

## 华夏眼科 (301267)

### 2024 年三季度报点评：利润受新院爬坡影响承压，外延扩张步伐稳健

买入 (维持)

2024 年 11 月 03 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

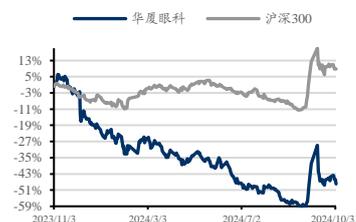
ranshn@dwzq.com.cn

研究助理 苏丰

执业证书：S0600123040070

suf@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年三季度报，2024 前三季度实现营收 31.82 亿元 (+2.55%，同比，下同)，归母净利润 4.21 亿元 (-24.49%)，扣非归母净利润 4.17 亿元 (-27.23%)；2024Q3 单季度，实现营收 11.31 亿元 (+2.00%)，归母净利润 1.55 亿 (-23.35%)，扣非归母净利润 1.45 亿元 (-30.70%)。
- **利润受消费及新院爬坡影响略承压。**单 Q3 季度，销售毛利率、销售净利率 46.39% (-4.80pp)、14.93% (-3.48pp)，毛利率下降系高毛利项目屈光视光增长受到消费负面影响，及新建医院项目带来成本端增加。费用率方面，Q3 单季度销售/管理/研发/财务费用率同比变化 +1.22pp/+0.55pp/-0.45pp/+0.32pp，四项费用率合计上升 1.64pp。
- **内生增长有望向好，持续推进外延扩张。**截至 2024 年中，公司已在全国 18 个省和直辖市、49 个城市开设 61 家眼科专科医院和 65 家视光中心，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区，通过连锁运营的模式建立了全国范围内的诊疗服务网点体系。预计未来随着并购项目如大型医院、视光中心的持续建设，以及消费复苏带来的需求端增加，公司业务有望恢复高增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司并购扩张仍具备较大空间，新院贡献部分亏损，我们将公司 2024-2026 年归母净利润由 6.58/7.71/8.84 亿元调整至 5.32/6.16/7.10 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 32/28/24 倍。考虑公司新院爬坡有望贡献业绩，屈光及视光等消费眼科业务有望边际改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**医院扩张或整合不及预期的风险，行业政策变化不确定性风险。

#### 市场数据

收盘价(元)	20.55
一年最低/最高价	15.90/42.68
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	6,757.43
总市值(百万元)	17,262.00

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.91
资产负债率(% ,LF)	25.08
总股本(百万股)	840.00
流通 A 股(百万股)	328.83

#### 相关研究

《华夏眼科(301267)：2024 半年报点评：业绩受新开业及外部环境影响略承压，诊疗服务体系稳步建设》

2024-09-01

《华夏眼科(301267)：2023 年报 & 2024 年一季报点评：24Q1 业绩符合预期，收购医院落地将增厚业绩》

2024-04-29

华夏眼科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,892</b>	<b>5,894</b>	<b>6,683</b>	<b>7,583</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,013</b>	<b>4,174</b>	<b>4,648</b>	<b>5,129</b>
货币资金及交易性金融资产	4,189	5,172	5,887	6,712	营业成本(含金融类)	2,045	2,262	2,519	2,770
经营性应收款项	388	385	416	445	税金及附加	14	15	16	18
存货	207	228	254	280	销售费用	533	580	637	687
合同资产	0	0	0	0	管理费用	462	522	576	626
其他流动资产	107	109	126	146	研发费用	70	73	81	89
<b>非流动资产</b>	<b>2,487</b>	<b>2,326</b>	<b>2,371</b>	<b>2,410</b>	财务费用	20	(55)	(70)	(86)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	33	37	41
固定资产及使用权资产	1,386	1,243	1,293	1,324	投资净收益	76	42	46	51
在建工程	90	95	97	99	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	104	104	109	119	减值损失	(17)	(4)	(4)	(4)
商誉	173	173	173	173	资产处置收益	11	2	3	3
长期待摊费用	200	170	150	140	<b>营业利润</b>	<b>973</b>	<b>851</b>	<b>971</b>	<b>1,117</b>
其他非流动资产	534	541	548	555	营业外净收支	(119)	(93)	(98)	(103)
<b>资产总计</b>	<b>7,379</b>	<b>8,220</b>	<b>9,054</b>	<b>9,993</b>	<b>利润总额</b>	<b>854</b>	<b>758</b>	<b>874</b>	<b>1,015</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,004</b>	<b>1,190</b>	<b>1,274</b>	<b>1,352</b>	减:所得税	177	153	175	203
短期借款及一年内到期的非流动负债	117	217	217	217	<b>净利润</b>	<b>677</b>	<b>605</b>	<b>699</b>	<b>812</b>
经营性应付款项	264	292	325	357	减:少数股东损益	11	73	83	102
合同负债	126	140	156	171	<b>归属母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>532</b>	<b>616</b>	<b>710</b>
其他流动负债	496	542	577	607	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	0.63	0.73	0.84
非流动负债	658	708	758	808	EBIT	899	723	819	939
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	1,232	1,075	1,181	1,322
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.03	45.80	45.80	46.00
租赁负债	594	644	694	744	归母净利率(%)	16.59	12.75	13.24	13.83
其他非流动负债	38	38	38	38	收入增长率(%)	24.12	4.00	11.37	10.35
<b>负债合计</b>	<b>1,661</b>	<b>1,898</b>	<b>2,032</b>	<b>2,159</b>	归母净利润增长率(%)	29.60	(20.07)	15.64	15.27
归属母公司股东权益	5,655	6,188	6,803	7,513					
少数股东权益	62	135	219	321					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,718</b>	<b>6,323</b>	<b>7,022</b>	<b>7,834</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,379</b>	<b>8,220</b>	<b>9,054</b>	<b>9,993</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	961	1,076	1,124	1,250	每股净资产(元)	6.73	7.37	8.10	8.94
投资活动现金流	1,909	(241)	(456)	(470)	最新发行在外股份(百万股)	840	840	840	840
筹资活动现金流	(304)	147	45	45	ROIC(%)	11.59	8.44	8.64	8.96
现金净增加额	2,566	983	714	825	ROE-摊薄(%)	11.78	8.60	9.05	9.44
折旧和摊销	333	353	363	382	资产负债率(%)	22.51	23.08	22.45	21.61
资本开支	(447)	(301)	(510)	(520)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.92	32.43	28.04	24.33
营运资本变动	14	64	6	(1)	P/B(现价)	3.05	2.79	2.54	2.30

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>