

华厦眼科 (301267.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

盈利能力持续向好，外延扩张稳步推进

业绩简评

2023年10月24日，公司发布2023年三季度报告。2023年前三季度公司实现收入21.85亿元，同比+2.12%；实现归母净利润5.12亿元，同比-0.67%；实现扣非归母净利润4.97亿元，同比-0.09%。

单季度来看，公司2023Q3实现收入8.22亿元，同比+0.11%；实现归母净利润2.07亿元，同比-5.58%；实现扣非归母净利润2.04亿元，同比-3.37%。

经营分析

延续高质量发展，净利率水平进一步提升。三季度公司收入利润维持稳定增长，并持续扩大经营规模，整体运行状态平稳。公司三费支出水平平均保持平稳，净利率水平持续小幅提升。前三季度公司管理费用率为12.78%，销售费用率为12.83%，净利率18.35% (+2.4pcts)，盈利能力稳中有升。

外延发展持续发力，收购优质眼科医院资产。8月18日，公司以自有资金7000万元受让合肥视宁33%的股权。本次交易完成前，公司持有合肥视宁18%的股权，交易完成后，公司共计持有合肥视宁51%的股权。合肥视宁眼科医院成立于2020年，总面积约5000平方米，开设屈光特色专科、小儿眼病、综合眼病、接触镜科室、医学验配科室、干眼症诊疗科室。2022年实现收入10485万元，净利润2395万元，净利率约23%；23H1（未经审计）实现收入6010万元，净利润1963万元，净利率约33%。9月27日，公司公告与中电数字、西海创投、中信信托、跃慷投资共同参与投资厦门华夏聚信壹号投资合伙企业（有限合伙）。根据合伙协议约定，华夏壹号已收购四川源聚爱迪眼科医院管理有限公司51%股权，该公司控股成都爱迪眼科医院（三甲）、恩施慧宜眼科医院、微山医大眼科医院及睢宁复兴眼科医院。公司陆续进入全新市场打造旗舰医院，为未来全国布局推进打下良好基础。

盈利预测、估值与评级

现有医院医疗服务能力升级项目、新建医院/区域视光中心建设项目的向前推进，有望为公司业绩增长赋能。预计23-25年公司归母净利润分别为6.99、9.08、11.48亿元，同比增长37%、30%、26%，EPS分别为0.83、1.08、1.37元，现价对应PE为55、42、34倍，维持“买入”评级。

风险提示

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；医疗事故风险；跨区发展风险。

医药组

分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

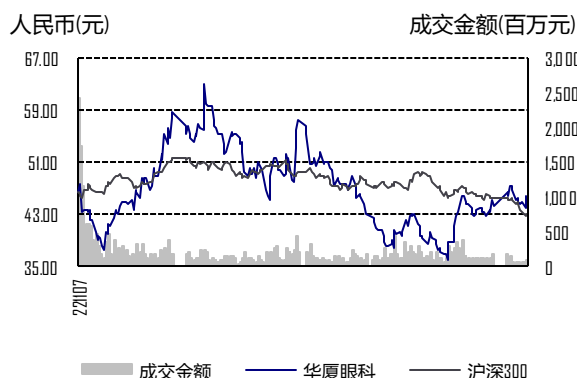
分析师：徐雨涵（执业S1130522060002）

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：45.80元

相关报告：

- 《华厦眼科公司点评：业务板块全面增长，盈利能力持续向好》，2023.8.30
- 《华厦眼科公司点评：服务网络覆盖广泛，盈利能力向好发展》，2023.4.24
- 《专家领航，科研领跑，立足八闽，辐射全国-华厦眼科公司深度》，2022.12.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	3,233	4,156	5,264	6,546
营业收入增长率	21.86%	5.51%	28.55%	26.65%	24.36%
归母净利润(百万元)	455	512	699	908	1,148
归母净利润增长率	36.01%	12.50%	36.53%	29.95%	26.41%
摊薄每股收益(元)	0.910	0.914	0.832	1.081	1.367
每股经营性现金流净额	1.60	1.37	1.47	1.68	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.83%	10.01%	12.02%	13.67%	14.87%
P/E	0.00	80.00	55.06	42.37	33.52
P/B	0.00	8.01	6.62	5.79	4.98

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,515	3,064	3,233	4,156	5,264	6,546
增长率	14.5%	21.9%	5.5%	28.5%	26.6%	24.4%
主营业务成本	-1,454	-1,654	-1,680	-2,123	-2,683	-3,332
%销售收入	57.8%	54.0%	52.0%	51.1%	51.0%	50.9%
毛利	1,060	1,411	1,554	2,033	2,580	3,214
%销售收入	42.2%	46.0%	48.0%	48.9%	49.0%	49.1%
营业税金及附加	-10	-12	-13	-17	-24	-27
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
销售费用	-301	-402	-402	-513	-652	-815
%销售收入	12.0%	13.1%	12.4%	12.3%	12.4%	12.5%
管理费用	-294	-317	-363	-455	-603	-740
%销售收入	11.7%	10.4%	11.2%	11.0%	11.5%	11.3%
研发费用	-20	-25	-49	-66	-84	-94
%销售收入	0.8%	0.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	436	654	727	983	1,218	1,538
%销售收入	17.3%	21.3%	22.5%	23.6%	23.1%	23.5%
财务费用	-9	-40	-32	-9	3	17
%销售收入	0.4%	1.3%	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-5	-7	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0
投资收益	2	9	8	20	9	10
%税前利润	0.5%	1.5%	1.2%	2.1%	0.7%	0.7%
营业利润	484	652	727	1,013	1,249	1,587
营业利润率	19.3%	21.3%	22.5%	24.4%	23.7%	24.2%
营业外收支	-25	-69	-74	-52	-41	-41
税前利润	460	582	654	961	1,209	1,546
利润率	18.3%	19.0%	20.2%	23.1%	23.0%	23.6%
所得税	-138	-129	-146	-239	-288	-383
所得税率	30.1%	22.1%	22.3%	24.9%	23.8%	24.8%
净利润	321	454	508	722	921	1,162
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15
归属于母公司的净利润	334	455	512	699	908	1,148
净利率	13.3%	14.8%	15.8%	16.8%	17.3%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	321	454	508	722	921	1,162
少数股东损益	-13	-1	-4	23	13	15
非现金支出	223	323	328	54	56	58
非经营收益	32	34	31	-200	-34	-91
营运资金变动	14	-13	-96	335	99	102
经营活动现金净流	591	798	770	910	1,042	1,231
资本开支	-161	-172	-232	-460	-290	-368
投资	-3	-2	-15	-28	-13	-25
其他	-1	6	-2,791	14	9	10
投资活动现金净流	-165	-168	-3,037	-475	-295	-383
股权募资	12	1	2,771	60	0	0
债权募资	-266	0	26	-19	-48	-30
其他	-14	-182	-146	-101	-108	-105
筹资活动现金净流	-268	-181	2,651	-60	-155	-134
现金净流量	157	450	384	375	592	715

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	503	953	1,345	1,549	1,998	2,583
应收款项	176	212	231	293	371	457
存货	107	126	157	161	205	257
其他流动资产	51	47	2,883	2,726	2,766	2,839
流动资产	838	1,338	4,617	4,728	5,339	6,136
%总资产	38.7%	41.6%	70.1%	63.9%	63.7%	63.2%
长期投资	120	166	177	191	193	194
固定资产	783	757	734	852	1,033	1,262
%总资产	36.2%	23.5%	11.1%	11.5%	12.3%	13.0%
无形资产	300	268	308	349	345	351
非流动资产	1,324	1,882	1,968	2,671	3,047	3,567
%总资产	61.3%	58.4%	29.9%	36.1%	36.3%	36.8%
资产总计	2,162	3,220	6,584	7,400	8,386	9,703
短期借款	0	113	97	100	53	23
应付款项	335	275	307	383	494	622
其他流动负债	333	397	386	536	675	836
流动负债	669	785	790	1,019	1,221	1,481
长期贷款	0	0	26	26	26	26
其他长期负债	42	586	641	507	445	413
负债	710	1,371	1,457	1,552	1,692	1,921
普通股股东权益	1,419	1,832	5,114	5,811	6,644	7,718
其中：股本	500	500	560	620	620	620
未分配利润	593	1,042	1,554	2,191	3,024	4,098
少数股东权益	32	17	14	37	50	64
负债股东权益合计	2,162	3,220	6,584	7,400	8,386	9,703

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.669	0.910	0.914	0.832	1.081	1.367
每股净资产	2.839	3.664	9.132	6.918	7.910	9.188
每股经营现金净流	1.181	1.596	1.375	1.469	1.681	1.986
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	23.57%	24.83%	10.01%	12.02%	13.67%	14.87%
总资产收益率	15.47%	14.13%	7.77%	9.44%	10.83%	11.83%
投入资本收益率	20.78%	25.71%	10.70%	12.31%	13.65%	14.73%
增长率						
主营业务收入增长率	2.37%	21.86%	5.51%	28.55%	26.65%	24.36%
EBIT 增长率	61.79%	49.94%	11.16%	35.24%	23.91%	26.35%
净利润增长率	53.59%	36.01%	12.50%	36.53%	29.95%	26.41%
总资产增长率	2.28%	48.94%	104.49%	12.38%	13.33%	15.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	20.3	21.6	22.1	22.3	22.0
存货周转天数	24.3	25.7	30.7	27.7	27.9	28.1
应付账款周转天数	66.6	51.2	44.6	49.5	50.3	51.2
固定资产周转天数	113.6	90.0	77.6	69.4	64.8	63.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.68%	-45.46%	-74.48%	-68.75%	-67.47%	-65.94%
EBIT 利息保障倍数	49.3	16.2	22.9	103.7	-361.7	-89.0
资产负债率	32.86%	42.58%	22.12%	20.98%	20.18%	19.79%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-30	买入	73.14	85.00~90.00
2	2023-04-24	买入	77.81	N/A
3	2023-08-30	买入	41.07	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806