布西珠单抗（商品名：倍优适®）项目中药品权益相关规则：

	第1针	第2针	第3针	第4针	第5针	第6针
参考价	9800元	9800元	9800元	9800元	9800元	9800元
项目用药福利价	4900元	4900元	4900元	4900元	4900元	4900元
用药福利申请机会	1次	1次	1次	1次	1次	1次

资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 44 ILM-BLUE 首例手术应用发布会

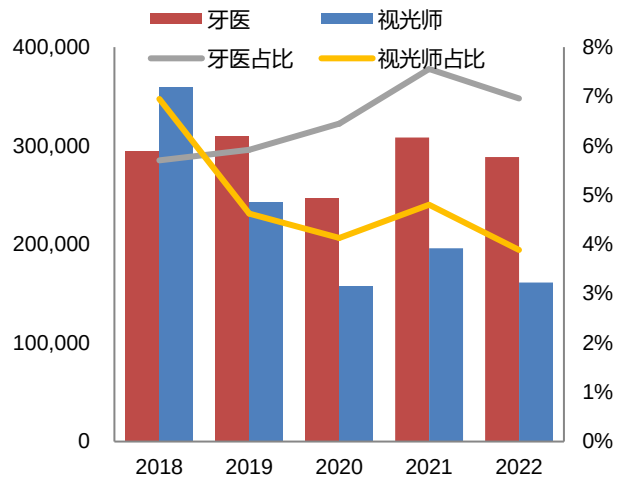
资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

长者医疗券助力香港业务扩张，未来有望覆盖希玛集团。针对香港的人口老龄化与医疗系统不胜负荷问题，香港特区政府于 2009 年推出长者医疗券计划，每名年满 65 岁并持有有效中国香港身份证或中国香港特别行政区政府入境事务处发出的《豁免登记证明书》的香港长者每年可获发 2000 港元医疗券（可累计上限为 8000 港元），用于支付私营诊所或医疗机构的费用。香港政府于 2015 年 10 月 6 日推行香港大学深圳医院试点计划，合资格长者可以使用医疗券支付港大深圳医院指定诊

疗中心或科室门诊的医疗护理服务费用。该试点于 2019 年 6 月 26 起常态化。根据广东卫生在线，截至 2023 年 3 月，香港大学深圳医院已服务香港长者 6.2 万人次。

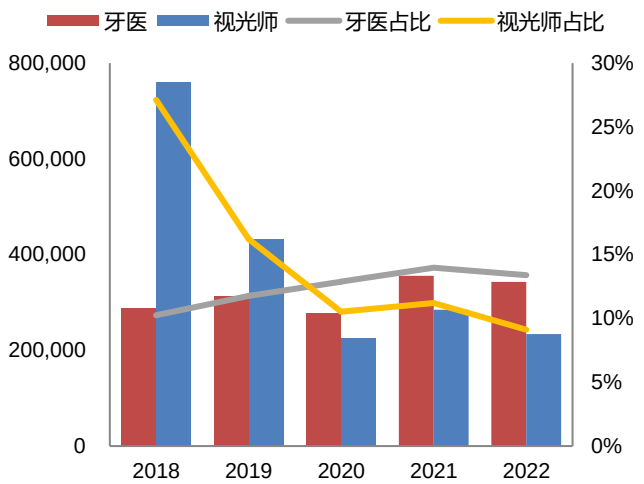
根据香港立法会文件统计，截至 2023 年 5 月底，超过 11,600 名香港医疗服务提供者已登记参与医疗券计划，近 156 名长者（约占合资格长者人口的 97%）曾使用服务。从 2018 至 2022 年，香港眼科、牙科医疗券申领交易宗数分别占总数的 4%-7%和 6%-8%，但申领金额分别占总金额的 10%-25%和 10%-15%，平均每宗医疗券申领交易在各医疗分类中处于较高水平，分别为 1645 港元与 1089 港元（视光服务医疗券金额每两年不能超过 2000 港元）。

图表 45 眼科、牙科医疗券申领交易宗数（不包括港大深圳医院）



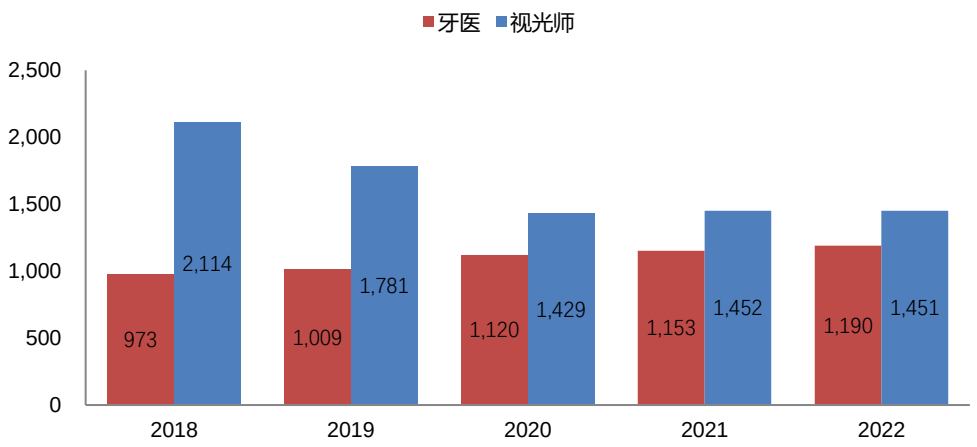
资料来源：香港立法会文件、华安证券研究所

图表 46 眼科、牙科医疗券申领金额（千港元）（不包括港大深圳医院）



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 47 眼科、牙科医疗券申领交易平均金额（港元）（不包括港大深圳医院）



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》、华安证券研究所

在《2022 年施政报告》中，香港特区政府提出优化长者医疗券计划，包括扩大适用医疗领域、容许配偶共用医疗券、推行医疗券奖赏先导计划、扩大医疗券适用

范围至港大深圳医院的外设医疗机构或其它内地大湾区医疗机构。在该倡议下，2023年4月17日起，长者医疗券试点计划在内地扩大适用范围，新增香港大学深圳医院荔枝苑社康服务中心（位于深圳龙岗）。未来，内地大湾区更多管理模式及医疗水平符合条件，并能与香港接轨的医疗机构将被纳入考量。希玛眼科作为港资医疗集团，旗下医院的诊疗水平与品牌影响力在大湾区名列前茅，有望成为第一批取得认可接受香港长者医疗券的民营港资医疗机构。

3.2 深圳福田医院为内地版图扩张提供增长范本

五年时间深耕福田希玛，盈利收入迅速提升。公司成立&扩张情况，财务表现。

内地其它眼科医院持续增长，有望很快实现由亏转盈。除福田希玛外，公司在内地共有10家医院（包括福田希玛门诊与佛山希玛医院），其中昆明希玛、上海希玛、珠海希玛为收购门店，其余为自建门店。

北京希玛自2018年开业起，逐步打造以“眼底病专科”为特色的全面诊疗体系。除2020与2022年受到疫情影响，年收入基本呈增长趋势，2023年1-6月营业收入达到0.49亿港元，排除汇率影响较去年同期增长77.7%。北京医院还于2022年1月获批成为医保定点医疗机构，患者群体有望持续扩大。同年成立的深圳宝安希玛于2020年实现仅亏损310万港元，并由门诊部升级为眼科医院。疫情恢复后，深圳宝安医院迅速扩张，2023年上半年收入0.26亿港元，排除汇率影响增速达到120.2%。昆明、上海、珠海三家医院基于原有运营基础，于收购后开业第一年分别实现收入1060万、820万、220万港元，2023年上半年收入分别提高20.8%、37.1%、26.8%，恢复疫情前的稳定增长态势。其中珠海希玛于2021年8月成为5家第一批“港澳药械通”指定医院之一，引入国际创新药械，支持诊疗能力提升，吸引大量疑难病症患者。惠州、福州（门诊）、广州、揭阳4家医院均建于疫情期间，开业第一年分别实现收入680万、630万、1140万、210万港元，业绩表现良好。同时，广州希玛与揭阳希玛分别于2022年10月、2023年5月通过审查，成为市医保定点机构。

图表48 公司其它旗下内地眼科医院收入情况（百万港元）

医院地点	开业时间		2018	2019	2020	2021	2022	1H2023
北京	2018年1月	收入	31.7	52.6	49.9	97.8	59.9	48.9
		利润	-23.2	-13.0	-23.5			
深圳宝安	2018年11月	收入		10.7	34.3			25.5
		利润	-3.8	-7.0	-3.1			
昆明	2019年6月	收入	-	10.6	35.0	61.8	60.6	34.9
		利润	-	-11.6	-9.3	-8.6		
上海	2019年11月	收入	-	8.2	50.8	65.5	49.7	26.8
		利润	-	-8.1	-18.7			
珠海	2020年12月	收入	-	-	2.2	24.9	37.2	20.7
		利润	-	-	-5.7			
惠州	2021年3月	收入	-	-	-	6.8	13.9	6.5
		利润	-	-	-	-12.8		
福州（门诊）	2021年12月	收入	-	-	-	-	6.3	3.7
		利润	-	-	-	-		
广州	2022年4月	收入	-	-	-	-	11.4	10.8

		利润	-	-	-	-		
揭阳	2022 年 8 月	收入	-	-	-	-	2.1	3.5
		利润	-	-	-	-		

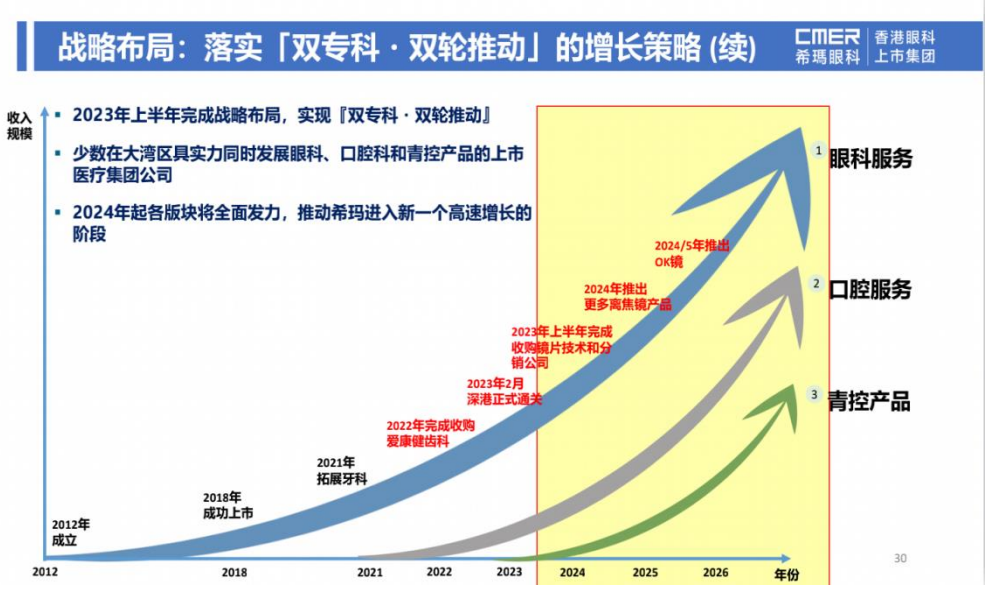
资料来源：广东药监、华安证券研究所

根据公司业绩会的交流信息，公司新开医院的培育期一般为三年，受到疫情影响有所延长。2023 年上半年，北京、昆明、珠海三家医院在开业 3-5 年后实现 EBITA 转正，基本符合公司整体预期。疫情恢复后，公司预计于 2024 年实现大部分发展中医院盈亏平衡，逐步于全部医院实现盈利。

3.3 “眼科+口腔”“服务+产品”双专科·双轮战略驱动增长

公司打造特色医疗生态圈，布局“双专科·双轮推动”战略。希玛集团于 2021 年起陆续在香港、大陆进行口腔科医疗服务布局，并从 2023 年起以眼科产业链上游青少年近视防控产品作为重要发展领域。根据规划，公司将分阶段进行多业务线条战略布局，预计于 2024 年开始“眼科服务+口腔服务”双专科和“医疗服务+青控产品”双轮全面发力，推动希玛进入新的高速增长阶段。

图表 49 公司布局“双专科·双轮推动”战略

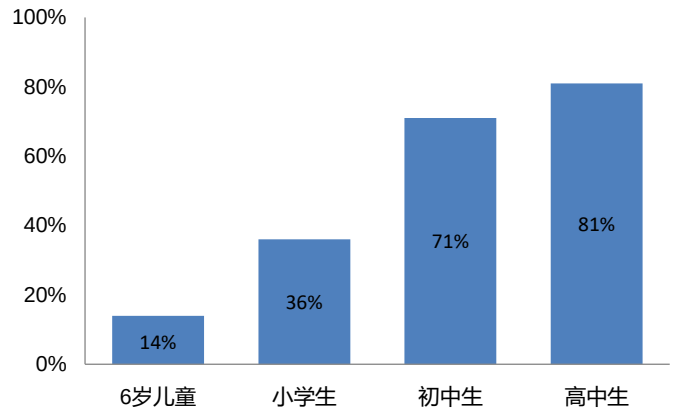


资料来源：公司业绩会材料、华安证券研究所

专注双科需求，发挥眼科牙科协同效应。公司专注发展对双专科均有需求的病人群体，核心业务直接受惠于眼科和牙科两个庞大、高速增长且消费性质强烈的医疗市场。其中，青少年与老年人为公司两大重要目标群体。在青少年群体中，以近视为代表的眼科疾病发病率较高，根据 2020 年卫健委数据，6 岁儿童、小学生、初中生、高中生的近视患病率分别为 14%、36%、71%和 81%，屈光矫正等眼科诊疗需求较高。常见的青少年口腔疾病有龋齿、牙髓病和牙周疾病、牙周组织疾病和口腔黏膜疾病、牙齿外伤和牙齿发育异常。根据卫生部（现卫生计生委）第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，以 12-15 岁群体为代表的青少年口腔疾病患病率呈上

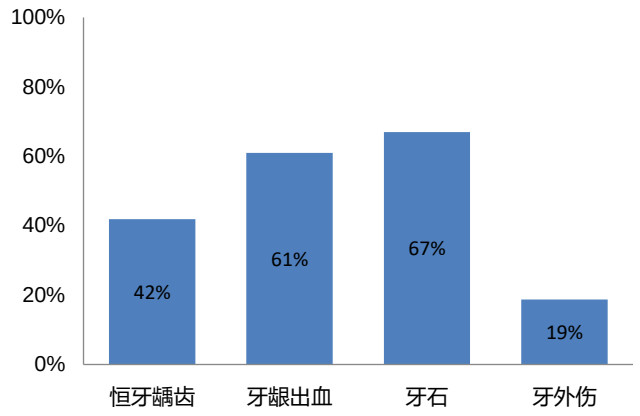
升趋势，恒牙龋齿率、牙龈出血率、牙石患病率、牙外伤患病率分为别 42%、61%、67%和 19%。在老年群体中，以 65-74 岁为例，龋齿、跟面龋、牙周疾病、牙石、牙龈出血等口腔问题的患病率均达 60%以上，据中华医学会眼科学分会统计，我国 60 岁以上人群白内障发病率约为 80%，52 岁及以上群体老花眼的发病率接近 100%。在青少年与老年人眼科、牙科患病率较高的背景下，双专科诊疗需求旺盛。

图表 50 2020 年中国各年龄段青少年近视率情况



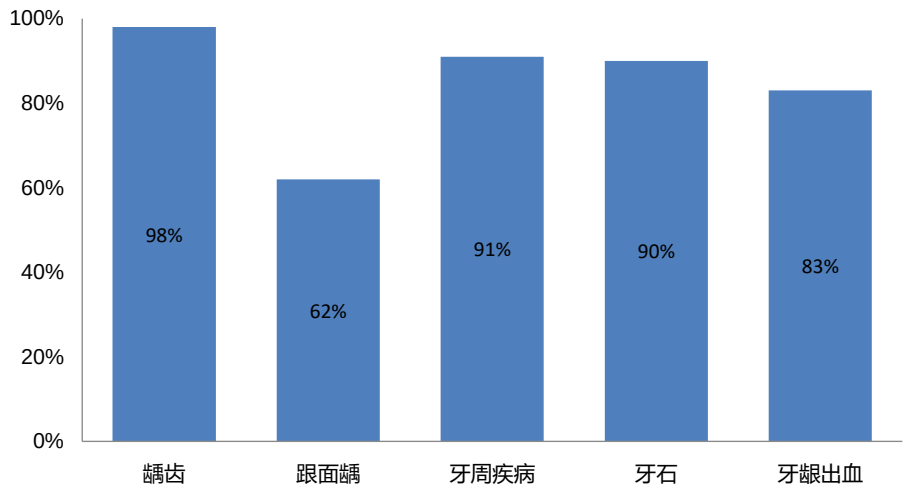
资料来源：国家卫健委、华安证券研究所

图表 51 中国青少年（12-15 岁）口腔疾病患病情况



资料来源：第四次全国口腔健康流行病学调查，华安证券研究所

图表 52 中国老年人（65 岁-74 岁）口腔疾病患病情况



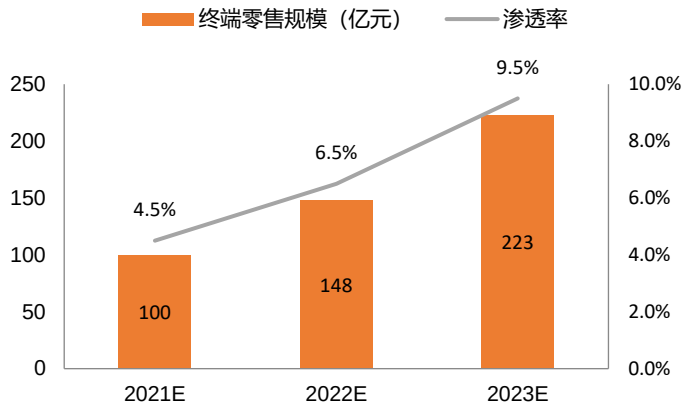
资料来源：第四次全国口腔健康流行病学调查、华安证券研究所

目前，公司已经在深圳进行眼科和口腔科布局，成为当地最大民营医疗机构之一。有眼科与牙科医疗需求的就诊患者在希玛内部完成双科疾病的诊疗，既为患者提供就医便利、节约信息搜集成本，又可以共享获客渠道，提升公司客户粘性与品牌号召力。未来，公司将以深圳模式为示范，在大湾区其他城市陆续开设口腔科医疗机构，在病人渠道和影响力方面创造双科协同效应。

公司加快布局青控产品，创造上游业务增长点。根据国家卫健委发布的《中国眼健康白皮书》数据，2018 至 2020 年全国儿童青少年总体近视率分别为 53.6%、50.2%、52.7%。在青少年近视患病率提高、家长消费能力增强、眼健康意识提高的

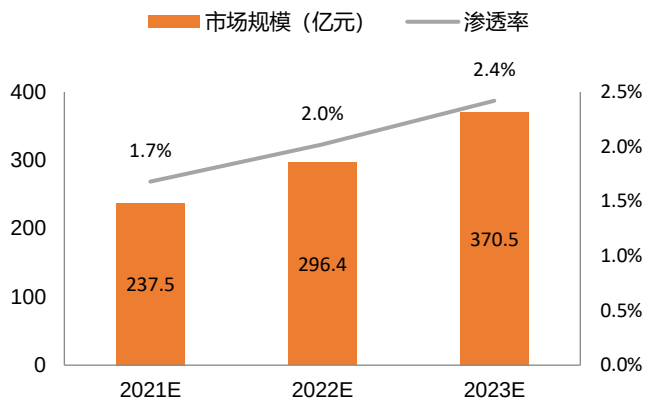
背景下，青年近视防控产品市场存在较大增长空间。据东吴证券研报测算，从 2021 至 2023 年，离焦镜终端零售市场规模预计从 100 亿元增长至 223 亿元，CAGR 将达到 49.3%，同时离焦镜市场渗透率将逐步提升至 9.5%。根据中信证券研报，同期内中国 OK 镜市场规模预计从 237.5 亿元增长至 370.5 亿元，CAGR 为 24.9%，渗透率将于 2023 年达到 2.4%。

图表 53 中国内地离焦镜市场情况（预计）



资料来源：公司业绩会材料、华安证券研究所

图表 54 中国内地 OK 镜市场情况（预计）



资料来源：公司业绩会材料，华安证券研究所

2021 年 8 月 26 日，公司签署合作协议，将于香港成立合资公司，开展设计、生产和分销以角膜塑形镜 OrthOKeratology Lens（OK 镜)为主的儿童近视防控镜片业务。这标志公司配合国家加强青少年近视防控政策，业务进一步扩展至眼科产业链上游。合资伙伴 DriemlensInvestment Limited 是香港历史悠久的 OK 镜设计、生产和研发企业 E&E Optics（易安易光学）的控股公司。易安易光学是亚洲首批、香港第一间将 OK 镜产品成功引入亚洲，并首批取得国家药监局于内地合法出售 OK 镜产品的企业。易安易的 OK 镜产品生产于香港，已经在香港、澳门、日本、新加坡等地大量销售并取得良好效果，经公司研判适合引入中国大陆市场。合资公司在内地注册的 OK 镜产品目标于 2023 年在香港开展第四期临床，预计 24 个月内完成整个流程，并于 2024 年底注册上市。

图表 55 公司与易安易光学签署合作协议，成立合资公司

资料来源：公司微信公众号、华安证券研究所

收购镜片分销公司，持续完善产业链布局。2023 年 6 月 1 日，公司与亚洲领先的眼镜镜片集团香港明达眼镜镜片有限公司签订协议，收购明达在中国内地镜片分销和技术开发业务子公司 Apollo Lens55%的股权，预计 2023 年下半年完成交易。香港明达眼镜镜片有限公司为亚洲领先的验光光学镜片制造商和镀膜服务供应商，服务超过 25 个国家，是各大国际知名品牌官方授权的分销商。子公司 Apollo Lens 为中国知名镜片分销公司，在广州、深圳、上海、北京等地拥有完善的营销网络渠道，主要客户覆盖国内知名公立和民营眼科医院、大型眼镜连锁店。通过本次交易，希玛将快速进入包括离焦镜在内的高增长眼科上游产业，利用 Apollo Lens 以大湾区为主的全国性分销渠道，推动更多创新眼科产品转化和落地，创造新的业务增长点。交易完成后，公司在分销、技术与品牌等方面与 Apollo Lens 开展战略合作，打造中国领先的镜片技术和品牌公司。公司收购明达是产业链纵深布局的又一动作，有望自 2024 年起每年推出一款产品（如离焦镜）。

3.4 深耕医疗水平，布局人才网络，构建公司主要竞争力

成立眼科专家团队，助力九大专科建设。公司引入大批国际知名眼科专家，不断优化医疗团队，形成一致具有希玛特色的国际眼科专家团队，助力九大亚专科建设。除此之外，希玛眼科还引进中山大学中山眼科知名医生团、复旦大学附属眼耳鼻喉科医院终身教授褚仁远教授、知名眼底病专家戴虹教授、上海交通大学医学院附属第九人民医院主任医师周慧芳教授等重量级眼科专家加盟坐诊，成立“葛坚名医工作室·青光眼门诊”，携手名医专家提升医院诊治实力与品牌影响力。

图表 56 国际眼科专家团队助力九大专科建设

医疗团队	负责专家	专家履历
斜弱视小儿眼科团队	卡夫恩	外籍顾问医师，英国格拉斯哥皇家医学院外科院士（眼科），擅长小儿眼科及斜弱视、眼基因领域
玻璃体及视网膜团队	尼思特	外籍顾问医师，亚太玻璃体视网膜学会终身会员，2019 年亚太眼科学会(APAO) 成就奖得主，擅长玻璃体视网膜疾病、黄斑疾病、白内障领域
眼眶及眼整形团队	万竹	外籍顾问医师，美国眼科协会(AAO) 会员，澳大利亚悉尼眼科医院研究员(眼部整形)，擅长眼周整形及美容、眼眶疾病、泪道疾病

白内障团队	詹行楷	ICL 认证医生，广东省亮睛工程慈善基金会 理事长、培训总监，擅长白内障、ICL、成人斜视、眼角膜及眼表疾病
激光矫正团队	肖月影	深圳市视光学会副会长，中华医学会广东省屈光手术学组常务委员，擅长全飞秒激光、飞秒激光、准分子激光手术、眼角膜与眼表疾病
综合眼病团队	林妙丽	中山大学眼科学博士，获美国眼免疫葡萄膜炎基金会授予免疫奖项，擅长葡萄膜炎、各种眼免疫炎症性疾病、眼角膜及眼表疾病、眼底疾病
中医眼科团队	赵建浩	汕头大学医学院眼科学教授，世界中医药联合会眼科专业委员会理事会常务理事，擅长中医眼科（针灸）、中西医结合治疗
青少年近视防控团队	袁剑虹	深圳市视光学会第三届理事会理事，深圳市视光学会视光教育专业委员会副主任委员，擅长青少年近视防控、角膜塑形镜验配

资料来源：公司微信公众号、公司官网、华安证券研究所

组建国际顾问团，助力疑难眼病诊疗。公司于 2017 年 6 月成立国际顾问团，旨在为公司提供眼科医疗行业相关、疑难病例相关、眼科科学新药开发与医疗技术等相关建议。顾问团由来自全球十余个国家的 18 国际权威组成，每位均为地区及全球眼科领域领军人物，其中 11 人曾获《眼科医生》期刊评选为“世界眼科人物最具影响力 100 强”。集团先后于深圳、北京、上海、昆明、广州、揭阳成立疑难眼病会诊中心，定期与国际专家会诊，为疑难眼病患者带来希望。

图表 57 希玛眼科国际专家顾问团队

资料来源：上海希玛瑞视眼科医院微信公众号、华安证券研究所

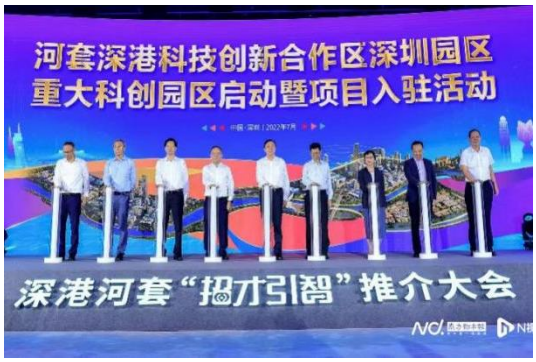
搭建科研平台，致力前沿医学研究应用。公司注重医学研究，与高校、科技园区等合作搭建科研平台，以科研实力带动诊疗实力提升。2022 年 7 月，公司获批于河套港深科技创新合作区国际生物医药产业园二期成立“香港希玛眼科药械研究中心”，以开发试验用新药、临床试验及产业化为目标，建立以创新药物研究为核心等药物研发转化平台，推动医学研究成果迅速转化为临床应用治疗产品。2022 年 10 月 11 日，公司与香港中文大学（深圳）签署战略合作协议，联合成立“香港中文大学（深圳）希玛国际眼科研究中心”，打造国际一流的高水平眼科研究平台，促进医

学研究与成果转化，助力公司临床诊疗技术创新。从 2018 年至今，公司共举办六届“希玛眼科精准医疗国际会议”，围绕眼科前沿发展及热点难点问题探讨精准医疗现状与发展方向，推动眼科医疗事业发展。

图表 58 “香港中文大学（深圳）希玛国际眼科研究中心”正式揭牌成立

资料来源：公司微信公众号、华安证券研究所

图表 59 “香港希玛眼科药械研究中心”入驻河套港深科技创新合作区



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

着眼眼科优秀人才储备，建立多层次人才培训机制。公司与多个高校达成战略合作，持续推进联合人才培养与选拔，扩大公司人才储备。根据业绩会交流，公司人才分为主刀医生、青壮年医生、年轻医生。对于主刀医生，集团以林顺潮医生的国际化理念进行长周期培养，以“年薪+合伙人计划”为主要激励政策，鼓励主刀医生参与管理工作；对于青壮年医生，公司在精细选拔后开展手术精益化培训，通过成立科研小组为医生学术交流搭建平台；对于年轻医生，公司提供个性化成长路径，由林顺潮医生帮助搭建包括看诊、基础检查、手术等在内的眼科医疗体系。公司分层级提升在院医生的医疗与学术水平，增进医生归属感。

图表 60 公司与高校合作扩大人才储备

合作高校	时间	合作情况
香港中文大学（深圳）	2022 年 10 月	联合成立香港中文大学（深圳）希玛国际眼科研究中心，通过联合研究和人才培养等多种形式开展全面战略合作，培养高层次医学人才
昆明学院	2022 年 10 月	签署教学研究基地合作，以能力培养为核心，以“理论+实训+职业培训+科研”为手段，强化学生专业技能，共同培养高素质应用型人才
南方医科大学	2022 年 9 月	发挥各自优势，开展人才协同培养，建设眼科专业研究生联合培养基地，探索人才培养新模式，加强科研全面合作
福建中医药大学	2022 年 9 月	双方共同成立“校企合作多学科融合科研平台”，充分发挥医疗技术和人才优势，开展前瞻性、战略性、原创性科学研究
香港理工大学	2021 年 12 月	签署为期五年的战略合作，迄今有 38 名眼科视光学院到希玛眼科在香港和其它粤港澳大湾区城市到医院、诊所和视光中心接受为期三星期的临床培训
深圳职业技术学院	2021 年 10 月	联合成立“深职院·希玛眼视光学院”，合作开展人才培养，共同开发专业与课程标准，打造高水平双师团队，已成为深职院重点关注和打造的 13 个校企合作特色产业学院之一
温州医科大学	2020 年 12 月	与温州医科大学眼视光医学部、眼视光学院、附属眼视光医院在临床医疗、科研创新、人才培养等方面开展合作，共建“温州医科大学眼视光医学部·希玛国际眼科学院”

资料来源：公司微信公众号、公司官网、华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司的收入拆分为香港地区业务和大陆地区业务。其中香港地区，我们将其拆分为眼科医疗服务和牙科服务，我们认为香港地区市场整体较为稳定，眼科和牙科的业务都将保持稳定增长；此外公司分销医疗消耗品主要系疫情期间售卖检验试剂盒所带来的收入，我们预计后续该板块不会产生收入。大陆地区，我们认为由于公司在深圳、北京等城市的医院经营进展良好，在昆明等地的并购医院有望在疫情结束后迎来黄金发展阶段，增速高于香港地区。除眼科与齿科业务外，公司在大陆亦有销售视力辅助产品业务，考虑公司成功收购离焦镜分销公司，未来有望保持中高速增长。

图表 61 公司收入预测拆分（rmb mn）

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,731.90	1928.53	2188.92	2459.78
营收 yoy	*55.67%*	*11.35%*	*13.50%*	*12.37%*
其中：香港地区				
1）医疗服务（眼+牙）	805.66	893.08	1007.43	1113.27
Yoy	*48.12%*	*10.85%*	*12.80%*	*10.51%*
2）分销医疗消耗品	298.34	19.42	0.00	0.00
其中：大陆地区				
3）医疗服务（眼+牙）	627.90	830.91	968.59	1101.67
Yoy	*310.66%*	*32.33%*	*16.57%*	*13.74%*
4）销售视力辅助产品	160.98	185.13	212.90	244.83
Yoy	*14.71%*	*15.00%*	*15.00%*	*15.00%*

资料来源：wind、华安证券研究所；主营业务收入=香港地区收入（1）+（2）&大陆地区收入（3）+（4）

4.2 投资建议

大湾区眼科与口腔科医疗服务行业增长空间广阔。从市场总体规模看，根据弗罗斯特沙利文的数据，2016 至 2020 年中国香港眼科医疗服务行业市场规模 CAGR 为 3.85%，预计 2024 年突破百亿港元；2015 至 2019 年大湾区眼科医疗服务行业市场规模 CAGR 为 11.1%，预计 2024 年突破三百亿元；2015 至 2022 年我国民营口腔市场以 10.3%的 CAGR 快速发展，预计 2023 年突破千亿规模。从政策端看，国家鼓励社会办医、关注全民眼健康，政策支持民营医疗机构发展，同时“港澳药械通”、“长者医疗券”等政策为港资医疗机构提供差异化优势。从需求端看，老龄化程度加深提高相关眼科、牙科疾病诊疗需求，电子产品的高频使用与屈光手术接受程度的提高加大以屈光矫正为主的消费性眼科医疗需求，香港牙科供需不均背景下的港深通关增加赴深就医的香港患者数量。在眼科与口腔科医疗市场规模大增速高、政策持续利好、需求不断膨胀的驱使下，相关市场具备广阔发展空间。

公司是大湾区领先的民营医疗服务集团，多方面竞争优势显著。公司由亚太眼科届名医林顺潮教授创办，从在香港地区提供眼科医疗服务起步，通过并购与自建

不断开拓内地眼科市场与口腔科市场。截至 2023 年 8 月，公司已建立起覆盖香港及大湾区 6 市的眼科及口腔科医疗服务网络，共 70 个医疗服务网点，未来将持续扩张。**公司背景深厚，提供丰富合作资源。**在林顺潮教授的影响力与号召下，公司获得知名投资人青睐，并与多个政府部门、研究机构、高校、医疗机构签署战略合作，共同开展人才培育、医学科研等项目，助力公司人才储备与诊疗能力提升。**布局双专科市场，核心收入增长。**2023 年上半年，公司眼科医疗服务收入为 6.3 亿港元，口腔科医疗服务收入为 1.9 亿港元，核心医疗占公司总收入的 86.8%。2019 至 2023 年上半年，总体毛利率保持 25%以上水平，口腔科毛利率由 2022 年的 9.8%迅速提升至 2023 年上半年的 36.9%，整体业绩在疫情恢复后上涨。**公司品牌价值凸显，量价齐升形成良性循环**，从 2019 至 2022 年，香港眼科手术由 5,316 增长至 15,969 人次，CAGR 为 44.3%。内地眼科手术由 10,654 增长至 19,062 人次，CAGR 为 21.4%，手术平均费用由 2020 年的 12,435 增长至 14,534 港元。

公司为深耕大湾区的民营眼科医疗实力品牌，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。除眼科业务外，公司积极布局齿科，双业务线有望打开公司业务增长空间。我们看好公司布局眼科和齿科带来的业务高增长可能，预计公司 2023~2025 年将实现营业总收入 1929/2189/2460 百万港币，同比+11%/14%/12%；实现净利润 57/79/106 百万港币，同比+358%/40%/34%；对应 PE 83/60/44x。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

政策变化风险：“港澳药械通”创新药械申请进度与结果影响公司医疗技术发展；香港长者医疗券投入力度与纳入范围影响公司香港患者数量。

区域扩张不及预期：公司希望入驻中山、东莞等大湾区其它城市。受当地经济状况、监管环境、居民眼科医疗需求等因素影响，如果难以找到合适并购标的或自建项目，公司扩张进度可能受阻。

内地医院增长不及预期：公司除福田医院外的其它内地眼科医院均为亏损状态，受到行业竞争激烈、医生雇佣成本提升等影响，医院利润增长可能不及预期。

青控产品上市进度缓慢：Apollos Lens 旗下 OK 镜并未在内地上市，其它眼科青控产品有待进一步在内地进行临床试验与申请注册，上市前周期可能长于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万港币

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	857	907	1,105	1,325
现金	645	698	874	1,072
应收账款及票据	47	43	50	58
存货	51	54	61	68
其他流动资产	113	112	119	128
非流动资产	2,045	1,997	1,959	1,928
固定资产	392	387	387	392
无形资产	1,181	1,122	1,066	1,013
其他非流动资产	472	488	506	523
资产总计	2,902	2,905	3,064	3,253
流动负债	525	495	564	635
短期借款	34	29	24	19
应付账款	45	47	53	59
其他流动负债	445	418	487	557
非流动负债	379	345	345	345
长期债务	21	21	21	21
其他非流动负债	357	324	324	324
负债合计	903	840	909	980
少数股东权益	132	142	153	165
股本	0	0	0	0
资本公积和留存收益	1,817	1,873	1,952	2,059
归属母公司股东权	1,866	1,923	2,002	2,108
负债和股东权益	2,902	2,905	3,064	3,253

现金流量表 单位:百万港币

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	165	107	195	214
净利润	-22	57	79	106
折旧摊销	224	79	76	73
营运资金变动及其他经营现金流	-13	-39	29	23
投资活动现金流	-196	-47	-12	-9
资本支出	-91	-15	-20	-25
其他投资现金流	-104	-32	8	16
筹资活动现金流	294	-7	-7	-7
借款增加	-263	-5	-5	-5
普通股增加	578	0	0	0
其他筹资现金流	-21	0	0	0
现金净增加额	258	53	176	198

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万港币

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,732	1,929	2,189	2,460
营业成本	549	1,311	1,473	1,637
其他收入	20	0	0	0
销售费用	127	164	186	209
管理费用	345	386	438	492
财务费用	13	-7	-8	-11
营业利润	-11	94	126	166
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-11	94	126	166
所得税	35	27	37	48
净利润	-46	67	90	118
少数股东损益	-24	10	11	12
归属母公司净利润	-22	57	79	106
EBITDA	225	165	194	228
EPS（元）	-0.02	0.04	0.06	0.08

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	56%	11%	14%	12%
归属于母公司净利	-200%	358%	40%	34%
获利能力				
毛利率（%）	25.85%	32.02%	32.71%	33.46%
净利率（%）	-1.26%	2.93%	3.61%	4.32%
ROE（%）	-1.17%	2.94%	3.95%	5.04%
ROIC（%）	0.26%	2.90%	3.81%	4.76%
偿债能力				
资产负债率（%）	31%	29%	30%	30%
净负债比率（%）	-29%	-24%	-38%	-45%
流动比率	1.63	1.53	1.96	2.09
速动比率	1.53	1.42	1.85	1.98
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.66	0.73	0.78
应收账款周转率	53.20	42.60	46.67	45.42
应付账款周转率	30.16	28.30	29.30	29.15
每股指标（元）				
每股收益	-0.02	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.13	0.09	0.15	0.17
每股净资产	1.47	1.52	1.58	1.66
估值比率				
P/E	-276.84	83.14	59.48	44.23
P/B	3.33	2.44	2.35	2.23
EV/EBITDA	24.93	24.49	19.94	16.06

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。