

华夏眼科（301267）深度研究报告

医教研铸就高壁垒，全国扩张路径清晰

- ❖ **深耕福建廿载，品牌优势显著。**自2004年成立以来，公司始终专注眼科全科医疗服务，公司发展从厦门市的单体医院，到同步探索省内外连锁化，再逐步发展成为全国连锁的眼科集团，公司现已开设57家专科医院和23家视光中心，覆盖17个省和46个城市，眼科诊疗网络辐射华东、华中、华南、西南、华北等区域。公司在过往连锁扩张中汇聚的强大专家团队和精细化管理经验，成为公司持续开发优势区域的基石。
- ❖ **眼科千亿级市场空间广阔，各家共享成长正当时。**眼科医疗服务终端需求市场空间广阔，屈光、视光等消费医疗患者基数庞大，渗透率极低，市场扩容显著；同时白内障、综合眼病等治疗类项目因老龄化程度加深，治疗率提升将带动市场规模稳步提升。据灼识咨询，2025年国内的眼科医疗服务市场规模将达到2522亿元，其中民营市场规模超千亿。竞争格局方面，因各家起源地和扩张策略不同，以及医疗服务行业本身具有属地性，各家优势区域有差异；头部玩家均积极布局全国化，行业内领先地位持续强化。
- ❖ **医教研铸就高壁垒，管理能力助力连锁扩张。**公司具备成熟的医教研体系，是公司长远发展的基石所在。医疗教学方面，公司多位专家具有国际影响力，还通过“中国眼科医师明日之星计划”为广大年轻眼科医师创造更多元化的职业发展选择；医学研究方面，公司临床与基础研究充分配合下硕果累累，另外多个眼科界前沿学术交流由公司主办，学术影响力广泛深远。公司亦形成了标准化的管理体系，支撑医疗连锁集团的进一步扩张。近几年对外扩张过程中，公司对全国各区域的下属医院实现了较好的管理。
- ❖ **省内稳固发展基本盘，全国化持续开拓。**目前公司已建立起以厦门眼科中心为中心，辐射发展遍布全国的眼科医疗服务网络。2010年起公司开始探索连锁化运营道路，在福建省内公司将福州市和泉州市作为起点，同时在省外通过控股上海和平的方式建立分院，开始省外发展之路。2022年公司华东区域的收入为23.66亿元（YOY+5.4%），占比达73.2%，是公司稳健发展的主要贡献因素；2022年公司除华东外其他区域的总收入为8.67亿元（YOY-0.5%），占比为26.8%，是公司未来长期增长的蓄水池。
- ❖ **看好公司长远发展，给予“推荐”评级。**我们预计，公司23-25年归母净利润分别为6.76、8.92和11.67亿元，同比增长32.0%、32.0%和30.7%。以2023年6月2日收盘价为参考，23-25年公司对应PE分别为59、45、34倍。参考2024年可比公司，同时考虑到公司近几年主动优化业务结构，盈利能力和抗风险能力逐步提升，且公司正处在全国扩张的关键期，我们给予公司2024年60倍估值，对应目标市值535亿元，对应目标价约96元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**屈光手术价格战；新建医院净利润波动；医疗事故导致社会舆论风险等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	3,233	4,129	5,267	6,628
同比增速(%)	5.5%	27.7%	27.6%	25.8%
归母净利润(百万)	512	676	892	1,167
同比增速(%)	12.5%	32.0%	32.0%	30.7%
每股盈利(元)	0.91	1.21	1.59	2.08
市盈率(倍)	78	59	45	34
市净率(倍)	7.8	6.9	6.0	5.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年6月5日收盘价

推荐（首次）

目标价：96元

当前价：71.95元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：黄致君

电话：010-66500910

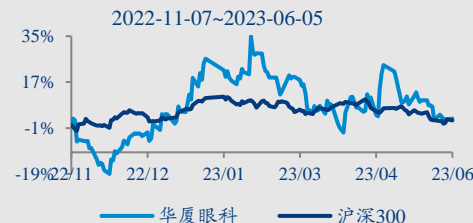
邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

执业编号：S0360522090003

公司基本数据

总股本(万股)	56,000.00
已上市流通股(万股)	5,999.90
总市值(亿元)	402.92
流通市值(亿元)	43.17
资产负债率(%)	23.26
每股净资产(元)	9.39
12个月内最高/最低价	94.88/56.46

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告首先分析了华夏眼科所在的眼科医疗服务行业的市场空间和竞争格局，再剖析了公司未来中长期发展的竞争优势，然后分析了公司未来全国化连锁扩张的成长路径，最后得出公司竞争优势稳固、成长路径清晰的结论。

投资逻辑

公司竞争优势显著，全国连锁扩张路径清晰。公司在单体医院探索连锁发展经营过程中，汇聚了阵容强大的专家团队，也积累了宝贵的标准化管理体系和并购经验，竞争优势显著。目前公司省内基本盘稳固，华东区域优势地位明确，通过品牌辐射实现全国化连锁的逻辑顺畅，未来发展前景远大。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计，公司 23-25 年归母净利润分别为 6.76、8.92 和 11.67 亿元，同比增长 32.0%、32.0%和 30.7%。以 2023 年 6 月 2 日收盘价为参考，23-25 年公司对应 PE 分别为 59、45、34 倍。参考 2024 年可比公司，同时考虑到公司近几年主动优化业务结构，盈利能力和抗风险能力逐步提升，且公司正处在全国扩张的关键期，我们给予公司 2024 年 60 倍估值，对应目标市值 535 亿元，对应目标价约 96 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、深耕福建廿载，品牌优势显著.....	5
二、眼科千亿级市场空间广阔，各家共享成长正当时.....	6
（一）眼科医疗服务市场广阔.....	6
1、消费眼科行业持续高景气.....	7
2、疾病治疗类诊疗率亟待提升.....	8
（二）优势区位不尽相同，各显所长.....	10
三、医教研铸就高壁垒，管理能力助力连锁扩张.....	12
（一）成熟医教研体系奠定发展基石.....	12
（二）标准化管理模式助力连锁扩张.....	14
四、省内发展稳固基本盘，全国化持续开拓.....	14
（一）省内品牌优势明显，实现较快盈亏平衡.....	15
（二）昂首迈入全国市场，扩张正处关键期.....	16
五、看好公司长远发展，给予“推荐”评级.....	18
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	公司发展历程	5
图表 2	公司股权结构	5
图表 3	2017-2022 年公司营业收入及增速	6
图表 4	2017-2022 年公司归母净利润及增速	6
图表 5	眼科医疗服务细分领域的市场空间	6
图表 6	中国每千人激光近视手术量低于美、欧、韩	7
图表 7	中国屈光手术市场规模（亿元），2015-2025E	7
图表 8	公司和普瑞眼科屈光手术量（例）	8
图表 9	公司和普瑞眼科屈光手术客单价（元）	8
图表 10	中国医学视光市场规模（亿元），2015-2025E	8
图表 11	中国白内障手术市场规模（亿元），2015-2025E	9
图表 12	公司和普瑞眼科白内障手术量（例）	9
图表 13	公司和普瑞眼科白内障手术客单价（元）	9
图表 14	中国眼表病市场规模（亿元），2015-2025E	10
图表 15	中国眼底病市场规模（亿元），2015-2025E	10
图表 16	三家眼科医院基本情况对比	10
图表 17	眼科医院在全国各区域的收入体量	11
图表 18	2017-2022 年各家眼科医院的销售费用率	12
图表 19	2022 年三家眼科医院销售费用结构对比	12
图表 20	公司眼科学界专家组多位专家具有国际影响力	12
图表 21	公司对下属医院的管理模式	14
图表 22	2019-2022 年公司分区域收入占比	14
图表 23	厦门眼科中心发展历程	15
图表 24	2019-2022 年厦门眼科中心的收入和净利率	15
图表 25	福建省内公司其他下属医院的净利润情况	16
图表 26	2019-2022 年上海和平的收入和净利率	17
图表 27	2019-2022 年深圳华夏的收入和净利率	17
图表 28	2019-2022H1 成都华夏的收入和净利率	17
图表 29	2019-2022H1 郑州视光的收入和净利率	17
图表 30	华夏眼科收入拆分	18
图表 31	可比公司 PE 倍数	19

一、深耕福建廿载，品牌优势显著

公司是全国领先的大型眼科专科连锁医院集团。自 2004 年成立以来，公司始终专注眼科医疗服务，公司发展从厦门市的单体医院，到同步探索省内外连锁化，再逐步发展成为全国连锁的眼科集团，公司现已在开设 57 家专科医院和 23 家视光中心，覆盖 17 个省和 46 个城市，诊疗网络辐射华东、华中、华南、西南、华北等区域。多年深耕眼科医疗服务行业，公司整体规模在行业内位列前茅。

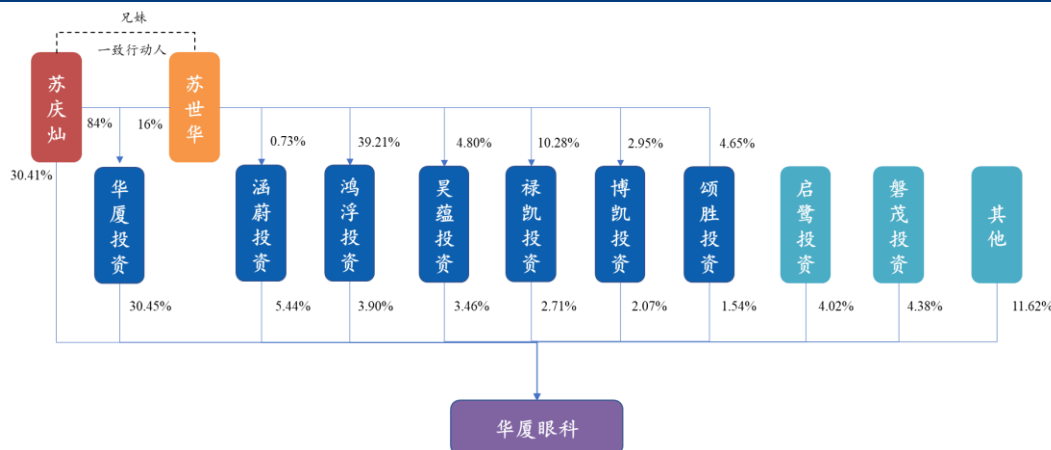
图表 1 公司发展历程

单体医院运营阶段	连锁化探索阶段	连锁化全面发展阶段
2004年-2009年	2010年-2012年	2013年至今
<ul style="list-style-type: none"> 2004年5月，厦门眼科中心获批成为三级甲等专科医院。 2006年6月，厦门眼科中心成为厦门大学的非隶属附属医院。 	<ul style="list-style-type: none"> 2010年，华夏眼科于福州市、泉州市开展眼科医疗业务，开展省内连锁化扩张。 2010年12月，华夏眼科有限通过控股上海和平眼科医院的方式在上海建立分院，迈出向省外发展的步伐。 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年，成都华夏、深圳华夏、郑州视光、佛山华夏、西安华夏、重庆华夏等陆续投入运营，公司稳步扩张。 截至2022年末，公司已在国内开设57家眼科专科医院及23家视光中心。

资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

公司股权集中，股权激励绑定核心员工。截至 2023 年一季度，公司实际控制人苏庆灿直接持有公司股份比例为 30.41%，同时通过华夏医疗投资间接持有 25.58%，合计持有 55.99% 的股份，持股比例较高。同时，公司旗下 6 家员工持股平台合计持有公司 19.12% 股份，通过股权激励的方式绑定核心员工，有助于提高公司医生团队的稳定性。

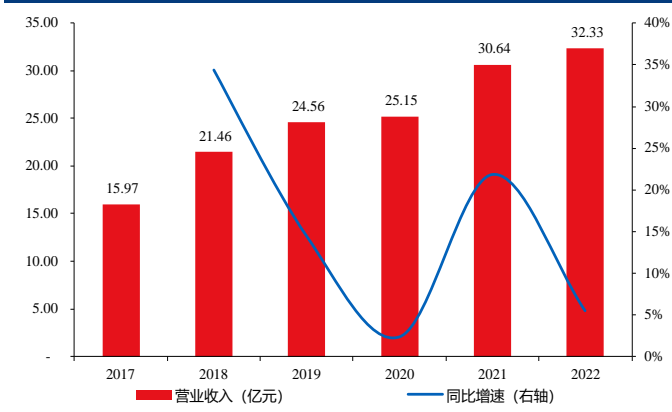
图表 2 公司股权结构



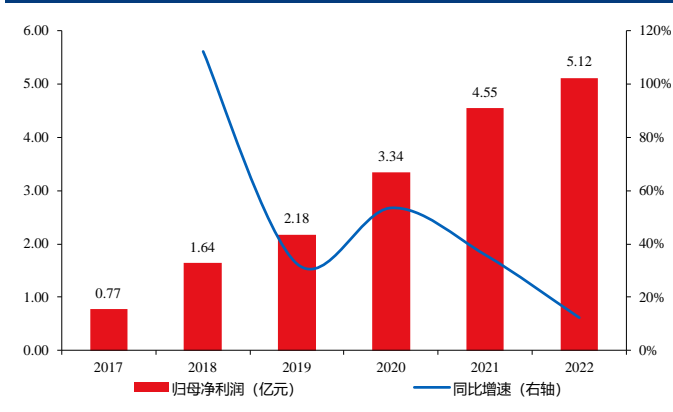
资料来源：华夏眼科公司公告，华创证券

核心管理层保持稳定，管理经验丰富。公司董事长苏庆灿自 2004 年起，一直担任公司总经理职位，并先后担任公司执行董事、董事长职位。公司核心管理团队具备丰富的医院运营管理经验，在眼科专科医疗机构领域的运营管理经验平均近 20 年。一方面，公司核心管理团队助力厦门眼科中心从区属眼科医院快速发展为全国三级甲等眼科专科医院，目前厦门眼科中心的经营规模、诊疗能力均在全国眼科诊疗领域领先。另一方面，公司核心管理团队在全国布局新设医院，建立了覆盖全国的诊疗服务体系，协助公司成为国内领先的大型眼科专科连锁医院之一。

自 2017 年以来公司的收入和净利润均保持快速增长。随着眼科医疗服务市场容量持续增长，公司积极进行眼科医疗服务及眼视光业务的服务升级，同时采用新建及收购医院的策略实现外延式扩张，实现收入和利润的快速增长。2022 年公司实现收入 32.33 亿元，2017-2022 年度收入 CAGR 达 15.2%，2022 年归母净利润为 5.12 亿元，2017-2022 年度归母净利润的 CAGR 达到 45.9%，盈利能力持续增强。

图表 3 2017-2022 年公司营业收入及增速


资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

图表 4 2017-2022 年公司归母净利润及增速


资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

二、眼科千亿级市场空间广阔，各家共享成长正当时

(一) 眼科医疗服务市场广阔

眼科诊疗市场在我国庞大的患者基数下具有广阔的发展空间，随着居民眼保健意识的提高，眼科医疗服务市场不断扩容。屈光业务受到近视率上升、消费升级以及人们对屈光手术的认知度提升的影响，预计 2025 年市场规模将会达到 725 亿。作为国家近视防控战略中的重要环节，视光业务中不同类型的近视防控产品的渗透率将会持续提升，预计 2025 年市场规模达到 500 亿元。近年来由于白内障手术受医保控费影响较大，医院积极向中高端晶体材料寻求转型，多焦点人工晶体、飞秒白内障等高端晶体材料和高端术式发展推动行业扩容，预计 2025 年国内白内障的终端市场规模达到 339 亿元。此外，随着各类眼表和眼底疾病的诊断率和治疗率的提升，预计 2025 年眼表疾病和眼底疾病的市场规模将会达到约 220 亿元、270 亿元。

图表 5 眼科医疗服务细分领域的市场空间

细分项目	潜在患者人数 (2019)	2019 年市场规模 (亿元)			2025 年市场规模 E (亿元)			2019-2025 年 CAGR			
		民营	公立	小计	民营	公立	小计	民营	公立	小计	
屈光手术	5.3 亿人	90	90	181	408	317	725	29%	23%	26%	
医学视光	5.3 亿人	58	170	228	152	349	500	17%	13%	14%	
白内障	1.3 亿人	139	55	195	249	90	339	10%	8%	10%	
综合眼病	眼表病	干眼: 2.1 亿人	29	65	94	87	132	219	20%	13%	15%
	眼底病	湿性黄斑病变: 390 万人	30	127	157	54	215	269	10%	9%	9%
其他*	青少年斜弱视:	55	128	182	153	316	469	19%	16%	17%	

	1761 万人									
合计		402	636	1,037	1,103	1,419	2,522	18%	14%	16%

资料来源：灼识咨询，卫健委，转引自华夏眼科招股书，华创证券

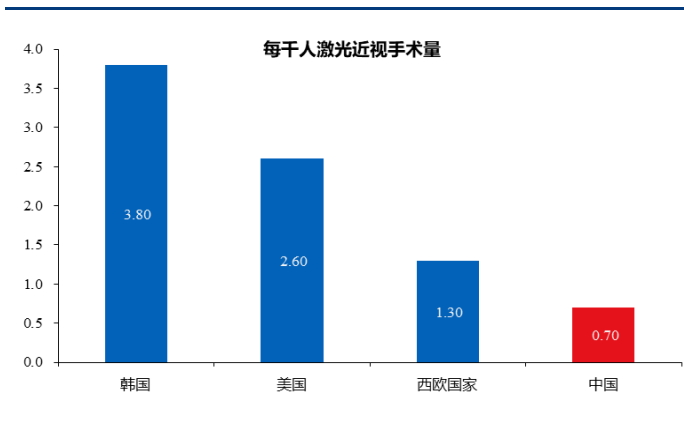
*其他类包括青光眼、小儿眼病和青少年斜弱视、眼整形和眼外伤等

1、消费眼科行业持续高景气

■ 屈光项目

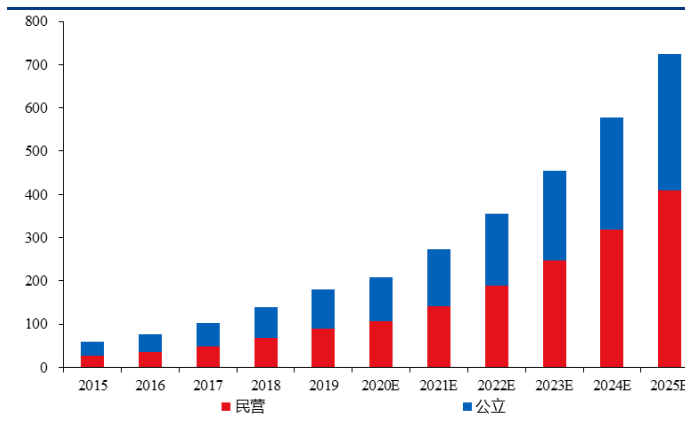
屈光手术当前渗透率低，市场潜在空间巨大。屈光不正是造成视力障碍主要因素之一。我国的角膜屈光手术以激光手术为代表，从无到有至今有 30 余年的发展历程，目前每年近百万人接受屈光手术。2019 年，中国近视患者总数达到 5.3 亿人。据 Market Scope 发布的《2021 Refractive Surgery Market Report》，2021 年中国每千人激光近视手术量仅为 0.7 人，低于韩国、美国和西欧等发达地区。随着我国居民收入水平不断提升，以及对屈光手术认知度不断提高，我国屈光手术的消费需求将持续增长。

图表 6 中国每千人激光近视手术量低于美、欧、韩



资料来源：Market Scope 《2021 Refractive Surgery Market Report》，转引自中南大学爱尔眼科医院&爱尔眼科研究所《2022 中、欧国际近视手术白皮书》，华创证券

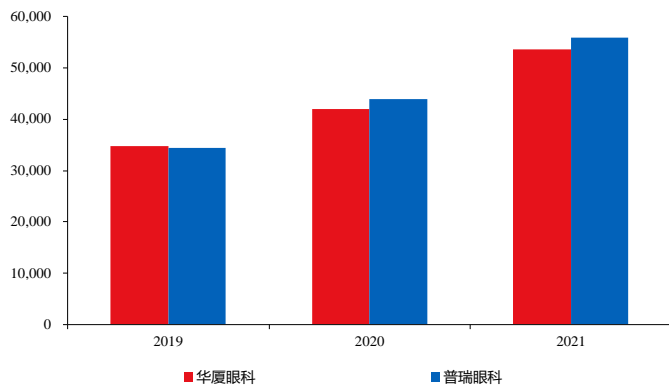
图表 7 中国屈光手术市场规模（亿元），2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，转引自华夏眼科招股书，华创证券

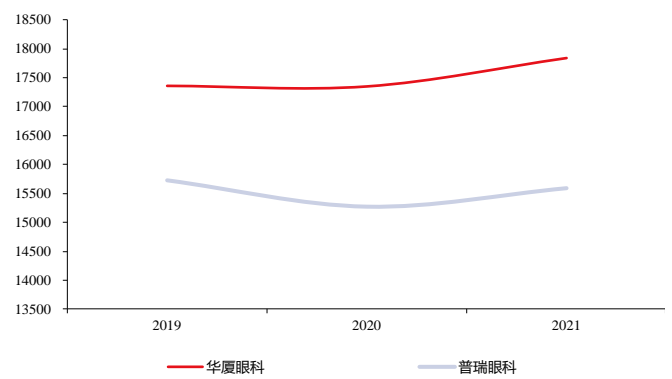
屈光手术是各家民营医院重点发展的项目。由于全飞秒设备价格昂贵、入院环节复杂、经济效益比不高，民营医院凭借供应链优势和公立医院在屈光项目上开展差异化竞争。从手术量来看，各家民营医院的屈光手术量均实现了快速增长。2021 年，华夏眼科和普瑞眼科的屈光手术量分别为 53,661 例（YOY+28.0%）和 55,925 例（YOY+27.0%）。从客单价看，由于公司的所属优势区域与营销策略有差异，不同公司的客单价略有差异但行业内基本一致，2022 年华夏眼科和普瑞眼科的客单价分别为 17,845 元（YOY+2.8%）和 15,596 元（YOY+2.1%）。

图表 8 公司和普瑞眼科屈光手术量（例）



资料来源：华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，华创证券

图表 9 公司和普瑞眼科屈光手术客单价（元）

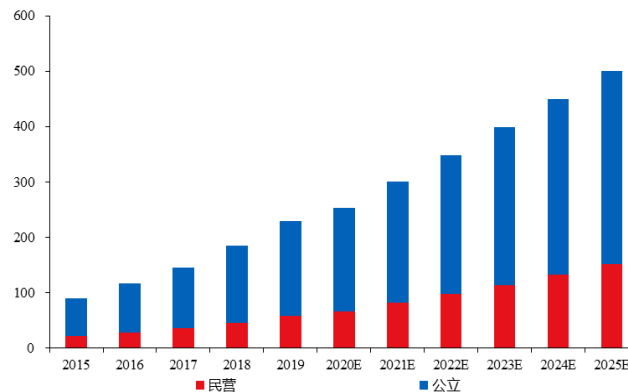


资料来源：华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，华创证券

■ 视光项目

视光矫正发展迅速，专业医学视光实现更快增长。视光市场包含传统验光和医学视光两大类。传统验光主要是通过电脑验光和插片试戴，确定配镜的方案。医学验光在医院等机构进行，包含检查优势眼、眼位、散光轴线等内容，更具专业性。随着消费者对于专业验光以及配镜服务的需求快速提升，中国医学视光市场规模增速远超同期视光配镜市场的市场增速。

图表 10 中国医学视光市场规模（亿元），2015-2025E



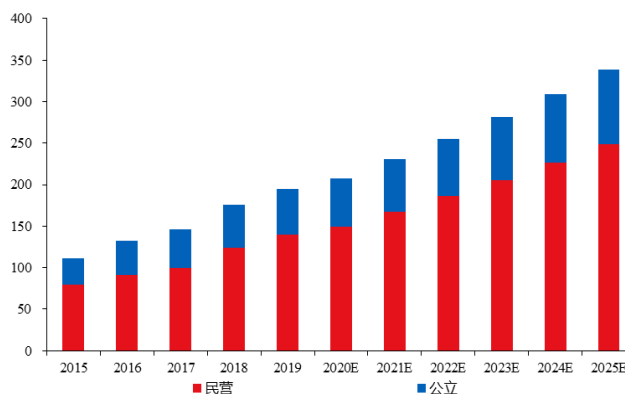
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，转引自华厦眼科招股书，华创证券

2、疾病治疗类诊疗率亟待提升

■ 白内障项目

我国白内障手术治疗率远低于发达国家，医疗技术进步和经济发展水平提升助力市场规模增长。白内障严重影响我国老年人的晚年生活质量，手术是治疗白内障的唯一有效方式。2019年中国白内障患者人数约有1.26亿。根据公司招股书披露，中国每百万人白内障手术例数（CSR）从1988年的83例增长至2017年的2,205例。相比发达国家，中国的CSR仍然处于低位，美国、法国、荷兰、日本、澳大利亚等国家在2012年CSR就已超过8000例。中国白内障手术渗透率低的主要原因是费用较高、设备仪器等缺乏、患者对手术质量的担心等，随着经济发展水平的提升，中国白内障手术市场规模预计将保持快速增长。

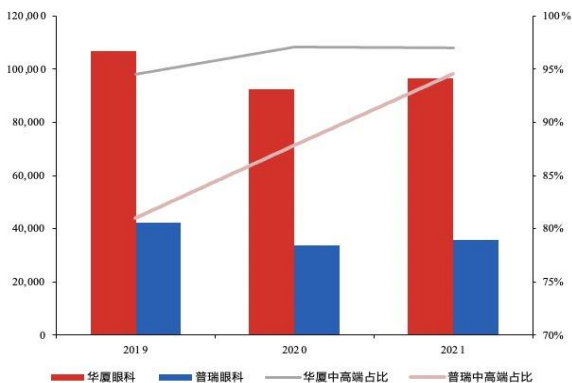
图表 11 中国白内障手术市场规模（亿元），2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询，转引自华夏眼科招股书、华创证券

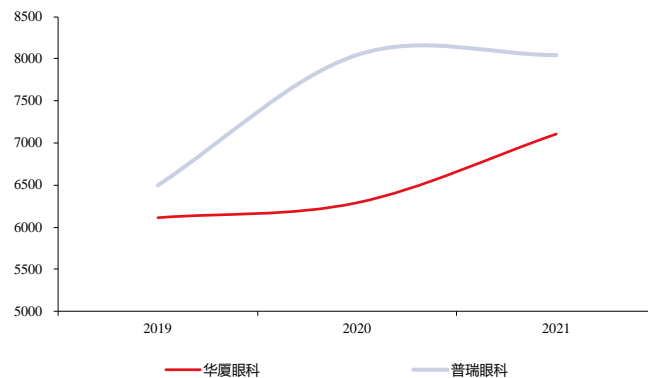
近年来各家的白内障手术不同程度受到影响，主要是由于国家对人工晶体的集采政策全面落地，民营眼科医院大力发展非医保项目。从手术量看，2019-2021 年华夏眼科和普瑞眼科的白内障手术量分别为 106,927/92,360/96,531 例和 42,300/33,887/35,670 例，疫情影响下近三年白内障手术量增长几乎停滞。从客单价看，各家民营医院采取增加中高端白内障手术占比的方式维持客单价，2021 年公司和普瑞眼科的白内障客单价分别为每眼 7,110 元（YOY+13.0%）和每例 8,044 元（YOY-0.03%）。

图表 12 公司和普瑞眼科白内障手术量（例）



资料来源：华夏眼科招股书，普瑞眼科招股书，华创证券

图表 13 公司和普瑞眼科白内障手术客单价（元）

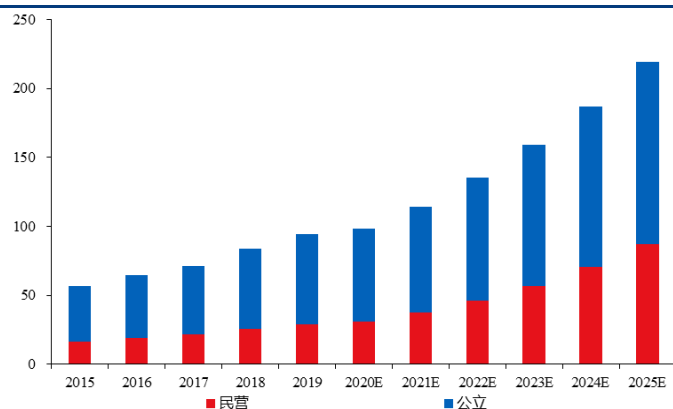


资料来源：华夏眼科招股书，普瑞眼科招股书，华创证券

综合眼病项目

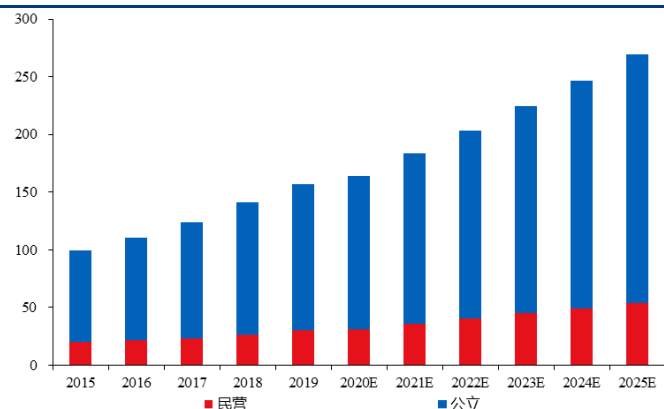
综合眼病的治疗难度大、技术要求高，市场规模和技术能力尚有很大发展空间。综合眼病包括眼底疾病和眼表病等。眼表疾病一般包括所有的浅层角膜病、结膜病以及外眼疾病、泪腺及泪道疾病，干眼症和翼状胬肉是临床常见的眼表疾病。眼底病一般指视网膜、黄斑与视盘疾病，糖尿病性视网膜病变以及黄斑变性是较为常见的眼底疾病种类。眼底病复杂程度高、难治愈且视力预后大多较差，很多疾病目前缺乏临床上有效的治愈手段，多数治疗方式需要长期随访控制。未来随着技术水平的提升和医保支付体系的健全，我国眼病诊疗市场的发展空间将更加明确。

图表 14 中国眼表病市场规模（亿元），2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询，转引自华夏眼科招股书、华创证券

图表 15 中国眼底病市场规模（亿元），2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询，转引自华夏眼科招股书、华创证券

（二）优势区位不尽相同，各显所长

1、行业红利持续释放，头部玩家积极扩张

各民营眼科医院均积极推进全国扩张。在国内民营眼科医院中，爱尔眼科所拥有的整体收入规模最大，华夏眼科和普瑞眼科等在一定区域积聚了良好的口碑之后，也在不断推进全国扩张的步伐。2022 年，华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科的收入分别达到 32.33、161.10 和 17.26 亿元，同比增加 5.51%、7.39% 和 0.91%。

图表 16 三家眼科医院基本情况对比

	华夏眼科	爱尔眼科	普瑞眼科
成立时间	2004 年	2003 年	2003 年
医疗机构数量 (截至 2022 年)	57 家眼科专科医院和 23 家视光中心，全部在国内	公司境内医院 215 家，门诊部 148 家。海外已布局 118 家眼科中心及诊所	24 家连锁眼科专科医院
布局范围	覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等广大地区	全球规模最大的眼科连锁医疗机构，覆盖华中、东北、西南、华东、华北、西南、香港、美国、东南亚和欧洲地区	覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市
门诊人次（万人次）	167.14（2021 年）	1125.12（2022 年）	97.58（2021 年）
手术量	29.28 万眼（2021 年）	87.07 万例（2022 年）	9.16 万例（2021 年）
2022 年医护人员数量 (人)	4,841	21,056	2,078
2022 年收入	32.33 亿元（YOY+5.5%）	161.10 亿元（+7.39%）	17.26 亿元（YOY+0.91%）
2022 年业务收入	屈光 10.73 亿元； 综合眼病 9.09 亿元； 白内障 7.51 亿元； 视光 3.97 亿元	屈光 63.37 亿元； 眼前段 13.39 亿元； 眼后段 10.55 亿元； 白内障 21.43 亿元； 视光 37.79 亿元； 其他 14.15 亿元	屈光 9.71 亿元； 综合眼病 2.33 亿元； 白内障 2.49 亿元； 视光 2.60 亿元； 其他项目 0.01 亿元； 其他业务 0.11 亿元
2022 年消费眼科占比	45%	63%	71%

2022 年净利润	5.08 亿元 (YOY+11.9%)	26.89 亿元 (YOY+8.87%)	0.21 亿元 (YOY-78.09%)
2022 年毛利率	48.05% (+2.01pct)	50.46% (-1.46pct)	41.67% (-1.70pct)
2022 年销售费用率	12.4%	9.7%	19.9%
2022 年净利率	15.7%	16.7%	1.2%

资料来源：各公司公告，华创证券

由于各公司的起源地和扩张策略不同，以及医疗服务行业本身具有一定的区域属性，各家在全国的优势区域存在差异。华夏眼科起源于福建，厦门眼科中心学科实力强劲，逐步向全国扩张，尤其在华东沿海地区有着较强的品牌影响力；爱尔眼科深耕湖南、湖北等华中地区，同时在全国其他区域也是眼科医院的重要参与者；普瑞眼科凭借自身优秀的管理能力在布局较早的城市积淀了品牌，体内医院集中在昆明、成都、乌鲁木齐和兰州等城市。根据 2021 年三家眼科医院的收入规模来看，华夏眼科在自身优势地区华东区域仍然规模位列第一。

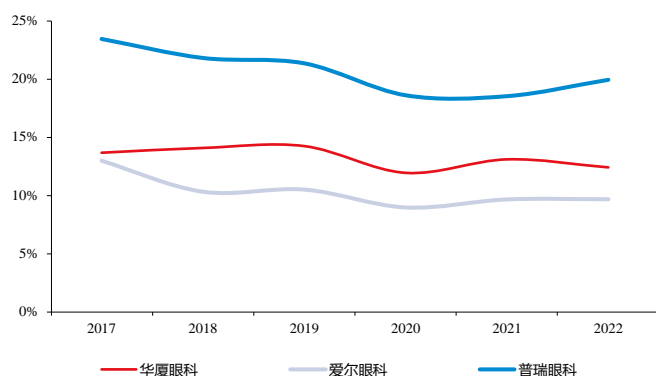
图表 17 眼科医院在全国各区域的收入体量

	华东	西南	华南	华中	西北	华北	东北
2021 年营业收入 (亿元)							
华夏眼科	21.93	2.60	2.52	2.21	0.42	0.40	
爱尔眼科	20.81	19.56	18.60	47.31	4.90	10.64	11.06
普瑞眼科	3.47	5.09		2.32	3.16	1.82	1.16
2021 年各区域收入占比							
华夏眼科	73%	9%	8%	7%	1%	1%	
爱尔眼科	14%	13%	12%	32%	3%	7%	7%
普瑞眼科	20%	30%		14%	19%	11%	7%
2017-21 年收入 CAGR							
华夏眼科	14%	36%	46%	22%	60%	-14%	
爱尔眼科	26%	19%	36%	26%	29%	20%	18%
普瑞眼科	18%	20%		24%	21%	13%	56%

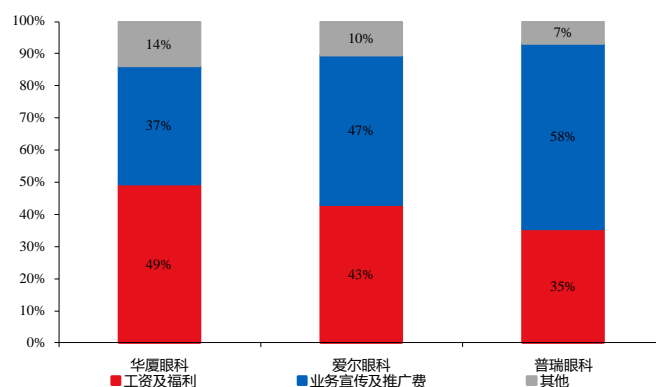
资料来源：华夏眼科招股书，普瑞眼科招股书，各公司年报，华创证券

2、销售费用率衡量品牌优势

公司销售费用率在可比公司中属于中等偏下，体现公司良好的品牌力。由于各家眼科医院的营销策略和发展阶段不同，销售费用率也有所不同，但整体来看 2019 年以来，随着眼科医院的收入规模上升，各公司销售费用率体现了稳中有降的趋势。相比爱尔眼科和普瑞眼科，公司的销售费用率处于中等偏下的水平，体现了公司较强的品牌效应和获客能力。2022 年，公司销售费用中人员工资及福利占比比同行略高达到 49%，体现了公司营销推广的过程中主要采用雇佣营销人员进行地推活动的特点。

图表 18 2017-2022 年各家眼科医院的销售费用率


资料来源：华夏眼科招股书、普瑞眼科招股书，爱尔眼科年报，华创证券

图表 19 2022 年三家眼科医院销售费用结构对比


资料来源：华夏眼科招股书、普瑞眼科招股书，爱尔眼科年报，华创证券

三、医教研铸就高壁垒，管理能力助力连锁扩张

（一）成熟医教研体系奠定发展基石

公司的医疗实践积累大量临床案例，医疗教学提供源源不断的人才支持，而医学基础研究会产生更深远广泛的学术影响，从而进一步为临床实践积蓄技术力量。公司自成立以来，始终以眼病诊疗为发展基础，致力于推进临床诊疗、医学研究和教学培训相结合的“医教研”体系的整体协同发展。厦门眼科中心作为集团眼科诊疗的技术中心，致力于“以学术为指导、以技术为支撑、以患者为中心”，为公司“医教研”体系的发展打下了坚实的基础。

1、医疗教学提供源源不断的人才支持

公司已组建一支覆盖眼科八大亚专科及眼视光的专家团队，汇聚了黎晓新、赵堪兴、葛坚、刘祖国等一批具有国际影响力的眼科学界专家，此外，刘旭阳、王利华、王骞、郭海科、张广斌、吴护平、潘美华、蔡锦红、王玉宏、成洪波、陈晓明等多名学科带头人在中华医学会眼科学分会各专业学组中分别担任副组长或委员。

图表 20 公司眼科学界专家组多位专家具有国际影响力

姓名	担任职务	特长领域	主要成就
黎晓新	厦门眼科中心总院长	专注于视网膜疾病的研究与治疗，我国玻璃体手术外科的开拓者	<ul style="list-style-type: none"> 2012 年当选国际眼科科学院院士，现任《中华眼底病杂志》主编、《中华眼科研究》副主编、欧洲视网膜学会学会核心理事，亚太眼科学会常委、指南委员会主席。 黎晓新教授以第一作者或通讯作者发表中英文论文 351 篇，近 10 年在 Nature Communication、Ophthalmology、FASEB J、IOVS 等有影响力国际 SCI 刊物发表论文 238 篇，中国眼科界高学术影响力（H 因子）在我国眼科曾排名第三。
赵堪兴	公司专家委员会主席	中国斜视与小儿眼科开拓者和领军人物，“国	<ul style="list-style-type: none"> 担任国际眼科科学院院士、国际眼科学会联盟前理事会理事、亚太斜视与小儿眼科学会副主席、亚太眼科学会理事会常务理事。 赵堪兴教授共发表论文 437 篇，其中 SCI 收录 67 篇。

		际斜视与小儿眼科界的 思想领袖”	
葛坚	公司学术委员会主任	专注于青光眼、白内障 疾病的诊治	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 国家 973 项目首席科学家、眼科学国家重点实验室终身名誉主任、中华医学会眼科学分会名誉主任委员、中国医师协会循证眼科学组长、粤港澳大湾区眼科医师联盟首届主任、《眼科学报》主编、《中华眼科杂志》副总编。 ➤ 葛坚教授单独或与他人合作发表论文 361 篇，其中 SCI 收录论文 190 余篇。
刘祖国	公司学科建设委员会 主任	我国眼表及干眼领域的 开拓者	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 担任亚洲干眼协会主席、中国医师协会眼科医师分会眼表与干眼学组组长，中华医学会眼科学分会角膜病学组副组长、亚洲角膜病协会理事等，2002 年度“长江学者”特聘教授。 ➤ 刘祖国教授共发表文章 400 余篇，其中 SCI 收录论文 160 多篇。

资料来源：公司招股书，华创证券

华夏眼科始终坚持引才、育才“双轮驱动”，打造眼科人才高地。华夏眼科的企业文化、人才培养及人才激励不仅对中青年医生具有吸引力，很多退休的医生也更愿意加入华夏眼科，人才吸引力为华夏眼科上市后的高质量发展奠定了坚实基础。

- 企业文化层面，华夏眼科尊重临床一线员工，尊重专家、尊重知识，并打造充满活力的企业文化，同行认同度高，业内口碑较好。
- 人才激励层面，上市前公司给予核心医疗人员、管理人员的员工持股比例较高，达到 20% 以上，领先于其他同行。上市后，公司也将积极运用股权激励工具，医院合伙人计划等，构建覆盖短、中、长期的人才激励体系，全方位激发人才活力。
- 人才培养层面，华夏眼科与中国非公立医疗机构协会共同主办了“中国眼科医师明日之星计划”，是国内首个面向全国眼科医师的人才培养工程，为广大年轻眼科医师创造更多元化的职业发展选择。截至 2022 年底，明日之星计划已有 300 余名学员结业，累计手术量超过 6 万台。

2、医学研究夯实学科建设

临床科研骨干与基础研究团队的配合为公司催生了更多的科研成果。截至 2022 年底，公司及下属分子公司共计取得专利授权 87 项，登记软件著作权 161 项，商标 27 项。2022 年度，公司新增专利授权 13 项、软件著作权 12 项，公司及下属分子公司、眼科专家学者获批医学科研项目 42 项，参与和开展各类临床试验项目共 24 项并担任 PI，其中全国多中心项目担任总 PI 的项目 3 项。

公司积极参与国内外眼科界前沿的学术交流。公司主办了“华夏眼科国际论坛”、“海峡两岸白内障及角膜病高峰论坛”、“近视防控论坛”等国际国内大型学术交流会议，为眼科专家教授及中青年医师们提供了学术交流的平台。公司专家团队每年多次受邀国内外眼科学术会议并发表学术成果，包括世界眼科大会、美国视觉与眼科学研究大会、美国眼科学会（AAO）、亚太眼科年会（APAO）、美国白内障屈光手术年会（ASCRS）、欧洲白内障与屈光外科医师学会年会（ESCRS）、全国眼科年会等一系列国内外大型学术会议。公司专家团队还主编、参编或翻译了多部眼科学界重要学术专著，在国内外眼科界享有广泛的学术影响力。

（二）标准化管理模式助力连锁扩张

公司发展过程中形成了标准化的运营模式和管理体系，能够有效地对公司下属医院形成良好的管控，并支撑公司医疗机构网络的进一步扩张。公司主要从发展规划的制定和实施、医疗服务质量管理、日常运营管理、人事管理和财务管理等方面对下属医院进行管理，重要事项的决策和审批由集团统一管理，确保子公司的战略规划、日常管理经营与整体目标一致，同时结合适当地将管理权下放到下属医院的核心管理人员，保持下属医院的管理灵活性，更好、更快速地适应当地市场环境。

图表 21 公司对下属医院的管理模式

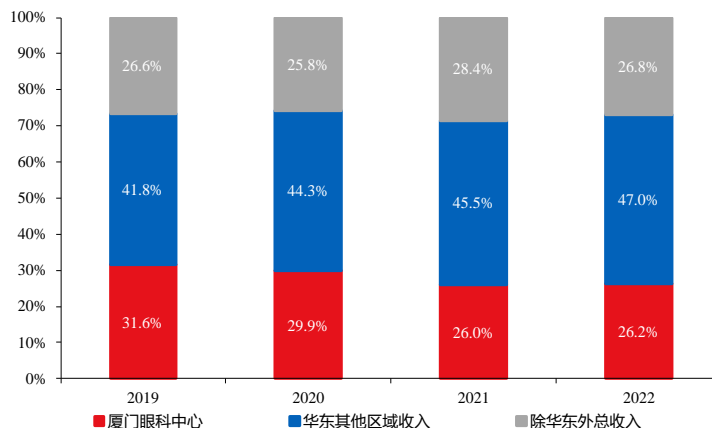


资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

四、省内发展稳固基本盘，全国化持续开拓

公司当前处在全国化发展的快车道。目前公司已建立起以厦门眼科中心为中心，辐射发展遍布全国的眼科医疗服务网络。2010年起公司开始探索连锁化运营道路，福建省内公司将福州市和泉州市作为起点，同时在全国通过控股上海和平的方式在上海建立了分院，开始省外发展之路。2022年公司在华东区域的收入为23.66亿元（YOY+5.4%），占比达73.2%，是公司稳健发展的主要贡献因素；2022年公司在全国除华东外其他区域的收入为8.67亿元（YOY-0.5%），占比为26.8%，是公司未来长期增长的蓄水池。

图表 22 2019-2022 年公司分区域收入占比



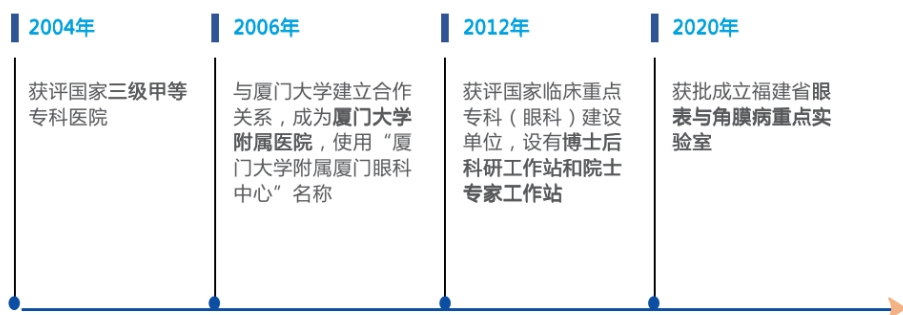
资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

(一) 省内品牌优势明显，实现较快盈亏平衡

1、源于厦门，服务中华，走向世界

公司的核心单体医院厦门眼科中心行业领先。公司下属医院厦门眼科中心于 2004 年获评国家三级甲等专科医院，2006 年与厦门大学建立合作关系，成为厦门大学的非隶属附属医院，并使用“厦门大学附属厦门眼科中心”的名称，2012 年获评国家临床重点专科（眼科）建设单位，并设有博士后科研工作站和院士专家工作站。2020 年，厦门眼科中心获批成立福建省眼表与角膜病重点实验室。

图表 23 厦门眼科中心发展历程

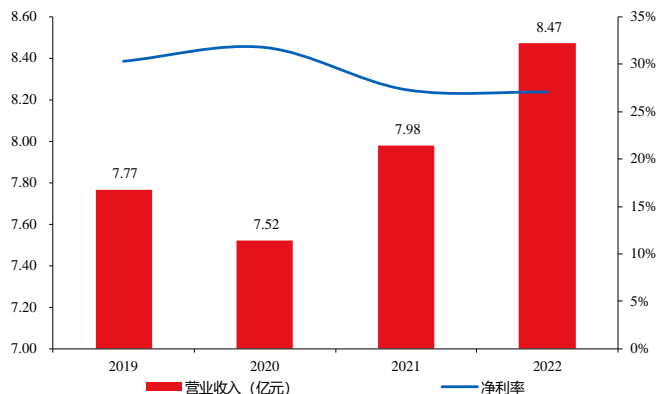


资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

厦门眼科中心是国家临床重点专科（眼科）建设单位、国家药物临床试验机构（GCP），并设有博士后科研工作站、院士专家工作站和福建省眼表与角膜病重点实验室。厦门眼科中心已建立覆盖八个亚专科及医学视光的眼科全科诊疗服务体系，学科建设科学、合理，各学科专家团队强大，具有高水平坚实的眼科临床诊疗技术实力和广泛学术影响力。据 2022 年 11 月发布的复旦版《2021 年度中国医院专科声誉排行榜》，厦门眼科中心荣获 2021 年度眼科专科声誉排行榜提名，是全国唯一上榜的非公眼科医院。

厦门眼科中心品牌力显著，每年约 70% 的病人来源于厦门市以外。厦门眼科中心为集团所有下属医院提供临床指导和技术支持，并为全国的其他医院提供疑难眼病的会诊支持。2019-2022 年厦门眼科中心分别实现收入 7.77、7.52、7.98 和 8.47 亿元，净利润 2.35、2.39、2.18 和 2.29 亿元，净利率达到 30.3%、31.8%、27.3%和 27.0%，盈利能力持续保持优异水平。

图表 24 2019-2022 年厦门眼科中心的收入和净利率



资料来源：华夏眼科招股书，公司年报，华创证券

我们预计，厦门眼科中心未来除了能够持续为公司贡献可观的收入和利润之外，还将作为集团内部的全国疑难杂病诊疗中心为下属医院提供疑难会诊，提升下属医院的眼病诊疗质量，同时为下属医院提供人才培养做支撑。

2、省内品牌优势明显，下属医院快速扭亏

厦门眼科中心的品牌力辐射全省，带动全省下属医院和门诊快速爬坡。截至 2022H1，福建省内下属医院仅有漳浦华夏一家成立于 2020 年的医院尚在亏损，其他医院或门诊均实现盈利，其中不乏 2 家 2021 年成立的门诊/诊所：光泽华夏和沙县诊所。根据 2019-2022H1 福建省内各医院的经营数据，除了福建省内经济较为发达的厦门市和福州市外，公司在福建省内其他地级市的经营情况也同样持续向好。

图表 25 福建省内公司其他下属医院的净利润情况

医院名称	成立年份	净利润（万元）			
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-6 月
福州眼科	2012	922	1,305	1,416	686
莆田华夏	2016	-543	-868	19	526
泉州华夏	2007	-532	286	908	290
漳州华夏	2017	-32	166	494	235
南平华夏	2016	-228	252	235	181
龙岩华夏	2015	-60	1	74	121
光泽华夏	2021			-9	32
宁德华夏	2016	-540	-282	188	29
沙县诊所	2021			-3	20
三明华夏	2016	-140	27	192	7
漳浦华夏	2020			-176	-110

资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

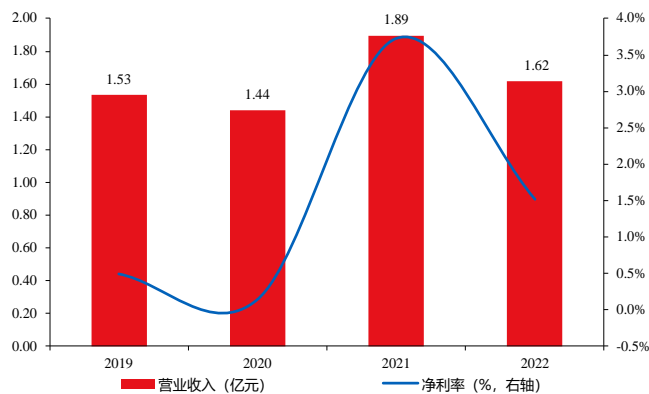
（二）昂首迈入全国市场，扩张正处关键期

公司在福建省内的成功为全国化连锁扩张树立了典范。通过前期的布局探索公司积累了扩张经验，在一线城市及省会城市新建和收购多家眼科医院，连锁扩张的复制性较强。横向扩张方面，未来公司将会持续在国内经济发达的城市和地区重点布局，主要聚焦在长三角、广东及西南地区。纵向深入方面，公司将在同一城市开设多家视光中心，不仅能提高公司眼视光服务的覆盖范围，增强品牌影响力，而且可以为各下属医院分流，提升患者的诊疗体验。

竞争激烈的一线城市，复盘公司过往收购和新设医院均取得了优异成绩。1) 上海和平：上海和平成立于 2002 年 10 月，截至 2022 年底公司对其持股比例为 90.63%。上海和平在院长郭海科教授的领导下，各专业科室在攻克眼科疑难杂症，突破临床治疗难点方面卓有建树，同时上海和平在指导疾病预防控制、群众性防盲治盲工作中亦有所作为，从而树立了良好的口碑。2022 年上海和平实现收入 1.62 亿元，实现净利率 1.5%。2) 深圳华夏：深圳华夏成立于 2015 年 4 月，截至 2022 年底公司对深圳华夏的持股比例为 95.47%。深圳华夏属于三级眼科医院，汇聚了国内外著名眼科专业医生，学科建设健全。2022 年

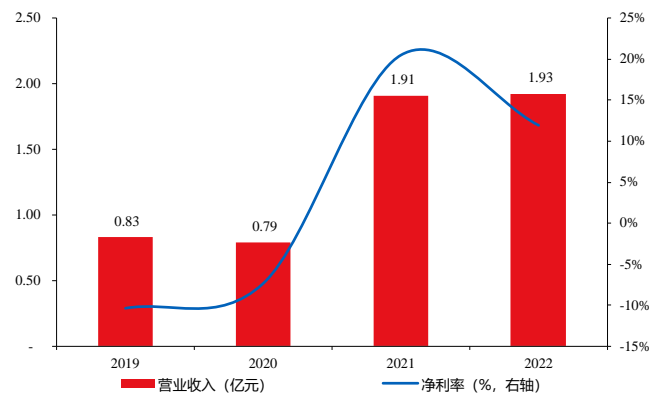
深圳华夏实现收入 1.93 亿元，净利率达到 11.9%。

图表 26 2019-2022 年上海和平的收入和净利率



资料来源：华夏眼科招股书，公司年报，华创证券

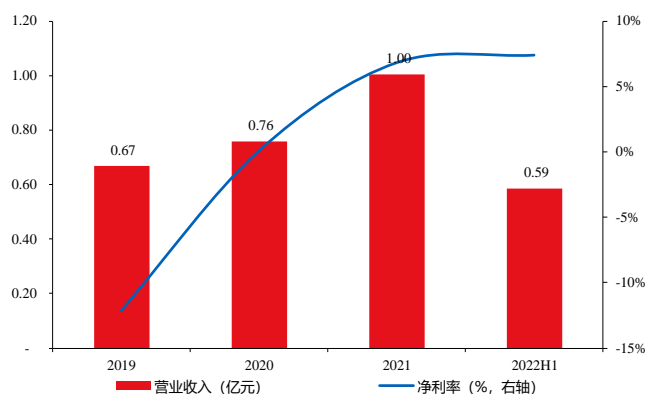
图表 27 2019-2022 年深圳华夏的收入和净利率



资料来源：华夏眼科招股书，公司年报，华创证券

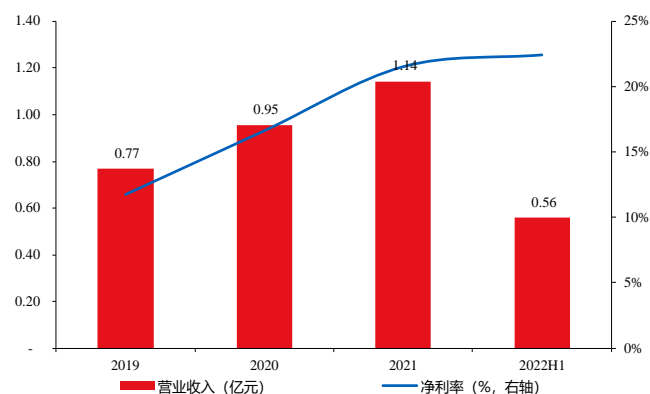
公司在全国多个省会城市亦扩张顺利。1) 郑州视光：郑州视光成立于 2015 年 8 月，截至 2022 年底公司对郑州视光的持股比例为 85%。郑州视光拥有以国务院津贴专家、眼科学博士刘苏冰教授为代表的专家团队，主要业务以屈光项目为主，据官网披露，刘苏冰教授团队全飞秒手术已经突破 37,000 例。2022 上半年，郑州视光实现收入 5574 万元，净利率达 22.4%，盈利能力突出。2) 成都华夏：成都华夏成立于 2014 年 9 月，截至 2022 年公司对其持股比例为 66%。成都华夏拥有国内知名眼科医师陈晓明、罗清礼两位教授，医师实力雄厚、技术力量强大。2022 年，陈晓明教授参与发表的《我国 CLASS 术式操作专家共识》，标志着青光眼主要术式之一的 CLASS 手术在中国成为首个规范。2022 年上半年，成都华夏实现收入 5,868 万元，净利率达到 7.4%。

图表 28 2019-2022H1 成都华夏的收入和净利率



资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

图表 29 2019-2022H1 郑州视光的收入和净利率



资料来源：华夏眼科招股书，华创证券

公司未来连锁扩张布局规划清晰。据公司规划（《华夏眼科：2023 年 4 月 24 日投资者关系活动记录表》），公司计划成立产业发展基金，用于新建或并购眼科医院和视光中心，未来重点布局人口相对较多、经济相对发达的一二线城市。预计未来五年，公司管理的眼科医院数量将超过 200 家，连锁视光中心数量达到 200 家。

五、看好公司长远发展，给予“推荐”评级

2019-2021年，公司医保结算收入占主营业务收入的比重从30.8%降低到24.2%，表明公司以屈光、视光等业务为主的消费眼科类业务正快速发展。我们预计，未来公司一方面将凭借自身过硬的医疗技术实力保障眼科诊疗基本的医疗需求，同时过去因疫情期间人员流动减缓，积压的眼病诊疗需求有望实现快速恢复；另一方面公司还将不断优化服务模式，通过引入国际先进的诊疗设备发展屈光业务，开设视光中心的方式提升视光业务体量，促使消费眼科板块迅速发展。

图表 30 华夏眼科收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	2,515	3,064	3,233	4,129	5,267	6,628
yoy	2.4%	21.9%	5.5%	27.7%	27.6%	25.8%
毛利率	40.8%	44.6%	48.0%	48.6%	49.0%	49.4%
1) 医疗行业收入	2,472	3,007	3,130	3,975	5,035	6,280
yoy	2%	22%	4%	27%	27%	25%
毛利率	40%	44%	48%	49%	49%	50%
屈光项目	727	958	1,073	1,442	1,955	2,553
yoy	20%	32%	12%	34%	36%	31%
毛利率	48%	53%	55%	55%	55%	55%
综合眼病项目	824	932	909	1,136	1,364	1,636
yoy	-7%	13%	-2%	25%	20%	20%
毛利率	37%	37%	45%	45%	45%	45%
白内障项目	656	756	751	860	993	1,114
yoy	-9%	15%	-1%	15%	15%	12%
毛利率	31%	36%	38%	38%	38%	38%
视光服务项目	265	361	397	536	723	976
yoy	18%	36%	10%	35%	35%	35%
毛利率	53%	56%	56%	56%	56%	56%
2) 其他业务收入	43	58	103	155	232	348
yoy	74%	36%	78%	50%	50%	50%
毛利率	68%	71%	45%	45%	45%	45%

资料来源：公司年报，华创证券测算

我们预计，公司 23-25 年收入分别为 41.29、52.67 和 66.28 亿元，同比增长 27.7%、27.6% 和 25.8%，归母净利润分别为 6.76、8.92 和 11.67 亿元，同比增长 32.0%、32.0% 和 30.7%。以 2023 年 6 月 2 日收盘价为参考，23-25 年公司对应 PE 分别为 59、45、34 倍。

图表 31 可比公司 PE 倍数

	总市值（亿元）	2023E	2024E	2025E
爱尔眼科	1,981	56	43	34
普瑞眼科	180	82	73	52
何氏眼科	71	49	37	28
	平均值	69	58	43

资料来源：Wind，华创证券 注：可比公司估值取自 Wind 一致预期，股价取自 2023 年 6 月 2 日收盘价

我们选取 A 股主要的 3 家眼科医疗服务公司作为可比公司，2024 年可比公司的平均 PE 为 58 倍。同时，我们考虑到公司考虑到公司近几年主动优化业务结构，盈利能力和抗风险能力逐步提升，且公司正处在全国扩张的关键期，我们给予公司 2024 年 60 倍估值，对应目标市值 535 亿元，对应目标价约 96 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

1、屈光手术价格战；2、新建医院净利润波动；3、医疗事故导致社会舆论风险等

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,345	2,280	3,267	4,440
应收票据	0	0	0	0
应收账款	195	262	324	409
预付账款	74	66	83	105
存货	157	160	214	272
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,845	2,716	2,769	2,847
流动资产合计	4,617	5,483	6,657	8,073
其他长期投资	161	171	184	199
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	688	644	601	563
在建工程	46	46	50	56
无形资产	112	106	100	95
其他非流动资产	961	966	970	970
非流动资产合计	1,968	1,932	1,906	1,884
资产合计	6,584	7,415	8,562	9,957
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	208	263	369	426
预收款项	0	0	0	0
合同负债	99	126	161	202
其他应付款	96	96	96	96
一年内到期的非流动负债	97	97	97	97
其他流动负债	290	349	447	560
流动负债合计	790	930	1,170	1,380
长期借款	26	35	45	54
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	641	641	641	641
非流动负债合计	667	676	685	695
负债合计	1,457	1,607	1,855	2,075
归属母公司所有者权益	5,114	5,790	6,682	7,849
少数股东权益	14	18	25	33
所有者权益合计	5,128	5,808	6,707	7,882
负债和股东权益	6,584	7,415	8,562	9,957

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	770	1,031	1,088	1,274
现金收益	743	843	1,061	1,333
存货影响	-32	-3	-54	-58
经营性应收影响	-49	-57	-79	-106
经营性应付影响	29	55	106	56
其他影响	79	193	54	48
投资活动现金流	-3,037	-101	-97	-94
资本支出	-229	-91	-93	-94
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-2,808	-11	-5	0
融资活动现金流	2,651	5	-4	-7
借款增加	10	9	9	9
股利及利息支付	-2	-19	-23	-25
股东融资	2,771	0	0	0
其他影响	-128	14	10	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,233	4,129	5,267	6,628
营业成本	1,680	2,122	2,684	3,352
税金及附加	13	16	21	26
销售费用	402	504	643	809
管理费用	363	463	591	730
研发费用	49	71	91	114
财务费用	32	19	23	25
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	7	7	7	7
投资收益	8	8	8	8
其他收益	21	21	21	21
营业利润	727	966	1,248	1,604
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	76	90	90	90
利润总额	654	879	1,160	1,517
所得税	146	196	259	338
净利润	508	683	901	1,178
少数股东损益	-4	7	9	12
归属母公司净利润	512	676	892	1,167
NOPLAT	532	698	919	1,197
EPS(摊薄) (元)	0.91	1.21	1.59	2.08

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.5%	27.7%	27.6%	25.8%
EBIT 增长率	10.1%	31.0%	31.8%	30.3%
归母净利润增长率	12.5%	32.0%	32.0%	30.7%
获利能力				
毛利率	48.0%	48.6%	49.0%	49.4%
净利率	15.7%	16.5%	17.1%	17.8%
ROE	10.0%	11.7%	13.4%	14.9%
ROIC	32.9%	32.9%	32.7%	32.2%
偿债能力				
资产负债率	22.1%	21.7%	21.7%	20.8%
债务权益比	14.9%	13.3%	11.7%	10.0%
流动比率	5.8	5.9	5.7	5.8
速动比率	5.6	5.7	5.5	5.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	21	20	20	20
应付账款周转天数	44	40	42	43
存货周转天数	30	27	25	26
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.21	1.59	2.08
每股经营现金流	1.37	1.84	1.94	2.27
每股净资产	9.13	10.34	11.93	14.02
估值比率				
P/E	78	59	45	34
P/B	8	7	6	5
EV/EBITDA	45	39	31	24

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计学和商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522