

医疗服务/医院

报告原因：深度报告

2021年4月6日

何氏眼科（301103.SZ）

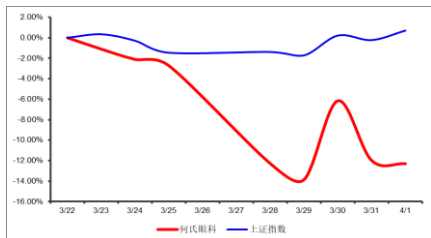
深耕眼科黄金赛道，拓展辽宁省外区域发展向上

首次覆盖

增持

公司研究/深度报告

公司上市以来股价表现



市场数据：2022年4月6日

总股本(亿股)	1.22
流通股本(亿股)	0.29
收盘价(元)	43.93
流通市值(亿元)	12.71

基础数据：2021年12月31日

每股收益(元)	0.95
每股净资产(元)	11.53
每股资本公积(元)	6.41
每股未分配利润(元)	3.72

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

http://www.i618.com.cn

报告要点：

➤ **专业的眼科医疗服务机构，经营稳健业绩向上。**何氏眼科是一家集医教研于一体，采用三级眼健康医疗服务模式，致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构。公司深耕眼科专科诊疗服务和视光服务二十余年，主营业务为面向眼病患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务。公司经营稳健，业绩指标向上，2019-2021年分别实现营业收入7.46亿、8.38亿、9.62亿元，三年复合增速16.2%；实现归母净利润0.81亿、1亿、0.86亿元，三年复合增速15.5%。经公司初步测算，2022年1-3月预计实现营业收入24334.58万元至26896.12万元，同比增长15.70%至27.88%，预计实现净利润3190.91万元至3526.79万元，同比增长14.16%至26.18%。

➤ **眼科医疗服务需求攀升，赛道前景广阔。**近年来，居民人均可支配收入水平持续上升，医保覆盖人群和病种范围迅速扩大，推动我国医疗服务市场规模不断扩大。作为世界上盲和视觉损伤患者最多的国家之一，我国眼科诊疗服务需求不断攀升，随着国内老龄化加剧带动相关眼病患者增多以及青少年近视防控形势严峻，眼科医疗服务市场将具有广阔发展空间。

➤ **创新三级眼科诊疗服务模式，实现快速布局。**经过二十余年实践，公司探索出一条可持续、可复制的三级眼健康医疗服务模式，由初级眼保健服务、二级眼保健服务、三级眼保健服务组成，以双向转诊、上下联动、便捷患者为主要特征。在该模式下公司医疗机构销售、服务与营销三位一体，能够扩大服务半径、实现优化资源配置，同时再通过集团管控与连锁经营，实现标准化、专业化地复制，实现快速布局。

➤ **团队技术深厚、经验丰富，培养体系奠定人才保障。**公司拥有深厚技术背景和丰富医疗经验的医师团队，通过引进白内障超声乳化技术、飞秒激光辅助白内障等国外先进技术不断提升诊疗技术水平；通过以万计手术实践积累丰富的临床经验；通过专业化、标准化视光服务流程，为患者提供高质量诊疗及视光服务提供有利保障。此外公司成熟的医师培养体系、充分的人才激励机制为公司业务快速扩张奠定人才基础。

➤ **深耕辽宁构建区域优势，外拓市场发展潜力可期。**经过20多年发展，公司基本实现省内地市级医院全覆盖，通过打造高品质的就诊体验与优质的服务，在辽宁省内构筑了较强的品牌影响力与市场美誉度。一方面辽宁省内服务机构较强的诊疗服务能力，奠定了公司业绩增长与品牌效应扩大的基石。另一方面，通过长时间的市场培育期，未来亏损门店转盈可期，加之省外市场大力拓展，



进一步打开公司向上发展空间。

盈利预测及估值：

公司作为致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构，在 A 股市场具有相对稀缺性。公司未来发展看点在于：1) 面对老龄化加剧相关眼科疾病进入发病期以及青少年近视防治形势严峻，患者需求增加并呈现多样化，眼科医疗服务市场面临广阔空间。2) 公司已实现辽宁省内全覆盖，三级眼保健服务有望维持医疗技术、经验与品牌优势，影响力继续扩大，奠定公司业绩基本盘；部分新设服务机构逐步由培育期转入成熟期后，接诊量与客单价有望进一步提升并逐步实现盈利；3) 未来公司将积极拓展省外市场，以一线城市为中心实现区域突破，凭借三级服务模式进行快速布局，在本地市场积累口碑与品牌，提高省外业务的扩张。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 11.97 亿元、14.59 亿元、17.98 亿元，同比增长 24.4%、21.9%、23.2%；实现净利润 1.19 亿、1.66 亿、2.07 亿元，同比增长 37.9%、39.6%、24.7%；对应 EPS 分别为 0.98、1.37、1.71 元。以 4 月 6 日收盘价 43.93 元计算，何氏眼科对应 2022-2024 年 PE 分别为 44.8X、32.1X、25.7X。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，国家医保政策变化风险，行业监管政策变化风险，医疗纠纷或事故风险，业务扩张带来的管理风险。

重要财务指标：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	838	962	1,197	1,459	1,798
YoY (%)	12.5	14.8	24.4	21.9	23.2
净利润(百万元)	100	86	119	166	207
YoY (%)	24.4	-13.8	37.9	39.6	24.7
毛利率 (%)	43.4	40.3	43.1	43.3	43.8
EPS (摊薄/元)	0.82	0.71	0.98	1.37	1.71
ROE (%)	10.4	8.2	4.6	6.1	7.1
P/E (倍)	53.3	61.8	44.8	32.1	25.7
P/B (倍)	5.5	5.1	2.1	2.0	1.8
净利率 (%)	12.0	9.0	10.0	11.4	11.5

资料来源：Wind，山西证券研究所

目录

1. 专业的眼科医疗服务机构，经营稳健业绩向上	7
1.1 民营连锁医疗机构，深耕眼科专科 20 年	7
1.2 控股股东医学背景深厚，员工持股平台增资入股	9
1.3 公司经营稳健，业绩指标整体向上	11
2. 眼科赛道前景广阔，民营医院蓬勃发展	17
2.1 医疗卫生投入持续增加，人均指标等较发达国家仍有差距	17
2.2 政策推动下，医疗服务体系呈现多元化	18
2.3 眼科医疗服务需求攀升，赛道前景广阔	20
3. 创新分级诊疗模式，区域优势外溢潜力可期	24
3.1 创新三级眼科诊疗服务模式，实现快速布局	24
3.2 团队技术深厚、经验丰富，培养体系奠定人才保障	27
3.3 深耕辽宁构建区域优势，外拓市场发展潜力可期	30
3.4 募投项目将提高公司服务与管理能力	34
4. 盈利预测及估值	37
4.1 盈利预测	37
4.2 可比上市公司估值	38
5. 风险提示	39

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司主营业务分类	8
图 3：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 2 日）	10
图 4：公司子公司列表	11
图 5：公司经营业绩情况	11
图 6：公司门诊人次及手术量	11
图 7：公司主营业务收入构成情况	12
图 8：公司业绩贡献 TOP3 服务收入情况（万元）	12
图 9：公司综合毛利率及不同诊疗及视光服务毛利率情况（%）	13
图 10：公司白内障诊疗服务客单价对比	13
图 11：公司屈光不正手术矫正服务客单价对比	13
图 12：公司期间费用率情况	14
图 13：公司经营、投资、筹资活动现金流净额（单位：万元）	15
图 14：公司资产总额（亿元）	15
图 15：公司资产负债率及与可比上市公司对比	15
图 16：公司流动比率与可比上市公司对比（倍）	16
图 17：公司速动比率与可比上市公司对比（倍）	16
图 18：公司应收账款周转率与可比上市公司对比	17
图 19：公司存货周转率与可比上市公司对比	17
图 20：我国医疗卫生机构、床位、卫生人员数量情况	17
图 21：2019 各国医疗卫生支出总额占 GDP 比重情况	18
图 23：我国医疗卫生服务体系设置	19
图 24：民营医院机构、床位及人员数量	19
图 25：民营医院诊疗人数与入院人数	19
图 26：全球范围内部分眼科疾病人数预估情况	20
图 27：到 2030 年部分眼疾患者数量（百万人）	20
图 28：中国眼科专科医院入院人次	21

图 29: 中国眼科专科医院诊疗人次.....	21
图 30: 中国白内障患者人数	22
图 31: 中国 60 岁以上人口数量.....	22
图 32: 全国学生近视率变化及 2030 年防控要求.....	23
图 33: 中国屈光不正患者人数.....	23
图 34: 中国公立及民营眼科专科医院数.....	23
图 35: 中国分省眼科病床密度.....	23
图 36: 中国眼科医疗服务市场规模.....	24
图 37: 2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比.....	24
图 38: 公司三级眼健康医疗服务模式.....	25
图 39: 公司各级眼保健服务机构分布.....	26
图 40: 公司管理架构	27
图 41: 公司人员构成	28
图 42: 公司专家团队	28
图 43: 公司部分医疗设备	29
图 44: 公司与国内上市或拟 IPO 眼科上市公司平均薪酬对比（万元）	30
图 45: 公司机构分布基本覆盖辽宁省内地级市.....	31
图 46: 沈阳何氏亚专科设置齐全.....	32
图 47: 募投资金项目计划	35
表 1: 公司与同行业上市公司业绩财务数据对比.....	14
表 2: 部分眼疾采用的应对策略举例.....	20
表 3: 公司不同级别眼保健服务机构对比.....	25
表 4: 公司主要诊疗服务项目及视光服务数量、平均单价、平均成本情况	29
表 5: 2021H1 公司收入前十大门店列表.....	32
表 6: 公司部分 2015-2017 年设立服务机构各年净利润情况（万元）	33
表 7: 2020 年中国主要民营眼科医院概览.....	34
表 8: 公司营业收入预测-按主营业务拆分	37
表 9: 公司重要财务指标盈利预测.....	38



表 10: 同行业 A 股上市公司估值情况..... 38

1. 专业的眼科医疗服务机构，经营稳健业绩向上

1.1 民营连锁医疗机构，深耕眼科专科 20 年

何氏眼科是由留学归国眼科医学博士、全国防盲技术指导组副组长、国际眼科理事会（ICO）理事何伟及其团队创办，是一家集医教研于一体，采用三级眼健康医疗服务模式，致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构。公司以“人人享有何氏眼保健”为使命，秉承“技术 仁德”发展理念，深耕眼科专科诊疗服务和视光服务二十余年，拥有丰富的临床诊疗经验和领先的技术优势。公司坚持预防为主、防治结合，依托先进医疗技术、人才、设备，为各类眼病患者提供眼科全科诊疗服务，鉴于医疗技术队伍、医疗服务能力与水平、医疗质量状况、科研与教学等综合能力，沈阳何氏眼科医院被评为“国家临床重点专科”。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司经营历史可追溯至民办非企业单位时期，公司及业务发展情况可以分为以下几个阶段：

第一阶段（1995 年-2008 年），建院初始期。1995 年，何伟及其团队归国创业，从事眼科诊疗服务并逐步开展视光服务业务，并先后建立沈阳何氏眼科医院、大连何氏眼科医院及葫芦岛市眼科医院，以沈阳、大连、葫芦岛三家医院分别为辽中、辽南、辽西区域中心医院，探索辽宁省内三级眼健康医疗服务模式布局。何伟及其团队引进了白内障超声乳化技术、玻璃体切割技术、眼底激光技术等三大眼科技术，是国内较早开展“三大技术”的医疗机构之一。2000 年，沈阳何氏眼科医院引进准分子激光技术，视光业务通过了 ISO9001 国际质量管理体系认证。

第二阶段（2009 年-2014 年），模式完善期。在第一阶段基础上，公司陆续拓展辽宁省内其他区域业务，建立了覆盖辽宁省内主要城市的医疗服务网络，进一步完善以沈阳何氏眼科医院为集团中心医院的三级眼健康医疗服务模式。该阶段，公司眼科医疗服务各项业务得到丰富和完善，医疗技术水平得到进一步提高。公司引进飞秒激光技术、微创玻切技术、冷超技术、无痛技术等一系列先进医疗技

术。同时，公司引进了高速玻璃体切割设备等世界先进诊疗设备，提高了玻切手术的安全系数，通过微创玻切技术，手术伤口更小，使玻切手术技术始终处于行业较高水平。

第三阶段（2015年-2018年），快速发展期。2015年，公司对眼科专科诊疗服务及视光服务资产、业务进行重组，相关业务经营主体从民办非企业单位或个体工商户转变为营利性公司。公司借助资本力量，实现眼科诊疗服务快速发展壮大，为更多眼病患者提供专业的眼科诊疗服务及视光服务。该阶段，公司通过新设和收购医院等形式进一步拓宽医疗网络，快速扩大辽宁省内地级市医疗机构布局，并开始探索辽宁省外业务，收购了成都世纪。公司眼科诊疗医疗服务各项业务不断丰富、完善和优化，拓展全生命周期眼健康管理模式，强化和增加角膜塑形镜个性化定制、个性化白内障手术、干眼精准治疗、糖尿病与糖尿病眼病兼治等业务。针对白内障疾病引进了飞秒白内障手术技术，使得手术创口更小、安全性更高、术后恢复更快，公司白内障手术进入屈光性手术阶段。

第四阶段（2019年至今），战略布局期。公司实现辽宁省内地市级医院全覆盖，同时利用成熟的三级眼健康医疗服务模式以及公司品牌和技术输出能力，积极拓展全国业务；公司开始布局以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区和以成都、重庆为中心的西部地区等地，在各区域投资建立眼科专科医疗机构，初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。同时，公司积极推进“互联网+健康医疗”新服务模式。公司子公司沈阳何氏取得了沈阳市卫生健康委员会颁发的以沈阳何氏眼科医院（有限公司）互联网医院作为第二名称的医疗机构执业许可证。

图 2：公司主营业务分类



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

眼病常见治疗方法包括手术治疗、药物治疗、物理治疗以及视功能康复等。公司主营业务为面向眼病患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务。其中诊疗服务项目包括白内障、青光眼、玻璃体视网膜病变等常见致盲性眼病以及干眼、中医等特色诊疗服务；同时，针对屈光不正开展光学矫正、屈光不

正手术及视功能训练等眼科专科诊疗服务和视光服务。

白内障诊疗服务项目：白内障是全球第一致盲眼病，何伟及其团队创业初期就开展白内障超声乳化手术，并且可全面开展疑难性白内障手术，包括外伤性白内障手术、视网膜脱离联合白内障手术、晶状体悬吊术、角膜移植联合白内障手术、先天性白内障手术等。

屈光不正诊疗服务项目：屈光不正包括近视、远视和散光等。公司可为屈光不正患者提供手术矫正和光学矫正两种矫正方法。屈光不正手术诊疗服务是基于患者的个性化评估和需求，通过手术的方式为患者提供全面的诊疗服务；光学矫正即视光服务，是矫正屈光不正的重要手段，包括框架眼镜、角膜接触镜的验配等。

玻璃体视网膜诊疗服务项目：玻璃体视网膜疾病是严重的致盲性眼病，主要包括高度近视性视网膜脉络膜病变、糖尿病性视网膜病变、年龄相关性黄斑变性等。何伟及其团队创业初期就开展视网膜激光光凝术（即眼底激光技术）、玻璃体切割技术，用于玻璃体视网膜病变的治疗；此后又先后导入微脉冲激光治疗技术、抗 VEGF 玻璃体腔注射技术以及微创玻切等手术技术，为玻璃体视网膜疾病患者提供了更多的治疗方案。

青光眼诊疗服务项目：青光眼是三大致盲眼病之一，早期诊断、早期治疗是防止失明的最有效手段。公司通过初级眼健康服务，开展青光眼早期筛查，为更多的青光眼患者争取最佳治疗时机。在传统青光眼滤过手术和青白联合手术的基础上，先后开展了选择性小梁成型术（SLT）、引流物植入术、白内障摘除联合房角分离术、光纤导管引导下的小管切开术等，提高了开角型青光眼、闭角型青光眼及新生血管性青光眼等疑难病例的手术成功率。

公司其他诊疗服务主要包括干眼特色诊疗服务、中医特色诊疗服务以及一般眼病的门诊非手术诊疗服务等。公司对于干眼的诊疗服务定位于“精准诊断、个性化治疗”，通过引进国际先进的强脉冲光、共聚焦角膜生物显微镜、眼表综合分析仪等先进设备，采用无痛、无创进行病因诊断和治疗，并建立了从院内治疗到家庭护理的双向慢病管理体系。中医特色诊疗服务自沈阳何氏眼科医院在建院初期就已开设，通过中医药和西医药相互补充，针对糖尿病视网膜疾病、干眼、葡萄膜炎等开展特色治疗。

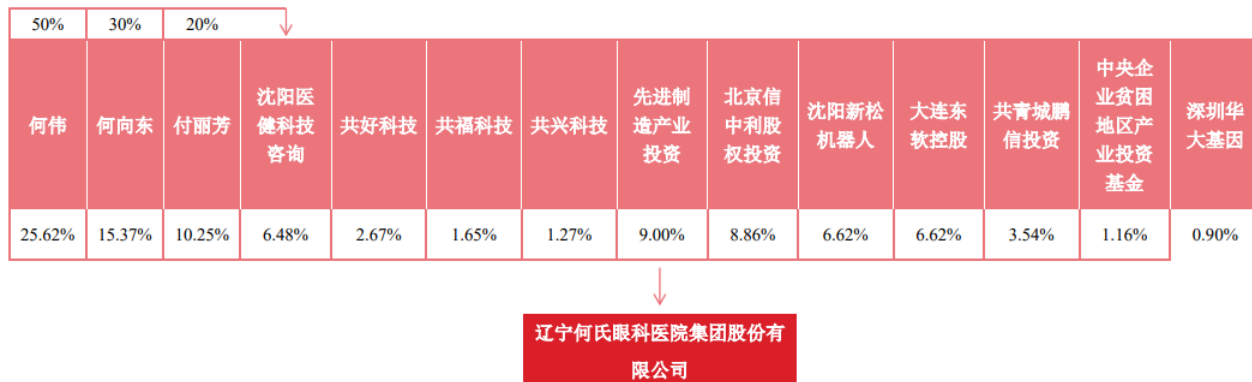
1.2 控股股东医学背景深厚，员工持股平台增资入股

本次发行前公司总股本为 91,058,824 股，截至 2022 年 3 月 2 日，何伟直接持有公司 25.62% 股份，何向东直接持有公司 15.37% 股份，付丽芳直接持有公司 10.25% 股份，何伟、何向东、付丽芳通过医健科技间接控制公司 6.48% 股份，通过担任共好科技、共福科技、共兴科技执行事务合伙人间接控制公司 5.59% 股份。何伟、何向东、付丽芳签署了《一致行动协议》，共同控制公司 63.31% 股份，为公司控

大股东和实际控制人。创始人何伟、何向东先生均在日本国立九州大学取得医学博士学位；其中何伟先生曾在日本福岡大学附属医院担任眼科研修医师，留学归国后先后联合创办了沈阳何氏眼科医院等医院和沈阳何氏眼镜有限公司、辽宁何氏医学院等单位。

共好科技、共福科技、共兴科技为三家员工持股平台，分别持有公司发行前总股本的2.67%、1.65%、1.27%。共好科技、共福科技、共兴科技员工持股平台分别包含有除何伟、何向东及付丽芳之外公司&子公司员工及公司关联方员工42人、38人及30人，通过员工个人自有及/或自筹资金作为合伙人资金，于2015年12月以增资方式入股公司。我们认为，员工持股平台增资入股公司，一方面彰显了员工对公司未来发展前景向好的预期，另一方面也完善了公司人才激励机制，深度绑定员工与公司未来发展，有利于稳定团队，对公司的长期发展具有促进作用。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 2 日）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

截至 2021 年 6 月 30 日，公司共拥有 36 家控股子公司。从子公司业务定位及布局来看，主要分为四类，1) 面向患者提供眼保健服务：沈阳何氏、大连何氏等 31 家子公司；2) 医用耗材集中采购平台：爱目商贸；3) 医疗机构内部管理（主要管理辽宁省外周边及未来新设机构）：雄安管理公司、深圳管理公司；4) 自有品牌眼镜批发销售：卡尔丹尼、何氏药房（目前尚未开展业务）。

图 4：公司子公司列表

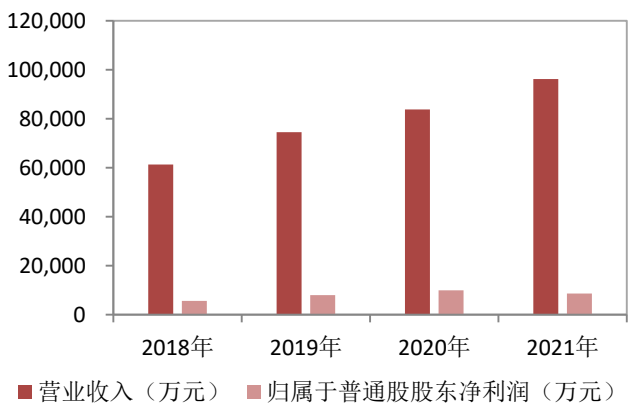
<div style="background-color: red; color: white; padding: 5px; margin: 0 auto; width: fit-content;">辽宁何氏眼科医院集团股份有限公司</div>												
60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
河北雄安何氏眼科	北京何氏眼科	上海何氏眼科	深圳市何氏眼科	朝阳何氏眼科	鞍山何氏眼科	成都何氏视佳眼科	本溪何氏眼科	阜新何氏眼科	铁岭何氏眼科	辽阳何氏眼科	营口何氏眼科	盘锦何氏眼科
100%			100%			100%			100%			
顺平何氏眼科			深圳何氏眼科诊所			成都锦江何氏视佳眼科			昌图何氏眼科			
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
大连何氏眼科	凌源何氏眼科	海南博鳌何氏眼科	沈阳何氏眼科	葫芦岛何氏眼科	抚顺何氏眼科	丹东何氏眼科	锦州何氏眼科	沈阳何氏眼视光	重庆何氏眼科	沈阳何氏药房	沈阳卡尔丹尼商贸	沈阳爱目商贸
100%			100%			100%						
大连普兰店何氏眼科			沈阳铁西何氏眼科			东港何氏眼科						
大连庄河何氏眼科												
大连金州何氏眼科												
瓦房店何氏眼科												

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

1.3 公司经营稳健，业绩指标整体向上

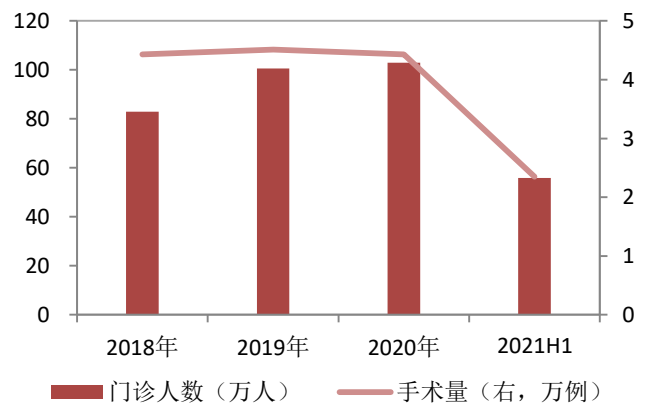
公司业绩逐年增长，经营稳健。2018年-2021年，公司营业收入分别为6.14亿、7.46亿、8.38亿和9.62亿元，同比增长28.81%、21.48%、12.46%、14.79%，年复合增长达16.18%；归属于普通股股东的净利润分别为5610.47万元、8060.12万元、10023.59万元和8536.43万元，同比增长21.84%、43.66%、-13.84%，除2021年受大连疫情影响、阶段性社保减免不再执行及新开机构处市场培育期亏损等因素影响，公司经营业绩均呈逐年增长趋势。一方面得益于在国家战略促进下医疗服务行业的快速发展，居民生活水平提高、医疗保障服务体系不断完善、眼科医疗服务需求强劲的宏观背景下眼科医疗市场空间不断扩大，另一方面得益于公司自身医疗服务网络完善、技术提高以及服务多元化，使得公司接诊服务能力提升，品牌效应逐步凸显。2018年-2021H1公司门诊人次分别为82.92万、100.63万、102.93万和55.87万人次，手术量分别为4.43万、4.51万、4.43万和2.35万，仅2020年受新冠疫情影响，白内障、视网膜等择期手术略有下降外，公司服务人次与诊疗服务手术均呈现逐年增长。

图 5：公司经营业绩情况



数据来源：wind，山西证券研究所

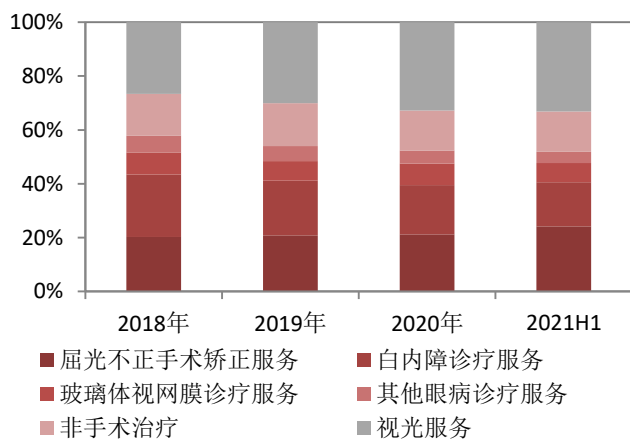
图 6：公司门诊人次及手术量



数据来源：wind，山西证券研究所

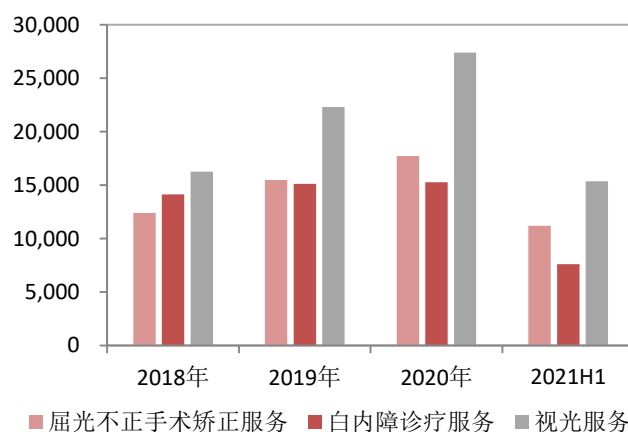
公司主营业务突出，并呈逐年增长趋势。公司主营业务收入主要为眼科专科诊疗服务和视光服务；其他业务收入主要是临床试验和房屋转租收入。2018年-2021H1公司主营业务收入分别为6.10亿、7.42亿、8.35亿和4.63亿元，占营业收入比例分别为99.43%、99.52%、99.55%和99.66%。主营业务当中：1) 诊疗服务业务占公司主营业务收入的60%以上，收入规模呈现增长趋势，2018年-2021H1收入分别为4.48亿、5.19亿、5.61亿和3.10亿元，占比分别为73.37%、69.93%、67.20%、66.87%；诊疗服务业务中屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务为该项业务收入的主要来源，屈光不正手术矫正服务收入增长较快，占比呈现上升趋势，2018年-2021H1收入分别为1.24亿、1.55亿、1.77亿和1.12亿元，同比增长38.73%、24.74%、14.66%、50.55%；白内障诊疗服务收入规模稳定，2018年-2021H1分别为1.41亿、1.51亿、1.52亿和0.76亿元，同比增长15.34%、7.20%、0.83%、33.98%。2) 视光服务收入规模及占比呈快速增长，2018年-2021H1收入分别为1.62亿、2.23亿、2.74亿和1.53亿元，占比分别为26.63%、30.07%、32.80%、33.13%。视光服务收入的快速增长一方面受到青少年近视防控需求的增加影响，另一方面公司在业务布局上围绕三级眼健康医疗服务模式加大视光服务的投入。

图 7：公司主营业务收入构成情况



数据来源：wind，山西证券研究所

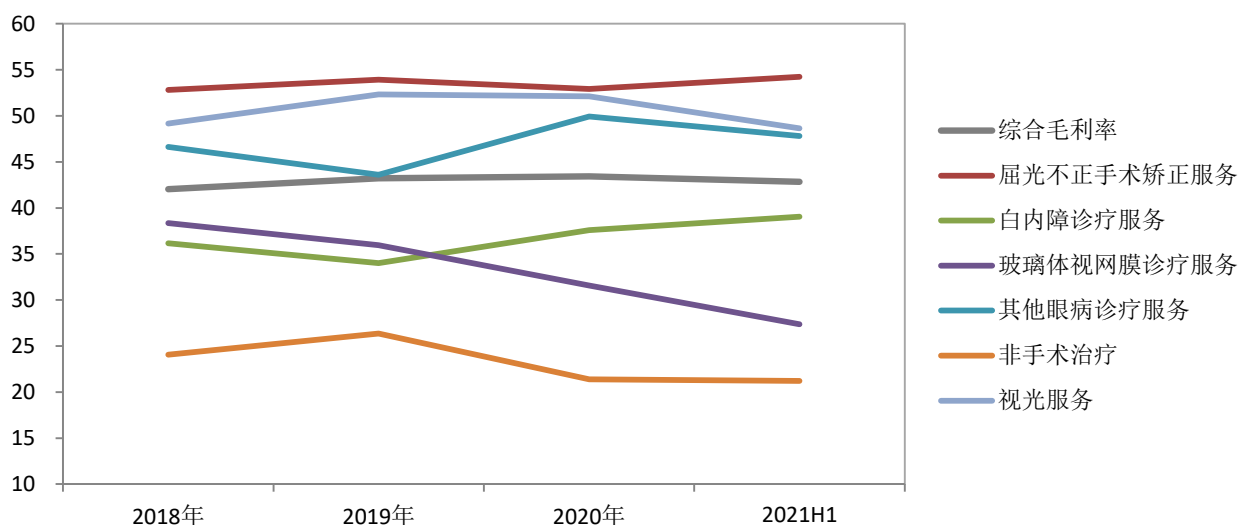
图 8：公司业绩贡献 TOP3 服务收入情况 (万元)



数据来源：wind，山西证券研究所

高毛利率业务收入提升，带动公司整体盈利能力向上。2018年-2021年，公司综合毛利率分别为42.04%、43.21%、43.43%和40.30%。公司主营业务毛利额主要来源于白内障诊疗服务、屈光不正手术矫正服务和视光服务，随着公司屈光不正手术矫正服务、视光服务等高毛利率业务收入占比的提升，带动公司综合毛利率呈现小幅上升趋势。具体分服务来看，2018年-2021H1公司白内障诊疗服务毛利率分别为36.16%、34.01%、37.57%和39.04%；屈光不正诊疗服务毛利率分别为52.83%、53.94%、52.93%和54.23%；视光服务毛利率分别为49.17%、52.34%、52.11%和48.64%，其中2021年以来视光服务毛利率下降主要为疫情期间增加了防蓝光护目镜等低单价产品的验配销售服务，框架眼镜验配项目结构变化等因素影响。

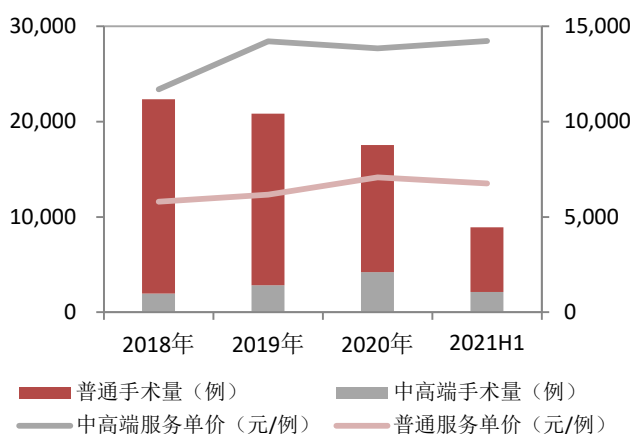
图 9：公司综合毛利率及不同诊疗及视光服务毛利率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

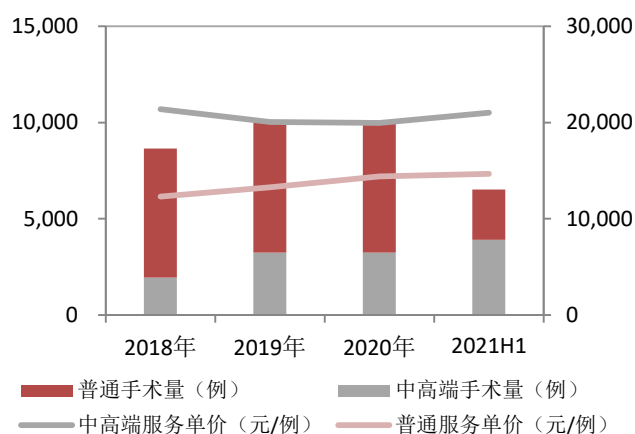
公司白内障诊疗服务、屈光不正手术矫正服务、其他眼病诊疗服务手术平均单价基本呈上升趋势。一方面受到白内障治疗服务基本需求逐步开始向高端晶体、高端术式需求升级转变，导致服务客单价较大幅度上升；另一方面，在青少年近视防控形势严峻、屈光不正矫正需求增加的外部市场环境下，公司通过引进国际领先的近视手术诊疗设备，使得中高端术式的应用逐年增多。

图 10：公司白内障诊疗服务客单价对比



数据来源：招股说明书，山西证券研究所

图 11：公司屈光不正手术矫正服务客单价对比

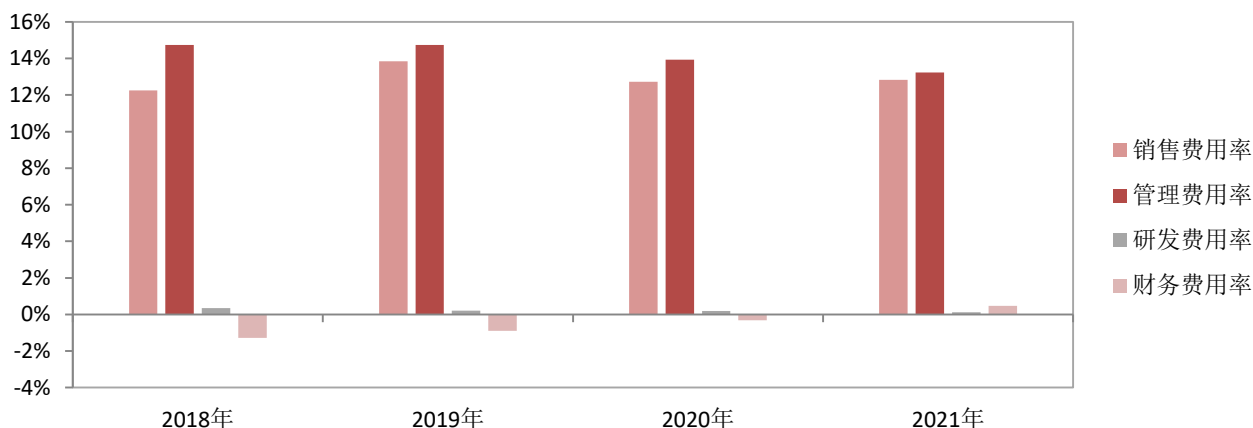


数据来源：招股说明书，山西证券研究所

公司各项费用率保持稳定。2018-2021 年公司期间费用分别为 15998.40 万元、20813.51 万元、22263.99 万元和 11013.84 万元，随着公司经营规模的不断扩大，报告期公司期间费用逐年增加，但费用率受收入规模增长影响保持稳定，分别为 26.07%、27.92%、26.55%、26.66%。受公司主要通过面向患者提供诊疗等服务为商业模式及连锁经营模式影响，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2018 年-2021 年公司销售费用率分别为 12.25%、13.84%、12.73%、12.83%；管理费用率分别为 14.74%、

14.75%、13.94%、13.23%。由于公司处于业务扩张阶段，新设医疗机构较多，因此公司在扩大“何氏眼科”品牌知名度以及快速复制经营模式的需要下，对品牌营销及提升管理水平方面的人力、物力投入较大，进而导致销售及管理费用率保持较高水平。

图 12：公司期间费用率情况



数据来源：招股说明书，山西证券研究所

以 2020 年年报数据为准，与同行业上市公司相比，公司营业收入与净利润规模处于可比上市公司中上水平，低于爱尔眼科而高于希玛眼科、德视佳。成长能力方面，公司营业收入与净利润三年（2017 年-2020 年）复合增速较好，处于可比上市公司中上水平，低于爱尔眼科。盈利能力方面，公司综合毛利率水平与德视佳相当，高于希玛眼科、低于爱尔眼科。由于同行业中爱尔眼科作为中国及全球范围医院规模和医疗能力领先的眼科医疗集团，其业务覆盖区域更广，因此规模优势与扩张优质更加明显。

表 1：公司与同行业上市公司业绩财务数据对比

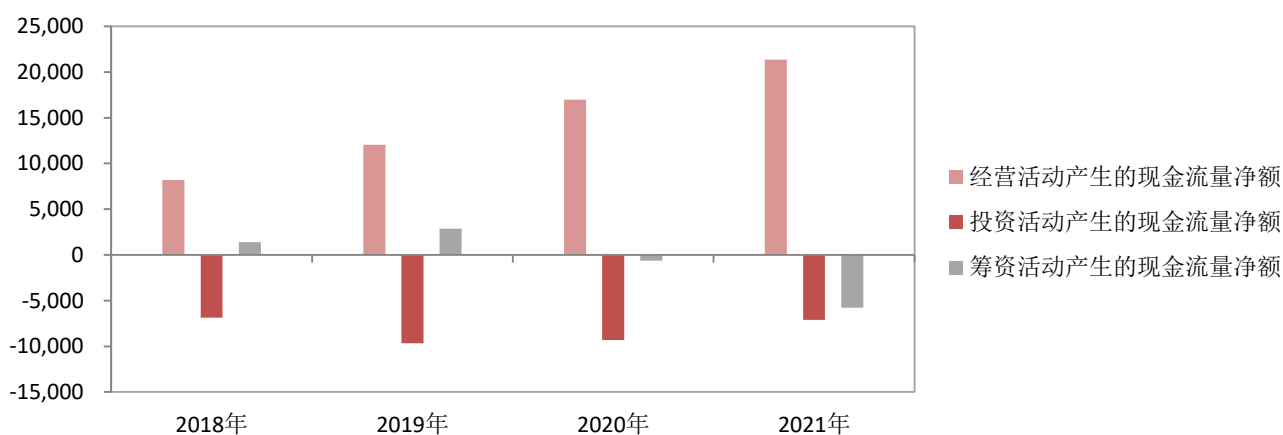
公司名称	营业收入/万元	净利润/万元	毛利率%	收入复合增长率%	净利润复合增长率%
爱尔眼科	1,191,241.00	187716.88	51.03	25.95	32.41
何氏眼科	83,847.33	10023.59	43.43	20.73	29.60
希玛眼科	58,932.56	-525.69	27.74	30.82	-153.79
德视佳	39,891.13	5519.48	45.19	11.07	-6.90

数据来源：wind，山西证券研究所（注：复合增长率为 2017-2020 年复合增速）

公司经营活动产生的现金流量充足，快速成长阶段投入较大。2018 年-2021 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.82 亿、1.20 亿、1.70 亿和 2.14 亿元，呈逐年上升的趋势，主要系公司营业收入、净利润增加所致。2018 年-2021 年公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比重为 13.33%、16.15%、20.24%、22.19%，经营性现金净流量 / 净利润分别为 1.46、1.49、1.49、1.69、2.47，同样呈现逐年上升趋势，表明公司经营活动收益现金流质量较高。2018 年-2021 年公司投资活动产生的现金流量净额均呈现为负，系公司处于快速成长阶段，不断扩大医疗网络布局和引入先进诊疗设备，导致

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金金额相对较大。公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，2018、2019 年公司分别收到央企扶贫基金对雄安管理公司的投资款、增资形式引入投资者，导致筹资活动净额为正，2021 年则受到执行新租赁准则影响，支付的租赁费计入筹资活动导致净额为负。

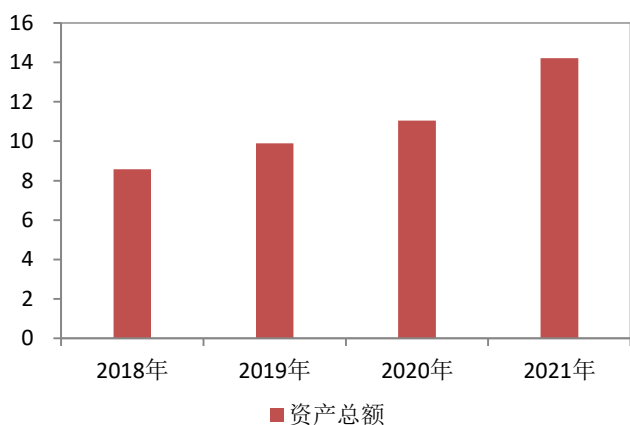
图 13：公司经营、投资、筹资活动现金流净额（单位：万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

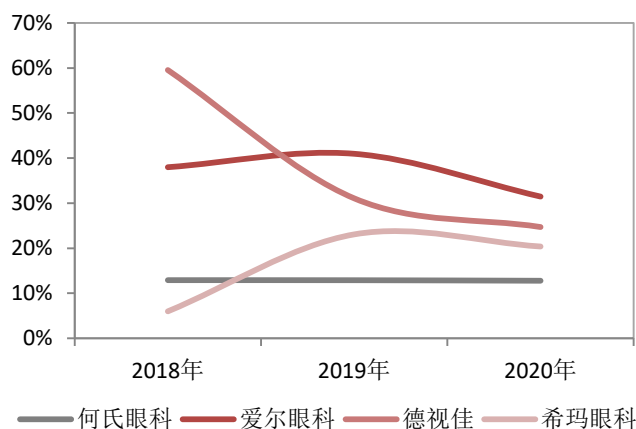
资产规模不断扩大，资产负债率处较低水平，长短期偿债能力较强。2018 年-2021 年公司资产总额分别为 8.58 亿、9.89 亿、11.04 亿和 14.21 亿元，随着公司业务布局扩大、经营规模增长，资产总额呈现稳步增长态势。从资本结构来看，2018 年-2021 年公司资产负债率分别为 12.91%、12.90%、12.78%、26.14%，其中 2021 年资产负债率上升系受新租赁准则执行影响，公司确认较大金额的租赁负债所致。与同行业可比上市公司相比，公司资产负债率水平相对较低。

图 14：公司资产总额（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 15：公司资产负债率及与可比上市公司对比

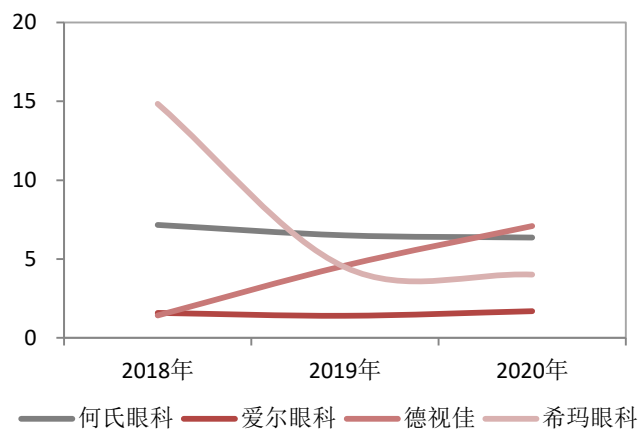


数据来源：招股说明书，山西证券研究所

从偿债能力来看，2018 年-2021 年公司流动比率分别为 7.16 倍、6.50 倍、6.36 倍和 5.15 倍，速动

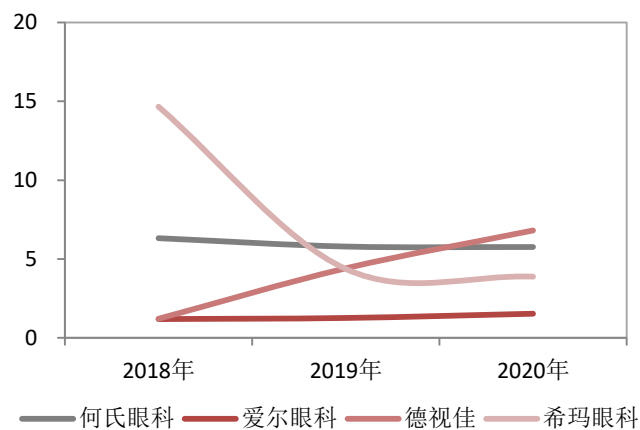
比率分别为 6.34 倍、5.80 倍、5.77 倍和 4.70 倍，短期偿债能力较强。此外与同行业可比上市公司相比，公司流动比率和速动比率较高，同样表明公司资产流动性较高，短期偿债能力较强。

图 16：公司流动比率与可比上市公司对比（倍）



数据来源：招股说明书，山西证券研究所

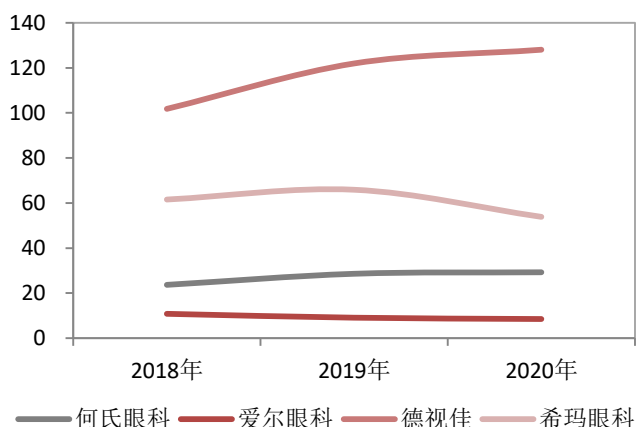
图 17：公司速动比率与可比上市公司对比（倍）



数据来源：招股说明书，山西证券研究所

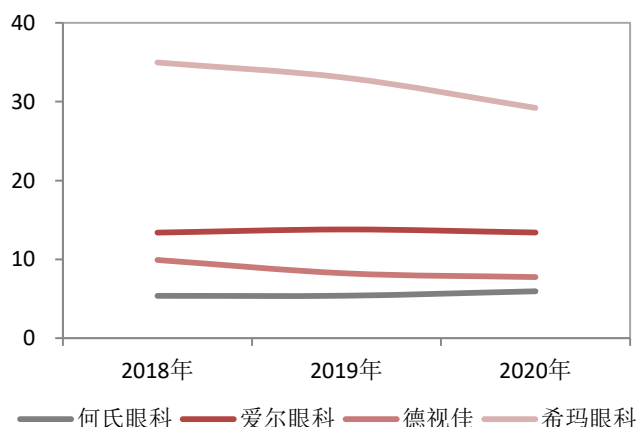
从营运能力来看，2018 年-2021 年公司应收账款周转率分别为 23.68、28.59、29.26 和 32.74（wind 计算值），整体水平较高且报告期呈稳步上升趋势。公司主营业务为面向眼病患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务，服务对象以个人为主，结算包括医保患者报销部分通过医保结算以及个人自费部分，因此公司应收账款余额主要系下属医疗机构应收当地医保（农合）结算单位的结算款。与同行业可比上市公司相比，公司应收账款周转率低于同行业同期平均水平，主要源于同行业上市公司诊疗服务项目结构、服务群体、各地医保政策等存在差异导致应收账款周转率差异较大。2018 年-2021 年公司存货周转率为 5.37、5.39、5.95 和 8.01（wind 计算），公司存货主要由药品、医用耗材等诊疗类产品，以及镜片、镜架、角膜接触镜等视光类材料构成。与同行业可比上市公司相比，公司存货周转率较低，其中公司与爱尔眼科业务结构较为相似，存货周转率低于其水平主要在于爱尔眼科旗下机构多属于运营成熟期且存货周转率较高的诊疗业务收入占比高于公司，此外还涉及公司并未有的部分医用耗材和药品的经销业务。

图 18：公司应收账款周转率与可比上市公司对比



数据来源：招股说明书，山西证券研究所

图 19：公司存货周转率与可比上市公司对比



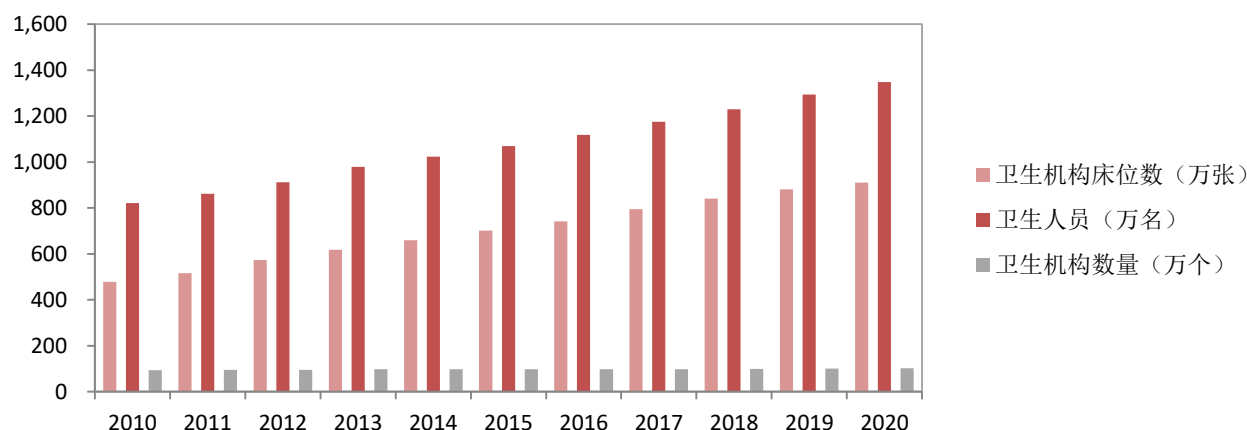
数据来源：招股说明书，山西证券研究所

2. 眼科赛道前景广阔，民营医院蓬勃发展

2.1 医疗卫生投入持续增加，人均指标等较发达国家仍有差距

居民收入、卫生总费用持续增长推动医疗服务市场规模扩大。近年来，我国经济稳步发展，居民人均可支配收入水平持续上升，医保覆盖人群和病种范围迅速扩大，使得卫生总费用持续增长，大幅提高了患者的医疗费用支付能力，进而推动我国医疗服务市场规模不断扩大，医疗卫生机构、床位、卫生人员数量持续增长。截至 2020 年底，我国有医疗卫生机构 102.29 万个、床位 910.10 万张、卫生人员 1347.50 万名，较 2020 年底医疗卫生机构 93.69 万个、床位 478.68 万张、卫生人员 820.75 万名年均复合增长率分别为 0.88%、6.64%、5.08%。

图 20：我国医疗卫生机构、床位、卫生人员数量情况

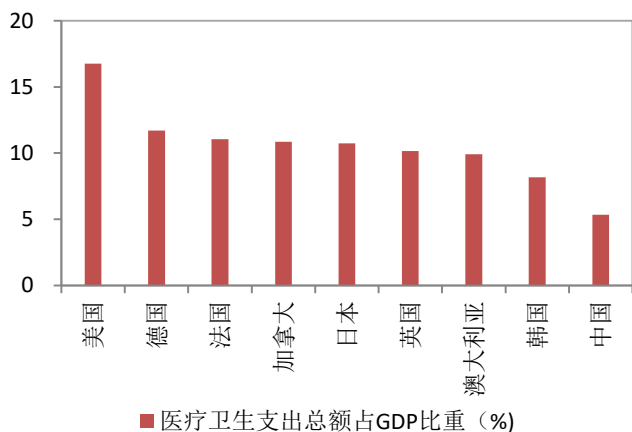


资料来源：国家卫健委，山西证券研究所

虽然我国医疗卫生服务行业总体上取得了巨大进步，全国卫生费用支出保持稳定增长，但在卫生费用占 GDP 比重、人均医疗卫生支出等指标方面较发达国家仍有差距。据世界银行统计数据，2019

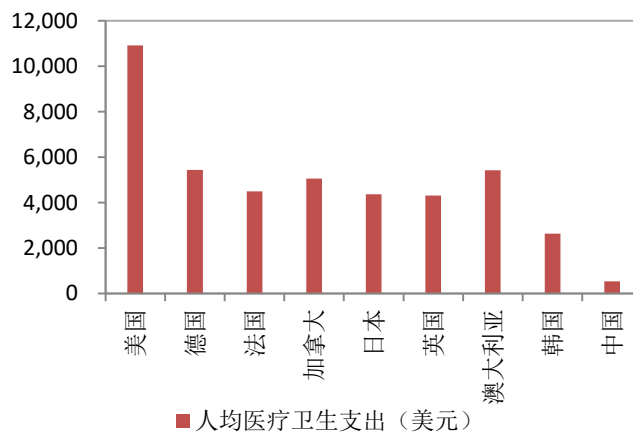
年财政支出中医疗卫生支出总额占 GDP 比重为 5.35%，人均医疗卫生支出为 535.13 美元，而美国、德国、法国、加拿大、日本、英国等财政医疗卫生支出总额占 GDP 比重达到 10% 以上，人均医疗卫生支出也达到 4000 美元以上。此外《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）》中也指出，经济社会发展和人民群众日益增长的服务需求相比，我国医疗卫生资源总量相对不足，质量有待提高。因此我们认为，未来国内医疗服务市场需求及发展前景仍有很大上升空间。

图 21：2019 各国医疗卫生支出总额占 GDP 比重情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：2019 年各国财政人均医疗卫生支出情况



数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 政策推动下，医疗服务体系呈现多元化

经过长期发展，我国已经建立了由医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构和其他医疗卫生机构等组成的覆盖城乡的医疗卫生服务体系。根据《中国卫生健康统计年鉴》，医院按登记注册类型不同可分为公立医院与民营医院，其中公立医院指经济类型为国有和集体办的医院，民营医院指公立医院以外的其他医院，包括联营、股份合作、私营、台港澳投资和外国投资等医院。为解决我国医疗服务供需不平衡、供给不充分，政府部门卫生费用支出压力较大，患者就医体验差等问题，我国政府积极促进形成公立、民营优势互补、专业化分工的多元办医格局，通过建立医联体制度、医师多点执业等制度，提高全社会的医疗服务效率、公平性、可及性。

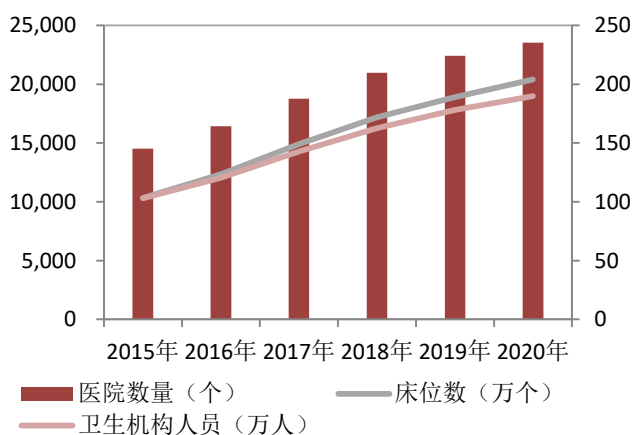
图 22：我国医疗卫生服务体系设置



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

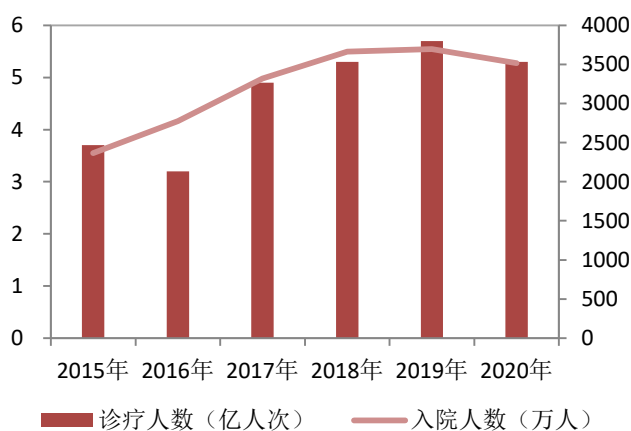
在鼓励、支持社会力量进入医疗服务领域的政策持续推出中，我国民营医院得到快速发展。国家卫健委历年《卫生健康事业发展统计公报》数据显示，2020年我国民营医院23524家，床位数204万张，从业人员189.9万人，较2015年复合增长率分别达到10.13%、14.56%、12.99%；民营医院占全国医院数量比例由2015年的52.63%上升至2020年的66.46%，而公立医院由于被收购、改制等原因，数量由2015年的13069家减少至2020年的11870家。在服务工作量方面，2020年民营医院诊疗人数达5.3亿人次，入院人数为3517万，较2015年复合增长7.45%、8.26%，虽然在服务人次规模上与公立医院仍有差距，但从高于公立医院的增速来看，民营医院的接诊与医疗服务能力在近年来有明显提升。

图 23：民营医院机构、床位及人员数量



数据来源：国家卫健委，山西证券研究所

图 24：民营医院诊疗人数与入院人数

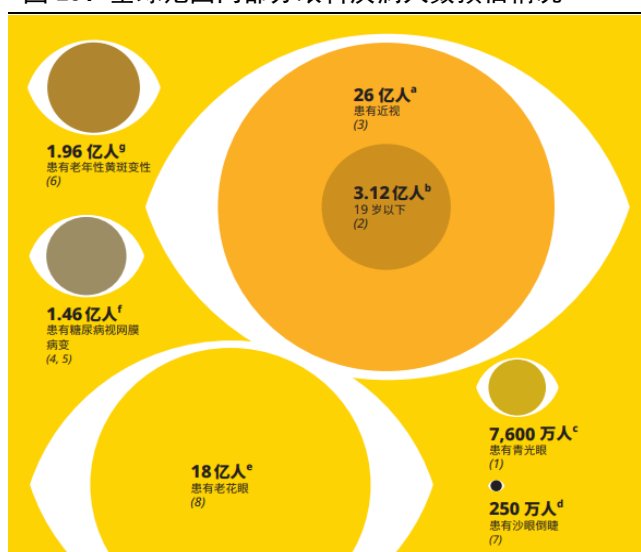


数据来源：国家卫健委，山西证券研究所

2.3 眼科医疗服务需求攀升，赛道前景广阔

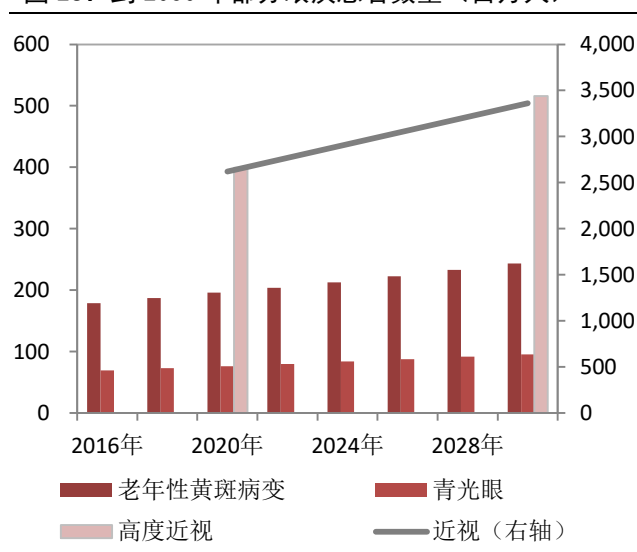
从全球范围来讲，眼疾非常普遍，眼疾患者数量庞大。眼科的全称是“眼病专科”，是研究发生在视觉系统，包括眼球与其相关联的组织有关疾病的学科。常见的眼科疾病包括白内障、屈光不正、青光眼、黄斑变性、结膜炎、视网膜动脉硬化等。据世界卫生组织（WHO）发布的《世界视力报告 2021》显示，2020 年所有年龄的近视患者为 26 亿人，其中 19 岁以下的近视患者为 3.12 亿人（2015 年数据）；老花眼患者为 18 亿人；40 至 80 岁青光眼患者为 7600 万人；沙眼倒睫患者为 250 万人；糖尿病视网膜病变成年患者为 1.46 亿人；30 岁至 97 岁的老年性黄斑变性患者为 1.956 亿人。人口老龄化、环境和生活方式的改变，将导致视力损伤和盲症患者人数急剧增长。据世界卫生组织预测，2030 年，全球近视人数将增长至 33.6 亿人，其中伴随严重并发症的高度近视的人数增至 5.167 亿，糖尿病视网膜病变患者人数将增至 1.806 亿人，老年性眼疾青光眼患者、老年性黄斑变性患者人数将增长至 9,540 万、2.433 亿人，此外鉴于大多数 70 岁以上者都会患上白内障，这种疾病患者人数也将大幅增长。

图 25：全球范围内部分眼科疾病人数预估情况



数据来源：《世界视力报告 2021》

图 26：到 2030 年部分眼疾患者数量（百万人）



数据来源：《世界视力报告 2021》

世界卫生组织数据显示，在全球至少有 22 亿人患有视力损伤或盲症中至少有 10 亿人的视力损伤本可以预防或尚有治愈的可能，这其中包括未矫正的屈光不正 1.237 亿人、白内障 6520 万人、青光眼 690 万人、角膜混浊 420 万人、糖尿病视网膜病变 300 万人和沙眼 200 万人以及未矫正的老花眼所致的近视力损伤 8.26 亿人。因此通过有效的干预措施，包括促进健康、预防、治疗和康复，可降低患眼疾或视力损伤的风险，并减轻相关影响。

表 2：部分眼疾采用的应对策略举例

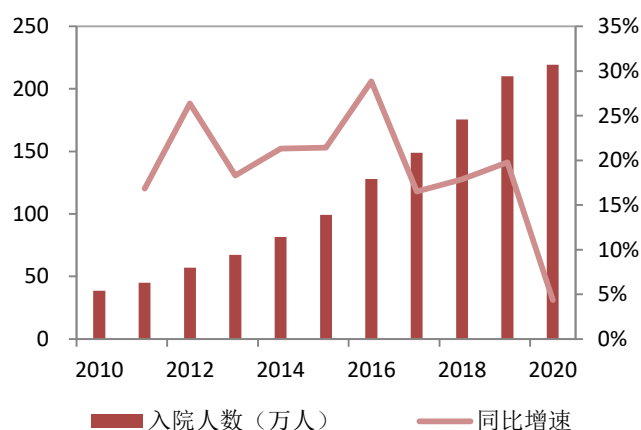
常用治疗手段	治疗目的
--------	------

白内障	手术治疗：超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等	治愈
	药物治疗：部分滴眼液等	延缓
青光眼	药物治疗：缩瞳剂、 β -肾上腺能受体阻滞剂、 α -肾上腺能受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等	控制
	激光治疗：Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等	控制
	手术治疗：周边虹膜切除术、小梁切除术、非穿透性小梁手术、睫状体冷凝术、青光眼白内障联合手术等	控制
屈光不正	屈光手术：角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等	治愈
	医学视光：框架眼镜、角膜接触镜等	控制
干眼症	非药物治疗：眼睑清洁、热敷及睑板腺按摩等物理疗法、湿房镜及硅胶眼罩、软性角膜接触镜、泪小点栓塞等	改善
	手术治疗：自体颌下腺移植等	
	药物治疗：人工泪液替代、口服药物局部抗炎与免疫抑制治疗	
眼底病	药物治疗：玻璃体内注射抗 VEGF 药物等	改善或挽救视力
	激光治疗：激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等	
	手术治疗：玻璃体切割术等	

资料来源：《世界视力报告 2021》

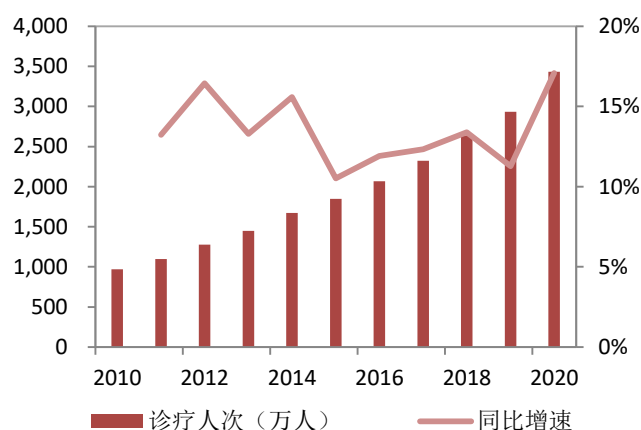
国内方面，据《“十四五”全国眼健康规划》显示，我国仍是世界上盲和视觉损伤患者最多的国家之一。根据国家卫健委数据，2020 年我国眼科专科医院入院人数、诊疗人次数分别达到 219.38 万人、3433.41 万人次，十年年均复合增长率分别达 18.99%、13.49%。

图 27：中国眼科专科医院入院人次



数据来源：中国卫生统计年鉴，山西证券研究所

图 28：中国眼科专科医院诊疗人次

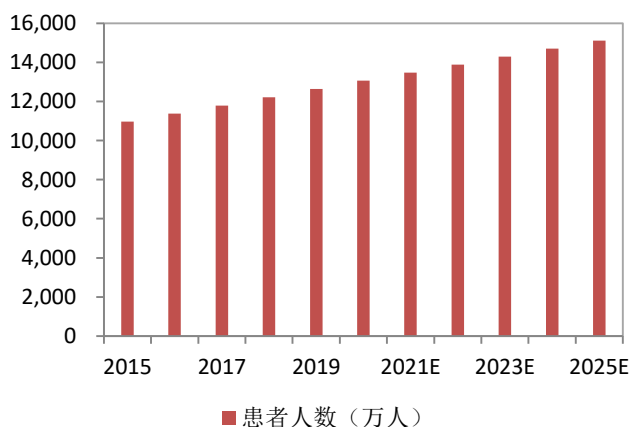


数据来源：中国卫生统计年鉴，山西证券研究所

目前我国主要致盲性眼病由传染性眼病转变为以白内障、近视性视网膜病变、青光眼、角膜病、糖尿病视网膜病变等为主的眼病。近年来，由于电脑、手机等智能终端迅速普及和人口老龄化加速，国内各种眼病的患病率呈现较为明显的上升趋势，如近视、干眼、白内障等，我国已经进入了慢性视觉健康问题高发时期。在白内障手术需求方面，据统计 2019 年中国白内障患者人数约有 1.26 亿人，相

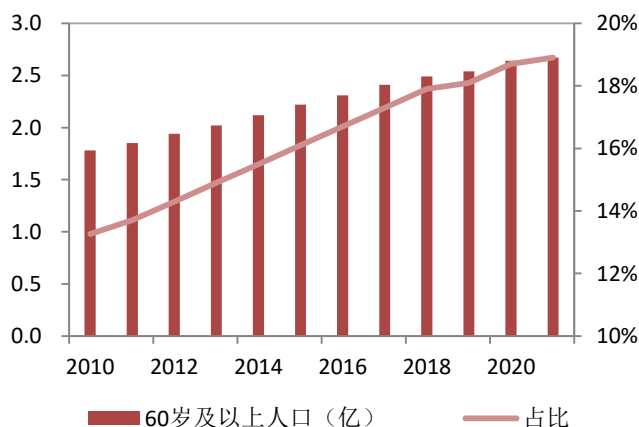
比 2015 年复合增长率约为 3.6%。2020 年人口普查数据显示我国 60 岁以上老年人口的数量达到 2.64 亿人，占比达到 18.7%，而 60 岁至 89 岁人群的白内障患者占比达到 80%，按照《“十四五”全国眼健康规划》的要求，2025 年末我国百万人口白内障手术率（CSR）达到 3500 以上，较 2020 年末 CSR 超 3000 水平预计有 16% 以上的增长，进而有望推动国内白内障手术市场需求的进一步增长。

图 29：中国白内障患者人数



数据来源：华夏眼科招股说明书，灼识咨询，
《TheNationalandSubnationalPrevalenceofCataractand
CataractBlindnessinChina》

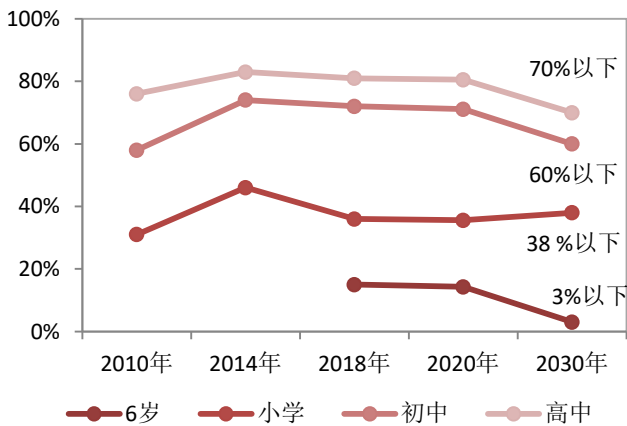
图 30：中国 60 岁以上人口数量



数据来源：wind，山西证券研究所

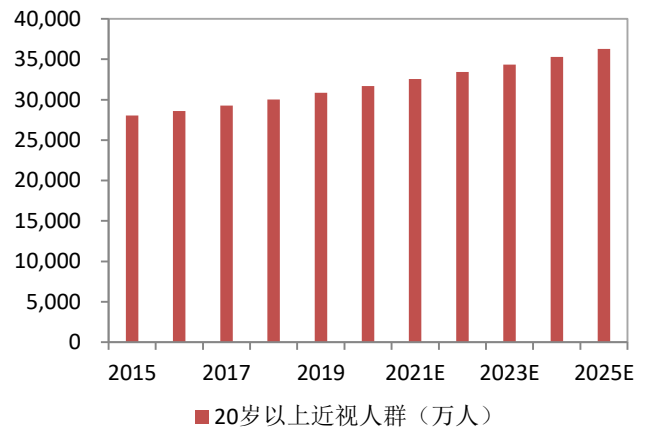
在屈光不正防控和治疗需求方面，世界卫生组织最新数据显示，中国近视患者人数多达 6 亿，尤其是青少年近视率高居世界第一，据国家卫健委发布的《中国眼健康白皮书》数据显示 2018 年全国儿童青少年总体近视率为 53.6%，其中，6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生为 81.0%，此外受此次新冠疫情影响，中小学、幼儿园延期开学，使用互联网教育和娱乐产品的青少年学生和儿童数量大大增加，2020 年上半年，我国近视率增加 11.7%，其中中小学生的近视率增加了 15.2%，初中生增加了 8.2 个百分点，而高中学生增加了 3.8 个百分点。在政府高度重视近视防控战略实施的同时，视功能训练、验光配镜等近视防控和屈光手术诊疗需求有望得到进一步释放。此外，老龄化加剧、糖尿病患者数增加等因素也导致相关的青光眼、年龄相关性黄斑变性患者、糖尿病视网膜病变患者人数规模增长。

图 31：全国学生近视率变化及 2030 年防控要求



数据来源：国家卫健委，《综合防控儿童青少年近视实施方案》

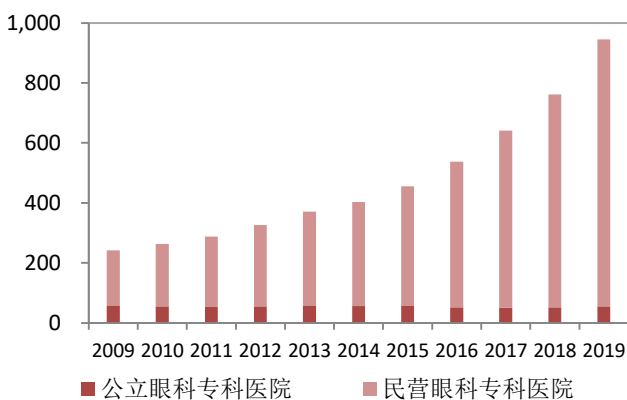
图 32：中国屈光不正患者人数



数据来源：华夏眼科招股说明书

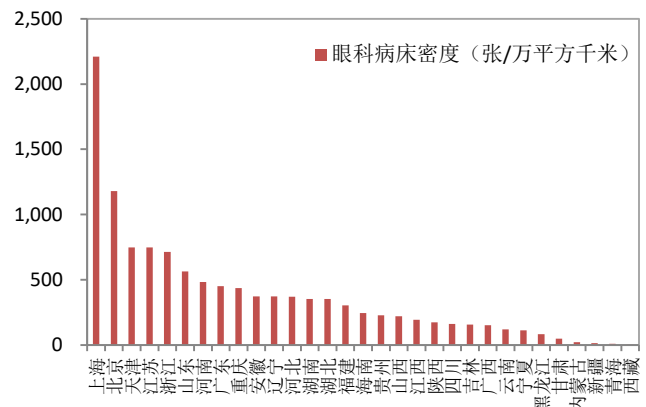
从供给端来看，中国眼科医院基础设施建设快速提升。截至 2019 年末，我国有眼科专科医院 945 家（包括公立和民营专科医院），眼科专科医院卫生人员数 8.23 万人，医院眼科床位数 132476 张；相较于 2009 年年均复合增长率分别达到 14.59%、16.51%、7.86%。相比于公立医院眼科，民营眼科医院的针对性强，且往往拥有更先进的医疗设备和良好的就医环境，让越来越多的患者选择民营眼科医院就诊；加之民营眼科医院运营模式可复制性强，加速推动中国民营眼科医院发展。2019 年，我国民营眼科专科医院 890 家，公立眼科专科医院 55 家，民营眼科专科医院占比 94.18%，较 2009 年占比 76.03% 提升近 20 个百分点。此外，由于经济发展程度、财政对医保结算额度的支持力度以及高校人才分布的差异性，国内眼科资源存在分布显著不均的特点，眼科治疗资源主要集中在东南沿海经济发达省份，东部地区的眼科病床密度显著高于中西部省份。如果以单位面积（每平方千米）眼科病床数量比较，上海市、北京市以及天津市的眼科病床数量处于全国前列，眼科诊疗资源较为丰富。因此中国其他省份以及中部省份的眼科资源有较大的发展潜力。

图 33：中国公立及民营眼科专科医院数



数据来源：中国卫生统计年鉴

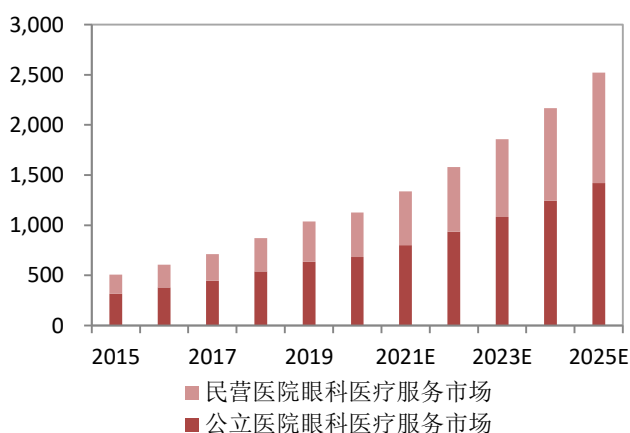
图 34：中国分省眼科病床密度



数据来源：中国卫生统计年鉴，国家统计局

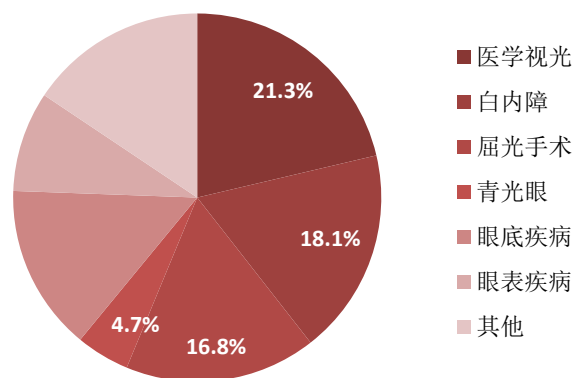
整体来看,2019年我国眼科医疗服务市场规模达到1037.4亿元,较2015年年均复合增速为19.6%,预计到2025年增长至2521.5亿元,五年内年均复合增长达17.5%。其中2015年到2019年间,民营眼科医院市场规模迅速从189.3亿元增长至401.6亿元,年复合增长率为20.7%,高于同期公立医院眼科医疗服务市场规模年化复合增长率约为18.9%。随着国家政策的支持以及民营眼科医院在人才培养、服务质量和患者满意度上的优势,中国民营眼科医院将保持快速增长态势,预计到2025年规模将达到约1102.8亿元,五年内年复合增长率达到20.0%。从市场构成来看,2019年医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务三大细分市场占比分别达到21.3%、18.1%和16.8%;预计到2025年上述细分市场将分别达到500.3、338.5亿、725.0亿元。此外,据全球调研机构Euromonitor数据显示,我国眼镜零售市场规模同样保持快速增长态势,2019年市场规模为884.25亿元,较2015年年均复合增长6.31%,预计到2023年我国眼镜产品市场规模将突破1000亿元达到1004.67亿元。

图 35：中国眼科医疗服务市场规模



数据来源：中国卫生统计年鉴，灼识咨询

图 36：2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比



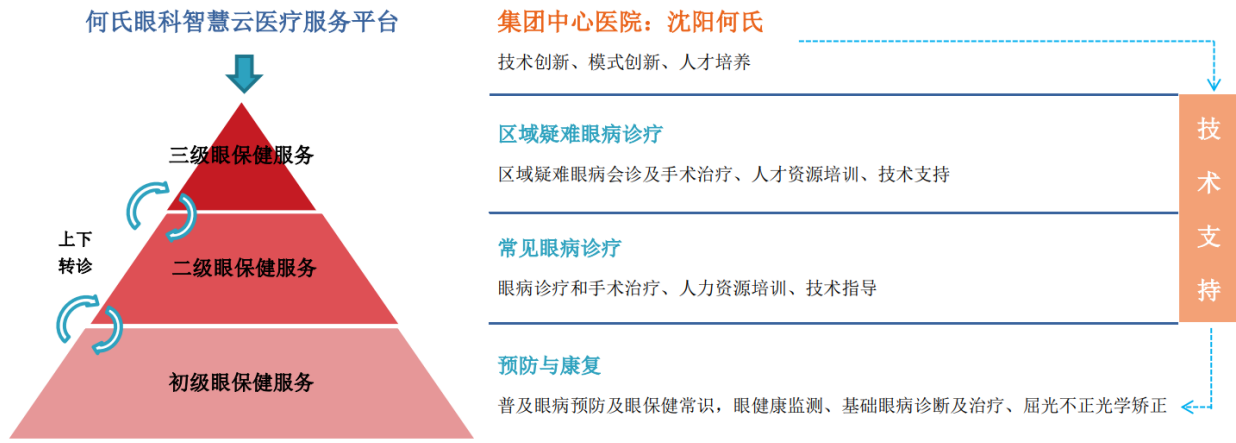
数据来源：华夏眼科招股说明书

3. 创新分级诊疗模式，区域优势外溢潜力可期

3.1 创新三级眼科诊疗服务模式，实现快速布局

经过二十余年实践,公司探索出一条可持续、可复制的三级眼健康医疗服务模式。三级眼健康医疗服务模式由初级眼保健服务、二级眼保健服务、三级眼保健服务组成,以双向转诊、上下联动、便捷患者为主要特征。

图 37：公司三级眼健康医疗服务模式



数据来源：公司官网，山西证券研究所

围绕三级眼健康医疗服务模式，公司将公司门店分为三个层级，并赋予不同的功能定位。

- 1) **初级眼保健服务功能定位为预防与康复**，公司通过建立视光门店、诊所等，主要提供眼健康监测、基础眼病诊断及治疗、屈光不正光学矫正等基础眼科医疗服务。对于需要进一步治疗的患者转诊至二级眼保健服务机构，同时对经上级眼保健服务机构治疗后转回的患者开展眼健康跟踪管理和视功能康复训练。
- 2) **二级眼保健服务功能定位为常见眼病诊疗**，二级眼保健服务机构可为直接来院及初级眼保健机构无法诊治而转诊上来的患者提供进一步的诊疗服务，二级眼保健服务机构提供初级和二级眼保健服务，同时承担对初级眼保健服务机构的技术指导和人才培养职能。对于更复杂及疑难眼病患者则转诊至三级眼保健服务机构治疗。
- 3) **三级眼保健服务功能定位为区域疑难眼病诊疗**，三级眼保健服务机构承担区域疑难眼病的会诊及手术治疗，为初级、二级眼保健服务机构提供人力资源培训和技术支持，同时开展初级、二级眼保健服务。三级眼保健服务机构的技术实力最强，能够提供疑难眼病的会诊及手术治疗服务，在当地品牌知名度较高。

表 3：公司不同级别眼保健服务机构对比

	初级眼保健服务	二级眼保健服务	三级眼保健服务
机构定位	预防与康复	常见眼病诊疗	区域疑难眼病诊疗
机构类型	眼视光验配店、诊所及无手术室的门诊	地市级、县市级医院及能开展手术治疗服务的门诊	区域中心医院，沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏分别定位为辽中、辽南、辽西区域中心医院
资质许可	医疗器械经营许可证/备案凭证或/及食品经营许可证（眼	医疗机构执业许可证/医疗器械经营许可证/备案凭证或/	医疗机构执业许可证/医疗器械经营许可证/备案凭证或/

	视光验配店)/医疗机构执业许可证(诊所及无手术室的门诊)	食品经营许可证	食品经营许可证
经营配备	经营面积相对较小,与服务相适应的人员及设备	配备一定的床位,经营面积较初级机构大,配置经验丰富的医护人员及较多的诊疗设备	门店经营面积大、床位数较多,接诊服务能力强
投资成本	相对较低	相对较高	投资成本高

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司三级眼健康医疗服务模式以双向转诊、上下联动、便捷患者为主要特征，其优势在于：**第一，销售、服务与营销三位一体，扩大服务半径、优化资源配置。**三级眼健康医疗服务模式以患者为中心，较好地适应了我国眼科医疗服务资源“全国分散、地区集中”的市场格局，合理配置医护人员、诊疗设备等资源，有效解决了服务区域半径问题；同时通过集团中心医院对各级眼保健服务机构进行技术支持、下级医院患者可以转诊到上级医院或得到专家会诊或转诊，各级机构相互赋能，全面提升患者服务体验、就诊满意度、品牌传播、市场占有率。截至 2021 年 6 月 30 日公司拥有 3 家三级眼保健服务机构，32 家二级眼保健服务机构，55 家初级眼保健服务机构。

图 38：公司各级眼保健服务机构分布

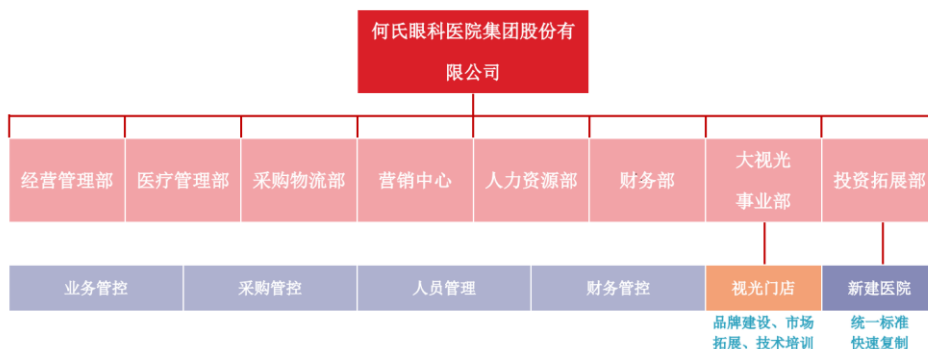
机构类型	数量 家	区域分布		医师	护士	其他
		辽宁省内	辽宁省外			
三级眼保健服务机构	3	3	--	145	209	654
二级眼保健服务机构	32	26	6	168	266	852
初级眼保健服务机构	55	52	3	46	34	310
小计	90	81	9	359	509	1816

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

第二，集团管控型的连锁经营，医院复制模式实现快速布局。从经营模式与管理架构来看，公司在集团层面设置了经营管理部、医疗管理部、采购物流部、营销中心、人力资源部、财务部等部门，通过整套管理体系的建立，将管控模式予以标准化与规范化，在业务、采购、人员管理、财务等方面对分支机构形成有效管控。其中在业务管控方面，通过制定统一的医疗服务标准化、管理标准化流程及医疗质量管理方案等，实现公司集中管控，各子公司共享医疗资源，保证各子公司产品和服务的质量和安，进而保证整体医疗质量；在新建医院方面，公司设置投资拓展部，编制了《建院标准化手

册》，建立了一整套通过标准化的建院流程、专业人员配置、诊疗设备配置等医院复制模式；在视光门店方面，通过设立大视光事业部，对视光门店品牌建设、市场拓展、技术培训等方面进行全面的业务指导和采购管理。

图 39：公司管理架构

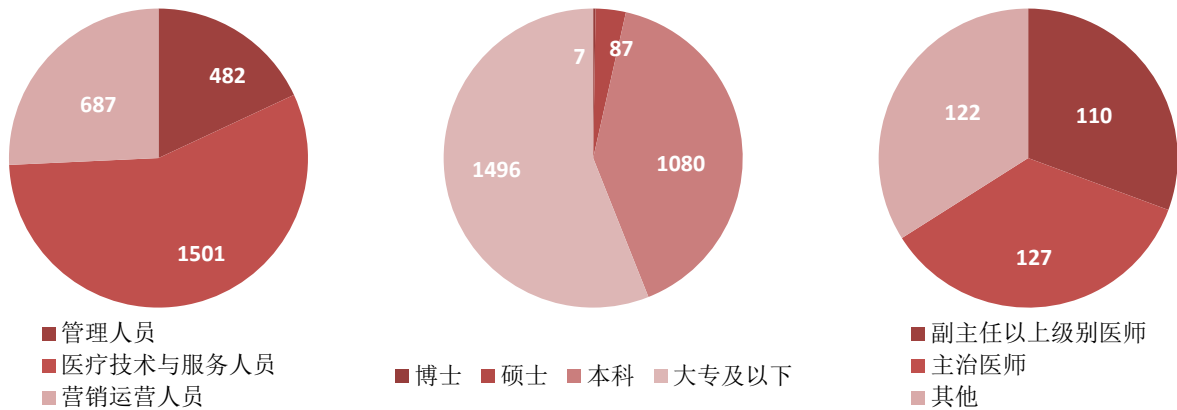


数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

3.2 团队技术深厚、经验丰富，培养体系奠定人才保障

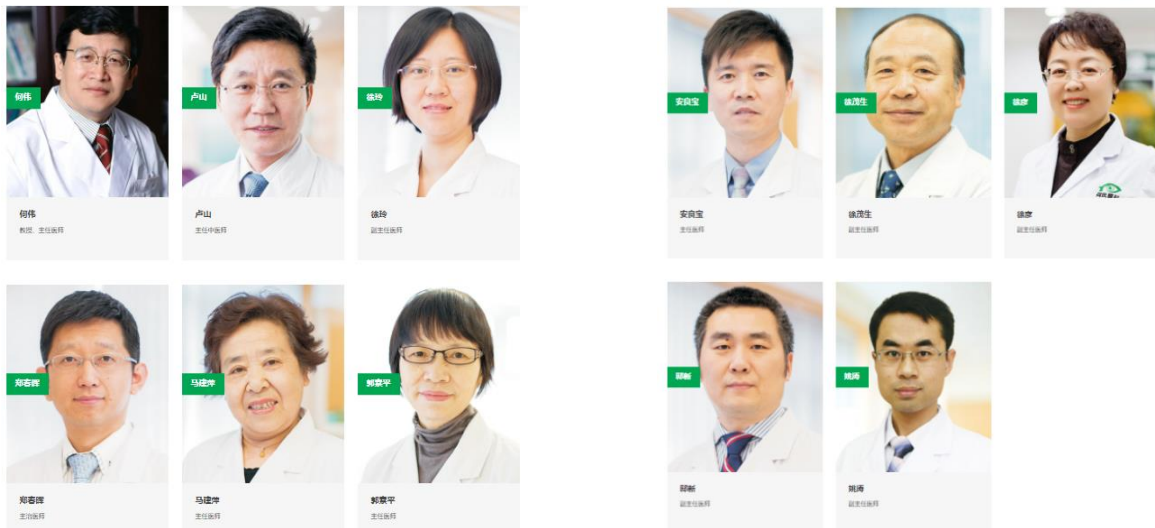
医疗技术和经验优势是医疗机构竞争优势的核心体现，是医疗机构保持持续竞争力的重要因素。公司拥有深厚技术背景和丰富医疗经验的医师团队，为患者提供高质量诊疗及视光服务提供有利保障。公司拥有一支以何伟博士为代表的高素质眼科医师团队。公司核心业务骨干均是建院初期团队成员，平均从业年限达 20 年，经过多年的临床实践，拥有丰富的临床诊疗经验，并且在中华医学会、中国医师协会、中华中医药学会相关眼科分会等国家级学会担任学组组长或者委员的工作。目前公司共聘用 359 名医师（含多点执业），其中副主任以上级别的医师共 110 名，主治医师 127 名，其中有数十名医生在中华医学会眼科分会、中国医师协会眼科分会、中华中医药学会眼科分会、辽宁省医学会眼科学分会等国家级、省级学会担任学组组长或者委员。

图 40：公司人员构成



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 41：公司专家团队



数据来源：公司官网

公司在基础眼科医学及临床眼科医学方面具有技术优势，同时以先进的检查和医疗设备为辅佐。在诊疗服务方面，公司是国内较早引进白内障超声乳化技术、玻璃体切割技术、眼底激光技术的医疗机构之一。此后，陆续引进飞秒激光辅助白内障、多焦点人工晶体、微脉冲激光治疗仪、德国蔡司 VisuMax3.0 全飞秒激光系统、德国阿玛仕 1050Rs 千频准分子激光系统等医用耗材和检查、治疗设备，不断提升诊疗技术水平，满足患者多层次、个性化、差异化需求，由原来“看得见”向“看得清晰、看得舒适、看得持久”转变。在视光服务方面，公司是医学验光配镜服务倡导者和先行者，通过配备专业验光师、眼科医生、定配工以及高端验光、加工设备，评估眼部健康状况，出具医学验光处方，形成了专业检查、量眼定制、智能精准一系列专业化、标准化视光服务流程，确保医学验配精准，佩戴安全、清晰舒适。现有专职视光师 230 余人，其中眼视光一级技师 70 余人、二级技师 50 余人；现有专职加

工技师 30 余人，国家二级加工技师 10 人；因加工技术水平突出，成为林德伯格镜架辽宁地区授权加工室。

图 42：公司部分医疗设备



数据来源：公司官网

同时公司作为专业的眼科医疗服务机构，每年数以万计手术实践为公司在眼病治疗方面积累了大量的临床经验，也积累了丰富的病例。2018 年-2021H1 公司白内障、屈光不正、玻璃体视网膜及其他眼科诊疗手术量合计分别为 44335 例、45141 例、44288 例、23495 例，连续多年在东北地区位列前茅；视光服务人次分别达 23.24 万、32.65 万、39.02 万、19.71 万。

表 4：公司主要诊疗服务项目及视光服务数量情况

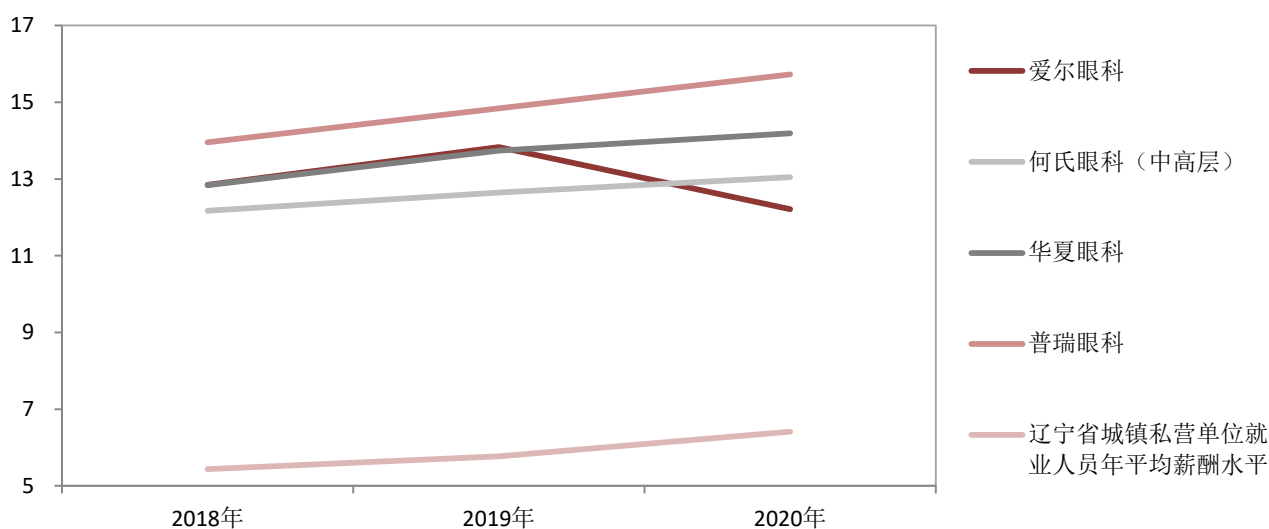
			2021H1	2020 年	2019 年	2018 年
白内障诊疗服务	手术量	例	8908	17541	20831	22338
屈光不正手术矫正服务	手术量	例	6516	10756	9996	8648
玻璃体视网膜诊疗服务	手术量	例	4065	7491	5047	4575
其他眼病诊疗服务	手术量	例	4006	8500	9267	8774
视光服务	服务人次	万人	19.71	39.02	32.65	23.24

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司成熟的医师培养体系，为公司业务快速扩张提供了人才保障。公司借鉴国外医师培训体系，经过二十多年不断的摸索和经验总结，结合自身发展及行业特点，建立了完善的医师培养体系，为公司培养了大量的具有扎实基本功和手术技巧的年轻眼科医生。首先，公司通过组建白内障、青光眼、玻璃体视网膜疾病与眼外伤等十余个亚专科组，配备优秀的学科带头人及学科骨干，采取老带新的梯队培养方式，通过不断的培训、考核等实现医疗技术、诊疗经验的传承和发展。其次，公司注重技术交流和学术探讨，通过参加国内外各种学术会议、选派优秀的中青年医生到国际知名眼科高等院校和医疗机构进行中长期进修学习等形式，推动医师团队紧跟眼科基础研究和技术的的前沿，及时掌握先进的眼科医疗技术。第三，与众多院校建立合作关系，建立后备人才选聘资源。从 2001 年开始，公司先后和中国医科大学、沈阳药科大学、大连医科大学、辽宁中医药大学等院校建立合作，联合培养硕士

研究生、博士研究生。作为众多院校的研究生培训基地，公司培养了一批认可何氏企业文化、拥有扎实基本功以及岗位技能的优秀眼科人才，成为公司高素质医师队伍的重要补充。第四，公司对核心技术人员激励措施主要包括薪酬激励、海外进修学习等措施。2018年-2020年公司计入营业成本的平均薪酬在8万元以上，其中高层医疗专业技术人员平均薪酬在12万元以上/年，与爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科等同行业公司平均薪酬水平相当，同时高于辽宁省城镇私营单位就业人员年平均薪酬水平。此外公司核心技术人员如董事长何伟、徐玲、郑春晖、安良宝、邸新以及其他员工通过员工持股平台间接持有公司股权，在对核心技术人员进行长效激励的同时与公司未来发展深度绑定。

图 43：公司与国内上市或拟 IPO 眼科上市公司医护人员平均薪酬对比（万元）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

3.3 深耕辽宁构建区域优势，外拓市场发展潜力可期

公司专注于眼科医疗服务行业 20 多年，深耕辽宁区域市场，通过打造高品质的就诊体验与优势的服务，在辽宁省内构筑了较强的品牌影响力与市场美誉度。截至 2021 年 6 月 30 日，公司在辽宁省内拥有 3 家三级眼保健服务机构、26 家二级眼保健服务机构和初级眼保健服务机构，以沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏区域医院为中心，辐射辽中、辽南、辽西服务半径，基本实现了辽宁省内地市级医院全覆盖。

图 44：公司机构分布基本覆盖辽宁省内地级市



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

辽宁省内服务机构具有较强的诊疗服务能力，奠定公司业绩增长与品牌效应扩大的基石。2018年-2021H1，公司收入、利润前十大门店均来自辽宁省内，其中沈阳何氏和大连何氏两家门店在本地市场的竞争优势较为明显，两家医院在原民办非企业单位沈阳何氏眼科医院和大连何氏眼科医院旧址持续经营达10年以上，亚专科设置齐全满足不同患者治疗需求，同时包括高端屈光白内障及老花、糖尿病眼病专治、干眼专科、近视防控等特色诊疗项目，在高精尖医疗设备、专家坐诊等医疗资源配置方面更为丰富，在沈阳及大连地区积累较高的患者口碑，品牌效应凸显。2018年-2021H1 沈阳何氏与大连何氏合计实现营业收入合计 3.65 亿元、4.24 亿元、4.59 亿元和 2.48 亿元，占公司整体营业收入的 59.43%、56.86%、54.76%和 53.28%；净利润合计分别为 5260.24 万、6362.85 万、6685.36 万元和 4536.54 万元，占公司整体净利润的 93.65%、78.94%、66.70%和 76.90%。沈阳何氏在 2016 年-2020 年连续五年提名了复旦大学医院管理研究所发布的《中国医院专科声誉和综合排行榜》东北地区眼科声誉排行榜，是其中唯二的民营眼科医院。

图 45：沈阳何氏亚专科设置齐全



数据来源：公司官网

公司初级服务机构沈河门诊在本地视光服务方面同样具有竞争优势。沈河门诊最早成立于 2009 年，经营时间同样超 10 年，门诊位于沈阳最繁华的中街步行街核心地段，交通便利，日客流量最高达 160 万人次，主要提供中高端视光产品验配服务客单价也较高，同时受益于何氏眼科整体品牌效应，其在沈阳的品牌知名度较高，影响力较大。作为初级眼保健诊疗机构，沈河门诊对公司收入与利润的贡献率仅此于沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏三级眼保健服务机构。

表 5：2021H1 公司收入前十大门店列表

门店名称	层级	收入/万元	收入占比	净利润/万元	净利润占比
沈阳何氏	三级眼保健	16120.73	34.70%	2951.42	50.03%
大连何氏	三级眼保健	8633.97	18.58%	1585.12	26.87%
葫芦岛何氏	三级眼保健	2956.42	6.36%	457.86	7.76%
沈河门诊	初级眼保健	1738.55	3.74%	143.83	2.44%
鞍山何氏	二级眼保健	1298.28	2.79%	215.71	3.66%
营口何氏	二级眼保健	1279.57	2.75%	73.59	1.25%
锦州何氏	二级眼保健	1024.00	2.20%	59.48	1.01%
金州何氏	二级眼保健	913.99	1.97%	144.73	2.45%
阜新何氏	二级眼保健	715.21	1.54%	-85.00	-1.44%
盘锦何氏	二级眼保健	683.13	1.47%	-34.51	-0.59%

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

培育时间渐长亏损门店转盈可期，加之省外市场大力拓展，有望打开公司向上发展空间。作为眼科诊疗机构，通常初始投资规模为 2000 万元至 5000 万元左右，包括经营场地租赁和装修、眼科诊疗设备购置以及医护人员配备等前期较大规模的投入，再通过 4-6 年市场培育期后才能到达盈亏平衡点。目前公司旗下除沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏、营口何氏等眼科医院公司以及沈阳何氏视光等成

立时间较早的子公司实现盈利外，通过自建方式新设的医疗服务机构截至 2020 年末多处于亏损状态。上述子公司大多成立于 2015 年后，且以二级眼保健服务机构居多，租金、装修等固定成本较高，所处城市线较低需要一定时间进行市场培育。但从部分 2015-2017 年设立的医疗服务机构近年来的盈利情况来看，多数呈现亏损收窄的趋势；且从 2018 年以来前五大二级眼保健服务机构的视光服务及手术、非手术诊疗服务平均客单价方面分别从 1608.54 元/例、4444.38 元/例、1664.57 元/例上升至 2626.22 元/例、1958.02 元/例、4764.84 元/例，因此我们认为随着公司强化品牌宣传、加大市场拓展、增加对新设机构的扶持力度，完善医护队伍及服务项目，未来更多的亏损门店有望迎来盈利期，进一步优化公司收入结构。

表 6：公司部分 2015-2017 年设立服务机构各年净利润情况（万元）

门店名称	成立时间	2021H1	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
1 庄河何氏	2017.09.07	-5.00	-45.76	-144.24	-334.33	-8.16	-	-
2 铁岭何氏	2015.11.12	-53.88	-181.16	-115.45	-150.73	-212.15	-196.23	-15.25
3 营口何氏	2015.11.06	73.59	222.32	-86.67	-292.17	-251.89	-128.63	-41.93
4 盘锦何氏	2015.11.09	-34.51	-2.49	-222.68	-215.29	-112.24	-201.36	1.35
5 抚顺何氏	2015.11.12	-63.41	-134.49	-161.16	-118.22	-198.29	-455.25	-79.48
6 本溪何氏	2016.05.03	-79.55	-82.20	-280.19	-371.57	-444.99	-80.63	-
7 鞍山何氏	2016.07.06	215.71	13.97	-205.85	-351.46	-378.89	-59.56	-
8 凌源何氏	2015.11.18	-29.73	-72.10	-23.33	-12.41	-53.09	-31.30	-0.42
9 朝阳何氏	2016.12.08	-150.62	-222.07	-390.48	-499.02	-314.85	-20.83	-
10 阜新何氏	2016.10.19	-85.00	-310.99	-502.90	-601.33	-299.00	-90.52	-
11 辽阳何氏	2017.12.01	8.12	-74.89	-203.52	-314.03	-5.58	-	-

数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

与此同时，公司正在积极向省外拓展全国业务，主要方向包括以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区以成都、重庆为中心的西部地区等地区，根据公司战略规划与经营需要，保持平稳的投资节奏，初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。整体来看，在老龄化推动相关眼病患者不断增长及青少年眼健康形势严峻的背景下，我国眼科医疗服务具有广阔的市场空间，虽然民营眼科医院竞争激烈，但从市场份额来看，我们根据灼识咨询 & Euromonitor 等机构对中国眼科医疗服务及眼镜零售市场合计 1921.65 亿、2070.50 亿的规模预测为总量，对民营眼科医院收入占市场规模的水平进行测算，除爱尔眼科占比达到 5%-6% 以外，市占率普遍较低，市场竞争格局仍较为分散。因此我们认为公司在面对全国市场的拓展以及市占率的提升方面仍具有较高的空间。

表 7：2020 年中国主要民营眼科医院概览

公司名称	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	光正眼科	希玛眼科	何氏眼科
成立时间	2003 年	2004 年	2005 年	2004 年	2012 年	1995 年
收入/亿元	119.12	25.15	13.62	6.79	5.89	8.4
机构数量	146 家医院、88 家 门诊	54 家医院	19 家医院、3 家 门诊	12 家医院	6 家医院	3 家医院，92 家 二、三级机构
覆盖地区	中国、美国、欧洲、 东南亚	17 个省及 45 个城市	18 个城市	10 个城市	深圳、北京、上 海、珠海及昆明	辽宁省，北京、 上海、深圳、重 庆
门诊数量	755 万人次	138 万人次	74 万人次	——	——	102.93 万人次
手术量	69.47 万例	25.60 万例	7.79 万例	——	1.45 万例	4.43 万例
经营模式 特点	分级连锁体系；分 级诊疗体系	直营连锁	连锁	优先布局超一 线城市，辐射一 线城市重点城市	眼科中心+卫星 诊所	三级眼保健服 务诊疗模式
扩张方式	并购基金，设立/收 购	设立+收购	设立+收购	——	设立+收购	设立

数据来源：上市公司公告，公司招股说明书，山西证券研究所（注：光正眼科营业收入统计为医疗行业收入）

3.4 募投项目将提高公司服务与管理能力

公司本次募投资金总额为 12.96 亿元，募集资金净额为 11.64 亿元，募集资金投资项目的投资总额合计 49353.67 万元，包括何氏眼科新设视光中心项目 23450 万元，沈阳何氏医院扩建项目 13700 万元，北京何氏眼科新设医院项目 4559.69 万元，重庆何氏眼科新设医院项目 3537.53 万元，何氏眼科信息化建设项目 4106.45 万元。本次募集资金投资项目是根据公司业务规划和发展战略，一方面，利用现有医疗技术和诊疗经验，在成熟医院的基础上，通过连锁复制的模式新设和扩建眼科医疗机构、视光门店，扩大业务规模和服务半径；另一方面，加强公司信息管理系统建设。本次募集资金投资项目的实施进一步完善了公司的业务布局，有利于提高公司的市场份额和行业影响力，完善和提升公司信息化管理水平，保证公司业务持续、快速发展。

图 46：募投资金项目计划



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

1) 沈阳何氏医院扩建项目

沈阳市是辽宁省省会、中国东北地区重要的中心城市，2019 年末常住人口 832.2 万人。沈阳市目前的眼科医疗机构中，公立医院与民营医院并存，公立医院在技术水平上相对领先，现有的眼科医疗机构中接诊能力强、服务良好、特色明显的眼科医疗机构较少。本项目拟在现有医院场址扩建一幢门诊综合楼，为地下两层，地上八层的框架结构。综合楼占地面积为 675 平方米，建筑面积合计 6095 平方米。该项目正常运营后，拟提供屈光不正手术诊疗、白内障手术诊疗、玻璃体视网膜手术诊疗、其他眼病手术诊疗、非手术诊疗等眼科诊疗服务和视光服务，形成屈光不正手术（包括全飞秒、半飞秒、全激光和 ICL）3320 例/年，高端白内障超声乳化手术 2270 例/年，验光配镜量 8000 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 5000 副/年的眼科服务业务规模。同时，该项目利用公司现有临床经验，拟新增各类设备合计 155 台（套），包括手术设备、手术辅助设备、术前检查设备等。此外，项目拟新增定员 30 人，包括医生、护士等，参与医院正常运营管理活动。

2) 北京何氏眼科新设医院项目

北京是中国首都，常住人口 2154.2 万人，北京及北京周边眼科医疗服务市场规模较大，因此北京是公司业务发展的重点区域之一。本项目实施是公司布局全国，打造北京首都连锁医院的重要节点，同时也是公司在京津冀搭建区域型连锁经营的重要分支机构，有助于进一步完善公司业务区域布局。本项目拟租赁一幢医院用房用于提供眼科医疗服务。医院用房建筑面积 2191 平方米，并进行适应性装修改造，以满足医疗场所卫生环境要求。根据公司未来 5~10 年的总体发展规划及相关业务的预测，项目正常运营后，拟提供屈光不正手术诊疗、白内障手术诊疗、非手术诊疗等眼科诊疗服务和视光服务，

预测能够形成屈光不正手术（包括全飞秒、半飞秒、全激光和 ICL）925 例/年，高端白内障超声乳化手术 292 例/年，验光配镜量 1338 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 973 副/年的业务规模。同时，项目拟利用公司现有临床经验，新增各类设备合计 132 台（套），包括门诊设备、综合验光设备、特殊功能检查设备、医用手术设备以及办公设备。此外，本项目新增定员 30 人，包括医生、护士、验光师等，负责该项目的运营管理。

3) 重庆何氏眼科新设医院项目

重庆市是我国中西部地区唯一的直辖市、国家中心城市，为我国常住人口数最多的城市，眼科医疗服务市场规模较大，因此重庆市是公司业务发展的重点区域之一。本项目实施是公司布局全国，打造西部地区连锁医院的重要节点，同时也是公司在西部地区搭建区域型连锁经营的重要分支机构，有助于进一步完善公司业务区域布局。本项目拟租赁一幢医院用房用于提供眼科医疗服务。医院用房建筑面积 4460 平方米，并进行适应性装修改造，以满足医疗场所卫生环境要求。根据公司未来 5~10 年的总体发展规划及相关业务的预测，项目正常运营后，拟提供屈光不正手术诊疗、白内障手术诊疗、非手术诊疗等眼科诊疗服务和视光服务，预测能够形成屈光不正手术（包括全飞秒、半飞秒、全激光和 ICL）1566 例/年，高端白内障超声乳化手术 275 例/年，验光配镜量 1584 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 1280 副/年的业务规模。同时，项目拟利用公司现有临床经验，新增各类设备合计 87 台（套），包括门诊设备、综合验光设备、特殊功能检查设备、医用手术设备以及办公设备。此外，本项目新增定员 30 人，包括医生、护士、验光师等，负责该项目的运营管理。

4) 何氏眼科新设视光中心项目

近年来，我国国民近视、散光发病率呈上升趋势。近视已成为影响我国国民尤其是青少年眼健康的重大公共卫生问题。因此视功能训练、验光配镜的近视防控市场空间巨大。本项目总体方案为公司拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店，其中辽宁省沈阳市、大连市等 14 座城市新建 30 家视光中心门店，辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店。项目建成后，各视光中心门店将主要从事青少年近视防控和视光服务。本项目拟新增硬件设备共计 4422 台（套），其中医疗设备 3149 台（套），办公设备 1273 台（套）。

5) 何氏眼科信息化建设项目

信息化建设项目包括综合运营管理系统、医院信息化系统、眼视光信息系统、会员管理系统、远程医疗系统、眼科大数据中心平台、信息安全系统等多个系统模块，将医疗、医技、咨询、客服、行政、后勤、人力资源、财务核算等相关系统的信息全面整合，建立完善高效的信息中枢系统，集中互联网及医疗 IT 最新技术，实现核心业务数据的全域共享、大数据统计、精准化分析，资源的优化配置，

改善医院内部管理，提高风险控制能力，增强公司的核心竞争力。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

公司作为一家致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构，依托先进医疗技术、人才、诊疗设备，为各类眼病患者提供眼科全科诊疗服务，深耕辽宁省内市场，享有一定品牌及规模优势；特色三级眼健康医疗服务模式为公司优化资源配置、扩大服务半径，实现模式复制、市场快速开拓奠定基础。公司未来发展看点在于：1) 面对老龄化加剧相关眼科疾病进入发病期以及青少年近视防治形势严峻，患者需求增加并呈现多样化，眼科医疗服务市场面临广阔空间。2) 公司已实现辽宁省内全覆盖，三级眼保健服务有望维持医疗技术、经验与品牌优势，影响力继续扩大，奠定公司业绩基本盘；部分新设服务机构逐步由培育期转入成熟期后，接诊量与客单价有望进一步提升并逐步实现盈利；3) 未来公司将积极拓展省外市场，以一线城市为中心实现区域突破，凭借三级服务模式进行快速布局，在本地市场积累口碑与品牌，提高省外业务的扩张。

我们对公司 2022-2024 年盈利预测核心假设如下：

(1) 从业务构成来看：公司主营业务包括诊疗服务与视光服务，从历史数据来看，诊疗服务业务收入占比较高但视光服务业务收入成长性较好。鉴于 2022 年疫情影响下患者手术诊疗需求有所延后，但公司中高端诊疗服务增加致平均单价提升，因此我们假设 2022-2024 年公司诊疗服务收入分别为 6.68 亿、7.49 亿、8.44 亿元；视光服务受近视防控升级、高单价角膜塑形镜验配收入和数量增长影响，有望继续保持快速增长，因此假设 2022-2024 年收入分别为 5.29 亿、7.10 亿、9.53 亿元。

(2) 从盈利能力来看：公司毛利率水平较为稳定，参考同行业上市公司爱尔眼科毛利率水平可知，规模效应有利于提高公司毛利率水平，因此我们假设未来随着公司经营区域扩大并向中高端服务升级，公司毛利率水平有望提高，预计 2022-2024 年公司综合毛利率为 43.10%、43.34%、43.80%。此外，由于公司业务规模扩大，品牌宣传、门店管理等相应投入增加，我们预计公司销售费用率、管理费用率有小幅提升。

表 8：公司营业收入预测-按主营业务拆分

单位：万元		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
诊疗服务	营业收入	51888.91	56090.26	61270.50	66824.10	74923.31	84418.37
	营业收入增长率	15.89%	8.10%	9.24%	9.06%	12.12%	12.67%
	毛利率	39.16%	39.05%	35.48%	38.82%	38.92%	39.05%
视光服务	营业收入	22308.05	27382.06	34598.10	52857.68	70985.99	95331.66

	营业收入增长率	37.28%	22.75%	26.35%	52.78%	34.30%	34.30%
	毛利率	52.34%	52.11%	48.50%	48.50%	48.00%	48.00%
合计	营业收入	74,556.38	83,847.33	96,245.14	119,681.78	145,909.30	179,750.03
	营业收入增长率	21.48%	12.46%	14.79%	24.35%	21.91%	23.19%
	毛利率	43.21%	43.43%	40.30%	43.10%	43.34%	43.80%

资料来源：wind，山西证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 11.97 亿元、14.59 亿元、17.98 亿元，同比增长 24.4%、21.9%、23.2%；分别实现净利润 1.19 亿、1.66 亿、2.07 亿元，同比增长 37.9%、39.6%、24.7%；对应 EPS 分别为 0.98、1.37、1.71 元。

表 9：公司重要财务指标盈利预测

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	838	962	1,197	1,459	1,798
YoY(%)	12.5	14.8	24.4	21.9	23.2
净利润(百万元)	100	86	119	166	207
YoY(%)	24.4	-13.8	37.9	39.6	24.7
毛利率(%)	43.4	40.3	43.1	43.3	43.8
EPS(摊薄/元)	0.82	0.71	0.98	1.37	1.71
ROE(%)	10.4	8.2	4.6	6.1	7.1
P/E(倍)	53.3	61.8	44.8	32.1	25.7
P/B(倍)	5.5	5.1	2.1	2.0	1.8
净利率(%)	12.0	9.0	10.0	11.4	11.5

资料来源：wind，山西证券研究所

4.2 可比上市公司估值

在上市公司中，公司与 A 股爱尔眼科（300015.SZ）、光正眼科（002524.SZ）及香港上市的希玛眼科（3309.HK）从事的眼科诊疗服务（主要以白内障、屈光不正等）与视光服务业务类似，主营业务收入结构方面也具有相似性（注：光正眼科公司主营收入包括其正在逐步剥离的能源及钢结构业务，但整体收入仍以眼科医疗业务为主），因此我们选取上述三家上市公司作为同行业可比上市公司。以何氏眼科 4 月 6 日收盘价 43.93 元计算，对应公司 2022-2024 年 PE 分别为 44.8X、32.1X、25.7X。首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：同行业 A 股上市公司估值情况

可比公司	收盘价	每股收益 (EPS, 元)				市盈率 (倍)			市销率 (倍)	总市值(亿元)
		04/06	TTM	2021E	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
爱尔眼科	31.70	0.40	0.43	0.57	0.74	78.57	55.76	42.98	11.47	1713.74
光正眼科	7.68	0.11	0.26	0.28	--	67.91	27.02	--	3.66	39.58



希玛眼科	3.79	0.01	--	--	--	273.00	--	--	5.33	48.59
平均值						139.83	41.39	42.98	6.82	
何氏眼科	43.93	0.71	0.95	0.98	1.37	61.83	44.82	32.11	5.55	53.40

资料来源：wind 一致预期，山西证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧风险，国家医保政策变化风险，行业监管政策变化风险，医疗纠纷或事故风险，业务扩张带来的管理风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	758	830	2243	2410	2749
现金	613	699	2044	2207	2460
应收票据及应收账款	33	36	50	55	75
预付账款	39	22	51	38	71
存货	71	73	97	109	143
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	346	591	715	724	624
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	215	225	282	277	200
无形资产	23	32	48	61	55
其他非流动资产	30	252	252	252	252
资产总计	1104	1421	2959	3133	3373
流动负债	119	161	185	194	226
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	58	58	79	87	116
其他流动负债	55	53	53	53	53
非流动负债	22	210	210	210	210
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	210	210	210	210
负债合计	141	371	396	404	437
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	91	91	122	122	122
资本公积	584	584	1947	1947	1947
留存收益	289	375	494	660	868
归属母公司股东权益	963	1050	2563	2729	2937
负债和股东权益	1104	1421	2959	3133	3373

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	170	214	82	241	240
净利润	100	86	119	166	207
折旧摊销	56	69	79	100	104
财务费用	-3	4	-18	-30	-33
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	30	-39	-97	5	-38
其他经营现金流	-14	93	0	0	0
投资活动现金流	-93	-71	-149	-109	-20
筹资活动现金流	-6	-58	1413	30	33

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	838	962	1197	1459	1798
营业成本	474	575	681	827	1010
营业税金及附加	4	5	7	8	10
营业费用	107	123	156	190	234
管理费用	117	127	168	204	252
研发费用	2	1	2	2	3
财务费用	-3	4	-18	-30	-33
资产减值损失	-0	-0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	143	129	185	259	323
营业外收入	7	8	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	148	136	186	260	324
所得税	48	50	67	94	117
税后利润	100	86	119	166	207
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	100	86	119	166	207
EBITDA	176	180	264	329	394

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	12.5	14.8	24.4	21.9	23.2
营业利润(%)	15.3	-9.6	43.1	39.8	24.8
归属于母公司净利润(%)	24.4	-13.8	37.9	39.6	24.7
获利能力					
毛利率(%)	64.0	43.4	40.3	43.1	43.3
净利率(%)	12.0	9.0	10.0	11.4	11.5
ROE(%)	10.4	8.2	4.6	6.1	7.1
ROIC(%)	43.1	34.7	165.8	82.7	102.0
偿债能力					
资产负债率(%)	12.8	26.1	13.4	12.9	12.9
流动比率	6.4	5.2	12.1	12.4	12.1
速动比率	5.8	4.7	11.6	11.9	11.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	26.7	27.7	27.7	27.7	27.7



每股指标/元 (最新摊薄)

每股收益	0.82	0.71	0.98	1.37	1.71
每股经营现金流	1.40	1.76	0.68	1.98	1.98
每股净资产	7.92	8.63	21.08	22.45	24.16

资料来源：wind，山西证券研究所

应付账款周转率	14.9	16.7	17.5	17.6	17.7
估值比率					
P/E	53.3	61.8	44.8	32.1	25.7
P/B	5.5	5.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	0.0	0.0	11.2	8.5	6.5

分析师承诺：

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注册为证券分析师，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 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为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

http://www.i618.com.cn

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

