

增持 (维持)

华夏眼科 (301267) 强劲复苏, 积极扩张, 盈利提升

2023年5月11日

市场数据

日期	2023-05-10
收盘价(元)	77.10
总股本(百万股)	560.00
流通股本(百万股)	60.00
净资产(百万元)	5259.52
总资产(百万元)	6885.17
每股净资产(元)	9.39

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《华夏眼科(301267): 立足厦门辐射全国, 次新院减亏助力释放成长》2022-12-05

分析师:

孙媛媛
sunyuanyuan@xyzq.com.cn
S0190515090001

王佳慧
wangjiahui20@xyzq.com.cn
S0190522080007

投资要点

- **公司发布 2022 年年度报告。**2022 年公司实现收入 32.33 亿元, 同比增长 5.51%, 归母净利润 5.12 亿元, 同比增长 12.50%, 扣非归母净利润 5.39 亿元, 同比增长 13.29%。22Q4 公司实现收入 7.10 亿元, 同比下降 8.23%, 归母净利润 1.14 亿元, 同比下降 3.50%, 扣非归母净利润 1.06 亿元, 同比下降 9.57%。
- **公司发布 2023 年一季报。**2023Q1 公司实现收入 9.31 亿元, 同比增长 15.10%, 归母净利润 1.50 亿元, 同比增长 34.01%, 扣非归母净利润 1.47 亿元, 同比增长 21.47%。归母净利润高速增长主要是收入增长、理财收入增加所致。
- **强劲复苏, 积极扩张。**23Q1 眼病诊疗及消费眼科强劲复苏, 全年看有望呈加速趋势。截至 2022 年底公司已在国内开设 57 家眼科专科医院, 23 家视光中心, 覆盖 17 个省及 46 个城市。公司积极储备并购标的, 同时在重庆、深圳、上海、昆明、大连、武汉、南昌、南宁、苏州、天津等地新建医院, 在上海、广东探索屈光门诊试点, 积极扩张完善医疗网络。
- **业务结构优化, 盈利能力提升。**眼科消费医疗占比持续提升, 2022 年屈光收入占比 33.19% (同比提升 1.94 pp), 视光收入占比 12.27% (同比提升 0.49 pp)。2022 年、23Q1 公司综合毛利率分别为 48.05%、48.17%, 分别同比提升 2.01pp、2.06pp, 主要是规模效应和结构优化所致。
- **盈利预测:** 我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.92、9.04、11.85 亿元, 对应 EPS 为 1.24、1.61、2.12 元。2023 年 5 月 10 日股价对应 PE 分别为 62.4、47.8、36.4 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 部分下属医院持续亏损的风险, 政策变化风险, 市场竞争加剧

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3233	4292	5585	7247
同比增长	5.5%	32.8%	30.1%	29.8%
归母净利润(百万元)	512	692	904	1185
同比增长	12.5%	35.2%	30.7%	31.1%
毛利率	48.0%	46.7%	47.3%	47.8%
ROE	10.0%	12.9%	14.9%	17.0%
每股收益(元)	0.91	1.24	1.61	2.12
市盈率	84.4	62.4	47.8	36.4

* 请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **公司发布 2022 年年度报告。**2022 年公司实现收入 32.33 亿元,同比增长 5.51%,归母净利润 5.12 亿元,同比增长 12.50%,扣非归母净利润 5.39 亿元,同比增长 13.29%。22Q4 公司实现收入 7.10 亿元,同比下降 8.23%,归母净利润 1.14 亿元,同比下降 3.50%,扣非归母净利润 1.06 亿元,同比下降 9.57%。
- **公司发布 2023 年一季报。**2023Q1 公司实现收入 9.31 亿元,同比增长 15.10%,归母净利润 1.50 亿元,同比增长 34.01%,扣非归母净利润 1.47 亿元,同比增长 21.47%。归母净利润高速增长主要是收入增长、理财收入增加所致。

点评

- **22 年业绩彰显韧性, 23Q1 快速反弹。**

22H1、22Q3、22Q4、23Q1 公司收入增速分别为 7.02%、15.81%、-8.23%、15.10%,归母净利润增速分别为 8.37%、36.07%、-3.50%、34.01%。22H1 和 22Q4 主要是疫情影响诊疗量所致,23Q1 已经显现出较强的复苏态势,尤其 3、4 月以来门诊量、手术量均快速增长。

从核心医院来看,22 年厦门眼科中心收入 8.47 亿元,同比增长 6.16%,净利润 2.29 亿元,同比增长 5.19%;而上海和平受疫情影响较大收入 1.62 亿元,同比下滑 14.65%,净利润 245 万元,同比下滑 65.27%。

分地区看,华东收入 23.66 亿元,同比增长 5.35%;西南收入 2.78 亿元,同比增长 6.38%;华南收入 2.76 亿元,同比增长 9.48%;华中收入 2.19 亿元,同比下降 1.66%;西北收入 0.49 亿元,同比增长 15.84%;华北收入 0.45 亿元,同比增长 12.88%。

- **积极扩张, 并购+自建并重完善医疗网络, 探索视光和屈光门诊。**

截至 2022 年底公司已在国内开设 57 家眼科专科医院, 23 家视光中心, 覆盖 17 个省及 46 个城市。公司积极储备并购标的, 同时在重庆、深圳、上海、昆明、大连、武汉、南昌、南宁、苏州、天津等地新建医院, 在上海、广东探索屈光门诊试点, 积极扩张完善医疗网络。公司计划将国内 24 个省(直辖市)作为布局服务网络的重点省份, 具体选址优先考虑人口相对较多、经济和消费能力较强的城市, 并综合考虑本地医疗团队引进情况、现有竞争状况及未来竞争趋势、差异化优势等。

- **业务结构优化, 盈利能力提升。**

眼科消费医疗占比持续提升。2022 年屈光收入占比 33.19%(同比提升 1.94 pp), 视光收入占比 12.27%(同比提升 0.49 pp)。

具体地, 22 年屈光收入 10.73 亿元, 同比增长 12.07%; 白内障收入 7.51 亿元, 同比下滑 0.69%; 综合眼病收入 9.09 亿元, 同比下滑 2.43%; 视光收入 3.96 亿元, 同比增长 9.91%; 其他业务收入 1.03 亿元, 同比增长 78.45%。

规模效应提升和业务结构优化带来盈利能力提升。22 年公司毛利率 48.05%, 同比增长 2.01pp; 净利率 15.71%, 同比增长 0.90pp; 销售费用率 12.44%, 同比下降 0.68pp; 管理费用率 11.74%, 同比增长 0.56pp; 财务费用率 0.98%, 同比下降 0.33pp。

2023Q1 公司毛利率 48.17%, 同比增长 2.06pp; 净利率 16.95%, 同比增长 3.18pp; 销售费用率 11.61%, 同比下降 1.40pp; 管理费用率 12.43%, 同比增长 0.98pp; 财务费用率 0.66%, 同比下降 0.48pp。毛利率增长、销售费用摊薄、理财收益增长带来净利率大幅提升。

● 发挥学科优势, 打造医生培养体系

厦门眼科中心是国家临床重点专科和三甲医院、国家药物临床试验机构(GCP), 并设有博士后科研工作站、院士专家工作站, 在全国排名也十分靠前。公司发挥学科优势, 在人才培养方面, 不仅有规培, 还有中国眼科医师明日之星等培养计划、院长培养、科主任培养体系, 仅中国眼科医师明日之星计划就培养了 300 余名医生。未来公司扩张需要大量的医生资源, 健全的培养体系有助于公司的长期发展, 为公司未来并购和扩大布局提供了支持,

● 盈利预测:

我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.92、9.04、11.85 亿元, 对应 EPS 为 1.24、1.61、2.12 元。2023 年 5 月 10 日股价对应 PE 分别为 62.4、47.8、36.4 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 部分下属医院持续亏损的风险, 政策变化风险, 市场竞争加剧

表 1、华夏眼科分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	809	770	944	710	931	15.1%	3064	3233	5.5%
营业成本	436	394	481	368	482	10.7%	1654	1680	1.6%
毛利	373	376	463	342	448	20.2%	1411	1554	10.1%
销售费用	105	88	108	101	108	2.7%	402	402	0.0%
管理费用	85	83	97	98	101	18.8%	317	363	14.3%
财务费用	9	8	9	6	6	-33.3%	40	32	-21.3%
研发费用	8	13	16	13	15	92.6%	25	49	95.5%
资产减值	-0	-0	0	-0	-0	-	-1	-1	-
公允价值	0	0	0	7	2	-	0	7	-
投资收益	2	3	1	2	18	683.9%	9	8	-8.5%
营业利润	165	192	231	140	232	40.4%	652	727	11.6%
利润总额	151	166	206	131	213	41.1%	582	654	12.2%
归母净利润	112	124	161	114	150	34.0%	455	512	12.5%
EPS	0.200	0.222	0.288	0.204	0.268	34.0%	0.812	0.914	12.5%
销售费用率	13.0%	11.5%	11.4%	14.3%	11.6%	-1.4%	13.1%	12.4%	-0.7%
管理费用率	10.5%	10.8%	10.3%	13.7%	10.8%	0.3%	10.4%	11.2%	0.9%
财务费用率	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	-0.5%	1.3%	1.0%	-0.3%
研发费用率	1.0%	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	0.6%	0.8%	1.5%	0.7%
所得税率	26.1%	23.9%	20.2%	19.2%	25.8%	-0.3%	22.1%	22.3%	0.2%
毛利率	46.1%	48.8%	49.0%	48.1%	48.2%	2.1%	46.0%	48.0%	2.0%
净利率	13.9%	16.1%	17.1%	16.1%	16.1%	2.3%	14.8%	15.8%	1.0%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4617	5003	5718	6557
货币资金	1345	3021	3324	3821
交易性金融资产	2598	1299	1515	1623
应收票据及应收账款	195	260	338	439
预付款项	74	77	102	136
存货	157	193	254	328
其他	247	154	184	209
非流动资产	1968	2043	2239	2579
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	688	574	445	309
在建工程	46	23	12	6
无形资产	112	132	157	180
商誉	60	66	73	80
长期待摊费用	136	60	-13	-86
其他	926	1188	1566	2089
资产总计	6584	7046	7957	9136
流动负债	790	959	1119	1328
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	208	304	377	488
其他	581	655	742	841
非流动负债	667	709	770	833
长期借款	26	54	82	113
其他	641	656	687	720
负债合计	1457	1668	1889	2162
股本	560	560	560	560
资本公积	2918	2638	2638	2638
未分配利润	1554	2086	2780	3690
少数股东权益	14	10	4	-4
股东权益合计	5128	5378	6068	6974
负债及权益合计	6584	7046	7957	9136

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	512	692	904	1185
折旧和摊销	204	199	202	203
资产减值准备	1	4	7	8
资产处置损失	-2	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-7	-3	-4	-4
财务费用	38	-11	-19	-21
投资损失	-8	-7	-8	-8
少数股东损益	-4	-4	-6	-8
营运资金的变动	-96	206	7	17
经营活动产生现金流量	770	1049	1057	1331
投资活动产生现金流量	-3037	1017	-605	-626
融资活动产生现金流量	2651	-390	-149	-209
现金净变动	384	1676	304	496
现金的期初余额	953	1345	3021	3324
现金的期末余额	1337	3021	3324	3821

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3233	4292	5585	7247
营业成本	1680	2288	2944	3782
税金及附加	13	17	22	29
销售费用	402	537	709	928
管理费用	363	498	687	920
研发费用	49	55	61	67
财务费用	32	-11	-19	-21
其他收益	21	32	29	29
投资净收益	8	7	8	8
公允价值变动收益	7	3	4	4
信用减值损失	-4	-5	-5	-5
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	2	1	1	1
营业利润	727	947	1217	1579
营业外收入	2	4	3	3
营业外支出	76	80	84	92
利润总额	654	870	1137	1490
所得税	146	183	239	313
净利润	508	688	898	1177
少数股东损益	-4	-4	-6	-8
归属母公司净利润	512	692	904	1185
BPS(元)	0.91	1.24	1.61	2.12

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.5%	32.8%	30.1%	29.8%
营业利润增长率	11.6%	30.1%	28.6%	29.7%
归母净利润增长率	12.5%	35.2%	30.7%	31.1%
盈利能力				
毛利率	48.0%	46.7%	47.3%	47.8%
归母净利率	15.8%	16.1%	16.2%	16.3%
ROE	10.0%	12.9%	14.9%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	22.1%	23.7%	23.7%	23.7%
流动比率	5.85	5.22	5.11	4.94
速动比率	5.65	5.02	4.88	4.69
营运能力				
资产周转率	66%	63%	74%	85%
应收帐款周转率	15.70	17.46	17.31	17.29
存货周转率	11.82	12.99	13.12	12.94
每股资料(元)				
每股收益	0.91	1.24	1.61	2.12
每股经营现金	1.37	1.87	1.89	2.38
每股净资产	9.13	9.59	10.83	12.46
估值比率(倍)				
PE	84.4	62.4	47.8	36.4
PB	8.4	8.0	7.1	6.2

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn