

何氏眼科(301103)

医疗服务/医药生物

发布时间: 2023-04-27

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

## 疫后反弹强劲，地区龙头地位持续巩固

### 事件:

公司发布 2022 年报和 23Q1 报。公司 2022 年营收 9.55 亿元 (-0.74%)，归母净利润 0.33 亿元 (-61.55%)，其中 22Q4 营收 1.84 亿元 (-15.59%)，归母净利润-0.33 亿元 (-828%)；23Q1 营收 3.07 亿元 (+26.91%)，归母净利润 0.57 亿元 (+117.82%)。

### 点评:

期间费用率趋势向好，2023 年有望进入下行区间。①销售费用率：2022 年为 14.50%(+1.67pct)主要系职工薪酬增长，23Q1 为 11.00%(-1.65pct)系 Q1 营收恢复超预期；②管理费用率：2022 年为 17.16%(+3.79pct)，系职工薪酬、中介及软件服务费、其他费用项目显著增长，23Q1 为 13.22%(+1.17pct)系公司旗下新增医疗机构；③财务费用率：2022 年为 -0.85%(-1.32pct)，23Q1 为 -2.18%(-1.25pct)系募集资金利息收入。2022 年期间费用率增长主要系公司持续招揽人才，随消费医疗复苏，公司整体盈利能力预计将快速提升。

2022 年受影响较为突出，复苏预期下业务结构持续调整，毛利率有望回升。①公司多数业务 2022 年均有一定程度的毛利率下滑(仅非手术项目和其他业务除外)，整体毛利率 38.40%(-1.90pct)；其中，屈光项目近年来受影响较大、疫后反弹逻辑下有望快速回升至高位，其他基础眼科毛利率亦有修复空间；②整体业务结构亦有所调整，白内障项目占比 13.90%(-2.39pct)持续下滑，相应营收占比调整至屈光项目、非手术项目和视光项目，预计消费眼科占比(58.07%，+1.21pct)上升态势持续，高毛利率项目占比提升亦将为盈利能力提升做出贡献。

布局扩张提速，医教研产持续推进。①截至 2022 年末，公司旗下有 3 家三级眼保健机构、35 家二级眼保健机构(+3 家)、64 家初级眼保健机构(+9 家)；公司核心布局辽宁省，持续推进京津冀、长三角、大湾区、成渝地区四地布局，第一支体外基金有望年内落地，强化辽宁省内视光中心布局；②公司持续上游布局，旗下何氏医学院持续培养视光人才、为集团下游视光中心战略持续培养人才，何氏眼产业预计在盈利后并表、为何氏集团上市部分贡献上游产业的高毛利率和高净利率。

盈利预测及投资建议：何氏眼科是我国眼科下游地方龙头，持续强化辽宁省内建设、推进全国重点市场扩张布局与“医教研产”一体式发展。我们预计公司 2023-2025 营业收入为 13.76/18.06/22.98 亿元，对应归母净利润为 1.50/2.08/2.67 亿元，对应 PE 分别为 46X/33X/26X，给予“增持”评级。

风险提示：政策风险、医院扩张不及预期风险、行业竞争加剧风险。

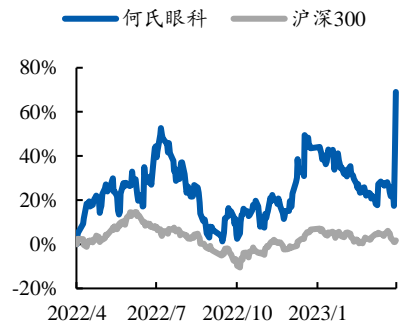
财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	962	955	1,376	1,806	2,298
(+/-)%	14.79%	-0.74%	43.99%	31.31%	27.21%
归属母公司净利润	86	33	150	208	267
(+/-)%	-13.84%	-61.55%	353.13%	38.28%	28.33%
每股收益(元)	0.95	0.22	0.95	1.32	1.69
市盈率	0.00	140.59	45.50	32.90	25.64
市净率	0.00	2.29	3.16	2.92	2.66
净资产收益率(%)	8.58%	1.74%	6.94%	8.87%	10.39%
股息收益率(%)	1.39%	2.31%	0.44%	0.61%	0.78%
总股本(百万股)	91	158	158	158	158

### 股票数据

2023/04/27

6 个月目标价(元)	--
收盘价(元)	43.32
12 个月股价区间(元)	25.98-43.32
总市值(百万元)	6,845.71
总股本(百万股)	158
A 股(百万股)	158
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	14

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	37%	18%	58%
相对收益	38%	22%	56%

### 相关报告

《推荐关注疫苗，创新药及口腔耗材板块》

--20230425

《关注创新药及手术机器人等临床价值导向赛道》

--20230410

### 证券分析师：刘宇腾

执业证书编号：S0550521080003  
010-63210890 liuyt@nesc.cn

### 研究助理：古翰羲

执业证书编号：S0550122070069  
15994815947 guhx@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,639	1,461	1,667	1,896
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	31	58	60	90
存货	84	123	138	183
其他流动资产	206	206	206	206
<b>流动资产合计</b>	<b>1,983</b>	<b>1,878</b>	<b>2,109</b>	<b>2,424</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	197	141	258	225
无形资产	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>622</b>	<b>765</b>	<b>742</b>	<b>705</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,605</b>	<b>2,643</b>	<b>2,851</b>	<b>3,129</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	68	98	111	146
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	45	45	45	45
<b>流动负债合计</b>	<b>167</b>	<b>215</b>	<b>248</b>	<b>304</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	262	262	262	262
<b>长期负债合计</b>	<b>262</b>	<b>262</b>	<b>262</b>	<b>262</b>
<b>负债合计</b>	<b>429</b>	<b>477</b>	<b>510</b>	<b>566</b>
归属于母公司股东权益合计	2,174	2,167	2,345	2,570
少数股东权益	2	0	-3	-7
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,605</b>	<b>2,643</b>	<b>2,851</b>	<b>3,129</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>955</b>	<b>1,376</b>	<b>1,806</b>	<b>2,298</b>
营业成本	588	776	977	1,203
营业税金及附加	6	9	11	14
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	138	186	253	345
管理费用	163	220	298	403
财务费用	-8	-37	-32	-38
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	0
<b>营业利润</b>	<b>71</b>	<b>224</b>	<b>300</b>	<b>372</b>
营业外收支净额	0	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>72</b>	<b>228</b>	<b>304</b>	<b>376</b>
所得税	39	80	99	113
净利润	33	148	205	263
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>33</b>	<b>150</b>	<b>208</b>	<b>267</b>
少数股东损益	0	-2	-3	-4

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>148</b>	<b>205</b>	<b>263</b>
资产减值准备	2	0	0	0
折旧及摊销	127	64	90	100
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	12	12	12	12
投资损失	-1	-1	-1	0
运营资本变动	-23	-25	8	-29
其他	-1	-4	-4	-4
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>148</b>	<b>194</b>	<b>310</b>	<b>342</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-249</b>	<b>-202</b>	<b>-62</b>	<b>-59</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>1,041</b>	<b>-170</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-101</b>	<b>-44</b>	<b>215</b>	<b>246</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.22	0.95	1.32	1.69
每股净资产 (元)	13.76	13.71	14.84	16.26
每股经营性现金流量 (元)	0.94	1.23	1.96	2.17
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-0.7%	44.0%	31.3%	27.2%
净利润增长率	-61.6%	353.1%	38.3%	28.3%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	38.4%	43.6%	45.9%	47.6%
净利润率	3.5%	10.9%	11.5%	11.6%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	11.73	11.73	11.73	11.73
存货周转天数	48.02	48.02	48.02	48.02
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	16.5%	18.0%	17.9%	18.1%
流动比率	11.88	8.74	8.52	7.97
速动比率	10.05	7.12	7.03	6.59
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	14.5%	13.5%	14.0%	15.0%
管理费用率	17.0%	16.0%	16.5%	17.5%
财务费用率	-0.9%	-2.7%	-1.8%	-1.7%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	2.3%	0.4%	0.6%	0.8%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	140.59	45.50	32.90	25.64
P/B (倍)	2.29	3.16	2.92	2.66
P/S (倍)	5.21	4.98	3.79	2.98
净资产收益率	1.7%	6.9%	8.9%	10.4%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

古翰羲：中国人民大学金融硕士，东北财经大学会计学本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券医药组研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

