



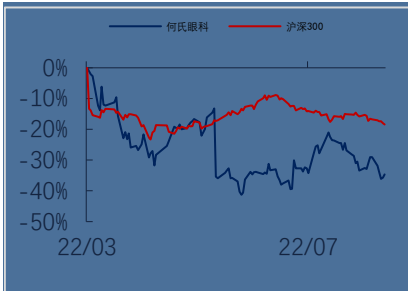
Research and
Development Center

2022 上半年业绩符合预期，视光业务进入快速发展期

—何氏眼科(301103)公司首次覆盖报告

2022 年 09 月 05 日

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
何氏眼科(301103)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	32.33
52周内股价波动区间(元)	49.50-29.07
最近一月涨跌幅(%)	-14.97
总股本(亿股)	1.58
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	51.09

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

2022 上半年业绩符合预期，视光业务进入快速发展期

2022年09月05日

报告内容摘要：

◆**2022 上半年业绩符合预期。**2022H1 公司实现收入 4.68 亿元，同比增长 0.75%，归母净利润分别为 0.42 亿元，同比下滑 29.12%，扣非归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 31.99%，2022Q2 公司实现营收 2.26 亿元，同比下滑 10.98%，归母净利润为 0.16 亿元，同比下滑 49.35%，扣非归母净利润为 0.14 亿元，上半年利润端有所下滑，主要原因为：（1）子公司北京何氏 2021 年 3 月末开业、重庆何氏 2021 年 6 月末开业，新设医疗机构存在一定的市场培育期，收入规模较小，房租、设备折旧、装修费摊销等固定成本金额相对较大，北京何氏和重庆何氏 2022 年 1-6 月亏损额较上年同期增加、（2）海南博鳌医院正在筹建期，从 2022 年 1 月份开始大规模投入，开办费用较同期增加、（3）受 2022 年 3 月以来疫情的严重影响，2 季度医院的门诊量、手术量有所下降，影响公司 2 季度收入同比降低较大。

◆**眼科医疗服务市场规模快速增长，何氏眼科屈光视光业务维持增长。**中国眼科医疗市场的行业规模从 2016 年 606 亿元增长至 2021 年的 1572 亿元，期间年复合增速为 21%，并有望于 2023 年达到 2198 亿元。眼科医疗服务市场呈现一超多强的格局，爱尔眼科市场规模最大，2021 年达到 150 亿元的收入规模，其他民营眼科医院维持较快增长。2022 上半年何氏眼科的屈光视光业务维持增长，屈光业务收入规模达到 1.17 亿元，同比增长 4.45%，视光服务 1.63 亿元，同比增长 6.02%，白内障业务受疫情影响较大，实现收入 0.63 亿元，同比下滑 17.16%，非手术治疗业务实现收入 0.75 亿元，同比增长 8.42%。

◆**盈利能力维持较高水平。**2022 上半年公司毛利率为 40.85%，净利率为 8.93%，同比变动-1.99pct、-3.77pct，屈光业务、视光业务、白内障业务、非手术治疗业务、玻璃体视网膜诊疗服务毛利率分别为 49.19%、49.15%、33.49%、21.29%、25.33%，同比变动 5.04pct、0.51pct、-5.55pct、0.06pct、-2.02pct。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 11.22、13.63、16.5 亿元，同比增长 16.6%、21.4%、21%，归母净利润分别为 1.08、1.54、2.02 亿元，同比增长 25.3%、42%、31.1%，对应公司的市盈率为 47.2、33.24、25.35 倍，考虑眼科医疗服务需求增长及公司视光中心建设，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**疫情缓解、视光中心建设加速。

◆**风险因素：**政策变动风险、行业竞争加剧风险、疫情反复的风险、医疗纠纷或医疗事故的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	838	962	1,122	1,363	1,650
增长率 YoY %	12.5%	14.8%	16.6%	21.4%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	100	86	108	154	202
增长率 YoY%	24.4%	-13.8%	25.3%	42.0%	31.1%
毛利率%	43.4%	40.3%	40.8%	41.2%	41.7%
净资产收益率ROE%	10.4%	8.2%	6.0%	7.9%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	1.10	0.95	0.69	0.97	1.28
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	47.20	33.24	25.35
市净率 P/B(倍)	—	—	2.83	2.61	2.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 02 日收盘价

目录

一、 何氏眼科：辽宁民营眼科医院龙头	5
1、 公司概况	5
2、 业绩快速增长，盈利能力持续提升	6
二、 快速增长的眼科医疗服务市场	11
1、 眼科医疗服务行业快速增长	11
2、 中国民营眼科医院呈现一超多强的格局	12
3、 何氏眼科子公司	16
4、 何氏眼科募投项目	18
三、 盈利预测、估值与投资评级	19
1、 盈利预测和假设	19
四、 风险因素	21
1、 政策变动风险	21
2、 行业竞争加剧风险	21
3、 医疗纠纷或事故风险	21
4、 管理风险	21

表目录

表 1：公司的主要服务	5
表 2：何氏眼科主要子公司基本情况	17
表 3：何氏眼科子公司基本情况	17
表 4：何氏眼科募投项目	18
表 5：公司盈利拆分及预测	19
表 6：可比公司情况	20

图目录

图 1：营收规模稳步增长（亿元）	6
图 2：归母净利润受疫情影响有所波动（亿元）	7
图 3：扣非归母净利润受疫情影响有所波动（亿元）	7
图 4：各业务收入占总收入百分比	8
图 5：诊疗板块各业务收入占总收入百分比	8
图 6：手术治疗各业务收入占总收入百分比	9
图 7：各地区业务收入比例	9
图 8：公司历年毛利率、净利率变化情况	10
图 9：各板块业务毛利率	10
图 10：公司历年各项费用率变化	11
图 11：公司历年研发费用、增长率和研发费用率情况	11
图 12：中国眼科医疗行业市场规模及增速	12
图 13：中国眼科医院总收入和增速	12
图 14：中国主要眼科医院的营业收入（亿元）	13
图 15：爱尔眼科主要业务毛利率	13
图 16：爱尔眼科主要业务收入比例	14
图 17：何氏眼科主要业务毛利率	14
图 18：何氏眼科主要业务收入比例	15
图 19：希玛眼科主要业务收入比例	15
图 20：普瑞眼科主要业务毛利率	16
图 21：普瑞眼科主要业务收入比例	16

一、何氏眼科：辽宁民营眼科医院龙头

1、公司概况

公司由留学归国眼科医学博士、全国防盲技术指导组副组长、中华医学会眼科学分会第十二届委员会眼病理学组组长何伟及其团队创办，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、全方位眼健康管理的，面向全人群提供眼科专科诊疗服务和视光服务的集团型连锁医疗机构。

公司发展经历了四个时期，一是建院初始期（1995——2008），创始人何伟及其团队归国创业，建立了沈阳、大连及葫芦岛三家医院并且初次探索辽宁省内三级眼健康医疗服务模式；二是模式完善期（2009——2014），公司建立了覆盖辽宁省内主要城市的医疗服务网络并且初步建立了三级眼健康医疗服务模式；三是快速发展期（2015——2018），公司扩大辽宁省内地级市医疗机构布局，初次发展辽宁省外业务，拓展了全生命周期眼健康管理模式；四是战略布局期（2019 年至今），公司积极拓展全国业务，推进“互联网+健康医疗”新服务模式，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。

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，诊疗服务项目包括白内障、青光眼等常见致盲性眼病，也包括干眼、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。

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。公司诊疗项目以择期显微外科手术治疗为主，如白内障、屈光不正手术矫正等。

表 1：公司的主要服务

诊疗服务项目	治疗方式	病症简介
白内障诊疗服务项目	1. 复明性手术即白内障超声乳化手术，主要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。 2. 屈光性手术，主要包括飞秒激光辅助白内障超声乳化技术，多焦、连续视程等功能型人工晶体植入术。	白内障的发病率与年龄高度相关，50 岁以上为发病高峰期。
屈光不正诊疗服务项目	1. 屈光不正手术矫正。公司利用德国蔡司 Visu MAX 3.0 全飞秒激光系统、德国阿玛仕 1050Rs 千频准分子激光系统等先进治疗设备，基于患者个性化需求，通过手术的方式为患者提供全面的诊疗服务。 2. 屈光不正光学矫正即视光服务，包括框架眼镜、角膜接触镜的验配等。	屈光不正包括近视、远视和散光等。
玻璃体视网膜诊疗服务项目	1. 视网膜激光光凝术即眼底激光技术、玻璃体切割技术。 2. 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。	玻璃体视网膜疾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。
青光眼诊疗服务项目	1. 通过初级眼健康服务，开展青光眼早期筛查。 2. 在传统青光眼滤过手术和青白联合手术的基础上，开展选择性小梁成型术（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。	青光眼属于三大致盲眼病之一，且大部分青光眼发展隐匿。

其他诊疗服务项目

干眼特色诊疗服务项目 引进国际强脉冲光、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。

干眼是多因素引起的慢性眼表疾病，主要症状为眼睛干涩、视物模糊、眼红、眼痒等，严重的可能导致角膜上皮缺损、感染等。

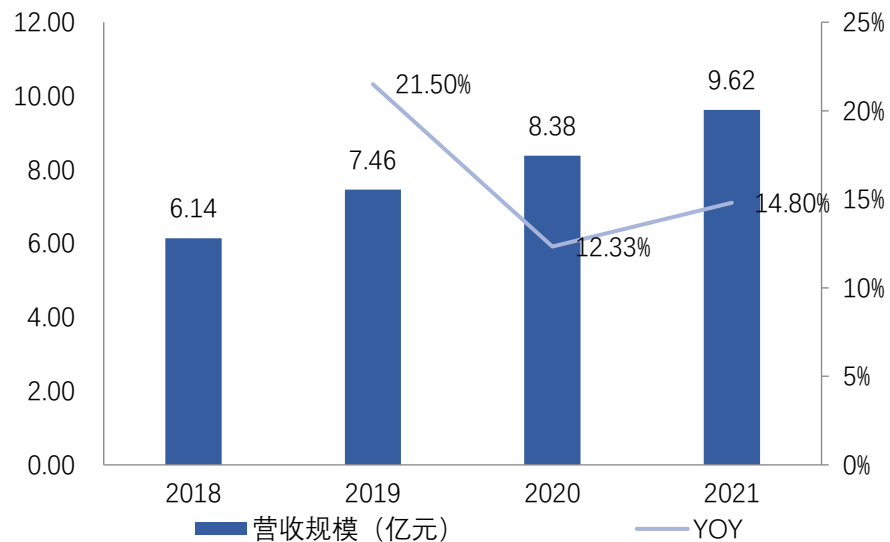
中医特色诊疗服务项目 1.中西药相互补充，对糖尿病视网膜疾病、葡萄膜炎等开展特色治疗。
2.研发安雪颗粒、润明颗粒两种院内制剂。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

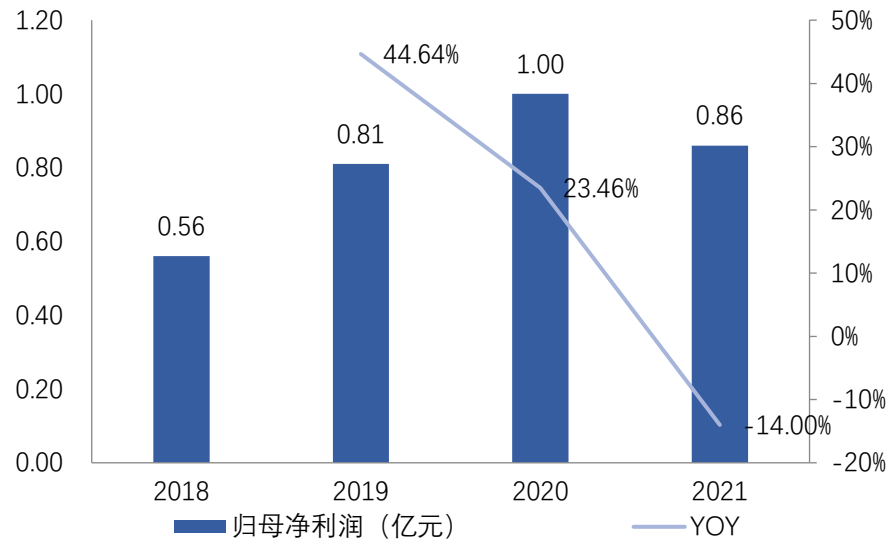
2、业绩快速增长，盈利能力持续提升

受益于眼科医疗服务行业良好的市场发展机遇和公司整体经营实力的不断提升，公司收入规模增长态势明显，营收利润增速表现十分亮眼，营收从2018年的6.14亿元增长到2021年的9.62亿元，年复合增速为16.21%，归母净利润从2018年的0.56亿元增长到2021年的0.86亿元，年复合增速为18.03%，扣非归母净利润从2018年的0.54亿元增长到2021年的0.76亿元，年复合增速为14.11%，均呈逐年增长趋势。

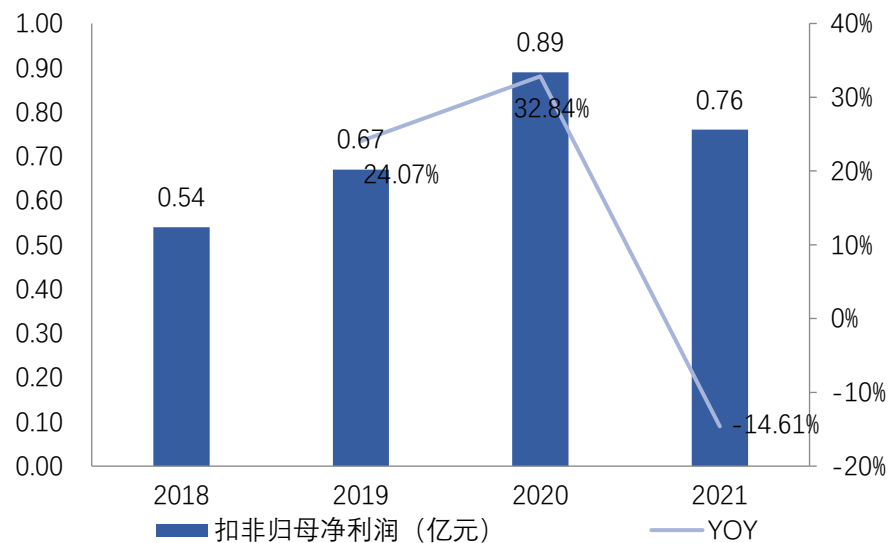
图1：营收规模稳步增长（亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

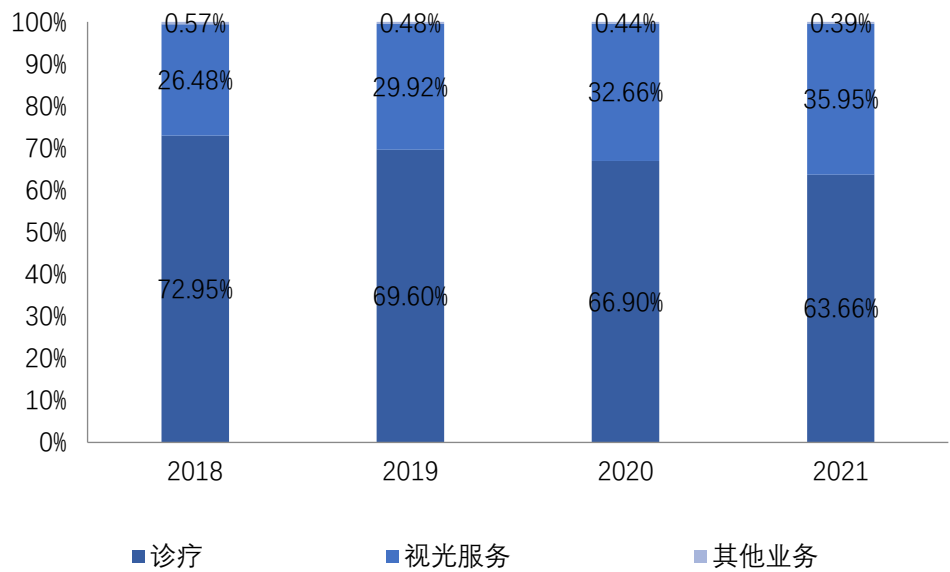
图 2：归母净利润受疫情影响有所波动（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

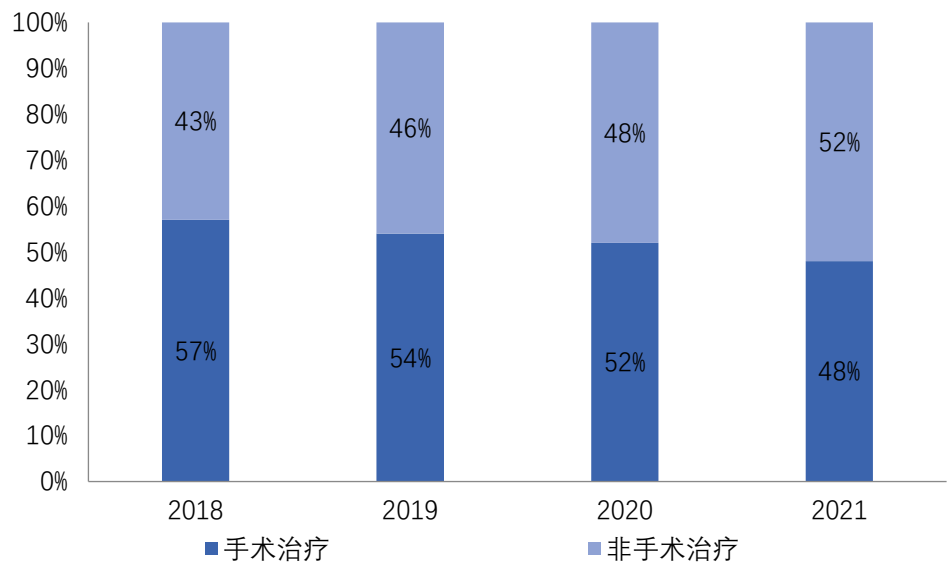
图 3：扣非归母净利润受疫情影响有所波动（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

公司主要业务收入为诊疗及视光服务，诊疗分为手术治疗和非手术治疗，手术治疗又分为屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务、玻璃体视网膜诊疗服务以及其他诊疗服务项目；视光服务分为框架眼镜、角膜接触镜以及其他服务。视光服务收入规模呈逐年上升趋势，占比逐年提升，诊疗收入规模呈逐年上升趋势，但占比逐年下降。

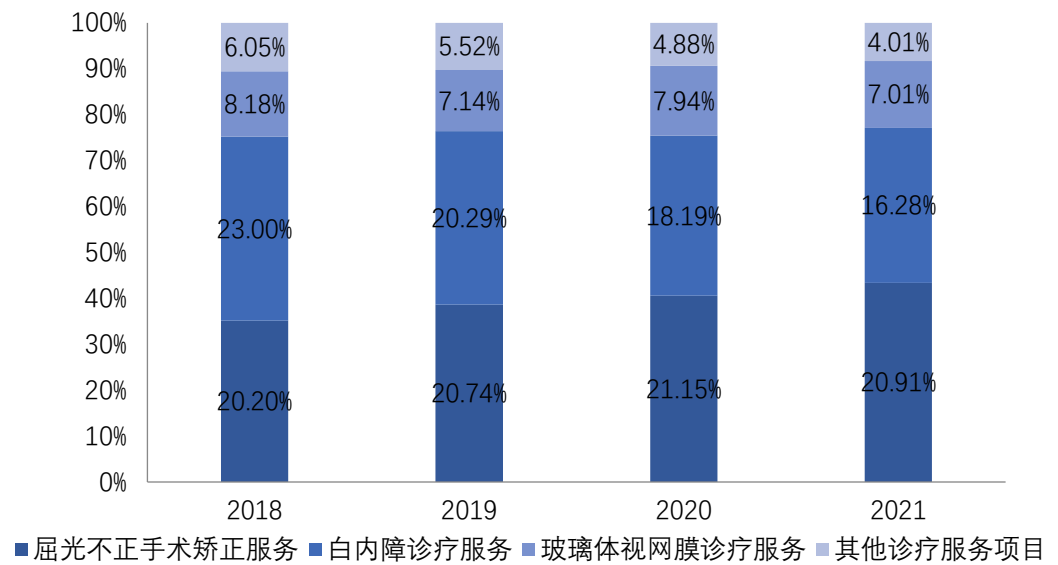
图 4：各业务收入占总收入百分比


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 5：诊疗板块各业务收入占总收入百分比


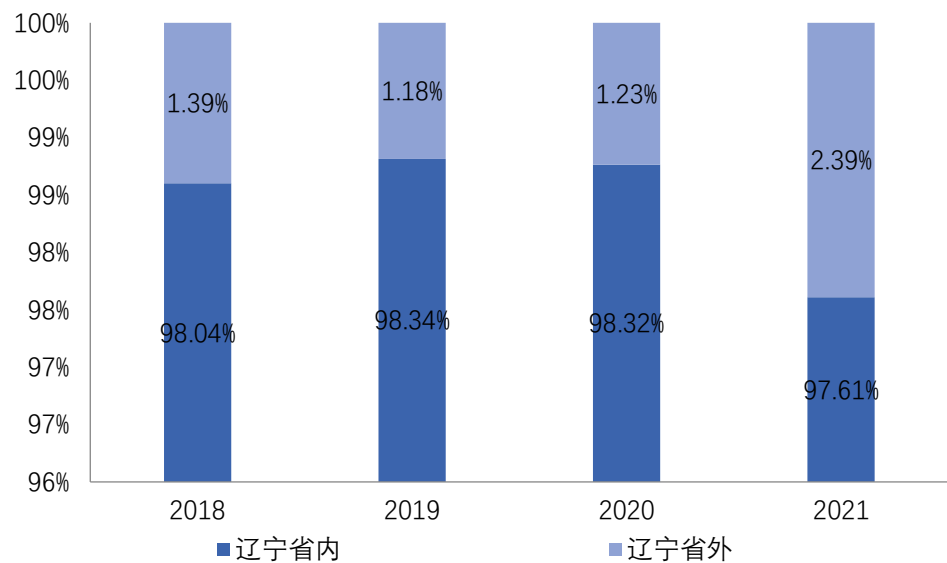
资料来源：Wind、信达证券研发中心

屈光不正手术矫正服务收入规模和占比均呈逐年小幅上升趋势；白内障诊疗服务项目收入规模整体稳定，但占比呈逐年小幅下降趋势；玻璃体视网膜诊疗服务收入规模呈逐年稳定增长趋势，占比呈逐年小幅下降趋势。

图 6：手术治疗各业务收入占总收入百分比


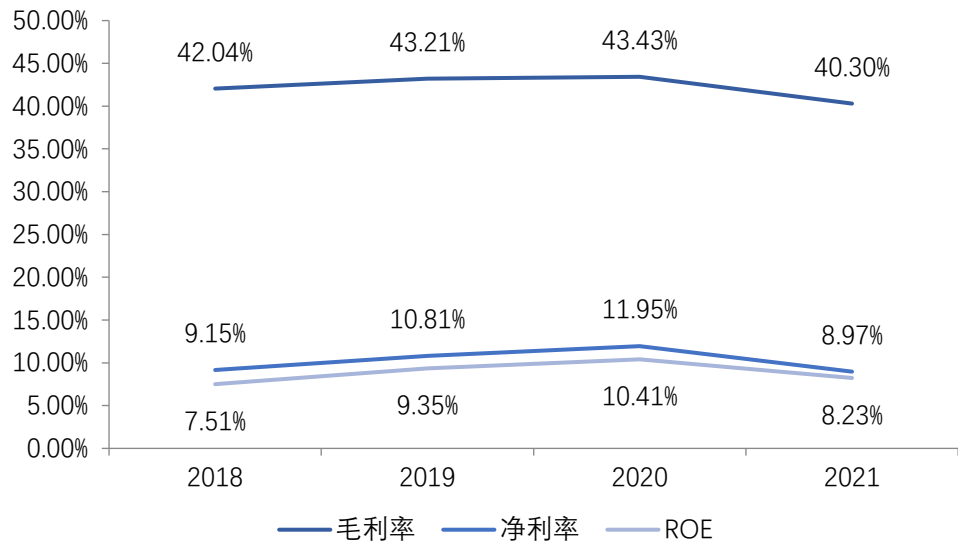
资料来源：Wind、信达证券研发中心

公司业务主要聚焦辽宁省内，省内业务占比均在 97% 以上，2021 年省内收入占比 97.61%。

图 7：各地区业务收入比例


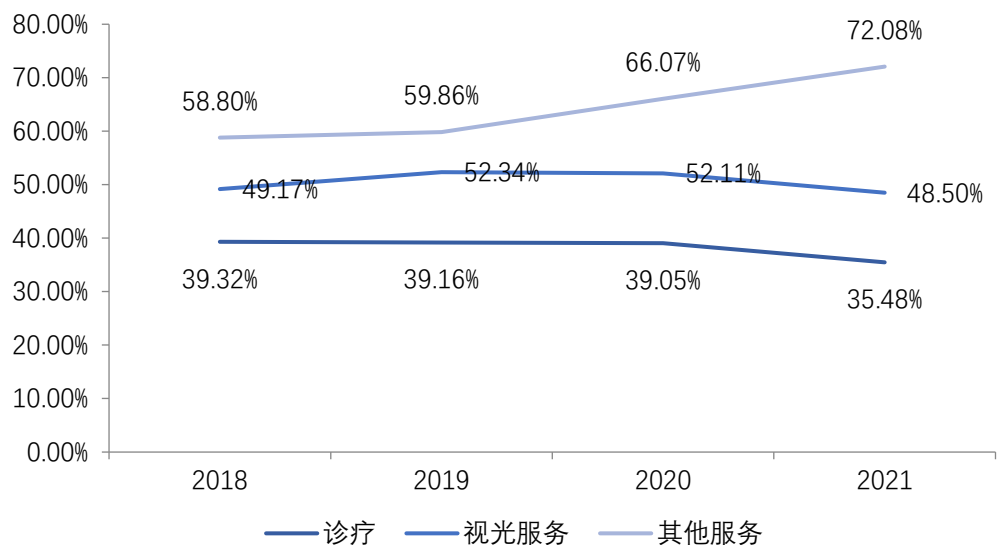
资料来源：Wind、信达证券研发中心

公司盈利能力较强。近些年公司的毛利率维持在 40% 左右，净利率维持在 9% 左右，ROE 围绕着 8% 上下波动。

图 8：公司历年毛利率、净利率变化情况


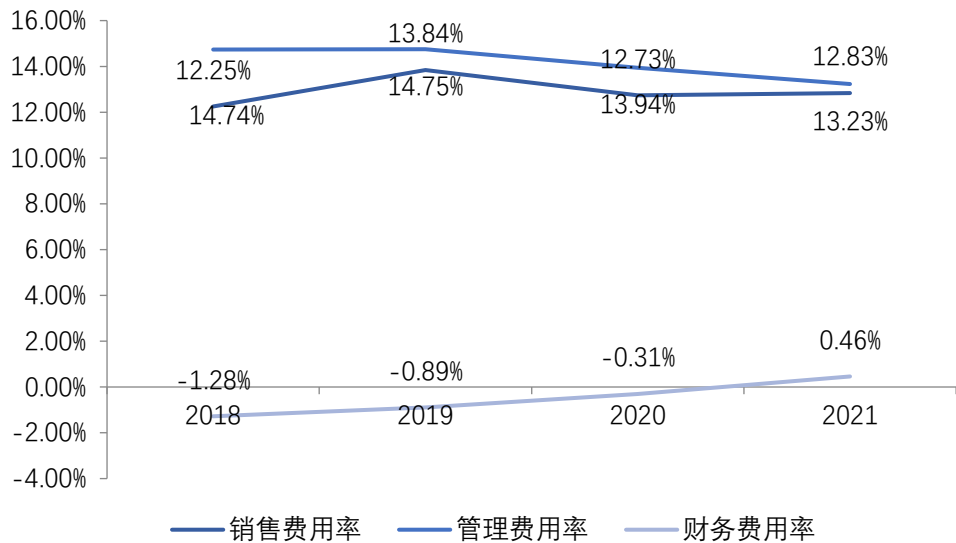
资料来源：Wind、信达证券研发中心

视光服务盈利能力强劲，近些年毛利率在 50% 上下波动，波动范围在 2% 左右；诊疗服务毛利率较为稳定，除了 2021 年有所下降以外，其余年份皆维持在 39% 附近；其他服务毛利率较低。

图 9：各板块业务毛利率


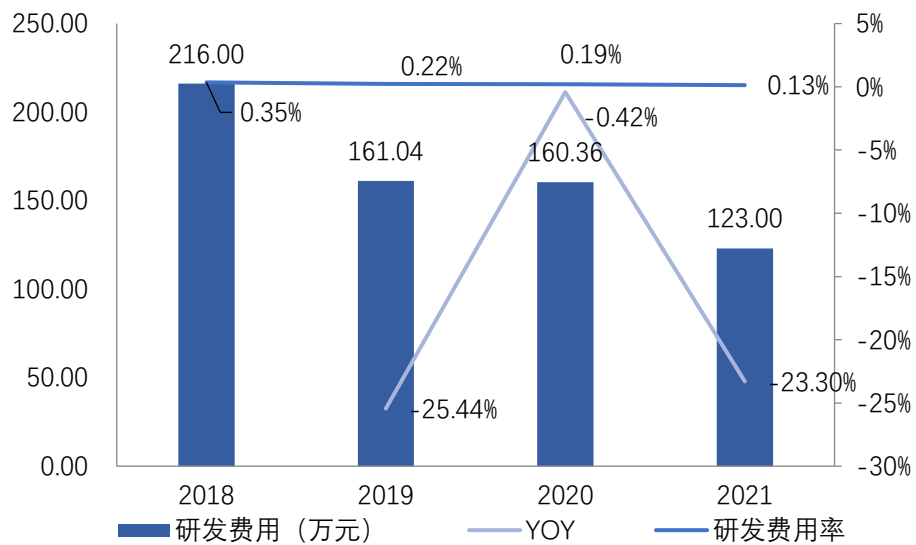
资料来源：Wind、信达证券研发中心

公司的管理费用率整体呈下降趋势，销售费用率整体来看呈下降趋势，只有 2019 有短暂上升，财务费用率上升明显，在 2021 年达到正数。

图 10：公司历年各项费用率变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的下属机构沈阳何氏科教部门以及院内制剂室主要负责公司的研发活动，目前主要研发低浓度阿托品滴眼液，2019 年研发费用减少的原因主要是公司将重心更多的放在了眼科诊疗及视光服务业务。

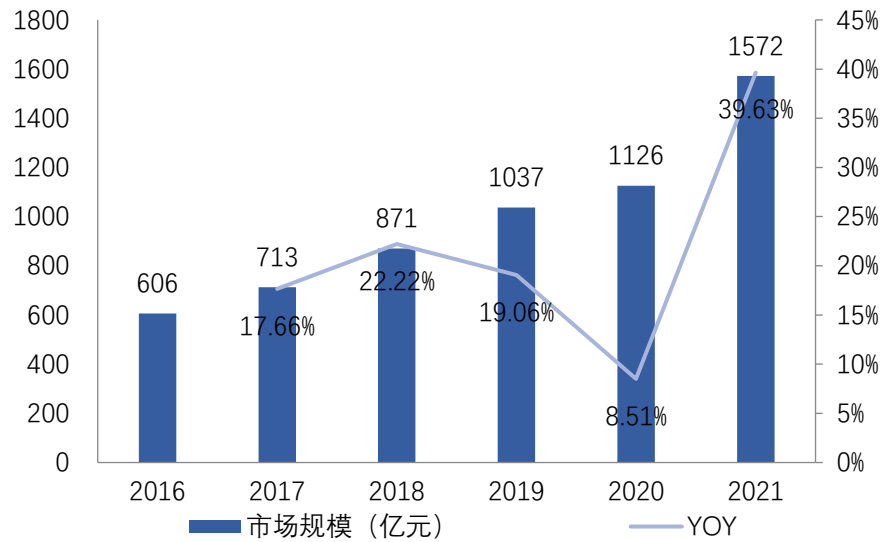
图 11：公司历年研发费用、增长率和研发费用率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

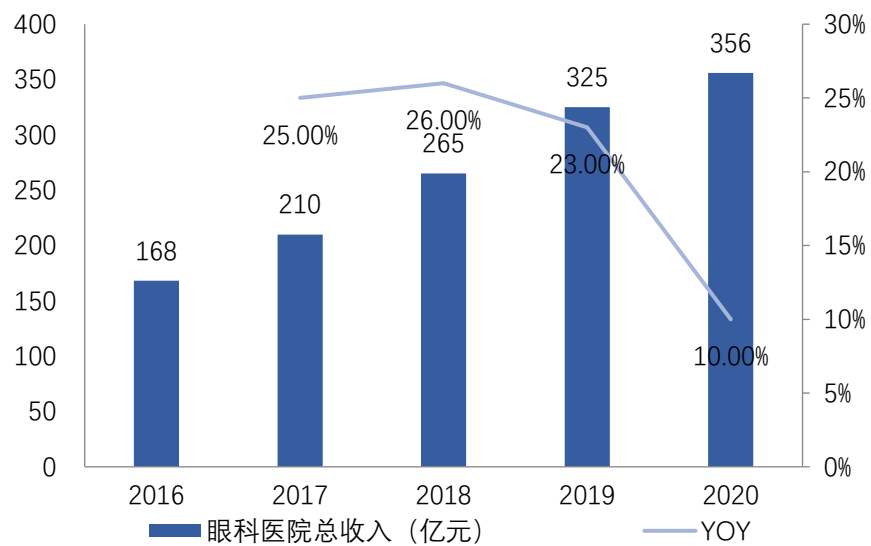
二、快速增长的眼科医疗服务市场

1、眼科医疗服务行业快速增长

中国眼科医疗市场的行业规模从 2016 年 606 亿元增长至 2021 年的 1572 亿元，期间年复合增速为 21%，并有望于 2023 年达到 2198 亿元。

图 12：中国眼科医疗行业市场规模及增速


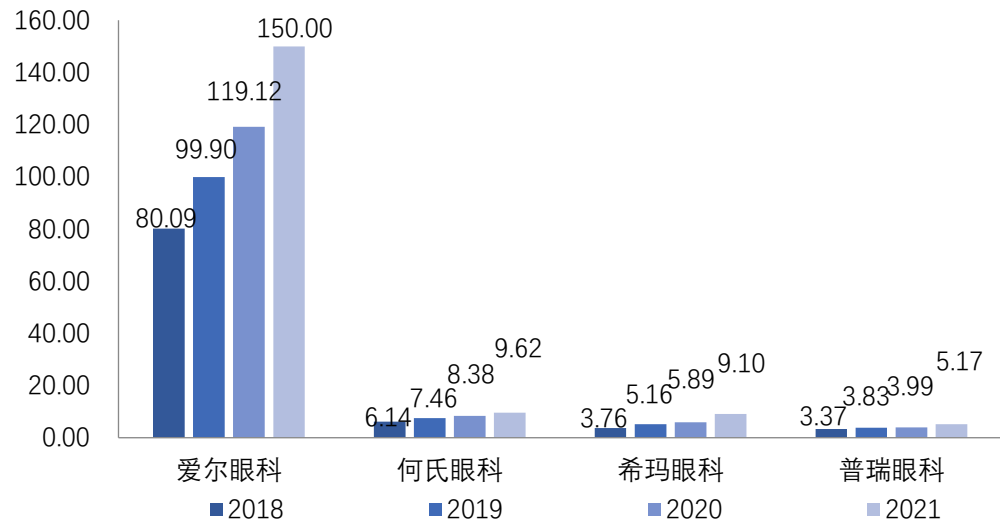
资料来源：观研报告、信达证券研发中心

图 13：中国眼科医院总收入和增速


资料来源：国家卫生健康委员会、智研咨询、信达证券研发中心

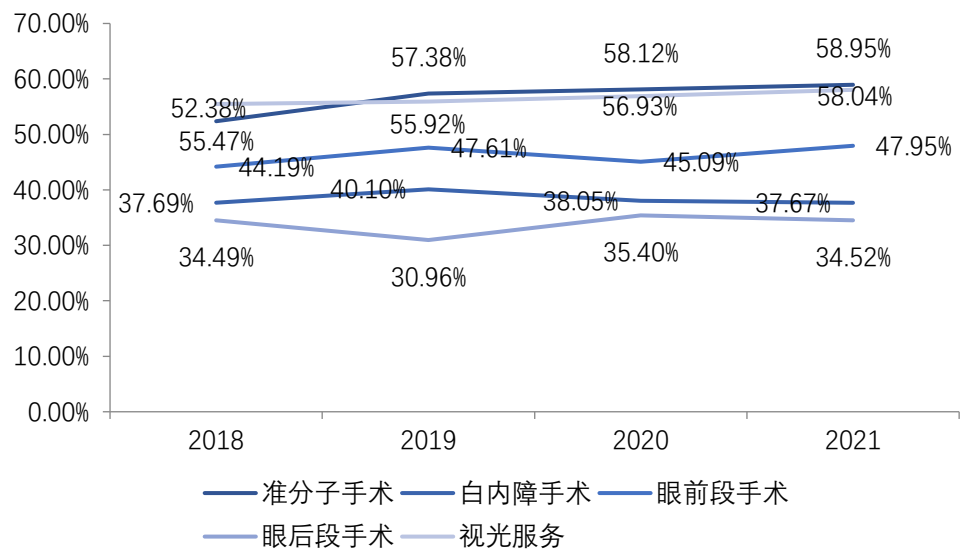
2、中国民营眼科医院呈现一超多强的格局

目前上市的眼科医院主要有爱尔眼科、何氏眼科、希玛眼科以及普瑞眼科。

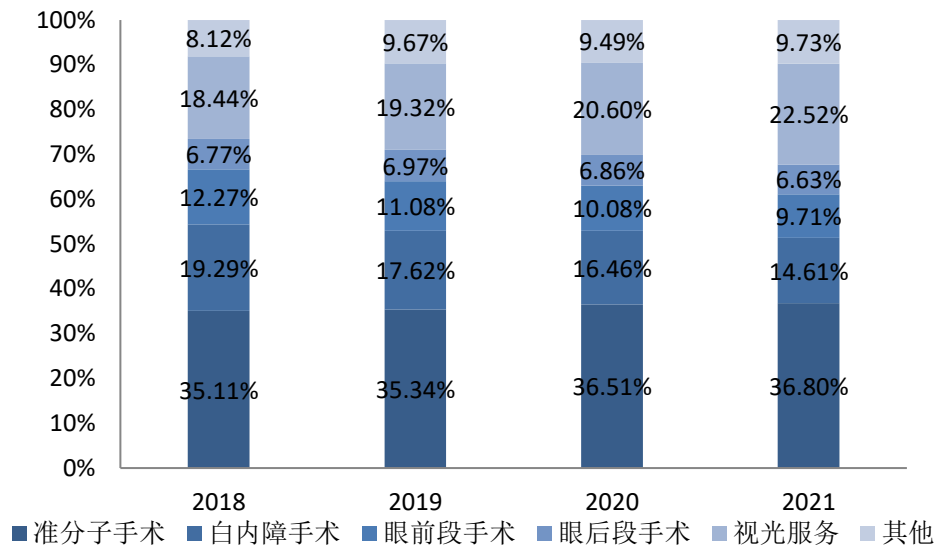
图 14：中国主要眼科医院的营业收入（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

爱尔眼科是中国首家 IPO 上市医疗机构，在中国眼科医疗行业属于龙头企业。爱尔眼科主要有两类服务，一是医疗服务，主要为准分子手术、白内障手术、眼前段手术以及眼后段手术；二是视光服务。

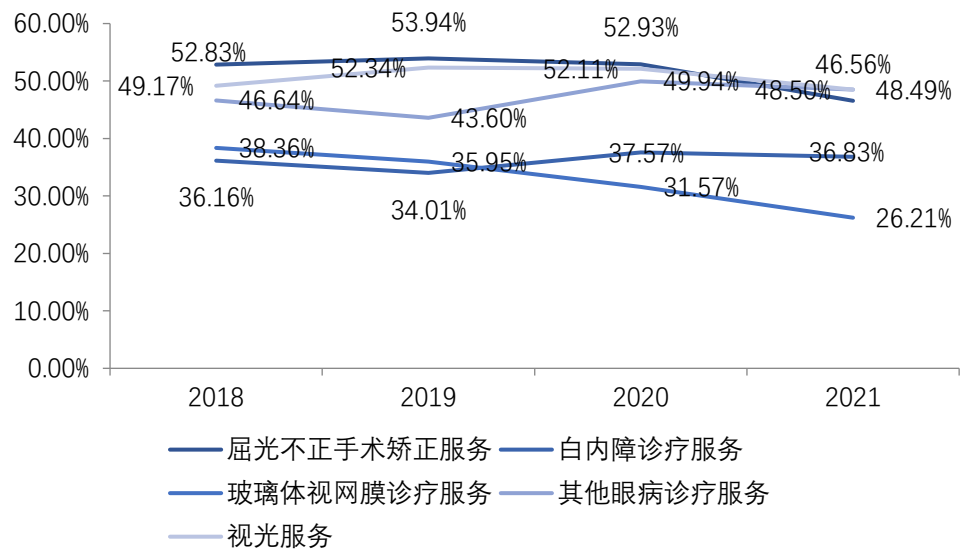
图 15：爱尔眼科主要业务毛利率


资料来源：Wind、信达证券研发中心

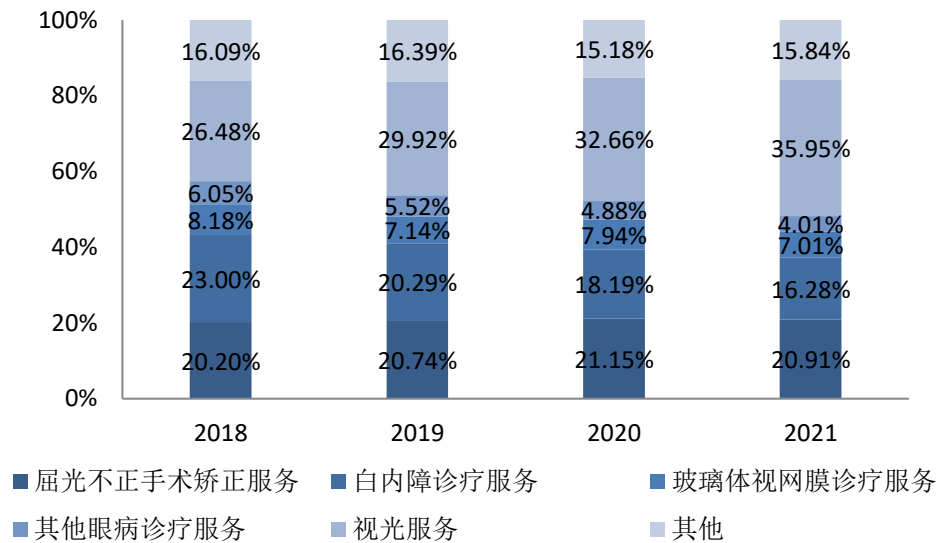
图 16：爱尔眼科主要业务收入比例


资料来源：Wind、信达证券研发中心

何氏眼科主营业务为诊疗及视光服务项目，诊疗项目主要包括屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务、玻璃体视网膜诊疗服务以及其他眼病诊疗服务。

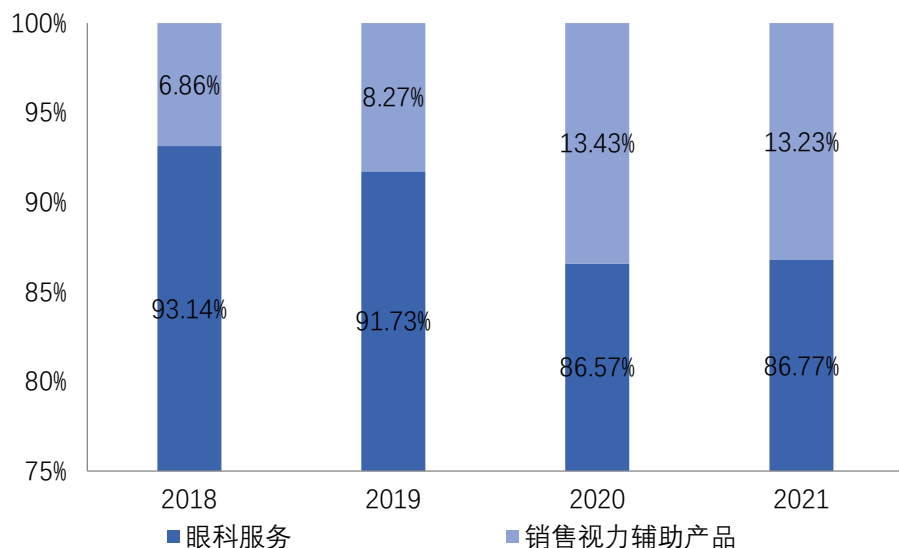
图 17：何氏眼科主要业务毛利率


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 18：何氏眼科主要业务收入比例


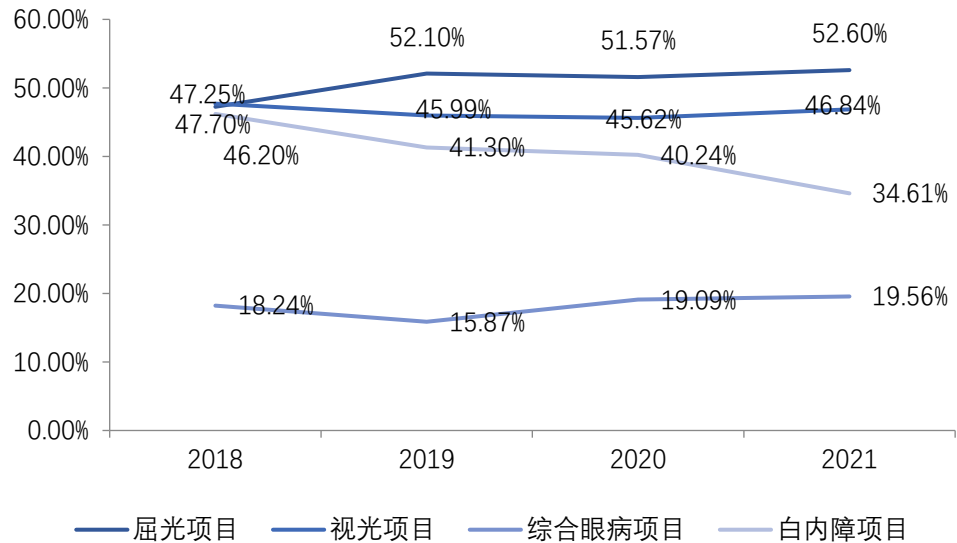
资料来源：Wind、信达证券研发中心

希玛眼科又称“眼科神医的医院”，以香港和深圳为基础布局全国，其提供的医疗服务涵盖白内障、眼角膜、青光眼、玻璃体视网膜及黄斑等眼科疾病的诊断与治疗，希玛眼科的创始人林顺潮和何氏眼科的创始人相似，皆是医生。希玛眼科营业利润从2018年的5155.56万元下降至2021年的309.3万元，扣非归母净利润同样一路下滑，从2018年的3899.53万元下降至2021年的437.01万元。

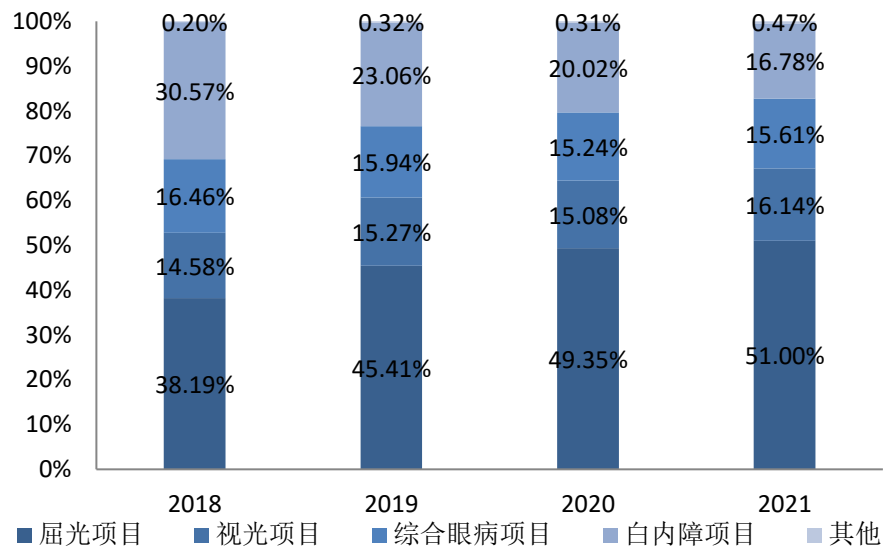
图 19：希玛眼科主要业务收入比例


资料来源：Wind、信达证券研发中心

普瑞眼科是一家集门诊、临床、医疗和医疗技术开发为一体的专业连锁眼科医疗机构，主营业务为向眼科疾病患者提供专业的眼科医疗服务。公司的产品或服务主要包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目和综合眼病项目。

图 20：普瑞眼科主要业务毛利率


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 21：普瑞眼科主要业务收入比例


资料来源：Wind、信达证券研发中心

3、何氏眼科子公司

2020 年度，公司实现盈利的子公司包括沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏、金州何氏、何氏视光等 11 家子公司，其中，沈阳何氏、大连何氏和爱目商贸的净利润和营业收入占比较高，三家公司的营业收入占何氏眼科营业收入的 79%。

沈阳何氏 2021 年净利润为 7080.26 万元，同比增长 6.23%；营业收入为 4.36 亿元。大连何氏眼科 2021 年净利润为 2625.78 万元，同比增长 20.27%；营业收入为 2.17 亿元。沈阳爱目商贸 2021 年净利润为 3465.22 万元，同比下降 12.63%；营业收入为 1.07 亿元。

表 2：何氏眼科主要子公司基本情况

企业名称	成立时间	主营业务	营业收入	净利润
沈阳何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 12 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务	4.36 亿元	7080.26 万元
大连何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 27 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务	2.17 亿元	2625.78 万元
沈阳爱目商贸有限公司	2015 年 12 月 8 日	公司内部采购平台，主要从事医用耗材的采购并向公司内部销售	1.07 亿元	3465.22 万元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：何氏眼科子公司基本情况

企业名称	成立时间	主营业务
沈阳铁西何氏眼科医院有限公司	2019 年 1 月 17 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
大连金州何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 24 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
大连庄河何氏眼科医院有限公司	2017 年 9 月 7 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
大连普兰店何氏眼科医院有限公司	2019 年 1 月 2 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
瓦房店何氏眼科医院有限公司	2020 年 4 月 14 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
葫芦岛何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 9 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
锦州何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 6 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
铁岭何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 12 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
昌图何氏眼科医院有限公司	2018 年 12 月 27 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
营口何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 6 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
盘锦何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 9 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
抚顺何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 12 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
成都何氏视佳眼科医院有限公司	2018 年 12 月 14 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
成都锦江何氏视佳眼科诊所有限公司	2021 年 4 月 6 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
本溪何氏眼科医院有限公司	2016 年 5 月 3 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
鞍山何氏眼科医院有限公司	2016 年 7 月 6 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
凌源何氏眼科医院有限公司	2015 年 11 月 18 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
朝阳何氏眼科医院有限公司	2016 年 12 月 8 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
阜新何氏眼科医院有限公司	2016 年 10 月 19 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
辽阳何氏眼科医院有限公司	2017 年 12 月 1 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
丹东何氏眼科医院有限公司	2018 年 6 月 21 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
东港何氏眼科医院有限公司	2018 年 12 月 17 日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务

河北雄安何氏眼科医院管理有限公司	2018年9月4日	投资和管理眼科医院
顺平何氏眼科医院有限公司	2019年4月26日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
上海何氏眼科门诊部有限公司	2018年10月19日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
深圳市何氏眼科医院管理有限公司	2019年7月3日	投资和管理眼科医院
深圳何氏眼科诊所	2019年12月12日	无实际经营
沈阳卡尔丹尼商贸有限公司	2017年11月22日	眼镜销售
沈阳何氏药房有限公司	2017年7月31日	无实际经营
沈阳何氏眼视光有限公司	2015年11月6日	视光服务
北京何氏眼科医院有限公司	2020年4月22日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
重庆何氏眼科医院有限公司	2020年5月15日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务
海南博鳌何氏眼科医院有限公司	2020年12月31日	提供眼科专科诊疗服务和视光服务

资料来源：公司招股说明书、信达证券研发中心

4、何氏眼科募投项目

沈阳何氏医院扩建项目拟扩建一幢占地面积 675m²，建筑面积合计 6,095m² 的门诊综合楼；新增各类设备 155 台（套），包括手术设备、手术辅助设备、术前检查设备等；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。

北京何氏眼科新设医院项目拟租赁用房建筑面积 2,191m² 的医院用房用于提供眼科医疗服务；拟新增各类设备 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；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。

重庆何氏眼科新设医院项目本项目拟租赁用房建筑面积 4,460m² 的医院用房用于提供眼科医疗服务；拟新增各类设备 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。

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。

表 4：何氏眼科募投项目

投资项目	总投资	项目背景	项目总体方案
沈阳何氏医院扩建项目	13,700.00 万元	眼科医疗机构中接诊能力强、特色明显的眼科医疗机构较少。	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。
北京何氏眼科新设医院项目	4,559.69 万元	有利于公司布局全国，打造北京首都连锁医院，有助于进一步完善公司业务区域布局。	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。
重庆何氏眼科新设医院项目	3,537.53 万元	有利于公司布局全国，打造西部地区连锁医院，有助于进一步完善公司业务区域布局。	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。

何氏眼科新设视光中心项目 23,450.00 万元

近年来,我国国民近视、散光发病率呈上升趋势。视功能训练、验光配镜的近视防控市场空间巨大。

公司拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店,各视光中心门店将主要从事青少年近视防控和视光服务。

资料来源:公司招股说明书、信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

盈利预测及假设

假设:屈光不正手术业务 2022-2024 年实现增长分别为 5%、20%、15%,毛利率均为 48%;白内障业务 2022-2024 年实现增长为 2%、8%、8%,毛利率均为 35%;玻璃体视网膜诊疗服务增速分别为 15%、20%、20%,毛利率均为 27%,其他眼病诊疗服务分别增长 8%、20%、20%,毛利率均为 45%,视光服务收入增长 30%、30%、30%,毛利率均为 49%,非手术治疗业务增长 20%、15%、15%,毛利率均为 21%。

表 5: 公司盈利拆分及预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计						
收入	745.56	838.47	962.45	1122.49	1363.21	1649.99
YOY	21%	12%	15%	17%	21%	21%
成本	423.40	474.32	574.58	664.82	801.01	962.67
毛利	322.16	364.15	387.87	457.67	562.19	687.31
毛利率	43%	43%	40%	41%	41%	42%
屈光不正手术矫正服务						
收入	154.65	177.32	201.28	211.34	253.61	291.65
YOY	25%	15%	14%	5%	20%	15%
成本	71.23	83.47	107.53	109.90	131.88	151.66
毛利	83.42	93.85	93.75	101.45	121.73	139.99
毛利率(%)	53.94	52.93	46.58	48%	48%	48%
白内障诊疗服务						
收入	151.30	152.55	156.71	159.84	172.63	186.44
YOY	7%	1%	3%	2%	8%	8%
成本	99.83	95.23	98.99	103.90	112.21	121.19
毛利	51.46	57.32	57.71	55.95	60.42	65.25
毛利率(%)	34.01	37.57	36.83	35%	35%	35%
玻璃体视网膜诊疗服务						
收入	53.27	66.61	67.45	77.57	93.08	111.70
YOY	6%	25%	1%	15%	20%	20%
成本	34.12	45.58	49.78	56.62	67.95	81.54
毛利	19.15	21.03	17.68	20.94	25.13	30.16
毛利率(%)	35.95	31.57	26.21	27%	27%	27%
其他眼病诊疗服务						
收入	41.15	40.89	38.62	41.71	50.05	60.06

YOY	11%	-1%	-6%	8%	20%	20%
成本	23.21	20.47	19.89	22.94	27.53	33.03
毛利	17.94	20.42	18.72	18.77	22.52	27.03
毛利率(%)	43.60	49.94	48.49	45%	45%	45%
非手术治疗						
收入	118.52	123.54	148.64	178.37	205.12	235.89
YOY	24%	4%	20%	20%	15%	15%
成本	87.29	97.14	119.12	140.91	162.05	186.35
毛利	31.23	26.41	29.52	37.46	43.08	49.54
毛利率(%)	26.35	21.37	19.86	21%	21%	21%
视光服务						
收入	223.08	273.82	345.98	449.77	584.71	760.12
YOY	37%	23%	26%	30%	30%	30%
成本	106.31	131.14	178.18	229.38	298.20	387.66
毛利	116.77	142.68	167.81	220.39	286.51	372.46
毛利率(%)	52.34	52.11	48.50	49%	49%	49%
其他业务						
收入	3.59	3.75	3.77	3.88	4.00	4.12
YOY	3%	4%	1%	3%	3%	3%
成本	1.44	1.27	1.05	1.16	1.20	1.24
毛利	2.15	2.48	2.71	2.72	2.80	2.88
毛利率(%)	59.86	66.07	72.08	70%	70%	70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 11.22、13.63、16.5 亿元，同比增长 16.6%、21.4%、21%，归母净利润分别为 1.08、1.54、2.02 亿元，同比增长 25.3%、42%、31.1%，对应公司的市盈率为 47.2、33.24、25.35 倍，考虑眼科医疗服务需求增长及公司视光中心建设，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司情况

代码	公司	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	2023	30	39.29	50.86	67.43	51.48	39.77
600763.SH	通策医疗	365	7.51	9.47	12.04	48.66	38.57	30.33
301239.SZ	普瑞眼科	92	1.18	1.6	2.38	78.35	57.78	38.84
平均值						64.81	49.28	36.31
301103.SH	何氏眼科*	51	1.08	1.54	2.02	47.2	33.24	25.35

资料来源：Wind，信达证券研发中心（对应 2022.09.02 收盘价），注：*为信达预期，其余为 wind 一致预期

四、 风险因素

1、 政策变动风险

眼科专科诊疗服务和视光服务受国家医保政策变化影响较大，医保政策变化，新的监管政策出台，均有可能影响眼科专科诊疗服务和视光服务的未来发展，进而影响公司市场空间。

2、 行业竞争加剧风险

眼科专科诊疗服务和视光服务行业竞争较为激烈，存在爱尔眼科、希玛眼科等多个优秀企业，且民营眼科专科医院数量和比例逐年增长，若眼科医疗服务行业的竞争不断加剧，将会对公司的盈利能力有一些不利影响。

3、 医疗纠纷或事故风险

公司作为医疗机构，医疗纠纷和事故会导致公司面临投诉、法律诉讼或经济赔偿，使得公司声誉和受损，进而影响公司的经营业绩和财务状况。

4、 管理风险

随着经营规模的不断扩大，管理的复杂性和难度逐步增大，如果公司未来无法提升管理水平和服务能力，将对公司的经营产生不利影响。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	758	830	1,469	1,491	1,548
货币资金	613	699	1,172	1,082	1,003
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	28	31	37	44	54
预付账款	39	22	41	40	54
存货	71	73	92	106	130
其他	7	6	128	218	307
非流动资产	346	591	753	907	1,092
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	215	225	264	300	350
无形资产	23	32	47	62	85
其他	109	334	442	545	657
资产总计	1,104	1,421	2,223	2,398	2,640
流动负债	119	161	195	216	256
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	58	58	74	85	104
其他	62	103	121	132	152
非流动负债	22	210	224	224	224
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	210	224	224	224
负债合计	141	371	419	440	481
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	963	1,050	1,804	1,957	2,159
负债和股东权益	1,104	1,421	2,223	2,398	2,640

重要财务指标

 单位:百万
元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	838	962	1,122	1,363	1,650
同比(%)	12.5%	14.8%	16.6%	21.4%	21.0%
归属母公司净利润	100	86	108	154	202
同比(%)	24.4%	-13.8%	25.3%	42.0%	31.1%
毛利率(%)	43.4%	40.3%	40.8%	41.2%	41.7%
ROE%	10.4%	8.2%	6.0%	7.9%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	1.10	0.95	0.69	0.97	1.28
P/E	0.00	0.00	47.20	33.24	25.35
P/B	—	—	2.83	2.61	2.37
EV/EBITDA	-3.12	-1.85	21.37	16.27	12.95

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	838	962	1,122	1,363	1,650
营业成本	474	575	665	801	963
营业税金及附加	4	5	6	7	9
销售费用	107	123	146	170	198
管理费用	117	127	157	179	208
研发费用	2	1	2	2	2
财务费用	-3	4	-3	-9	-8
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	6	4	6	10	8
营业利润	143	129	156	224	287
营业外收支	5	7	6	6	6
利润总额	148	136	162	229	292
所得税	48	50	53	76	91
净利润	100	86	108	154	202
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	100	86	108	154	202
EBITDA	197	252	196	263	336
EPS(当年)(元)	1.10	0.95	0.69	0.97	1.28

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	27	123	173
净利润	100	86	108	154	202
折旧摊销	56	118	49	59	66
财务费用	1	12	6	7	7
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	11	-4	-132	-90	-96
其它	2	1	-6	-6	-6
投资活动现金流	-93	-71	-206	-206	-245
资本支出	-93	-71	-203	-202	-242
长期投资	0	0	-3	-4	-3
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-6	-58	653	-7	-7
吸收投资	0	0	646	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	0	-6	-7	-7
现金流净增加额	70	85	473	-90	-79

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。