

2023年10月25日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

华夏眼科（301267）：业绩符合预期，外延助力全国扩张

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

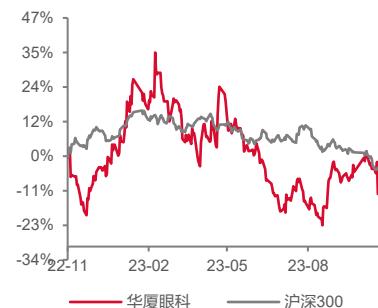
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkx@longone.com.cn

数据日期	2023/10/25
收盘价	40.80
总股本(万股)	56,000
流通A股/B股(万股)	6,000/0
资产负债率(%)	23.59%
市净率(倍)	4.08
净资产收益率(加权)	10.46
12个月内最高/最低价	94.88/35.56

**投资要点**

➤ **业绩整体符合预期。**2023年前三季度，公司营收与归母净利润分别为31.03、5.57亿元，分别同比增长23.0%、40.2%。商誉较年初增加118.5%至1.31亿元，主要是收购合肥视宁所致。Q3单季度，公司营收与归母净利润分别为11.09、2.03亿元，分别同比增长17.4%、25.7%。公司业绩整体符合预期。

➤ **整体盈利能力持续提升。**2023年前三季度，公司盈利能力继续提升，毛利率和净利率分别为50.6%、18.4%，分别较去年同期提升了2.6、2.4个百分点。报告期内，公司销售、管理费用率分别为11.9%、10.5%，分别较上年同期提升0.9、0.3个百分点，预计主要受公司加大营销推广力度及加快新设视光中心建设等影响。

➤ **外延扩张稳步推进，直接并购与体外基金并购孵化双驱动。**

1.直接并购：控股安徽省主要眼科医疗机构合肥视宁，荟集省内眼科专家。8月，公司以7000万元受让合肥视宁33%的股权。本次交易完成后，公司共计持有合肥视宁51%的股权。合肥视宁拥有资深眼科专家团队，科室带头人获得国务院颁发的政府特殊津贴，如刘才远、刘忠建、黄亮等多位专家曾在省内知名医院长期担任院长、科室主任、副主任，在屈光专科、小儿眼科领域颇具建树。其中，首席技术专家刘才远为安徽省第一位开展全飞秒激光手术，从事屈光手术近20年，曾多次指导全国30多家眼科中心开展准分子激光手术，个人手术量超过10万人次，还同时任职于三甲医院华夏眼科集团担任眼科主任。

2.体外基金储备多家优质眼科标的，助力公司全国网络扩张加速。8月，公司作为有限合伙人认缴出资8599.50万元共同参与投资的厦门华夏聚信壹号。根据合伙协议，华夏壹号将主要对眼科医院及眼科相关产业进行投资和管理，为公司的高速发展提供优质项目储备，加速完善公司全国眼科医疗服务网络。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。

➤ **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47.7、36.2、28.2倍。维持“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	47.66	36.21	28.19

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至至 2023 年 10 月 25 日收盘）

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
	146	201	264	338	归属于母公司的所有者权益	5,114	5,671	6,402	7,333
所得税费用					少数股东权益	14	-6	-33	-72
净利润	508	699	919	1,177	股东权益	5,128	5,665	6,368	7,261
%营业收入	16%	17%	19%	20%	负债及股东权益	6,584	7,234	8,092	9,150
归属于母公司净利润	512	719	946	1,216					
%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	47.66	36.21	28.19	资本性支出	-232	-240	-210	-250
PEG	5.85	1.18	1.15	0.99	其他	-2,791	-93	-5	-3
PB	8.01	6.05	5.36	4.68	投资活动现金流净额	-3,037	275	85	47
EV/EBITDA	37.82	29.43	22.99	17.97	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 10 月 25 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