

2023年三季报点评：毛利率净利率同比提升，规模持续扩张

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,233 | 4,099 | 5,123 | 6,298 |
| 同比 | 6% | 27% | 25% | 23% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 512 | 703 | 906 | 1,166 |
| 同比 | 12% | 37% | 29% | 29% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 0.61 | 0.84 | 1.08 | 1.39 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 66.96 | 48.76 | 37.82 | 29.39 |

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 事件：**公司公布2023年三季报，2023年前三季度实现营收31.03亿元(+22.98%，同比，下同)；归母净利润5.57亿元(+40.17%)；扣非归母净利润5.72亿元(+32.07%)。Q3单季度实现收入11.09亿元(+17.44%)，归母净利润2.03亿元(+25.65%)，扣非归母净利润2.10亿元(+18.7%)。业绩符合市场预期。
- Q3毛利率维持50%以上，净利率同比提升。**Q3单季度，公司毛利率51.19%(+2.15pp)，维持二季度以来50%+水平；净利率18.41%(+0.97pp)。公司前三季度毛利率50.62%(+2.6pp)，净利率18.35%(+2.42pp)，毛利率净利率提升显著。
- 销售费用率环比提升。**单季度看，公司Q3销售费用率13.78%(+2.4pp)，环比Q2略有提升，主要原因系公司医院及视光门诊经营规模不断扩大，人员薪酬、房屋租赁费用等费用增加所致。同期管理费用率10.72%(+0.41pp)，研发费用率2.03%(+0.34pp)。
- 产业基金并购医院落地，助力未来持续快速增长。**2023年9月27日公司公告产业基金完成备案，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。公司体内外规模扩张推进，保障未来持续增长。
- 盈利预测与投资评级：**维持预计2023-2024年归母净利润分别为7.03/9.06亿元。考虑公司未来两年产业基金并购预期，2025年由11.18亿元调整至11.66亿元，对应估值49/38/29倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**医院扩张或整合不及预期的风险；医院盈利提升不及预期的风险等。

2023年10月26日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 40.80 |
| 一年最低/最高价 | 35.56/94.88 |
| 市净率(倍) | 6.20 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,671.94 |
| 总市值(百万元) | 34,272.00 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.58 |
| 资产负债率(% ,LF) | 23.59 |
| 总股本(百万股) | 840.00 |
| 流通A股(百万股) | 90.00 |

相关研究

《华夏眼科(301267)：产业基金备案完成，优质体外医院加强扩张信心》

2023-09-28

《华夏眼科(301267)：2023年中报点评：白内障等基础眼病大幅增长，公司盈利能力进一步提升》

2023-09-03

华厦眼科三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 4,617 | 5,775 | 6,812 | 8,137 | 营业收入 | 3,233 | 4,099 | 5,123 | 6,298 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,943 | 5,026 | 5,935 | 7,113 | 营业成本(含金融类) | 1,680 | 2,129 | 2,604 | 3,152 |
| 经营性应收款项 | 270 | 293 | 351 | 414 | 税金及附加 | 13 | 16 | 20 | 25 |
| 存货 | 157 | 199 | 243 | 295 | 销售费用 | 402 | 541 | 676 | 825 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 363 | 501 | 667 | 813 |
| 其他流动资产 | 247 | 257 | 282 | 315 | 研发费用 | 49 | 62 | 78 | 96 |
| 非流动资产 | 1,968 | 1,817 | 1,873 | 1,924 | 财务费用 | 32 | (29) | (45) | (64) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 21 | 41 | 51 | 63 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,289 | 1,135 | 1,185 | 1,223 | 投资净收益 | 8 | 10 | 13 | 16 |
| 在建工程 | 46 | 73 | 87 | 93 | 公允价值变动 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 112 | 112 | 117 | 127 | 减值损失 | (5) | (4) | (4) | (4) |
| 商誉 | 60 | 60 | 60 | 60 | 资产处置收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 136 | 106 | 86 | 76 | 营业利润 | 727 | 926 | 1,183 | 1,526 |
| 其他非流动资产 | 324 | 331 | 338 | 345 | 营业外净收支 | (74) | (63) | (67) | (70) |
| 资产总计 | 6,584 | 7,592 | 8,685 | 10,062 | 利润总额 | 654 | 862 | 1,117 | 1,456 |
| 流动负债 | 790 | 1,074 | 1,246 | 1,437 | 减:所得税 | 146 | 190 | 246 | 320 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 97 | 197 | 197 | 197 | 净利润 | 508 | 673 | 871 | 1,136 |
| 经营性应付款项 | 208 | 264 | 323 | 391 | 减:少数股东损益 | (4) | (30) | (35) | (31) |
| 合同负债 | 99 | 125 | 153 | 185 | 归属母公司净利润 | 512 | 703 | 906 | 1,166 |
| 其他流动负债 | 386 | 488 | 573 | 664 | | | | | |
| 非流动负债 | 667 | 717 | 767 | 817 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.61 | 0.84 | 1.08 | 1.39 |
| 长期借款 | 26 | 26 | 26 | 26 | EBIT | 743 | 849 | 1,078 | 1,387 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,066 | 1,191 | 1,429 | 1,757 |
| 租赁负债 | 597 | 647 | 697 | 747 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 44 | 44 | 44 | 44 | | | | | |
| 负债合计 | 1,457 | 1,791 | 2,013 | 2,254 | 毛利率(%) | 48.05 | 48.05 | 49.17 | 49.95 |
| 归属母公司股东权益 | 5,114 | 5,817 | 6,723 | 7,889 | 归母净利率(%) | 15.83 | 17.15 | 17.69 | 18.52 |
| 少数股东权益 | 14 | (16) | (51) | (82) | | | | | |
| 所有者权益合计 | 5,128 | 5,801 | 6,672 | 7,808 | 收入增长率(%) | 5.51 | 26.77 | 24.98 | 22.94 |
| 负债和股东权益 | 6,584 | 7,592 | 8,685 | 10,062 | 归母净利润增长率(%) | 12.50 | 37.33 | 28.94 | 28.69 |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 770 | 1,181 | 1,324 | 1,608 | 每股净资产(元) | 9.13 | 10.39 | 12.01 | 14.09 |
| 投资活动现金流 | (3,037) | (245) | (461) | (476) | 最新发行在外股份(百万股) | 840 | 840 | 840 | 840 |
| 筹资活动现金流 | 2,651 | 147 | 45 | 45 | ROIC(%) | 13.81 | 10.58 | 11.79 | 13.22 |
| 现金净增加额 | 384 | 1,084 | 909 | 1,178 | ROE-摊薄(%) | 10.01 | 12.08 | 13.48 | 14.78 |
| 折旧和摊销 | 323 | 342 | 351 | 370 | 资产负债率(%) | 22.12 | 23.60 | 23.18 | 22.40 |
| 资本开支 | (232) | (273) | (481) | (490) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 66.96 | 48.76 | 37.82 | 29.39 |
| 营运资本变动 | (96) | 14 | (20) | (17) | P/B(现价) | 4.47 | 3.93 | 3.40 | 2.90 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

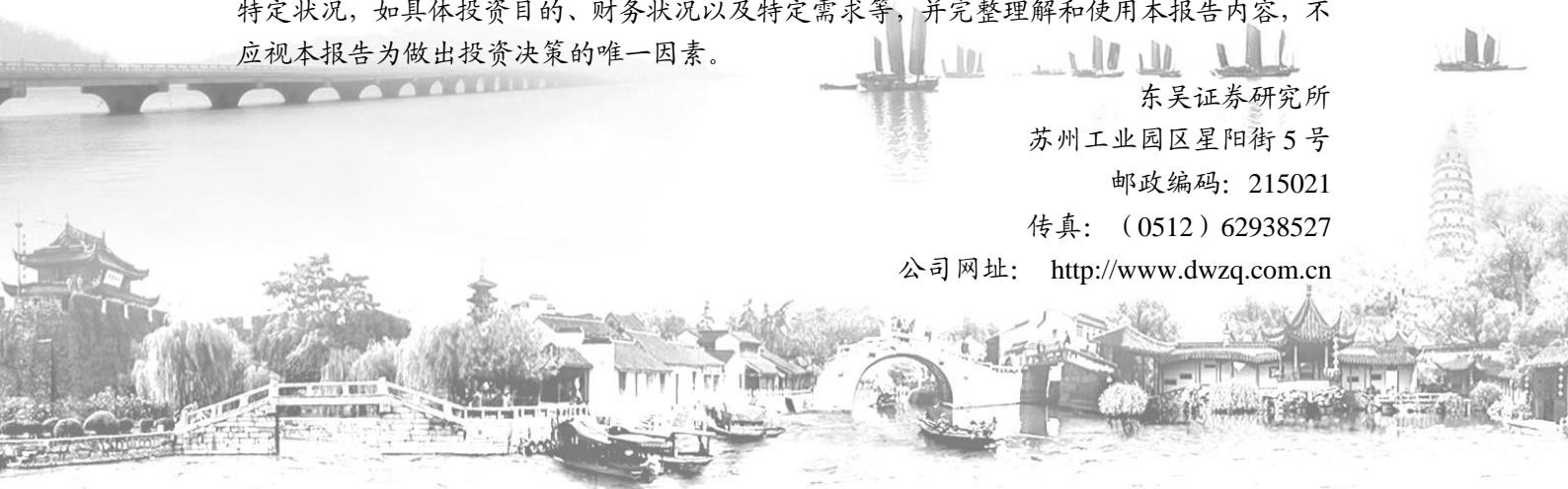
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>