



2024年09月02日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

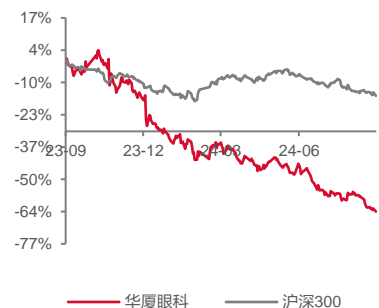
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2024/09/02
收盘价	16.59
总股本(万股)	84,000
流通A股/B股(万股)	32,883/0
资产负债率(%)	26.24%
市净率(倍)	2.37
净资产收益率(加权)	4.68
12个月内最高/最低价	48.58/16.30



相关研究

《华厦眼科（301267）：业绩稳健增长，内生外延完善全国布局——公司简评报告》2024.04.30

《华厦眼科（301267）：业绩符合预期，外延助力全国扩张——公司简评报告》2023.10.25

华厦眼科（301267）：消费眼科平稳增长，业绩短期承压

——公司简评报告

投资要点

- **利润端低于预期，稳步扩张全国服务网点。**2024H1，公司实现营业收入20.51亿元，同比增长2.85%；归母净利润2.65亿元，同比下降25.15%；经营活动现金流净额4.31亿元，同比下降1.40%。其中，Q2单季度实现营收10.72亿元，同比增长0.89%，环比增长9.62%；归母净利润1.10亿元，同比下降46.40%，环比下降29.72%。上半年，公司收入增速放缓，利润端下滑，主要是受同期高基数及宏观大环境影响等。报告期内，公司新增4家眼科专科医院和5家视光中心，合计共有61家眼科专科医院和65家视光中心，全国服务网点稳步扩张。
- **盈利能力下滑，销售投入力度加大。**2024H1，公司毛利率与净利率分别为45.84%、13.33%，同比分别下降4.46、4.99pct。分项目来看，公司各业务毛利率均有不同幅度下滑，其中屈光、视光、白内障和眼后段项目毛利率分别为54.98%、46.32%、37.03%和41.30%，分别同比下降1.88、3.68、7.13、3.42pct。期间费用率方面，研发费用率为1.76%，同比减少0.24pct；销售、管理、财务费用率分别为13.70%、11.74%、0.72%，分别同比增长1.39、0.93、0.26pct。报告期内，公司加大销售投入力度，业务宣传及推广费明显增加。
- **消费眼科业务平稳增长。**1) **屈光：**实现营收6.94亿元（YoY+6.56%），公司积极引进屈光矫正新技术设备，着力提升有效屈光不正矫正覆盖率，为患者提供高质量个性化诊疗方案，旗下多家医院已率先引进蔡司新一代微创全飞秒精准4.0-VISULYZE新科技，实现对蔡司SMILE3.0全飞秒激光近视矫正系统的全新升级优化，开启屈光手术精准化新时代。2) **视光：**实现营收4.97亿元（YoY+4.56%），公司积极落实综合防控儿童青少年近视相关政策要求，持续完善近视防控体系，首批签约引进国内首款获批的用于延缓儿童近视进展的0.01%硫酸阿托品滴眼液并投入临床使用，进一步丰富了公司的近视综合防控手段。
- **眼病诊疗业务技术升级。**1) **白内障：**实现营收4.65亿元（YoY-6.53%），公司积极响应集采政策落地执行，引进了强生全视TECNISSymfony™ Toric新无级®散光型人工晶状体、爱尔康全新Clareon疏水平平台三焦点老视矫正型人工晶状体和单焦点散光矫正型人工晶状体等多款人工晶体。2) **眼后段：**实现营收2.62亿元（YoY-5.13%），公司率先引进全球首个双通路眼底新药“法瑞西单抗”，并引入用于眼底疾病微创手术的EVAUPGRADED创新型超乳-玻切一体机，全方位提升眼底病诊疗能力。目前公司已覆盖市面上所有的人工晶体类型，并积极推动精准微切口、功能性人工晶体、飞秒激光辅助系统、数字导航四大技术的运用，致力于为患者提供个性化、多层次的诊疗服务。
- **投资建议：**受多因素影响，公司上半年业绩低于预期，综合考虑我们适当下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.28、7.55、8.75亿元，EPS分别是0.75、0.90、1.04元，对应PE分别22.20、18.45、15.93倍。公司是国内大型眼科医疗连锁集团，内生外延持续布局全国眼科医疗服务网络，长期成长趋势明确。维持“买入”评级。
- **风险提示：**诊疗规模增长不及预期风险，管理运营风险，市场竞争风险等。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	3,064.44	3,233.25	4,013.16	4,411.11	5,073.28	5,739.67
同比增速(%)	21.86%	5.51%	24.12%	9.92%	15.01%	13.14%
归母净利润(百万元)	454.92	513.82	665.93	627.83	755.33	874.82
同比增速(%)	36.0%	12.9%	29.6%	-5.72%	20.31%	15.82%
毛利率(%)	46.04%	48.05%	49.03%	46.20%	46.59%	47.01%
每股盈利, 摊薄(元)	0.54	0.61	0.79	0.75	0.90	1.04
ROE(%)	24.83%	10.04%	11.78%	10.15%	11.02%	11.46%
PE(倍)	30.63	27.12	20.93	22.20	18.45	15.93

资料来源: 携宁, 东海证券研究所 (截止至 2024 年 9 月 2 日收盘)

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,013	4,411	5,073	5,740
%同比增速	24%	10%	15%	13%
营业成本	2,045	2,373	2,710	3,041
毛利	1,968	2,038	2,363	2,698
%营业收入	49%	46%	47%	47%
税金及附加	14	17	19	22
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	533	640	720	804
%营业收入	13%	15%	14%	14%
管理费用	462	573	649	717
%营业收入	12%	13%	13%	13%
研发费用	70	75	85	95
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	20	-58	-62	-69
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-6	0	0	0
信用减值损失	-12	0	0	0
其他收益	23	10	12	0
投资收益	76	10	12	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
资产处置收益	11	0	0	0
营业利润	973	811	976	1,130
%营业收入	24%	18%	19%	20%
营业外收支	-119	0	0	0
利润总额	854	811	976	1,130
%营业收入	21%	18%	19%	20%
所得税费用	177	170	205	237
净利润	677	641	771	893
%营业收入	17%	15%	15%	16%
归属于母公司的净利润	666	628	755	875
%同比增速	30%	-6%	20%	16%
少数股东损益	11	13	15	18
EPS (元/股)	0.79	0.75	0.90	1.04

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.79	0.75	0.90	1.04
BVPS	6.73	7.36	8.16	9.09
PE	20.93	22.20	18.45	15.93
PEG	0.71	—	0.91	1.01
PB	2.46	2.25	2.03	1.83
EV/EBITDA	19.30	10.78	8.75	7.26
ROE	12%	10%	11%	11%
ROIC	11%	8%	9%	10%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,917	4,232	4,701	5,157
交易性金融资产	272	372	472	572
应收账款及应收票据	323	343	388	430
存货	207	241	274	307
预付账款	65	95	108	122
其他流动资产	107	179	187	194
流动资产合计	4,892	5,462	6,130	6,782
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	122	122	122	122
固定资产合计	789	829	901	1,048
无形资产	104	123	142	161
商誉	173	173	173	173
递延所得税资产	85	91	91	91
其他非流动资产	1,215	1,274	1,363	1,482
资产总计	7,379	8,075	8,923	9,859
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	264	309	355	401
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	247	285	325	359
应交税费	102	110	127	143
其他流动负债	391	440	488	532
流动负债合计	1,004	1,145	1,295	1,435
长期借款	25	25	25	25
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	18	23	23	23
其他非流动负债	615	624	634	634
负债合计	1,661	1,816	1,977	2,117
归属于母公司的所有者权益	5,655	6,183	6,855	7,634
少数股东权益	62	75	90	108
股东权益	5,718	6,258	6,946	7,742
负债及股东权益	7,379	8,075	8,923	9,859

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	961	884	1,041	1,193
投资	-141	-100	-100	-100
资本性支出	-447	-330	-350	-480
其他	2,496	-59	-48	-60
投资活动现金流净额	1,909	-489	-498	-640
债权融资	-1	21	10	0
股权融资	6	-31	0	0
支付股利及利息	-161	-70	-84	-97
其他	-148	0	0	0
筹资活动现金流净额	-304	-80	-74	-97
现金净流量	2,566	315	469	456

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 9 月 2 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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，均与其在本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
 电话：(8621) 20333619
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089