



买入（首次）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：32.63

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

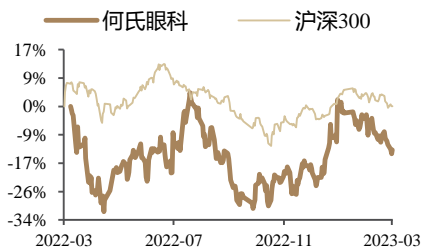
陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.85	-14.83	5.50
相对涨幅(%)	-7.03	-12.68	4.69

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

何氏眼科（301103.SZ）：立足三级诊疗，区域龙头拓展全国布局，打开成长空间

投资要点

- **核心观点：**1) 疫情三年行业受压制，在疫后复苏的逻辑下，行业预计将实现恢复性增长；2) 公司立足三级诊疗，深耕辽宁市场，为区域龙头企业；3) 公司业务版图在全国多点开花，打开成长空间。
- **眼科医疗服务行业疫后复苏逻辑确立，行业将实现恢复性增长。**1) **疫情三年我国诊疗活动基本无增长：**2021年全国医院端门急诊人次相较于19年仅+0.8%，考虑到22年国内疫情情况，仍有较大影响，即疫情三年诊疗活动延缓，基本无增长；2) **医疗服务相关标的受损严重：**2022Q1-3相关标的利润端增速分别为，普瑞眼科-20.6%（疫情前19年全年增速为56.6%）、爱尔眼科+17.6%（疫情前19年全年增速为36.7%）、华夏眼科+18.1%（疫情前19年全年增速为32.6%）、何氏眼科-26.9%（疫情前19年全年增速为43.7%）、通策医疗-16.9%（疫情前19年全年增速为39.4%）、锦欣生殖+22.2%（疫情前19年全年增速为145.9%）；3) **国内放开后，快速过峰，进入后疫情时代：**据中疾控数据，12月下旬国内发热门诊就诊人数及新冠患者住院人数达到峰值，春节期间快速过峰，国内进入后疫情时代，预计诊疗活动将实现恢复性增长。
- **公司立足三级诊疗，深耕辽宁市场，为区域龙头企业。**1) **三级诊疗，扩大服务半径：**截至2021年12月31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，各级眼保健服务机构通过双向转诊，上下联动的模式，资源最大化，扩大服务半径；2) **公司为辽宁地区眼科医疗服务龙头企业：**旗下沈阳何氏、大连何氏经营年限较长，当地品牌认可度高，行业地位高，21H1贡献公司53.3%的收入和76.9%的净利润。
- **公司业务版图在全国多点开花，打开成长空间。**公司业务逐步向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拓展，地区对应消费能力更强，行业市场空间更大，随着以上地区新院的顺利爬坡，预计将打开公司成长空间，助力公司长期发展。
- **投资建议：**公司处于高景气度黄金赛道，采用三级眼健康医疗服务模式，深耕辽宁市场，同时在全国多地拓展业务版图，打开成长空间，在疫情期间我国诊疗活动受到明显压制，公司业绩承压，且2023年已进入后疫情时代，在疫后复苏的逻辑下，预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.32/1.13/1.47元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、医保控费风险

股票数据

总股本(百万股):	158.03
流通A股(百万股):	39.65
52周内股价区间(元):	25.63-39.12
总市值(百万元):	5,156.40
总资产(百万元):	2,620.52
每股净资产(元):	13.96

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	838	962	928	1,253	1,630
(+/-)YOY(%)	12.5%	14.8%	-3.6%	35.0%	30.1%
净利润(百万元)	100	86	32	113	147
(+/-)YOY(%)	24.4%	-13.8%	-62.7%	250.9%	30.2%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.55	0.20	0.72	0.93
毛利率(%)	43.4%	40.3%	36.6%	41.1%	39.8%
净资产收益率(%)	10.4%	8.2%	1.5%	4.9%	6.1%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 何氏眼科：全生命周期眼健康管理医疗机构	5
2. 眼科赛道蓄势待发，民营医院乘势而上	8
2.1. 政策及需求双向加持，民营医院迅速崛起	8
2.2. 眼病治疗需求持续攀升，眼科市场迅速扩容	9
2.3. 各类眼病患者数持续上升，诊疗+视光服务需求紧迫	11
3. 深耕三级眼健康医疗服务模式，拓展全国重点城市业务版图	13
3.1. 立足三级眼健康医疗服务模式，细分领域营收态势良好	13
3.2. 深耕辽宁，拓展全国，未来可期	15
3.3. “高精尖”技术设备满足患者多层次、差异化需求	17
3.4. “互联网+健康医疗”推行，低浓度阿托品获院内制剂批准	18
4. 投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展史	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 9 月 31 日)	5
图 3: 公司主营业务分类	6
图 4: 公司营业收入及增速 (百万元, %)	6
图 5: 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	6
图 6: 公司毛利率和净利率 (%)	7
图 7: 公司四费率 (%)	7
图 8: 中国医疗服务市场规模 (万亿元)	9
图 9: 中国人均医疗服务支出 (元)	9
图 10: 民营医院各项医疗指标占比	9
图 11: 全球及中国眼科市场规模	10
图 12: 中国眼科医疗服务市场规模占比 (2019)	10
图 13: 中国公立/民营眼科机构数 (个)	11
图 14: 中国眼科诊疗总人次 (百万人)	11
图 15: 中国屈光不正患者人数 (亿人)	11
图 16: 中国屈光手术市场规模 (亿元)	11
图 17: 中国白内障患者人数 (亿人)	12
图 18: 中国白内障手术市场规模	12
图 19: 中国医学视光市场规模 (亿元)	12
图 20: 公司细分业务板块	13
图 21: 三级眼健康医疗服务模式	13
图 22: 公司分业务收入 (亿元)	14
图 23: 公司分业务收入占比 (%)	14
图 24: 公司主营业务毛利率 (%)	15
图 25: 公司未来业务布局	16
图 26: 公司先进诊疗设备	17
表 1: 民营医院相关鼓励政策	8
表 2: 常见眼病及其治疗手段	9
表 3: 各级眼健康医疗服务模式	14
表 4: 公司各级眼保健服务机构数量、区域分布、人员构成情况	15

表 5: 公司前十大门店收入、利润情况 (2021H1)	15
表 6: 公司募集资金项目情况.....	16
表 7: 公司手术治疗主要诊疗服务项目的手术量及平均单价.....	18
表 8: 公司在研项目	18
表 9: 公司盈利预测 (百万元)	19
表 10: 可比公司估值分析 (截至 2023 年 3 月 15 日)	19

1. 何氏眼科：全生命周期眼健康管理医疗机构

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。何氏眼科成立于 1995 年，并于 2022 年 3 月 22 日于创业板上市 (301103.SZ)。经过长达 27 年的探索，公司实现了辽宁省内地市级医院全覆盖，并积极拓展全国业务，不断推进三级眼健康医疗服务模式，主要为眼科患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务。

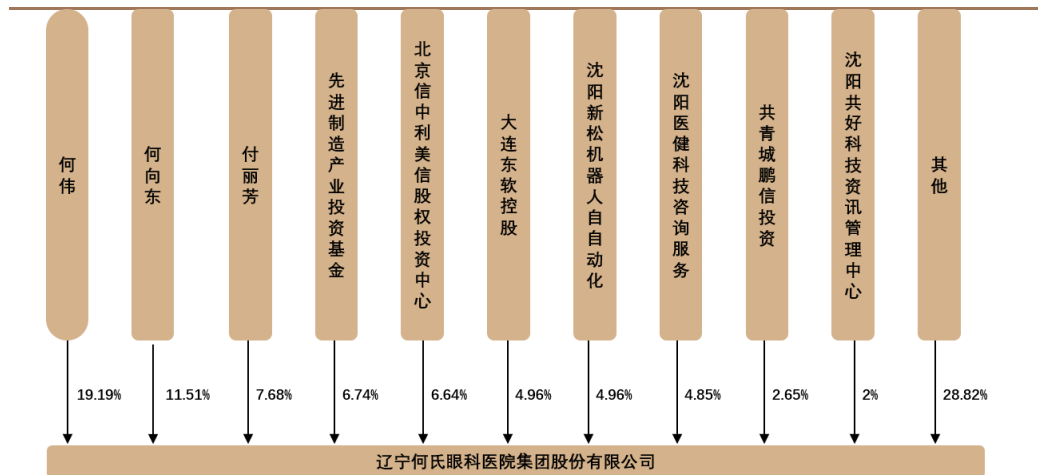
图 1：公司发展史

建院初始期 1995年-2008年	模式完善期 2009年-2014年	快速发展期 2015年-2018年	战略布局期 2019年至今
第一阶段：品牌初成 搭建模式 <ul style="list-style-type: none"> 何氏眼科正式诞生 建立沈阳、大连及葫芦岛三家医院 探索辽宁省内三级眼健康医疗服务模式 	第二阶段：蓄积实力 完善模式 <ul style="list-style-type: none"> 建立覆盖辽宁省内主要城市的医疗服务网络 初步建立三级眼健康医疗服务模式 	第三阶段：快速拓展 模式升级 <ul style="list-style-type: none"> 完成业务重组 完善医疗服务网络 扩大辽宁省内地市级医疗机构布局，探索辽宁省外业务 	第四阶段：智慧引领 跨越成长 <ul style="list-style-type: none"> 实现辽宁省内地市级医院全覆盖 积极拓展全国业务 推进“互联网+健康医疗”新服务模式

资料来源：公司官网，德邦研究所

公司股权集中，管理决策权稳定。截至 2022 年 Q3，公司实际控制人及控股股东何伟、何向东、付丽芳分别持有公司 19.19%、11.51%、7.68% 的股份，且三人为一致行动人关系。此外，先进制造产业投资基金、北京信中利美信股权投资中心分别持有公司 6.74% 和 6.64% 的股份。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 31 日）

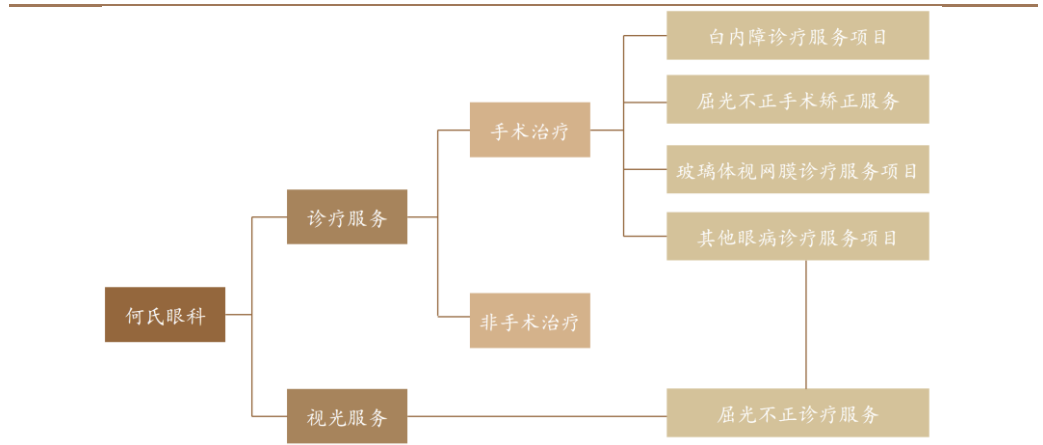


资料来源：何氏眼科 2022 年三季度报告，德邦研究所

公司主要为眼病患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务。公司依托先进医疗技术和设备，为各类眼病患者提供眼科全科诊疗服务。诊疗服务中的手术治疗涉及白内障诊疗服务、屈光不正手术矫正服务以及玻璃体视网膜诊疗服务。同时，公司还针对屈光不正开展了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。

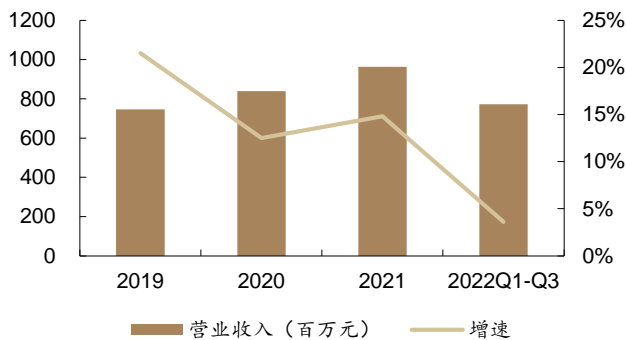
图 3：公司主营业务分类



资料来源：招股说明书，德邦研究所

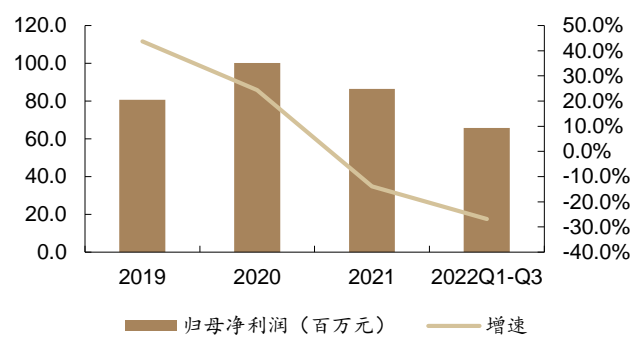
受益于眼科医疗行业良好的市场前景以及公司整体经营实力的提升，公司营业收入稳步增长。公司营业收入从 2018 年的 6.1 亿元增长到 2021 年的 9.6 亿元，CAGR 为 16.2%，主要系公司经营规模扩大、品牌影响力提高所致；受疫情影响，2022Q1-Q3 收入 7.7 亿元，同比增长 3.6%，增速放缓。公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 0.6/0.8/1 亿元，2021 年归母净利润较上年同期下降 13.8%，主要是受到疫情防控以及暴雪极端天气影响所致，22 年 Q1-3 受疫情影响，公司归母净利润下滑 26.9%。

图 4：公司营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：何氏眼科招股说明书，2021 年年度报告，2022 年季度报告，德邦研究所

图 5：公司归母净利润及增速（百万元，%）



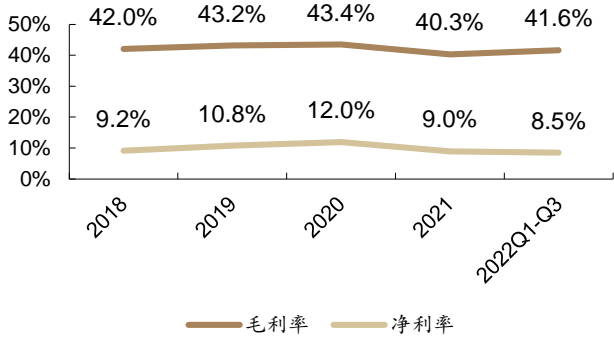
资料来源：何氏眼科招股说明书，2021 年年度报告，2022 年季度报告，德邦研究所

毛利率保持在较高水平，公司发展趋势良好。公司 2018 到 2020 年毛利率分别为 42%/43.2%/43.4%，净利率分别为 9.2%/10.8%/12%，整体呈小幅度上升趋势。2021 年由于受到大连疫情的影响，以及医疗服务行业市场培育期本身存在一定的亏损，毛利率和净利率均有所下降，毛利率从 2020 年的 43.4% 下降到 2021 年的 40.3%，净利率则从 2020 年的 12% 下降到 2021 年的 9%。

管理费用率和销售费用率稳中有降，公司经营效率不断提高。公司销售费用从 2018 年的 0.8 亿元增长到 2021 年的 1.2 亿元，主要是由于公司正处于业务扩张阶段，新设医疗机构增多、品牌宣传力度增大所致。管理费用从 2018 年的 0.9 亿元增长到 2021 年的 1.3 亿元，主要是公司为满足连锁经营模式快速复制的需要，进一步提升管理水平，增大了人才储备所致。公司正处于业务扩张阶段，随着营业收入的增加，费用率有所下降，体现了公司较高的经

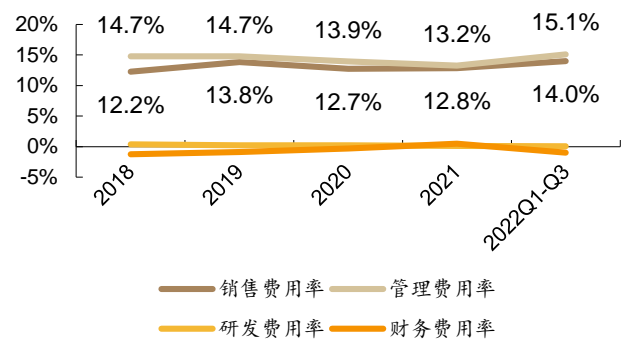
营效率。

图 6: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 何氏眼科招股说明书, 2021 年年度报告, 2022 年季度报告, 德邦研究所

图 7: 公司四费率 (%)



资料来源: 何氏眼科招股说明书, 2021 年年度报告, 2022 年季度报告, 德邦研究所

2. 眼科赛道蓄势待发，民营医院乘势而上

2.1. 政策及需求双向加持，民营医院迅速崛起

政策鼓励社会办医，颁布一系列政策鼓励民营医疗机构健康规范发展。2015 年国务院发布《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》，明确并向社会公开公布举办医疗机构审批程序、审批主体和审批时限。2019 年在《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》，明确提出严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间，大大加快了社会办医的进程。

表 1：民营医院相关鼓励政策

2009/3/17	中共中央国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。
2010/12/3	发展改革委、卫生部等部门	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	鼓励和引导社会资本举办医疗机构，有利于增加医疗卫生资源，扩大服务供给，满足人民群众多层次、多元化的医疗服务需求；有利于建立竞争机制，提高医疗服务效率和质量，完善医疗服务体系。
2013/10/14	中共中央国务院	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	大力支持社会资本举办非营利性医疗机构、提供基本医疗卫生服务。进一步放宽中外合资、合作办医条件，逐步扩大具备条件的境外资本设立独资医疗机构试点。
2013/12/30	国家卫生计生委、国家中医药管理局	《关于加快发展社会办医的若干意见》	放宽服务领域要求。凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放。鼓励社会资本支持投向资源稀缺及满足多元需求服务领域，举办康复医院、老年病医院、护理院、临终关怀医院等医疗机构，鼓励社会资本举办高水平、规模化的大型医疗机构或向医院集团化发展
2015/6/11	中共中央国务院	《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	明确并向社会公开公布举办医疗机构审批程序、审批主体和审批时限。各级相关行政部门要按照“非禁即入”原则，全面清理、取消不合理的前置审批事项，整合社会办医疗机构设置、执业许可等审批环节，进一步明确并缩短审批时限，不得新设前置审批事项或提高审批条件，不得限制社会办医疗机构的经营性质，鼓励有条件的地方为申办医疗机构相关手续提供一站式服务。
2016/10/25	中共中央国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇，鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。
2017/5/23	国务院办公厅	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	打造有较强服务竞争力的社会医疗机构，形成具有影响力的特色健康服务产业集聚区。
2018/11/9	国家卫生健康委、国家中医药局办公室	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	压缩营利性医疗机构设置审批时间：精简审批材料；优化医疗机构诊疗科目登记，逐步实实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。
2019/6/12	国家卫生健康委、国家发展改革委等部门	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	拓展社会办医空间。落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间。各地在新增或调整医疗卫生资源时，要首先考虑由社会力量举办或运营有关医疗机构。
2021/3/13	国家发展改革委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确指出：支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2022/5/20	国务院办公厅	《“十四五”国民健康规划》	规划中鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。

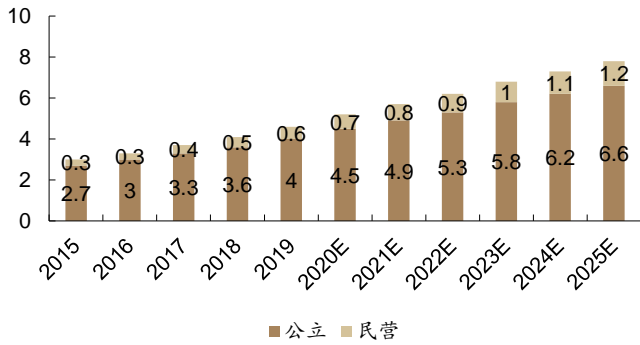
资料来源：国务院，发改委，卫健委，中医药管理局，中国政府网等，德邦研究所

随着我国经济的发展与居民健康意识的提高，我国医疗服务市场规模逐渐庞大。公立医疗机构占据大部分市场份额，市场规模从 2015 年的 2.7 万亿元增长到 2019 年的 4 万亿元，CAGR 为 10.8%，预计 2025 年市场规模将达到 6.6 万亿元；在国家政策持续支持社会办医的背景下，民营医疗机构市场规模快速增长，市场规模从 2015 年的 0.3 万亿元增长到 2019 年的 0.6 万亿元，CAGR 为 21.6%，预计到 2025 年市场规模将达到 1.2 万亿元。

中国人均医疗服务支出增速明显。中国人均医疗服务支出从 2008 年的 1094.5 元增长到 2019 年的 4702.8 元，十年内增长为原来的四倍，CAGR 为 14.2%。随着我国居民人均收入水平的提高与居民健康意识的提升，预计未来

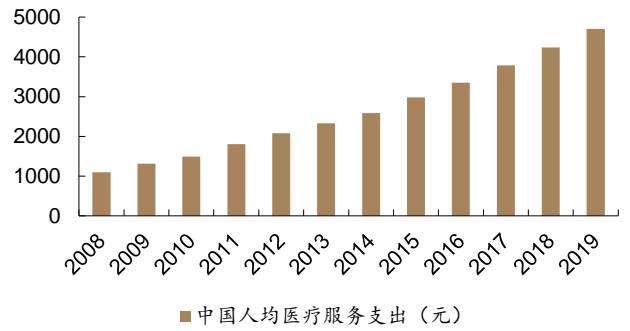
人均医疗服务支出将持续增长。

图 8：中国医疗服务市场规模（万亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

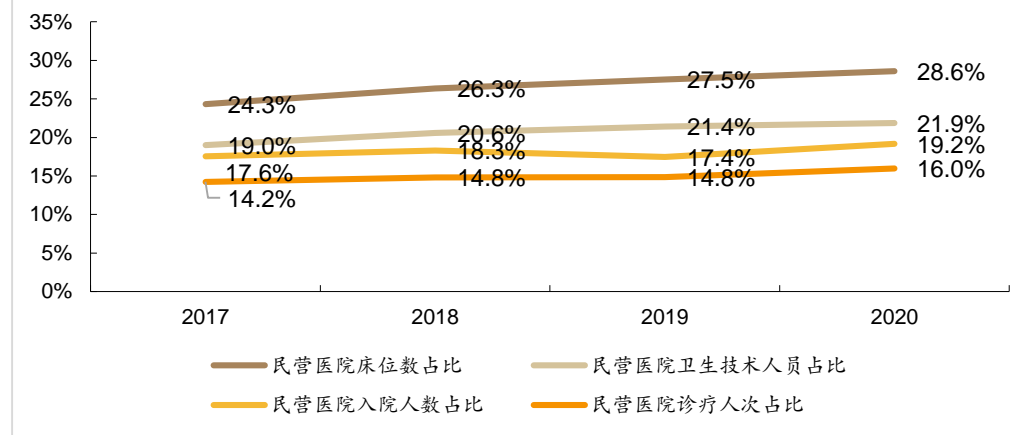
图 9：中国人均医疗服务支出（元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

民营医院各项指标历年来均呈现一定的上升趋势。床位数占比从 2017 年的 24.3% 增加到 2020 年的 28.6%，2020 年有 204.1 万张床位；卫生技术人员占比从 2017 年的 19% 增长到 2020 年的 21.9%，2020 年有 148.2 万名卫生技术人员；入院人数占比从 2017 年的 17.6% 增长到 2020 年的 19.2%，2020 年入院人数为 3517 万人；诊疗人次占比从 2017 年的 14.2% 增长到 2020 年的 16%，2020 年诊疗人次达 5.3 亿人。随着政府颁布了一系列政策持续加大社会办医力度，民营医院未来各项医疗指标占比有望进一步提升。

图 10：民营医院各项医疗指标占比



资料来源：中国政府网，德邦研究所

2.2. 眼病治疗需求持续攀升，眼科市场迅速扩容

眼部疾病常见治疗手段包括手术治疗、激光治疗、药物治疗、非药物治疗等。眼部疾病主要包括屈光不正、白内障、青光眼、眼底病变、干眼症等。除手术治疗、药物治疗等常见治疗手段外，针对屈光不正还包括医学视光矫正手段。眼病治疗的最终目的包括治愈以及控制眼部疾病发展，治愈主要指眼内屈光手术、白内障囊外摘除术、人工晶体植入术等手术手段，疾病控制手段主要包括β-肾上腺能受体阻滞剂控制青光眼的发展以及人工泪液改善干眼症症状等。

表 2：常见眼病及其治疗手段

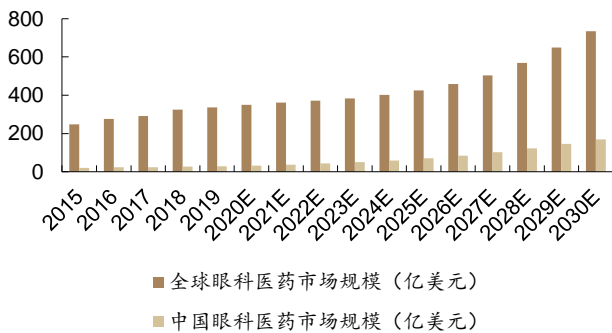
眼部疾病	治疗手段	治疗目的
屈光不正	屈光手术（角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等）	治愈

	医学视光 (框架眼镜、角膜接触镜等)	控制
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、前列素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等)	
	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)	
眼底病	药物治疗 (玻璃体内注射抗 VEGF 药物等)	
	激光治疗 (激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等)	改善或挽救视力
	手术治疗 (玻璃体切割术等)	
干眼	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)	
	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)	改善
	手术治疗 (自体颌下腺移植等)	

资料来源：普瑞眼科招股说明书，德邦研究所

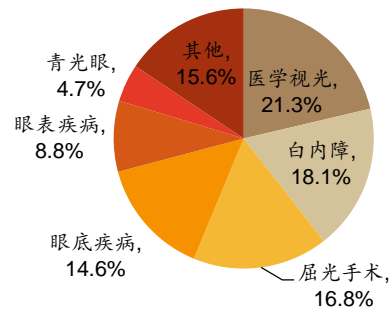
中国眼科市场规模增速高于全球。全球眼科市场规模由 2015 年的 247 亿美元增长到 2019 年的 337 亿美元，CAGR 为 8%，预计未来市场规模将从 2019 年的 337 亿美元增长到 2030 年的 734 亿美元，CAGR 预计为 7.3%；中国眼科市场规模由 2015 年的 21 亿美元增长到 2019 年的 28 亿美元，CAGR 为 8%，预计未来市场规模将从 2019 年的 28 亿美元增长到 2030 年的 169 亿美元，CAGR 预计达 17.8%，高于全球眼科市场规模增速。此外，2019 年中国的眼科医疗细分市场中，医学视光、白内障、屈光手术分别占据 21.3%、18.1%和 16.8% 的市场份额。

图 11：全球及中国眼科市场规模



资料来源：欧康维视招股说明书，德邦研究所

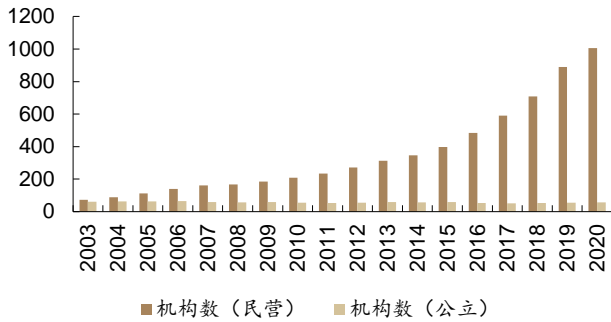
图 12：中国眼科医疗服务市场规模占比 (2019)



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

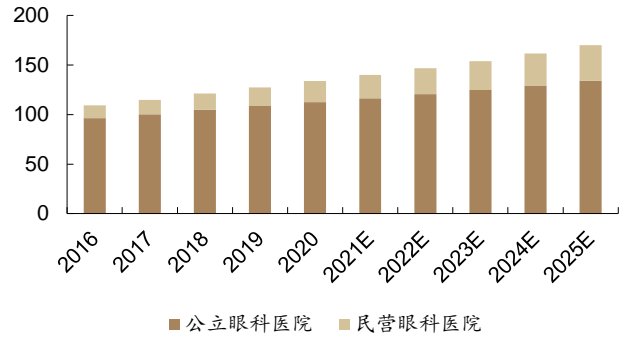
中国眼科机构数及眼科诊疗总人次持续上升。中国眼科机构数由 2003 年的 132 家增长到 2020 年的 1061 家，CAGR 为 13%，其中，中国民营眼科机构数由 2003 年的 72 家增长到 2020 年的 1005 家，CAGR 达 16.8%；随着中国经济快速发展，人均医疗保健支出占消费支出比重持续增加，眼科患者自付能力提升，诊疗人次不断提高。中国眼科诊疗总人次从 2016 年 1.1 亿人次增长至 2020 年 1.3 亿人次，CAGR 为 5.2%，预计 2025 年将达到 1.7 亿人次。

图 13: 中国公立/民营眼科机构数 (个)



资料来源: wind, 德邦研究所

图 14: 中国眼科诊疗总人次 (百万人)



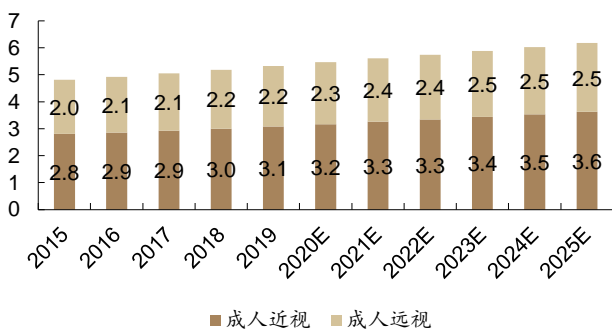
资料来源: 头豹研究院, 德邦研究所

2.3. 各类眼病患者数持续上升, 诊疗+视光服务需求紧迫

2019年, 中国近视患者总人数达到约 5.3 亿人, 整体近视率接近 34.2%, 远超全球 12.5% 的近视眼整体发病率。中国屈光不正患者中: 1) 成人近视人数从 2015 年的 2.8 亿人增长到 2019 年的 3.1 亿人, CAGR 为 2.4%, 预计 2025 年成人近视人数将达到 3.6 亿人; 2) 成人远视人数从 2015 年的 2 亿人增长到 2019 年的 2.2 亿人, CAGR 为 2.7%, 高于成人近视人数增速, 预计 2025 年远视人数将达到 2.5 亿人。

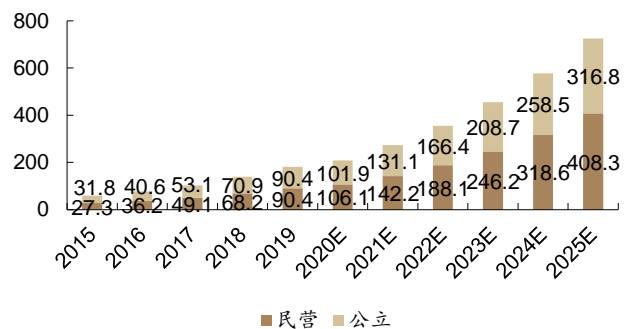
随着中国屈光不正手术治疗的普及, 中国屈光手术市场将继续保持一定的增长态势。1) 中国民营机构屈光手术市场规模从 2015 年的 27.3 亿元增长到 2019 年的 90.4 亿元, CAGR 为 34.9%, 预计该复合增速在 2019 年到 2025 年为 28.6%, 2025 年市场规模预计达 408.3 亿元; 2) 中国公立机构屈光手术市场规模从 2015 年的 31.8 亿元增长到 2019 年的 90.4 亿元, CAGR 为 29.8%, 预计该复合增速在 2019 年到 2025 年为 23.2%, 2025 年市场规模预计为 316.8 亿元。

图 15: 中国屈光不正患者人数 (亿人)



资料来源: 《教育部关于 2010 年全国学生体质与健康调研结果公告》、卫健委 2018 年儿童青少年近视调查、《The Impact of Myopia and High Myopia》、《Myopia in China: A Population-Based Cross-Sectional, Histological, and Experimental Study》、灼识咨询, 华夏眼科招股说明书, 德邦研究所

图 16: 中国屈光手术市场规模 (亿元)

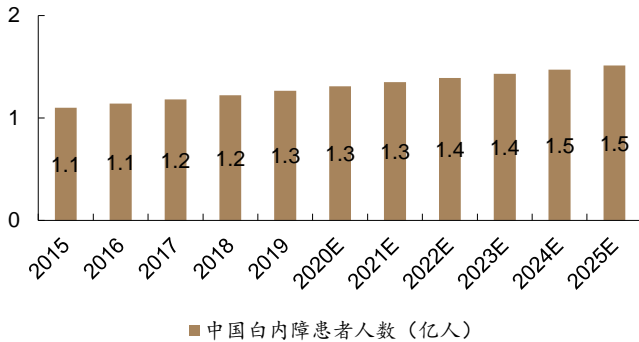


资料来源: 《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询, 华夏眼科招股说明书, 德邦研究所

中国是全球白内障患者人数最多也是白内障致盲人数最多的国家。中国白内障患者从 2015 年的 1.1 亿人增长到 2019 年的 1.3 亿人, CAGR 为 3.6%。随着中国人口老龄化程度的加深以及白内障发病率的小幅增加, 白内障患者数量将呈现一定的上升态势, 预计到 2025 年白内障患者人数将继续增长至 1.5 亿人。

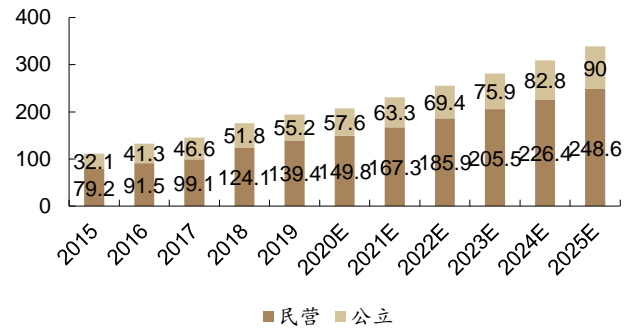
老龄化程度的加深以及患者诊疗需求的提高，白内障手术规模呈一定的上升趋势。国内白内障手术市场规模从2015年的111.3亿元增长到2019年的194.6亿元，CAGR为15%，预计该复合增速在2019年到2025年为9.7%，到2025年市场规模将达到338.6亿元。2020年，我国百万人口白内障手术率已超过3000，《“十四五”全国眼健康规划》计划到2025年全国百万人口白内障手术率达到3500以上。

图 17：中国白内障患者人数（亿人）



资料来源：《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》、灼识咨询，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

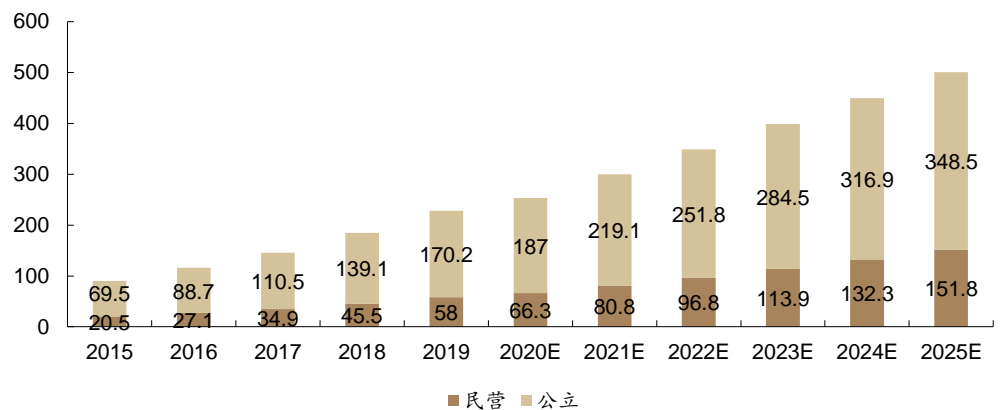
图 18：中国白内障手术市场规模



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

随着消费者对于专业验光服务需求的快速提升，中国医学视光市场规模增速远超整体视光配镜市场增速。中国民营机构医学视光市场规模从2015年的20.5亿元增长到2019年的58亿元，CAGR为29.7%，到2025年市场规模预计为151.8亿元；公立机构医学视光市场规模从2015年的69.5亿元增长到2019年的170.2亿元，CAGR为25.1%，预计2025年市场规模将达到348.5亿元。

图 19：中国医学视光市场规模（亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询，华夏眼科招股说明书，德邦研究所

3. 深耕三级眼健康医疗服务模式，拓展全国重点城市业务版图

3.1. 立足三级眼健康医疗服务模式，细分领域营收态势良好

公司主要为眼病患者提供眼科专科诊疗服务和视光服务。诊疗服务项目包括白内障、青光眼、屈光不正、玻璃体视网膜病变等常见眼部疾病，也包括干眼症、遗传眼病等特色诊疗服务。近年来，公司抓住青少年近视防控发展机遇，加大视光服务投入力度，针对屈光不正开展了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。

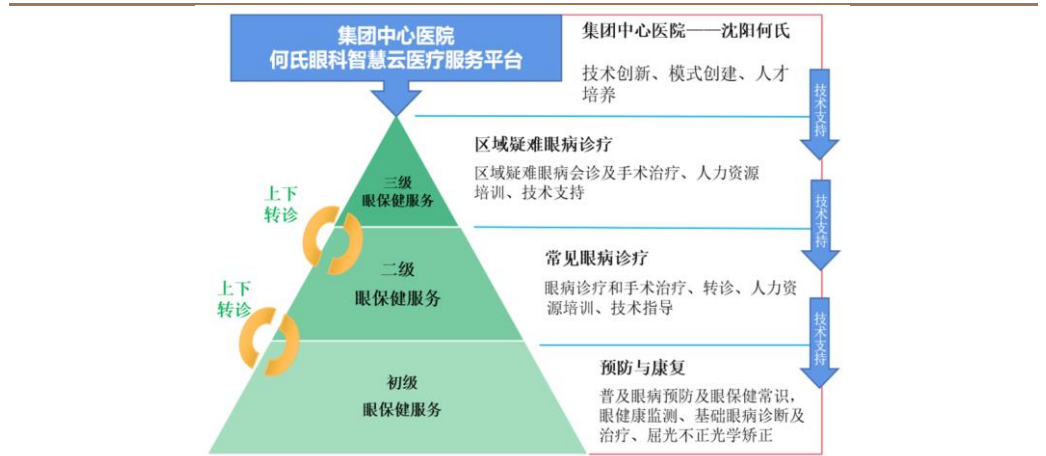
图 20：公司细分业务板块



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司采用三级眼健康医疗服务模式，致力于技术创新以及人才培养。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。初级眼保健服务主要包括眼病的预防以及基础眼病的诊断和治疗等；二级眼保健服务包括眼病的治疗和手术治疗、转诊、技术指导等；三级眼保健服务则主要包括针对区域疑难眼病的会诊以及手术治疗、技术支持等。

图 21：三级眼健康医疗服务模式



资料来源：何氏眼科招股说明书，德邦研究所

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，致力于眼病的早期预防、诊断和治疗。三级眼健康医疗服务模式分别定位于眼病的预防与康复、常见眼病的治疗以及区域疑难眼病诊疗，服务内容涵盖从基础眼科医疗服务到疑难眼病手术治疗等各个方面。三级眼健康医疗服务模式有利于公司合理配置资源，最大化发挥公司在医疗技术和品牌等方面的竞争优势。

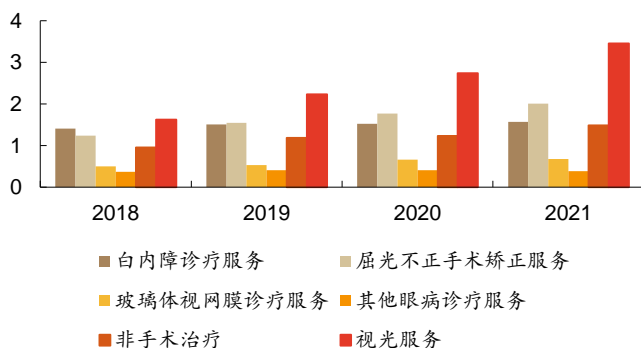
表 3：各级眼健康医疗服务模式

服务模式	定位	服务内容	服务机构	特点
初级眼健康医疗服务模式	预防与康复	通过建立视光门店、诊所等，为公众普及眼健康常识，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	眼视光验配店、诊所及无手术室的门诊，开展手术	经营面积相对较小，仅需配备与初级眼保健服务相适应的人员及设备，投资成本相对较低，是公司医疗服务网络的重要组成部分
二级眼健康医疗服务模式	常见眼病诊疗	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，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	地市级、县市级医院及能开展手术治疗服务的门诊，有手术室，可开展常见眼病手术诊疗服务	根据医疗机构设置要求配备一定的床位，经营面积较初级眼保健服务机构大，配置了经验丰富的医护人员及较多的诊疗设备，投资成本相对较高
三级眼健康医疗服务模式	区域疑难眼病诊疗	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	取得医疗机构执业许可证、医疗器械经营许可证/备案凭证或/及食品经营许可证，提供疑难眼病的会诊及手术治疗服务	该类门店技术实力最强，在当地品牌知名度较高，门店经营面积大、床位数较多，接诊服务能力强，具有投资成本高、经营规模大、运营成熟、区域优势明显的特点

资料来源：公司招股书，德邦研究所

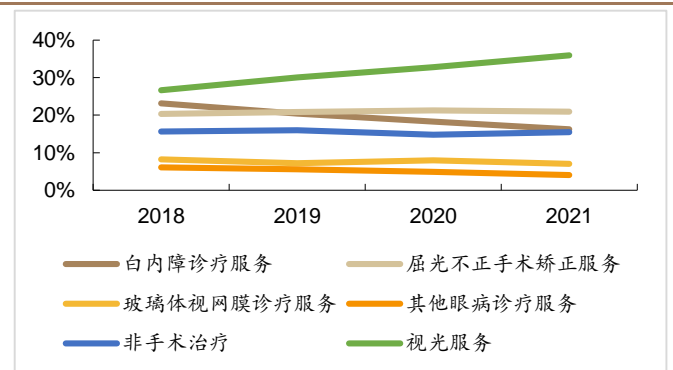
公司主要为眼科患者提供诊疗服务和视光服务。以手术为主要治疗手段的诊疗服务包括白内障诊疗服务、屈光不正手术矫正服务、玻璃体视网膜诊疗服务以及其他眼病诊疗服务。1) 手术治疗中：白内障诊疗服务 2018 年到 2021 年的收入分别为 1.4/1.5/1.5/1.6 亿元，收入占比整体呈下降趋势；屈光不正手术矫正服务 2018 年到 2021 年收入分别为 1.2/1.5/1.8/2 亿元；玻璃体视网膜诊疗服务 2018 年到 2021 年收入分别为 0.5/0.5/0.7/0.7 亿元，收入占比基本保持稳定；2) 非手术治疗服务 2018 到 2021 年的收入分别为 1/1.2/1.2/1.5 亿元。此外，视光服务 2018 到 2021 年收入分别为 1.6/2.2/2.7/3.5 亿元，收入占比从 2018 年的 26.6% 增长到 2021 年的 36%，主要系青少年近视防控需求增长以及公司加大视光服务投入所致。

图 22：公司分业务收入（亿元）



资料来源：何氏眼科招股说明书，2021 年年度报告，德邦研究所

图 23：公司分业务收入占比 (%)

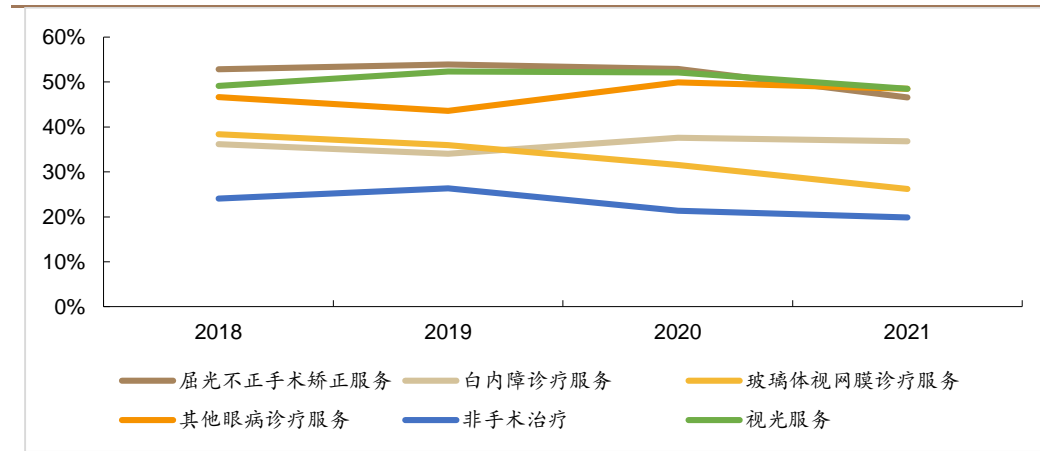


资料来源：何氏眼科招股说明书，2021 年年度报告，德邦研究所

公司主营业务毛利率整体保持稳定。白内障诊疗服务 2020 年毛利率有所上升，主要是由于患者的基本需求逐步升级为中高端的诊疗需求所致；屈光不正手术矫正服务 2021 年毛利率有所下降，主要是由于公司引进了一系列国际

领先诊疗设备导致成本上升较多所致；玻璃体视网膜诊疗服务 2021 年毛利率下降较多，主要系毛利率较低的球内注射手术量占比上升较大所致；视光服务 2019 年毛利率较 2018 年上升较多，主要系公司抓住青少年近视防控发展机遇，加大视光服务投入力度，视光服务诊疗人次大幅增加所致。

图 24：公司主营业务毛利率 (%)



资料来源：何氏眼科招股说明书，2021 年年度报告，德邦研究所

3.2. 深耕辽宁，拓展全国，未来可期

公司不断扩大服务半径和业务规模。截至 2021 年 12 月 31 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。3 家三级眼保健服务机构分别是沈阳何氏、大连何氏以及葫芦岛何氏。各级眼保健服务机构通过双向转诊，上下联动的模式，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，有效扩大了服务半径，方便患者就诊。

表 4：公司各级眼保健服务机构数量、区域分布、人员构成情况

项目	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

资料来源：何氏眼科招股说明书，德邦研究所

沈阳何氏、大连何氏两家门店收入占公司营业收入比例超 50%。2021H1，沈阳何氏、大连何氏两家门店营业收入合计 24754.7 万元，占营业收入的 53.3%，净利润合计 4536.5 万元，占净利润的 76.9%。两家公司营业收入及净利润较高主要是由于：1) 经营年限较长，当地品牌认可度高；2) 均为三级眼保健服务机构，医疗资源丰富，行业地位较高；3) 门店已过市场培育期，进入成熟期，经营规模持续扩大；4) 门店所在城市经济发展较好、地理位置优越。

表 5：公司前十大门店收入、利润情况 (2021H1)

序号	门店名称	层级	收入金额	收入占比	净利润	净利润占比
1	沈阳何氏	三级眼保健	16,120.73	34.70%	2,951.42	50.03%
2	大连何氏	三级眼保健	8,633.97	18.58%	1,585.12	26.87%

3	葫芦岛何氏	三级眼保健	2,956.42	6.36%	457.86	7.76%
4	沈阳门诊	初级眼保健	1,738.55	3.74%	143.83	2.44%
5	鞍山何氏	二级眼保健	1,298.28	2.79%	215.71	3.66%
6	营口何氏	二级眼保健	1,279.57	2.75%	73.59	1.25%
7	锦州何氏	二级眼保健	1,024.00	2.20%	59.48	1.01%
8	金州何氏	二级眼保健	913.99	1.97%	144.73	2.45%
9	阜新何氏	二级眼保健	715.21	1.54%	-85	-1.44%
10	盘锦何氏	二级眼保健	683.13	1.47%	-34.51	-0.59%

资料来源：何氏眼科招股说明书，德邦研究所

公司深耕辽宁市场，在全国多地拓展业务版图。公司业务逐步向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拓展，初步形成了全国重点城市战略布局。公司通过不断提升三级眼健康医疗服务模式的深度和广度，为公众提供高质量的眼健康服务。

图 25：公司未来业务布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

募投有利于公司进一步巩固辽宁省内市场份额，拓宽服务半径。公司 22 年 IPO 募集资金总额 13 亿元，募集资金净额 11.6 亿元，募集资金投资项目总额 4.9 亿元。其中，沈阳何氏医院扩建项目 13,700 万元，北京何氏眼科新设医院项目 4,559.7 万元，重庆何氏眼科新设医院项目 3,537.5 万元，何氏眼科新设视光中心项目 23,450 万元，何氏眼科信息化建设项目 4,106.5 万元。本次募集资金投资项目包括眼科医疗机构、视光门店的新设和扩建，进一步扩大了公司业务范围和服务半径。

表 6：公司募集资金项目情况

投资项目	总投资 (万元)	项目总体方案	项目建设期	建成后年收入 (万元)	建成后年利润总额 (万元)
沈阳何氏医院扩建项目	13,700.0	拟提供眼科诊疗服务和视光服务，形成屈光不正手术 3,320 例/年，高端白内障超声乳化手术 2,270 例/年，验光配镜量 8,000 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 5,000 副/年的眼科服务业务规模。同时，拟新增各类设备合计 155 台 (套)，新增定员 30 人。	2 年	18,640.0	5,292.9
北京何氏眼科新设医院项目	4,559.7	拟提供眼科诊疗服务和视光服务，预测能够形成屈光不正手术 925 例/年，高端白内障超声乳化手术 292 例/年，验光配镜量 1,338 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 973 副/年的业务规模。同时，新增各类设备合计 132 台 (套)，新增定员 30 人。	1 年	4,540.2	1,309.6

重庆何氏眼科新设医院项目	3,537.5	拟提供眼科诊疗服务和视光服务，预测能够形成屈光不正手术 1,566 例/年，高端白内障超声乳化手术 275 例/年，验光配镜量 1,584 副/年，硬镜角膜塑形镜验配量 1,280 副/年的业务规模。同时，新增各类设备合计 87 台（套），新增定员 30 人。	1 年	4,115.5	1,245.5
何氏眼科新设视光中心项目	23,450.0	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。本项目拟新增硬件设备共计 4,422 台（套），其中医疗设备 3,149 台（套），办公设备 1,273 台（套）。	3 年	19,568.7	4,401.3
何氏眼科信息化建设项目	4,106.5	本信息化建设项目包括综合运营管理系统、医院信息化系统、眼科大数据中心平台、信息安全系统等多个系统模块。硬件主要包括数据中心建设用数据库服务器、应用服务器、存储、网络交换机、防火墙、容灾设备等。系统软件主要包括数据库软件、服务器操作系统等。应用软件主要包括企业 ERP 系统、企业办公系统（OA）、医院信息化系统等。	2 年		

资料来源：何氏眼科招股说明书，德邦研究所

3.3. “高精尖”技术设备满足患者多层次、差异化需求

公司坚持“高精尖”的设备配置原则，不断引入国际一流的眼科诊疗设备。近视手术方面，公司拥有德国蔡司 VisuMax、德国蔡司 MEL90、德国阿玛仕 1050RS 三套近视激光手术平台设备，为数万名患者带来了清晰视力；眼底病方面，公司拥有的欧堡 Daytona 免散瞳超广角激光扫描成像仪与海德堡共焦激光断层扫描仪可以大大提高患者视觉质量。公司先进的诊疗设备能更好的满足患者多层次、个性化、差异化需求，有利于提升医疗质量和患者满意度。

图 26：公司先进诊疗设备



资料来源：公司官网，德邦研究所

除白内障等择期手术手术量有所下降外，其他眼科手术量整体呈上升趋势。白内障手术等择期手术受新冠疫情影响，手术量自 2018 年的 22338 台降低至 2020 年的 17541 台，其中，2020 年较 2019 年下降了 15.8%；屈光不正手术和玻璃体视网膜手术 2018 年到 2020 年均有所增长，分别从 8648/4575 台增长到 10756/7491 台；其他眼病手术量整体变化不大。

随着人均医疗需求的不断提高以及公司持续引入先进诊疗设备，多项诊疗服务项目手术平均单价均有不同程度的提高。白内障手术平均单价从 2018 年的 6318.4 元增长到 2021H1 的 8528.5 元，主要是由于患者对中高端晶体的使用量有所上升所致；屈光不正手术平均单价从 2018 年的 14335.5 元增长到 2021H1 的 17199.7 元，主要是由于高端术式需求增加所致；玻璃体视网

膜手术平均单价有所下降，主要是由于单价较低的球内注射手术收入占比上升较大所致；其他眼病手术平均单价也有小幅提升，主要是由于其他眼病中单价较高的青白联合手术量占比逐年上升所致。

表 7：公司手术治疗主要诊疗服务项目的手术量及平均单价

项目	单位	2021H1		2020		2019		2018	
		数量/金额	数量/金额	变动率	数量/金额	变动率	数量/金额	变动率	
白内障诊疗服务	手术量	例数	8,908	17,541	-15.8%	20,831	-6.8%	22,338	
	平均单价	元/例	8,528.5	8,696.5	19.7%	7,263.0	15.0%	6,318.4	
屈光不正手术矫正服务	手术量	例数	6,516	10,756	7.6%	9,996	15.6%	8,648	
	平均单价	元/例	17,199.7	16,485.8	6.6%	15,471.2	7.9%	14,335.5	
玻璃体视网膜诊疗服务	手术量	例数	4,065	7,491	48.4%	5,047	10.3%	4,575	
	平均单价	元/例	8,104.1	8,891.7	-15.8%	10,554.3	-3.8%	10,974.6	
其他眼病诊疗服务	手术量	例数	4,006	8,500	-8.3%	9,267	5.6%	8,774	
	平均单价	元/例	4,854.5	4,810.1	8.3%	4,440.7	4.9%	4,233.9	

资料来源：何氏眼科招股说明书，德邦研究所

3.4. “互联网+健康医疗”推行，低浓度阿托品获院内制剂批准

公司积极推进“互联网+健康医疗”新服务模式，加快互联网医院的建设。2018年4月，《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》提出，积极发展“互联网+医疗健康”，促进医疗资源的普惠化和便捷化。2020年5月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互联网医院作为第二名称的医疗机构执业许可证。

公司研制的0.01%浓度硫酸阿托品，可在沈阳何氏内凭执业医师的处方使用。该产品于2021年10月12日获得了辽宁省药品监督管理局核发的《医疗机构制剂注册批件（辽药制字20210002）》，并于2021年11月获得了辽宁省食品药品监督管理局的正式批准，作为院内制剂上市销售。

表 8：公司在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
硫酸阿托品滴眼液	开发一种有效控制近视进展的药物	辽宁省药品监督管理局于2021年10月12日核发的《医疗机构制剂注册批件》（辽药制字H20210002）	获得产品注册证，作为院内制剂用于青少年近视防控	产品销售

资料来源：何氏眼科2021年年度报告，德邦研究所

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

- 1) 诊疗服务:** 2022 年受疫情影响, 公司诊疗业务预计出现下滑, 在 2023 年疫情后时代诊疗复苏的背景下, 预计 2023 年将实现恢复性增长, 2022-2024 年收入增速预计分别为 0%/34.6%/27.7%。
- 2) 视光业务:** 视光业务为公司大力发展的业务, 2022 年受疫情影响, 预计出现下滑, 2023 年将得到明显恢复, 2022-2024 年收入增速预计分别为 -10%/36%/35%。
- 3) 其他业务:** 主要为床试验和房屋转租收入, 预计 2022-2024 年收入增速分别为 -10%/30%/20%。

表 9: 公司盈利预测 (百万元)

单位 (百万)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	745.6	838.5	962.5	927.6	1252.5	1630.1
YoY		12.5%	14.8%	-3.6%	35.0%	30.1%
诊疗服务	518.9	560.9	612.7	612.8	824.6	1053.1
YoY		8.1%	9.2%	0.0%	34.6%	27.7%
毛利率	39.2%	39.0%	35.5%	32.1%	36.4%	35.3%
视光服务	223.08	273.82	345.98	311.38	423.48	571.70
YoY		22.7%	26.4%	-10.0%	36.0%	35.0%
毛利率	52.3%	52.1%	48.5%	45.0%	50.0%	48.0%
其他业务	3.59	3.75	3.77	3.39	4.41	5.29
YoY		4.3%	0.4%	-10.0%	30.0%	20.0%
毛利率	59.9%	66.1%	72.1%	65.0%	65.0%	60.0%

资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

4.2. 投资建议

公司处于高景气度黄金赛道, 采用**三级眼健康医疗服务模式**, 深耕辽宁省市场, 同时在全国多地拓展业务版图, 打开成长空间, 在疫情期间我国诊疗活动受到明显压制, 公司业绩承压, 且 2023 年已进入后疫情时代, 在疫后复苏的逻辑下, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.32/1.13/1.47 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值分析 (截至 2023 年 3 月 15 日)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	2,132.1	29.71	28.5	37.6	48.6	74.8	56.7	43.8
301239.SZ	普瑞眼科	138.5	92.56	0.2	1.5	2.1	629.5	93.6	66.3
301267.SZ	华夏眼科	456.1	81.45	5.1	6.6	8.5	90.3	69.4	53.4
	PE 均值						264.9	73.2	54.5
301103.SZ	何氏眼科	51.6	32.63	0.32	1.13	1.47	159.96	45.59	35.01

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 爱尔眼科数据来源于 wind 一致性评价

5. 风险提示

1、连锁经营模式带来的扩张风险

随着业务发展,公司将继续开设新医院,若公司未能合理安排扩张速度,导致公司管理、人力、营销不适应快速扩张的规模,则可能会对公司盈利能力带来不利影响。

2、医疗事故和医疗责任纠纷的风险

由于患者个体差异、医疗环境差异、医生执业素质差异等、医疗服务行业会发生医疗事故和医疗责任纠纷,若发生上述风险,则可能会对公司产生经济损失,和品牌、声誉。

3、医保控费风险

近年来,为减轻医保基金压力,提高基金使用率,我国持续推行医保控费政策,若公司拓展非医保项目收入进程不顺利,则公司未来收入的稳定性和增长的可持续性预计将受到不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.95	0.20	0.72	0.93
每股净资产	11.53	13.75	14.47	15.40
每股经营现金流	2.35	0.64	0.82	1.33
每股股利	0.60	0.15	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	159.96	45.59	35.01
P/B	0.00	2.37	2.26	2.12
P/S	3.09	5.56	4.12	3.16
EV/EBITDA	-1.85	28.55	14.84	11.30
股息率%	—	0.5%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.3%	36.6%	41.1%	39.8%
净利润率	9.0%	3.5%	9.0%	9.0%
净资产收益率	8.2%	1.5%	4.9%	6.1%
资产回报率	6.1%	1.3%	4.2%	5.1%
投资回报率	6.6%	1.8%	4.4%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.8%	-3.6%	35.0%	30.1%
EBIT 增长率	-4.4%	-50.2%	161.4%	33.1%
净利润增长率	-13.8%	-62.7%	250.9%	30.2%
偿债能力指标				
资产负债率	26.1%	14.7%	15.4%	16.0%
流动比率	5.2	12.2	10.6	9.6
速动比率	4.6	11.6	9.9	8.9
现金比率	4.3	11.4	9.4	8.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.0	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	44.9	45.0	45.0	45.0
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	4.3	5.2	9.3	18.3

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	86	32	113	147
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	119	61	56	56
非经营收益	12	7	-4	0
营运资金变动	-4	0	-36	7
经营活动现金流	214	100	130	211
资产	-71	-3	-2	-1
投资	0	-2	-32	-32
其他	0	-9	2	-4
投资活动现金流	-71	-14	-33	-37
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	1,164	0	0
其他	-58	-82	-9	-9
融资活动现金流	-58	1,082	-9	-9
现金净流量	85	1,169	88	165

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	962	928	1,253	1,630
营业成本	575	588	738	981
毛利率%	40.3%	36.6%	41.1%	39.8%
营业税金及附加	5	5	7	9
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	123	134	171	215
营业费用率%	12.8%	14.5%	13.6%	13.2%
管理费用	127	147	171	201
管理费用率%	13.2%	15.8%	13.7%	12.4%
研发费用	1	0	1	1
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	134	67	175	233
财务费用	4	9	9	9
财务费用率%	0.5%	1.0%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	0	-5	5	0
营业利润	129	44	171	223
营业外收支	7	7	8	9
利润总额	136	51	179	232
EBITDA	252	123	231	289
所得税	50	19	65	85
有效所得税率%	36.6%	36.6%	36.6%	36.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	86	32	113	147

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	699	1,867	1,955	2,120
应收账款及应收票据	31	22	51	49
存货	73	74	110	135
其它流动资产	28	34	79	124
流动资产合计	830	1,997	2,195	2,428
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	225	180	135	89
在建工程	2	2	2	2
无形资产	32	31	30	29
非流动资产合计	591	550	509	468
资产总计	1,421	2,547	2,704	2,896
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	58	60	88	108
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	103	103	119	143
流动负债合计	161	163	207	252
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	210	210	210	210
非流动负债合计	210	210	210	210
负债总计	371	374	418	462
实收资本	91	158	158	158
普通股股东权益	1,050	2,173	2,286	2,434
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,421	2,547	2,704	2,896

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。