

信义山证 汇通天下

证券研究报告

医院

何氏眼科 (301103.SZ)

增持-B(维持)

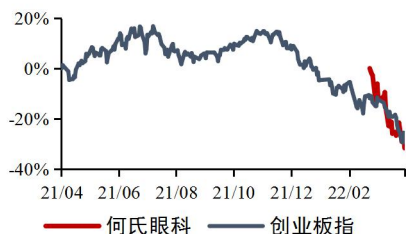
业绩发布

诊疗服务收入增长稳健，省内外市场布局持续推进

2022年4月29日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



市场数据：2022年4月28日

收盘价(元):	33.79
总股本(亿股):	1.22
流通股本(亿股):	0.29
流通市值(亿元):	9.77

基础数据：2022年3月31日

每股净资产(元):	18.43
每股资本公积(元):	14.13
每股未分配利润(元):	3.00

分析师:

叶中正

执业登记编码: S0760522010001

电话:

邮箱: yezhongzheng@sxzq.com

魏赞

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

徐雪洁

执业登记编码: S0760516010001

电话: 0351-8686801

邮箱: xuxuejie@sxzq.com

投资要点:

➢ **2021年公司经营稳健，业绩符合预期。**2021年公司实现营业收入96,245.14万元，同比增长14.79%；实现归属于上市公司股东的净利润8,636.43万元，同比减少13.84%。其中利润端下滑的原因在于：1) 2021年新开业北京何氏、重庆何氏二级眼保健服务机构处于市场培育期，经营亏损；2) 2021年未执行2020年阶段性的社保减免政策，导致人员成本同比增加；3) 2021年11月大连疫情及辽宁多地暴雪天气影响公司经营，导致业绩受损。2021年公司综合毛利率为40.30%，同比下降3.13pct，从成本拆分来看，材料、人工、折旧摊销成本分别占比51.82%、27.99%、17.47%，金额同比增长15.90%、30.37%、30.36%。2021年公司销售、管理、研发及财务费用率分别为12.83%、13.23%、0.13%、0.46%，同比变动0.1pct、-0.71pct、-0.06pct、0.77pct。2021年经营活动现金流良好，净额为2.14亿元，同比增长25.84%。

➢ **2021年公司主要诊疗服务收入稳定增长，省外增长迅速。**受益于国内眼科诊疗需求增加，公司通过拓展服务半径，除北京何氏与重庆何氏开业外新设多家眼科诊所，持续推进医师团队建设、前沿技术布局、服务品质提升，接诊能力不断提升。2021年公司实现门诊量119万余人次，手术量4.6万余例，视光服务人次近40万，较2020年均有所提升。分诊疗项目来看，2021年公司屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务、非手术治疗及视光服务分别实现收入2.01亿、1.57亿、1.49亿、3.46亿元，同比增长13.51%、2.73%、20.32%、26.53%。分区域来看，2021年辽宁省内实现收入9.39亿元，省外0.23亿元，其中省外市场在业绩低基数及业务拓展下达到122.46%的收入增速。

➢ **2022Q1疫情影响业绩放缓，省内外布局持续推进。**2022年Q1公司实现营业收入24,175.36万元，同比增长14.94%；实现归属于上市公司股东的净利润2,608.86万元，同比减少6.66%。经营活动产生的现金流量净额为6368.34万元，同比增长40.50%。其中若剔除2021年3月及6月开业的北京何氏与重庆何氏亏损影响，公司Q1净利润同比增长，此外3月以来疫情影响部分医疗机构停诊或区域管控导致3月收入同比有所降低，是公司业绩低于预告的主要原因。2022年，公司将继续巩固辽宁区域领航优势，启动沈阳何氏眼科总院院区的扩建改造工程，在沈阳、大连等区域完善一城多院的综合布局；依托集团成熟的三级眼健康服务模式，强化新建区域中心医院建设以及核心战略区域内医疗服务机构的建设和布局，并计划在年内完成海南博鳌何氏眼科医院建设并投入运营，打造公司国际化前沿医学临床研究平台；同时将加

快视光门诊的连锁布局，进一步发挥基层医疗咨询、筛查、预防、转诊等作用。

盈利预测、估值分析和投资建议：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，基本实现了辽宁省内全覆盖，并积极拓展省外市场，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。通过三级眼科诊疗服务模式，以标准化、专业化地复制实现快速布局的扩张路径静待市场验证。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、2.06 亿元，同比增长 37.9%、39.6%、24.5%；EPS 分别为 0.98、1.36、1.69 元。以 4 月 28 日收盘价 33.79 元计算，对应 2022-2024 年 PE 分别为 36.8X、26.5X、21.3X。维持“增持-B”评级。

风险提示：疫情反复造成经营受阻风险，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。

财务数据与估值：

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	206
YoY(%)	24.4	-13.8	38.2	38.7	24.5
毛利率(%)	43.4	40.3	42.1	43.3	43.8
EPS(摊薄/元)	0.82	0.71	0.98	1.36	1.69
ROE(%)	10.4	8.2	4.8	6.3	7.3
P/E(倍)	43.8	50.8	36.8	26.5	21.3
P/B(倍)	4.6	4.2	1.8	1.7	1.5
净利率(%)	12.0	9.0	10.0	11.3	11.5

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	758	830	2054	2153	2436
现金	613	699	1849	1952	2138
应收票据及应收账款	28	31	42	47	63
预付账款	39	22	54	39	76
存货	71	73	100	106	146
其他流动资产	7	6	9	9	12
非流动资产	346	591	765	834	796
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	215	225	297	327	319
无形资产	23	32	48	63	57
其他非流动资产	109	334	420	444	419
资产总计	1104	1421	2819	2988	3232
流动负债	119	161	143	147	184
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	58	58	81	85	118
其他流动负债	62	103	62	62	66
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	354	357	395
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	91	91	122	122	122
资本公积	584	584	1849	1849	1849
留存收益	289	375	494	660	866
归属母公司股东权益	963	1050	2465	2631	2837
负债和股东权益	1104	1421	2819	2988	3232

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	170	214	135	242	233
净利润	100	86	119	166	206
折旧摊销	17	22	74	98	117
财务费用	-3	4	-12	-29	-31
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	10	-4	-47	7	-58
其他经营现金流	45	104	0	0	0
投资活动现金流	-93	-71	-248	-167	-78
筹资活动现金流	-6	-58	1264	29	31
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.71	0.98	1.36	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.76	1.11	1.99	1.92
每股净资产(最新摊薄)	7.92	8.63	20.28	21.64	23.34

利润表(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	693	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	-12	-29	-31
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	186	258	321
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	259	322
所得税	48	50	67	93	116
税后利润	100	86	119	166	206
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	100	86	119	166	206
EBITDA	157	148	241	328	408

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	43.4	38.9	24.5
归属于母公司净利润(%)	24.4	-13.8	38.2	38.7	24.5
获利能力					
毛利率(%)	43.4	40.3	42.1	43.3	43.8
净利率(%)	12.0	9.0	10.0	11.3	11.5
ROE(%)	10.4	8.2	4.8	6.3	7.3
ROIC(%)	9.5	6.1	4.0	5.2	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	12.8	26.1	12.5	11.9	12.2
流动比率	6.4	5.2	14.3	14.7	13.2
速动比率	5.4	4.6	13.2	13.7	12.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	31.2	32.7	32.7	32.7	32.7
应付账款周转率	8.4	10.0	10.0	10.0	10.0
估值比率					
P/E	43.8	50.8	36.8	26.5	21.3
P/B	4.6	4.2	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	24.3	26.7	11.4	8.1	6.0

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

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：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

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

