

23Q1 业绩超预期，盈利能力持续改善

华夏眼科 (301267.SZ)

核心观点

根据公司公告，2022 年华夏眼科营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 32.33、5.12、5.39 亿元，分别同比增长 5.51%、12.50%、13.29%，疫情影响下，公司全年业绩增长符合我们预期；2023Q1 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 9.31、1.50、1.47 亿元，分别同比增长 15.10%、34.01%、21.47%，业绩增长超预期。短期来看，眼科医疗服务需求逐渐复苏，公司全年业绩有望恢复高速增长；中期来看，公司多家亏损医院处于扭亏边缘，顺利扭亏后有望提升公司整体利润率水平，迎来业绩释放期。

事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报

公司 2022 年实现收入 32.33 亿元，同比增长 5.51%；实现归母净利润 5.12 亿元，同比增长 12.50%；实现扣非归母净利润 5.39 亿元，同比增长 13.29%，EPS 为 1.00 元。

公司 2023 年一季度实现收入 9.31 亿元，同比增长 15.10%；归母净利润为 1.50 亿元，同比增长 34.01%；扣非归母净利润为 1.47 亿元，同比增长 21.47%，EPS 为 0.27 元。

简评

2023Q1 业绩超预期，经营情况恢复良好

2022 年公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 32.33、5.12、5.39 亿元，分别同比增长 5.51%、12.50%、13.29%，疫情对公司旗下各医院正常经营造成一定程度影响，但公司积极开源节流，全年业绩增长符合我们预期。22Q4 公司营收 7.10 亿元（-8.23%）、归母净利润 1.14 亿元（-3.50%）、扣非归母净利润 1.06 亿元（-9.57%）。

分业务来看，2022 年公司屈光项目收入 10.73 亿元（+12.07%），综合眼病项目收入 9.09 亿元（-2.43%），白内障项目收入 7.51 亿元（-0.69%），视光服务项目收入 3.97 亿元（+9.91%），其他业务收入 1.03 亿元（+78.45%）。公司业务结构持续优化，眼科消费医疗占比持续提升，屈光收入占比 33.19%（同比提升 1.94 个百分点），视光收入占比 12.27%（同比提升 0.49 个百分点）。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期：2023 年 04 月 26 日

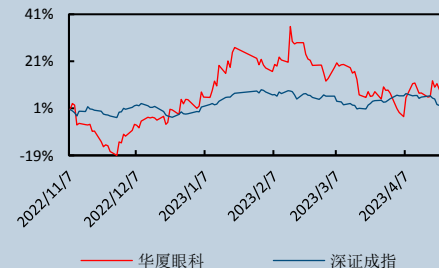
当前股价：72.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.91/-3.89	-18.15/-18.15	/
12 月最高/最低价 (元)			94.88/56.46
总股本 (万股)			56,000.00
流通 A 股 (万股)			5,633.53
总市值 (亿元)			406.00
流通市值 (亿元)			40.84
近 3 月日均成交量 (万)			159.71
主要股东			
华夏医疗投资(厦门)有限公司			30.45%

股价表现



相关研究报告

2023Q1 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 9.31、1.50、1.47 亿元，分别同比增长 15.10%、34.01%、21.47%，利润增长超预期。一季度公司经营情况恢复良好，经营规模扩大导致营业收入增加；同时，公司提高募集资金使用效率，产生的理财收益和利息收入增加较多，使得利润增速高于收入增速。眼科行业目前恢复情况良好，展望全年，我们预计公司业务有望恢复高增长；公司旗下成熟医院业绩有望持续增长、亏损医院有望加速扭亏，从而促进公司整体利润率水平提升；此外，公司也在积极加快外延扩张步伐，以厦门眼科中心为核心，深耕福建省内分级诊疗网络，并继续在全国重点区域布局专科医院及视光中心，有望持续提升业务体量及品牌影响力。

持续布局全国眼科医疗服务网络，未来有望加速扩张步伐

截止 2022 年末，公司已在国内开设 57 家眼科专科医院，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，已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；同时，公司在国内已开设 23 家视光中心，为屈光不正患者提供医学验光配镜服务。公司下属医院厦门大学附属厦门眼科中心于 2004 年获评国家三级甲等专科医院，于 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，2022 年厦门眼科中心收入达到 8.47 亿元（+6.14%），净利润达到 2.29 亿元（+5.04%）。公司已积累了丰富的医院扩张和管理经验，2022 年上市后进一步增强了资金实力，有助于未来加速扩张步伐。在保持内生增长的同时，预计公司未来将通过自建或收购的方式在国内 24 个省（直辖市）布局眼科专科医院，重点布局人口相对较多、经济和消费能力较强的一二线城市，进一步扩大业务覆盖范围；同时，在视光业务规划方面，公司计划在华东、华南、西南等地区大力拓展独立门店的视光中心，深度挖掘眼视光服务市场，未来有望推动公司整体营收水平的快速增长。公司规划未来五年管理的眼科医院数量超过 200 家，连锁视光中心数量达到 200 家。通过现有医院内生增长以及产业基金外延并购的“双轮驱动”，未来公司业绩有望保持高速增长。

财务数据基本正常，毛利率保持稳定，费用控制良好

2022 年全年，公司综合毛利率为 48.05%，同比提升 2.01 个百分点，预计主要由于规模效应及收入结构变化的影响；销售费用率为 12.44%，同比减少 2.12 个百分点，一方面随着公司收入规模提升及加强管理，销售费用率有逐年降低的趋势，另一方面疫情也影响部分销售活动的开展；管理费用率为 11.22%，同比增加 0.86 个百分点，主要由于与上市相关的费用、激励增加所致；研发费用率为 1.52%，同比增加 0.70 个百分点，主要由于公司加大临床科研投入，新增较多研发课题，研发支出相应增加。经营活动产生的现金流量净额 7.70 亿元，同比减少 3.51%，主要是因为支付采购款以及为职工支付薪酬等增加了经营活动产生的现金流量流出；投资活动产生的现金流量净额为-30.37 亿元（上年同期为-1.68 亿元），主要由于利用闲置货币资金购买理财产品增加。应收账款周转天数为 21.33 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 44.01 天，同比下降 6.49 天，呈现逐年降低趋势。

2023Q1，公司综合毛利率为 48.17%，同比增加 2.06 个百分点，预计主要是收入结构变化的影响（屈光、视光等高毛利业务占比提升）；销售费用率为 11.61%，同比下降 1.40 个百分点，随着收入规模扩大，销售费用率呈现逐渐降低趋势；管理费用率为 10.82%，同比增加 0.33 个百分点，基本保持稳定；研发费用率为 1.61%，同比增加 0.65 个百分点，主要由于公司科研课题数量增加，研发投入增加较多。经营活动产生的现金流量净额同比增加 60.24%，预计与税费支付的季度间波动、经销商账款支付周期等因素导致经营活动现金净流出减少有关。

盈利预测与估值

短期来看，眼科医疗服务需求逐渐复苏，公司全年业绩有望恢复高增长。中期来看，公司多家亏损医院处于扭亏边缘，顺利扭亏后有望提升公司整体利润率水平，迎来业绩释放期；公司业务结构持续调整优化，加大屈光、视光等消费眼科医疗业务投入，并提升高端白内障等术式占比，盈利能力有望持续改善；公司也在积极加快外延扩张步伐，继续在全国重点区域布局医院，现有医院内生增长以及产业基金外延并购“双轮驱动”。长期来看，公司持续受益于国内眼科疾病需求端的扩容带来的行业高景气增长。我们预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 41.51、51.82 和 63.05 亿元，分别同比增长 28.38%、24.85%和 21.66%；归母净利润分别为 6.81、8.74 和 11.00 亿元，分别同比增长 33.06%、28.32%和 25.89%。以 4 月 25 日收盘价（72.50 元/股）计算，2023-2025 年 PE 分别为 59.6、46.5 和 36.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

医保控费风险：2019-2021 年，公司通过医保结算的收入占主营业务收入的比重分别为 30.80%、27.76%及 24.17%。在医保费用总量控制的背景下，若公司持续增加对医保收入的依赖或者无法顺利拓展其他非医保项目收入，则公司未来收入的稳定性和增长的可持续性可能受到不利影响；

医疗纠纷和事故风险：眼科诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，如引发医疗事故或纠纷，可能导致公司面临投诉、经济赔偿、行政处罚或法律诉讼，对公司品牌声誉产生不利影响，进而会对公司的业务经营能力、经营业绩及财务状况产生不利影响；

集采等政策影响公司盈利能力风险：近年来公司整体毛利率水平稳中有升，但医疗服务行业受政策因素影响较大，若眼科医疗服务价格调整或眼科高值耗材带量采购结果降幅较大，可能会影响公司盈利能力。

表 1: 财务摘要

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2514.67	3064.44	3233.25	4150.81	5182.29	6304.77
增长率(%)	2.37%	21.86%	5.51%	28.38%	24.85%	21.66%
归属母公司股东净利润	334.46	454.92	511.79	680.97	873.80	1100.01
增长率(%)	53.59%	36.01%	12.50%	33.06%	28.32%	25.89%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.81	0.91	1.22	1.56	1.96
市盈率(P/E)	121.39	89.24	79.33	59.62	46.46	36.91

资料来源: iFind, 中信建投证券

表 2:财务报表

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	503.41	953.42	1345.06	2334.21	3320.64	4471.55
应收票据及账款	153.40	187.73	195.45	252.80	315.62	383.98
预付账款	43.18	31.93	74.42	70.02	87.42	106.36
其他应收款	23.03	24.22	35.61	38.84	48.50	59.00
存货	106.85	125.68	157.30	173.07	213.98	257.77
其他流动资产	7.80	15.18	2809.02	2699.17	2724.43	2751.92
流动资产总计	837.66	1338.16	4616.87	5568.11	6710.58	8030.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	782.50	1337.25	1289.44	1093.91	897.18	699.24
在建工程	0.63	1.06	46.12	38.43	30.75	23.06
无形资产	70.10	63.78	112.03	93.36	74.69	56.02
长期待摊费用	179.85	153.40	136.16	68.08	0.00	0.00
其他非流动资产	291.25	326.33	383.86	353.94	337.35	320.77
非流动资产合计	1324.32	1881.83	1967.62	1647.73	1339.97	1099.09
资产总计	2161.98	3219.99	6584.48	7215.83	8050.55	9129.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	261.60	202.37	208.30	303.44	375.17	451.95
其他流动负债	406.96	582.56	581.34	706.51	875.95	1057.66
流动负债合计	668.56	784.93	789.64	1009.95	1251.11	1509.60
长期借款	0.00	545.03	623.08	434.12	257.76	109.16
其他非流动负债	41.87	41.21	43.87	43.87	43.87	43.87
非流动负债合计	41.87	586.25	666.95	477.99	301.63	153.03
负债合计	710.43	1371.18	1456.59	1487.94	1552.74	1662.64
股本	500.00	500.00	560.00	560.00	560.00	560.00
资本公积	253.03	210.82	2918.08	2918.08	2918.08	2918.08
留存收益	666.29	1121.20	1636.06	2247.49	3032.05	4019.72
归属母公司权益	1419.32	1832.02	5114.14	5725.56	6510.13	7497.79
少数股东权益	32.23	16.79	13.76	2.34	-12.31	-30.76
股东权益合计	1451.55	1848.81	5127.89	5727.90	6497.81	7467.03
负债和股东权益合计	2161.98	3219.99	6584.48	7215.83	8050.55	9129.67
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2514.67	3064.44	3233.25	4150.81	5182.29	6304.77
营业成本	1454.48	1653.63	1679.72	2135.66	2640.46	3180.86
税金及附加	9.76	12.43	12.84	16.48	20.57	25.02
销售费用	301.12	402.32	402.37	539.60	673.70	800.71
管理费用	293.65	317.30	362.54	477.34	621.87	788.10
研发费用	19.79	25.20	49.27	83.02	93.28	100.88
财务费用	8.83	40.27	31.70	19.20	6.88	-4.74

资产减值损失	-0.42	-0.71	-0.73	-0.87	-1.08	-1.32
信用减值损失	-5.02	-5.94	-3.83	-7.08	-8.84	-10.76
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.31	8.73	7.99	6.35	6.35	6.35
公允价值变动损益	0.00	0.00	6.51	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.10	0.10	1.85	1.02	1.02	1.02
其他收益	59.41	36.26	20.84	38.83	38.83	38.83
营业利润	484.41	651.73	727.45	917.76	1161.80	1448.07
营业外收入	9.11	2.85	2.31	4.76	4.76	4.76
营业外支出	33.78	72.24	76.15	60.72	60.72	60.72
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	459.74	582.33	653.61	861.79	1105.83	1392.10
所得税	138.29	128.70	145.80	192.24	246.68	310.54
净利润	321.45	453.63	507.81	669.55	859.15	1081.56
少数股东损益	-13.01	-1.29	-3.98	-11.42	-14.65	-18.45
归属母公司股东净利润	334.46	454.92	511.79	680.97	873.80	1100.01
EBITDA	685.74	938.79	1008.47	1187.55	1420.47	1628.25
NOPLAT	351.20	554.30	597.91	739.42	919.45	1132.83
EPS(元)	0.60	0.81	0.91	1.22	1.56	1.96
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	321.45	453.63	507.81	677.14	866.74	1089.15
折旧与摊销	217.17	316.19	323.16	306.55	307.76	240.88
财务费用	8.83	40.27	31.70	19.20	6.88	-4.74
投资损失	-2.31	-8.73	-7.99	-6.35	-6.35	-6.35
营运资金变动	7.79	-17.88	-96.46	258.21	85.12	89.41
其他经营现金流	37.70	14.54	11.78	2.55	-10.78	-10.78
经营性现金净流量	590.62	798.02	769.98	1257.31	1249.36	1397.57
资本支出	155.99	174.29	232.65	0.00	0.00	0.00
长期投资	-6.47	-2.02	-14.64	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2.36	8.56	-2789.67	9.54	9.54	9.54
投资性现金净流量	-164.82	-167.74	-3036.96	9.54	9.54	9.54
短期借款	-35.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-206.51	545.03	78.05	-188.96	-176.36	-148.60
普通股增加	0.00	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.30	-42.22	2707.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-27.13	-683.40	-194.17	-88.74	-96.12	-107.60
筹资性现金净流量	-268.35	-180.58	2651.14	-277.70	-272.48	-256.20
现金流量净额	157.45	449.69	384.16	989.15	986.43	1150.92

资料来源: iFind, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

研究助理

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心
 B 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk