



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/医疗服务
当前价格(元): 16.88

证券分析师

周新明

资格编号: S0120524060001

邮箱: zhouxm@tebon.com.cn

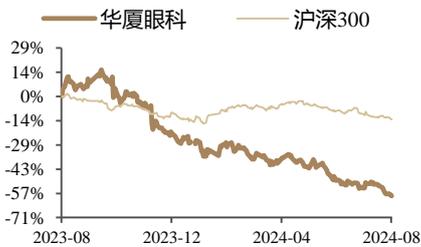
安柯

资格编号: S0120524060006

邮箱: anke@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.34	-18.09	-28.90
相对涨幅(%)	-7.48	-12.78	-19.72

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《华夏眼科(301267.SZ): Q3 业绩稳健增长, 看好全年眼科诊疗恢复性增长》, 2023.10.25

2. 《华夏眼科(301267.SZ): 眼科疫后诊疗复苏强劲, Q2 表现亮眼》, 2023.9.12

华夏眼科: 业绩短期承压, 长期增长可期

投资要点

- 事件:** 8月28日, 公司发布2024年半年度报告, 1H24实现营收20.5亿元, yoy+2.85%, 实现归母净利润2.65亿元, yoy-25.15%, 实现扣非归母净利润2.71亿元, yoy-25.22%; 其中2Q24实现营收10.72亿元, yoy+0.89%, 实现归母净利润1.10亿元, yoy-46.4%, 实现扣非归母净利润1.14亿元, yoy-47.15%。业绩短期承压;
- 核心业务仍有增长, 高基数项目短期承压。** 分项目来看, 屈光项目实现收入6.94亿元 (yoy+6.56%); 眼视光综合项目实现收入4.97亿元 (yoy+4.56%); 白内障实现收入4.6亿元 (yoy-6.53%), 眼后段实现收入2.62亿元 (yoy-5.13%), 其他业务实现收入1.32亿元 (yoy+41.76%)。屈光和眼视光项目等核心业务仍有增长, 但白内障和眼后段等去年基数较高的项目短期承压;
- 毛利率略有减少, 费用率略有增加。** 1H24实现毛利率45.84% (yoy-4.46pct), 主要是因为核心业务毛利率均有下降, 白内障项目 yoy-7.13pct, 眼后段项目 yoy-3.42pct, 屈光项目 yoy-1.88pct, 眼视光项目 yoy-3.68pct, 其他业务收入 yoy-19.23pct, 我们认为集采落地、弱消费等影响了毛利率; 实现销售净利率13.33%, yoy-4.99pct, 其中销售费用率 yoy+1.39pct, 管理费用率 yoy+0.93pct, 财务费用率 yoy+0.26pct, 销售费用的增长主要是业务宣传及推广费增长较快。
- 公司眼科网络进一步扩大。** 报告期战略收购了成都爱迪、睢宁复兴、微山医大等多家医院, 其中成都爱迪为成都市唯一一家三甲眼科专科医院, 该项能够进一步壮大公司眼科领军人才队伍。持续深化西南区域市场影响力。
- 盈利预测与投资评级。** 考虑到公司账上现金充足, 后续扩张空间仍较大, 我们预计公司24-26年EPS分别为0.92/1.13/1.42元, CAGR为24.4%。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业政策变化不确定的风险, 医院扩张或整合不及预期的风险

股票数据

总股本(百万股):	840.00
流通A股(百万股):	328.83
52周内股价区间(元):	16.88-47.23
总市值(百万元):	14,179.20
总资产(百万元):	7,961.14
每股净资产(元):	6.73

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,233	4,013	4,646	5,524	6,546
(+/-)YOY(%)	5.5%	24.1%	15.8%	18.9%	18.5%
净利润(百万元)	514	666	770	947	1,192
(+/-)YOY(%)	15.9%	16.6%	16.6%	17.1%	18.2%
全面摊薄EPS(元)	0.61	0.79	0.92	1.13	1.42
毛利率(%)	48.0%	49.0%	48.3%	48.2%	48.3%
净资产收益率(%)	10.0%	11.8%	12.2%	13.3%	14.7%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.92	1.13	1.42
每股净资产	6.73	7.49	8.46	9.68
每股经营现金流	1.14	1.21	1.33	1.67
每股股利	0.11	0.13	0.16	0.20
价值评估(倍)				
P/E	40.62	18.43	14.97	11.90
P/B	4.77	2.29	2.03	1.77
P/S	3.59	3.10	2.61	2.20
EV/EBITDA	19.30	10.38	9.81	8.71
股息率%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.0%	48.3%	48.2%	48.3%
净利润率	16.9%	16.8%	17.4%	18.5%
净资产收益率	11.8%	12.2%	13.3%	14.7%
资产回报率	9.0%	9.4%	10.3%	11.4%
投资回报率	11.0%	11.0%	12.1%	13.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.1%	15.8%	18.9%	18.5%
EBIT 增长率	21.1%	10.0%	23.1%	25.8%
净利润增长率	29.6%	15.6%	23.1%	25.8%
偿债能力指标				
资产负债率	22.5%	22.1%	21.8%	21.3%
流动比率	4.9	4.9	4.8	4.9
速动比率	4.5	4.4	4.2	4.1
现金比率	3.9	2.1	0.6	-0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.3	24.6	22.7	23.6
存货周转天数	32.1	31.8	30.8	31.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	5.4	5.9	7.0	8.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	666	770	947	1,192
少数股东损益	11	12	14	18
非现金支出	350	247	249	265
非经营收益	-80	63	55	44
营运资金变动	14	-73	-146	-112
经营活动现金流	961	1,018	1,120	1,407
资产	-447	-475	-513	-493
投资	-141	-2,003	-2,065	-2,066
其他	2,496	16	33	43
投资活动现金流	1,909	-2,463	-2,544	-2,515
债权募资	-1	11	0	0
股权募资	6	-1	0	0
其他	-309	-136	-130	-164
融资活动现金流	-304	-125	-130	-164
现金净流量	2,566	-1,570	-1,555	-1,272

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,013	4,646	5,524	6,546
营业成本	2,045	2,403	2,861	3,381
毛利率%	49.0%	48.3%	48.2%	48.3%
营业税金及附加	14	19	22	26
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	533	602	688	803
营业费用率%	13.3%	13.0%	12.5%	12.3%
管理费用	462	525	625	695
管理费用率%	11.5%	11.3%	11.3%	10.6%
研发费用	70	67	83	98
研发费用率%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	899	989	1,217	1,531
财务费用	20	0	0	0
财务费用率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	76	46	55	65
营业利润	973	1,105	1,333	1,647
营业外收支	-119	-116	-116	-116
利润总额	854	989	1,217	1,531
EBITDA	1,232	1,236	1,466	1,796
所得税	177	208	256	322
有效所得税率%	20.7%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	11	12	14	18
归属母公司所有者净利润	666	770	947	1,192

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,917	2,347	792	-480
应收账款及应收票据	323	313	384	474
存货	207	217	272	323
其它流动资产	444	2,758	5,031	7,284
流动资产合计	4,892	5,636	6,479	7,602
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	789	775	793	779
在建工程	90	134	178	222
无形资产	104	124	131	144
非流动资产合计	2,487	2,527	2,714	2,866
资产总计	7,379	8,163	9,193	10,467
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	264	301	360	428
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	740	839	978	1,139
流动负债合计	1,004	1,140	1,338	1,567
长期借款	25	25	25	25
其它长期负债	633	637	637	637
非流动负债合计	658	662	662	662
负债总计	1,661	1,801	2,000	2,229
实收资本	840	840	840	840
普通股股东权益	5,655	6,288	7,105	8,132
少数股东权益	62	74	88	107
负债和所有者权益合计	7,379	8,163	9,193	10,467

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

安柯，高级研究员，研究方向：医疗服务、药店、医美，部分器械。清华大学管理学硕士，2 年一级研究经验，2 年实业管理经验，2 年二级卖方研究经验，曾就职于国联证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。