

# 明眸之“华”始于眼“厦”

华泰研究

2023年6月12日 | 中国内地

首次覆盖

医疗服务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

96.64

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
研究员	高鹏
SAC No. S0570520080002	gaopeng@htsc.com
	+(86) 21 2897 2068
研究员	杨昌源
SAC No. S0570523060001	yangchangyuan@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

## 国内眼科服务领跑者，多点驱动驶入高速增长通道

华夏眼科是国内第二大的眼科连锁医疗集团，深耕福建并向全国扩张，截至22年底已于国内开设57家眼科医院（福建省内11家，省外46家）及23家视光中心。公司专家阵容强大且科室覆盖全面，复杂眼病综合诊疗能力行业领先。考虑疫后诊疗恢复、上市后资金力和品牌力提升、亏损医院陆续进入盈利周期、消费眼科领衔发力等，我们预计公司23-25年EPS为1.21/1.58/2.06元。公司收入体量及盈利能力位居行业第一梯队，全国性扩张能力持续被验证，增长驱动众多，给予23年80xPE（可比公司Wind一致预期均值61x），对应目标价96.64元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 医院维度：旗舰医院强者更强，亏损医院批量进入收获周期

1) 厦门眼科中心：发展根基，辐射全省甚至全国，其22年收入体量8.47亿元，位居上市眼科集团单体医院头名。得益于强大的品牌力及精细化管理能力，厦门眼科中心及集团整体22年净利率（27.0%及15.7%）均位居行业第一梯队。厦门眼科中心接诊能力远未饱和，伴随诊疗恢复及消费升级，稳健增长可期；2) 区域大医院：杭州华夏、深圳华夏、上海和平、成都华夏等省外代表性单体医院普遍院龄较为年轻，收入体量（21年大多1-2亿元）及净利率大多处于快速爬坡阶段；3) 亏损医院：批量进入盈利周期（4-6年），看好23年亏损医院数减至个位且24年存量医院全部扭亏。

## 业务维度：严肃类诊疗为发展之基，消费类诊疗为增长之矛

公司早期以偏严肃医疗的眼病诊疗业务（眼底、眼表、白内障等）为发展基础，22年收入中消费类眼科（屈光+视光）合计占比仅45%（VS爱尔、普瑞、何氏的63%、71%、58%），提升空间较为可观。公司近年在夯实眼病优势的同时，显著提升消费眼科的战略定位，眼病业务积累的良好口碑及品牌力有望较好延展至消费眼科。我们看好高毛利率的屈光及视光业务领衔整体业绩增长（23-25年屈光、视光收入CAGR分别为36%、39% VS 公司整体27%），收入占比快速提升且拉动公司整体毛利率抬升。

## 外延维度：自有资金+产业基金助推扩张，医院+视光中心建设并行推进

公司在手现金充沛且计划成立多个产业发展基金，我们预计未来扩张或采取自有资金及产业基金双重模式前进，且医院及视光中心并行：1) 眼科医院：主要以人口数、经济水平靠前的一二线城市为主，公司目标5年后旗下眼科医院累计约200家（VS 22年底57家），我们预计每年新增医院数超20家；2) 视光中心：依托各地眼科医院发展扩张，主要覆盖区县下沉市场，公司目标5年后旗下视光中心数达约200家（VS 22年底23家）。

风险提示：市场竞争加剧，医疗事故和纠纷，持续扩张的管理风险。

## 经营预测指标与估值

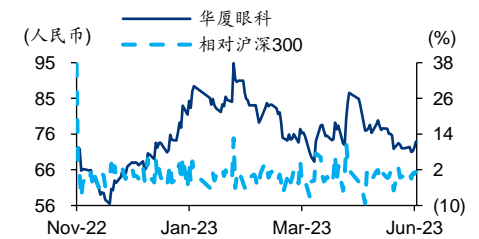
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	3,064	3,233	4,149	5,262	6,635
+/-%	21.86	5.51	28.31	26.83	26.09
归属母公司净利润(人民币百万)	454.92	511.79	676.47	884.85	1,151
+/-%	36.01	12.50	32.18	30.80	30.08
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.81	0.91	1.21	1.58	2.06
ROE(%)	27.98	14.74	12.41	14.27	16.12
PE(倍)	90.44	80.39	60.82	46.50	35.75
PB(倍)	22.46	8.04	7.11	6.23	5.36
EV EBITDA(倍)	49.92	42.40	33.44	26.32	20.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	96.64
收盘价(人民币 截至6月9日)	73.47
市值(人民币百万)	41,143
6个月平均日成交额(人民币百万)	141.53
52周价格范围(人民币)	56.46-94.88
BVPS(人民币)	9.39

## 股价走势图



资料来源：Wind



## 正文目录

投资要点 .....	5
华夏眼科：扎根福建，走向全国 .....	9
中国眼科医疗服务市场：规模持续扩张，民营领军者不断涌现 .....	12
需求侧：患者众多与消费升级联合驱动需求释放 .....	12
供给侧：人才培养及设备配置是提升供给的关键因素 .....	14
民营眼科机构有望成为行业发展不可或缺的中坚力量 .....	15
医院维度：以点扩面辐射全国，核心竞争力持续强化 .....	17
深耕福建：以厦门眼科中心为核心，省内医院高效联动 .....	17
走向全国：持续布局，日趋成熟 .....	21
放眼未来：开枝散叶，潜力深厚 .....	25
业务维度：屈光视光领衔增长，综合眼病能力过硬 .....	26
屈光项目：技术行业领军，助力业务量价双升 .....	26
视光服务项目：服务种类丰富，板块快速发展 .....	28
白内障项目：行业需求仍待满足，高端术式驱动增长 .....	30
综合眼病项目：综合实力过硬，看好长期发展 .....	32
盈利预测与估值 .....	34
盈利预测 .....	34
估值 .....	35
风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1: 公司眼科专科医院布局及业绩预测.....	5
图表 2: 上市眼科集团代表性单体医院 2022 年营业收入对比.....	6
图表 3: 上市眼科集团 2022 年净利率对比.....	6
图表 4: 华夏眼科主要成熟大医院经营信息 (除厦门眼科中心) .....	6
图表 5: 公司旗下主要亏损医院信息一览 (2021 年数据) .....	7
图表 6: 中国眼科医疗服务市场规模占比、华夏眼科各业务线情况及同业对比 .....	7
图表 7: 华夏眼科未来 5 年医院及视光中心扩张计划 .....	8
图表 8: 华夏眼科发展历程.....	9
图表 9: 华夏眼科营业收入及同比增速.....	9
图表 10: 华夏眼科归母净利润及同比增速 .....	9
图表 11: 华夏眼科眼科专科医院网络分布 (截至 2022 年底) .....	10
图表 12: 公司历年门诊量.....	10
图表 13: 公司历年手术量.....	10
图表 14: 公司营业收入拆分 (按业务类型) .....	11
图表 15: 公司各项眼科业务毛利率 .....	11
图表 16: 华夏眼科境内股权结构 (截至 1Q23) .....	11
图表 17: 公司核心技术人员持股情况 .....	11
图表 18: 我国眼科医疗服务市场规模 .....	12
图表 19: 我国常见眼科疾病患者数量 .....	12
图表 20: 我国眼科医院诊疗人次 .....	12
图表 21: 常见眼科疾病的常用治疗方式.....	13
图表 22: 中国人均医疗支出 .....	13
图表 23: 中国及部分发达国家人均医疗费用对比 (2019 年) .....	13
图表 24: 中国眼科专科医院执业医师及护士人数 .....	14
图表 25: 中国及部分发达国家每百万人眼科医生数对比 (2015 年) .....	14
图表 26: 我国专科眼科医院万元以上设备总价值 .....	14
图表 27: 按床位数分组的眼科专科医院数 .....	14
图表 28: 中国分省眼科病床密度 (2021 年) .....	15
图表 29: 中国眼科专科医院数 .....	15
图表 30: 近年来我国出台的关于支持社会办医的相关政策.....	16
图表 31: 厦门眼科中心营业收入及净利润 .....	17
图表 32: 厦门眼科中心营业收入及净利润贡献占比.....	17
图表 33: 上市眼科集团代表性单体医院营业收入对比 .....	18
图表 34: 上市眼科集团代表性单体医院净利率对比.....	18
图表 35: 厦门眼科中心患者来源比例 .....	18
图表 36: 公司国际知名眼科专家介绍 .....	19
图表 37: 公司各专业类型人员结构 (1H22) .....	19
图表 38: 公司各类职称医务人员数量 .....	19
图表 39: 公司福建省内眼科专科医院服务网络布局.....	20

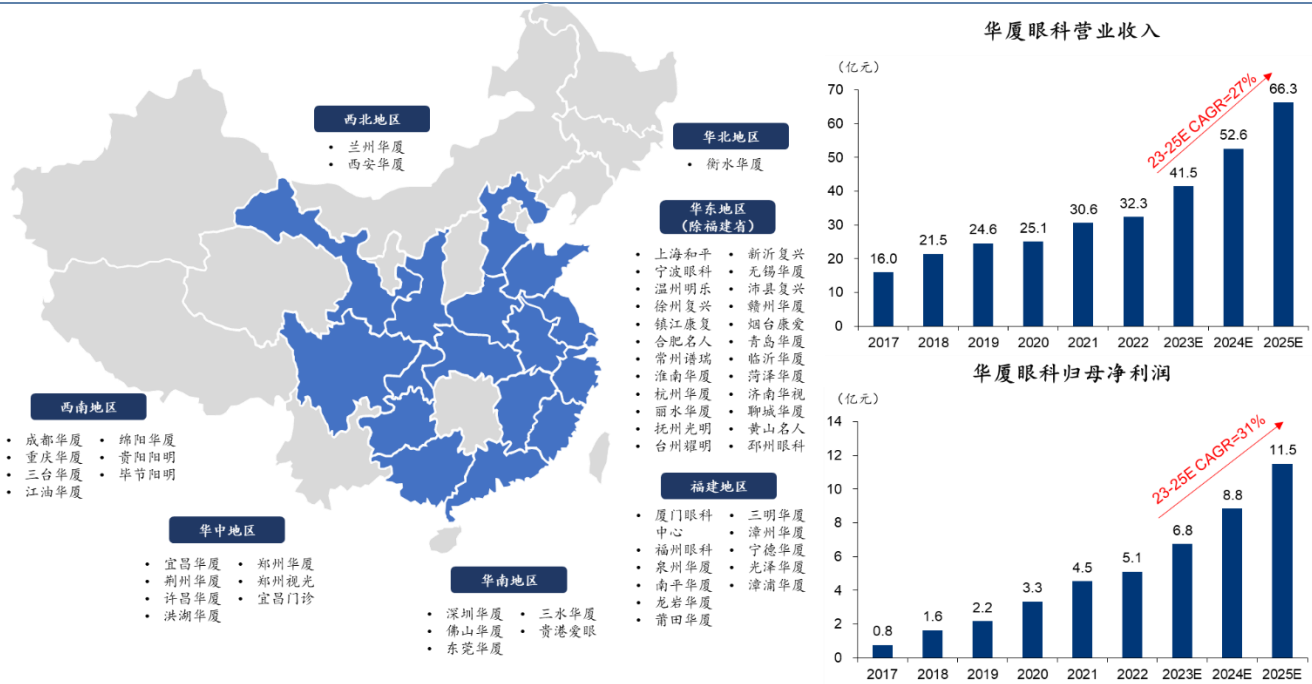


图表 40: 公司福建省内眼科专科医院基本情况 (除厦门眼科中心)	20
图表 41: 福州眼科营业收入	21
图表 42: 福州眼科净利润	21
图表 43: 漳州华夏营业收入	21
图表 44: 漳州华夏净利润	21
图表 45: 公司 5 家福建省外标杆医院 2021 年营收及净利润	22
图表 46: 公司 5 家福建省外标杆医院 2021 年净利润率	22
图表 47: 上海和平营业收入	22
图表 48: 上海和平净利润	22
图表 49: 成都华夏营业收入	23
图表 50: 成都华夏净利润	23
图表 51: 重庆华夏营业收入	23
图表 52: 重庆华夏净利润	23
图表 53: 杭州华夏营业收入	24
图表 54: 杭州华夏净利润	24
图表 55: 深圳华夏营业收入	24
图表 56: 深圳华夏净利润	24
图表 57: 公司视光中心募投项目建设实施计划	25
图表 58: 公司各项主营业务 22 年收入及 23-25 年收入预测	26
图表 59: 公司屈光项目收入及预测	26
图表 60: 公司先进屈光技术设备概览	27
图表 61: 公司不同类型屈光手术收入占比情况	28
图表 62: 公司屈光业务手术量	28
图表 63: 公司视光服务项目收入及预测	29
图表 64: 2021 年公司视光服务项目收入拆分	29
图表 65: 医学验光与传统验光对比	30
图表 66: 中国大陆及部分地区角膜塑形镜渗透率对比	30
图表 67: 公司白内障项目收入及预测	31
图表 68: 中国白内障患者人数	31
图表 69: 中国及部分国家 CSR 对比	31
图表 70: 公司不同类型白内障手术收入占比情况	32
图表 71: 公司综合眼病项目收入及预测	32
图表 72: 公司主要涉及基础眼病类型	33
图表 73: 公司综合眼病项目部分业务实力介绍	33
图表 74: 2020-2025E 年公司收入拆分及毛利率预测	35
图表 75: 公司主要费用及费用率预测	35
图表 76: 华夏眼科可比公司	36
图表 77: 华夏眼科 PE-Bands	36
图表 78: 华夏眼科 PB-Bands	36

## 投资要点

**源起福建，进军全国，根基深厚的眼科服务领跑者。**华夏眼科是国内第二大的眼科连锁医疗集团，深耕福建并向全国扩张，截至 22 年底已在国内开设 57 家眼科医院（省内 11 家，省外 46 家）及 23 家视光中心。公司专家阵容强大，汇聚了黎晓新、赵堪兴等一批具有国际影响力的行业泰斗，9 名学科带头人分别在中华医学会眼科学分会各学组中担任副组长或委员，已构建覆盖眼科八大亚专科及眼视光的全科服务体系，复杂眼病诊疗能力尤为突出。伴随诊疗恢复及上市后资金力和品牌力的双重提升，我们看好 23-25 年实现超 30% 的归母净利润增速，驱动力在：1) 18 家亏损医院陆续进入盈利周期，已盈利医院大多收入及净利率快速爬坡；2) 眼病优势领域稳健向上，高毛利的消费眼科（屈光+视光）引领业绩增长；3) 产业基金助力外延，眼科医院及视光中心扩张齐头并进，放眼长期发展。

图表1：公司眼科专科医院布局及业绩预测



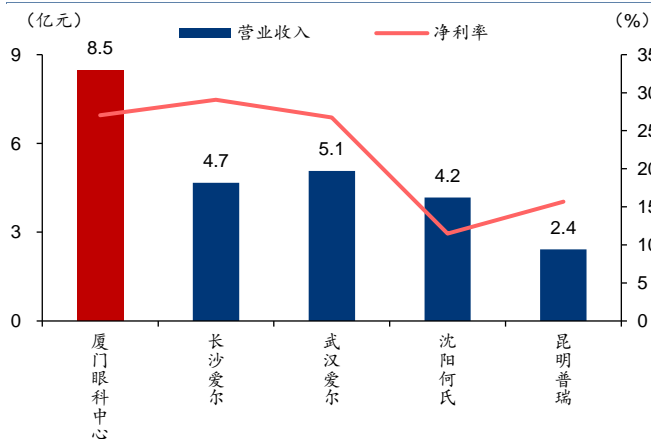
注：公司眼科专科医院布局截至 22 年底  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

**旗舰医院盈利优秀，亏损医院有望批量扭亏。**公司以厦门眼科中心为业务起点（22 年收入、净利润占比约 26%、45%），辐射福建省并向全国扩张（21 年省外收入、净利润占比约 60%、45%），目前省内 9 大地级市已实现全覆盖，全国维度已覆盖 17 个省及 46 个城市（自建及收购各约 50%）。展望未来，看好老中青三代医院齐发力催化业绩高增长：

**1) 厦门眼科中心：中流砥柱，稳健增长。**厦门眼科中心运营超 25 年，是全国领先的三级甲等专科医院，其专家及学术能力强大，定位集团医生培养及学术科研的高地。我们看好厦门眼科中心 23-25 年收入增长稳健，基于：①供给端无瓶颈：厦门眼科中心拥有思明和湖里两个院区（截至 1H22 合计注册床位 537 张），当前思明老院区贡献主要业绩，湖里（五缘）院区 19 年正式开业，整体接诊能力远未饱和；②强大的品牌力：厦门眼科中心 22 年收入 8.47 亿元，是上市眼科集团中收入体量最大的民营单体医院。得益于强大的品牌力，厦门眼科中心及集团整体 22 年净利率分别达 27.0%及 15.7%，位列行业第一梯队；③疫后诊疗复苏，前期压制需求释放，消费升级驱动客单价提升。

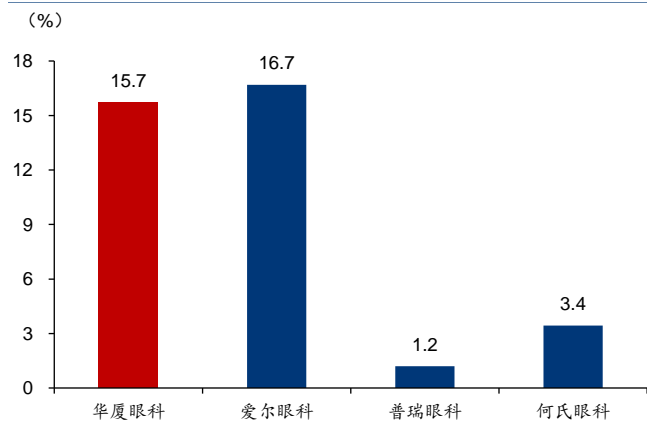


图表2：上市眼科集团代表性单体医院 2022 年营业收入对比



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表3：上市眼科集团 2022 年净利率对比



资料来源：各公司公告，华泰研究

**2) 成熟大医院：区域旗舰，高速增长。**除厦门眼科中心外，福州眼科、上海和平、成都华夏、深圳华夏、重庆华夏等为集团具备一定成熟度的单体医院，并以各自为中心在当地逐渐形成医院集群。其 21 年收入大多位于 1-2 亿元区间，5 家医院平均净利率为 12.0%。考虑区域旗舰医院院龄普遍较为年轻（21 年除上海和平外，其余 4 家院龄均在 10 年以内）且净利率水平不高，伴随诊疗向好，我们看好其收入体量及净利率的双重抬升。

图表4：华夏眼科主要成熟大医院经营信息（除厦门眼科中心）

医院名称	成立时间	院龄（以 21 年计）	21 年营业收入（百万元）	21 年净利润（百万元）	21 年净利率
福州眼科	2012.02.20	9	151.42	14.16	9.4%
成都华夏	2014.09.10	7	100.49	6.86	6.8%
深圳华夏	2015.04.01	6	191.14	39.14	20.5%
重庆华夏	2016.03.17	5	108.10	20.94	19.4%
上海和平	2002.11.04	19	189.37	7.06	3.7%
平均值		9	148.10	17.63	12.0%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**3) 其它医院：亏损减少，快速爬坡。**公司 21 年时旗下医院仍有 18 家处于亏损状态（合计亏损约 1 亿元），主因大多尚处于培育期，叠加近年疫情影响经营节奏。根据公司过往经营及行业经验，眼科医院实现盈利的周期一般在 4-6 年。公司 21 年亏损的医院中，18 年及之前开业（以 23 年计算，院龄 5 年及以上）的占比超 60%，有望批量进入盈利周期。伴随疫后诊疗恢复及上市后品牌力的提升，我们预计集团内亏损医院数 23 年有望减至个位数，24 年存量医院有望全部实现扭亏为盈，对集团净利润的拖累或显著降低。

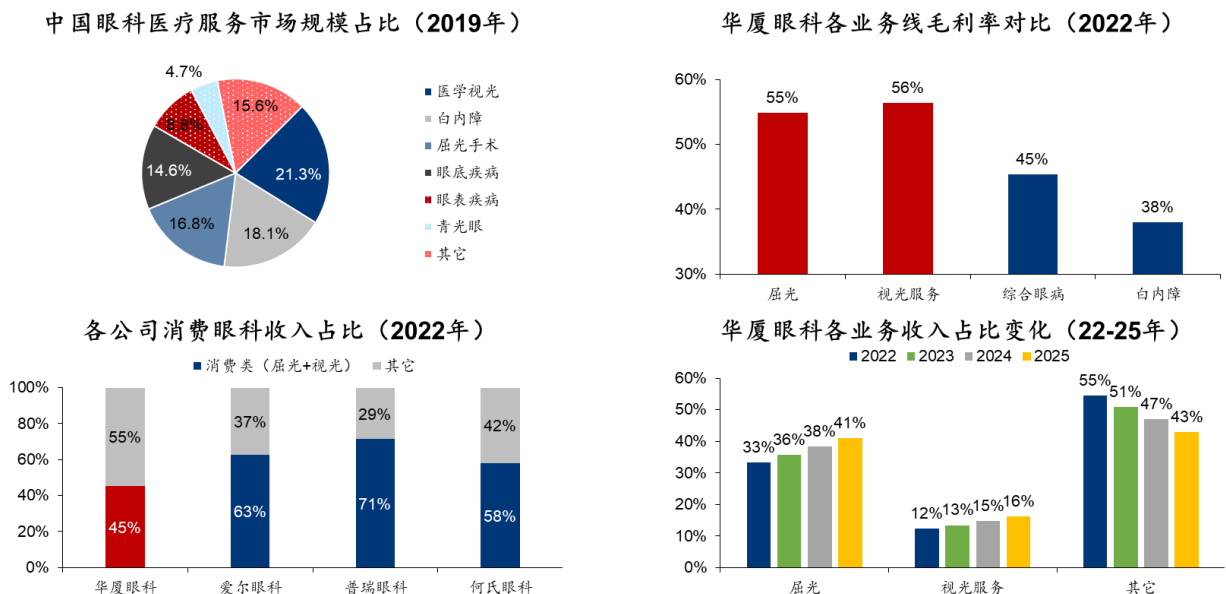
图表5: 公司旗下主要亏损医院信息一览 (2021 年数据)

医院名称	成立时间	院龄 (以 2021 年计算)	2021 年净利润 (万元)
郑州华夏	2014.12.04	约 7 年	-567
赣州华夏	2015.05.27	约 6 年	-549
菏泽华夏	2015.03.16	约 6 年	-214
许昌华夏	2015.11.27	约 6 年	-799
淮南华夏	2016.06.17	约 5 年	-174
无锡华夏	2016.12.06	约 5 年	-1050
兰州华夏	2016.02.09	约 5 年	-1204
荆州华夏	2016.03.08	约 5 年	-652
温州明乐	2017.04.01	约 4 年	-32
沛县复兴	2017.06.14	约 4 年	-12
临沂华夏	2017.03.02	约 4 年	-880
三台华夏	2017.04.05	约 4 年	-609
江油华夏	2017.05.15	约 4 年	-515
济南华视	2018.11.06	约 3 年	-580
绵阳华夏	2018.09.17	约 3 年	-585
丽水华夏	2019.05.23	约 2 年	-717
聊城华夏	2019.06.21	约 2 年	-454
邳州眼科	2019.09.17	约 2 年	-172
漳浦华夏	2020.08.28	约 1 年	-176
洪湖华夏	2020.08.28	约 1 年	-101
光泽华夏	2021.04.28	不到 1 年	-9
黄山名人	2021.07.09	不到 1 年	-5
合计			-10057

注: 其中邳州眼科为 22 年 8 月收购而来;  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

巩固眼病优势领域, 发力毛利高、空间大的消费眼科。视光及屈光是眼科服务市场中排名前三的两大细分 (19 年规模占比分别为 21.3%及 16.8%), 偏消费属性 (非医保), 具备毛利高、空间大等特点。公司早期以偏严肃医疗的眼病业务 (眼底、眼表、白内障等) 为发展基础, 22 年收入中屈光及视光业务收入合计占比仅 45% (VS 爱尔/普瑞/何氏的 63%/71%/58%), 相对可比公司提升空间较为可观。公司近年在夯实眼病优势的同时, 显著提升消费眼科的战略定位, 眼病业务积累的良好口碑及品牌力有望较好延展至消费眼科, 我们看好屈光及视光引领整体业绩增长 (我们预计 23-25 年屈光、视光收入 CAGR 分别为 36%、39% VS 公司整体 27%), 收入占比快速提升 (25 年合计近 60%) 进而拉动整体毛利率抬升。

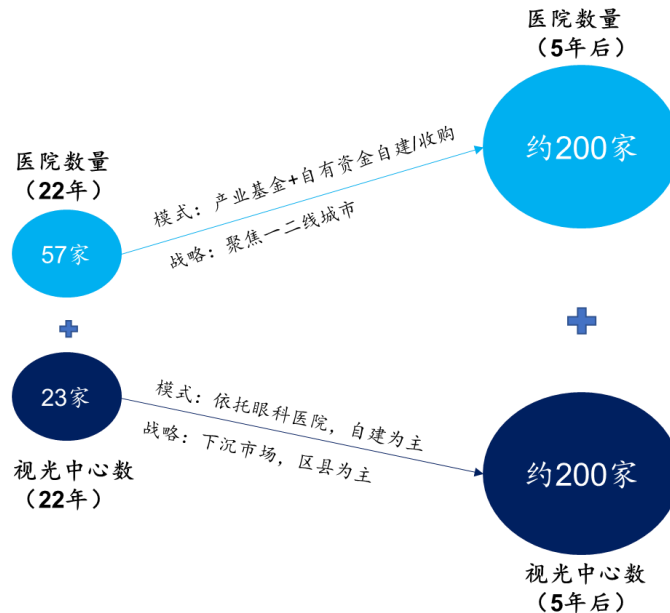
图表6: 中国眼科医疗服务市场规模占比、华夏眼科各业务线情况及同业对比



资料来源: 各公司招股说明书, 各公司官网, 各公司公告, 弗若斯特沙利文, 华泰研究预测

**产业基金助力加速扩张，医院+视光中心双管齐下。**外延扩张是医疗服务公司长期发展的关键，公司账上资金充裕（截至 1Q23 账上现金超 40 亿元，其中 11M22 的 IPO 募资超 30 亿元），且计划成立多个产业发展基金，我们预计未来扩张或采取自有资金及产业基金双重模式前进，且眼科医院及视光中心并行：1) 眼科医院：未来扩张主要以人口数量、经济水平靠前的一二线城市为主，公司目标 5 年后旗下管理眼科医院数量累计约 200 家（VS 22 年底 57 家，即期间新增约 150 家），每年新增医院数超 20 家；2) 视光中心：依托各地眼科医院发展扩张，主要覆盖区县下沉市场，公司目标 5 年后旗下视光中心数达近 200 家（VS 22 年底的 23 家）。

图表7： 华夏眼科未来 5 年医院及视光中心扩张计划



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

**盈利预测及估值：**我们预计公司 23-25 年营业收入同比增长 28.3%/26.8%/26.1%，归母净利润同比增长 32.2%/30.8%/30.1%。公司收入体量及盈利能力位居行业第一梯队，全国性扩张能力持续被验证，增长驱动众多，给予 23 年 80x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 61x），对应目标价 96.64 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**区别于市场的观点：**

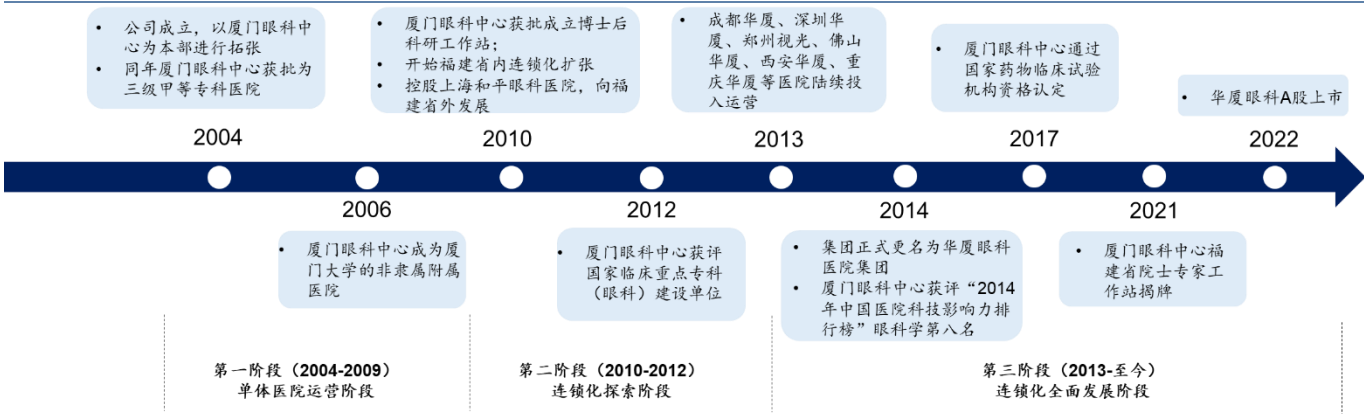
- 1) 市场部分投资者认为，公司目前仍以偏严肃医疗的眼病诊疗业务（眼底、眼表、白内障等）为主要发展驱动，但我们认为，公司已明显提升消费眼科（屈光、视光等）的战略定位，并有望将眼病业务积累的良好口碑及品牌力拓展至消费眼科，我们看好公司 25 年消费眼科收入占比近 60%；
- 2) 市场部分投资者认为，公司目前亏损医院相对较多，业绩不确定性或较高，但我们认为，公司现存亏损医院已批量进入盈利周期（院龄 4-6 年），叠加疫情防控政策优化后院内诊疗活动趋于正常，我们看好公司 23 年亏损医院数减至个位且 24 年存量医院全部扭亏；
- 3) 市场部分投资者认为，公司品牌影响力目前仍主要局限于福建省内，但我们认为，公司已形成全国性服务网络布局且省外医院已成为公司发展重要支柱（21 年省外收入、净利润占比约 60%、45%），我们看好公司品牌力的持续提升；
- 4) 市场部分投资者认为，公司省外成熟医院多以收购方式而来，省外自建医院模式仍待考察，但我们认为，公司截至 22 年底已在福建省外拥有 46 家医院，其中不乏成都华夏、深圳华夏、重庆华夏、杭州华夏等发展较为成熟且收入体量较高的自建医院，我们看好公司在自建及收购并举的方式下实现更好更快发展。



## 华夏眼科：扎根福建，走向全国

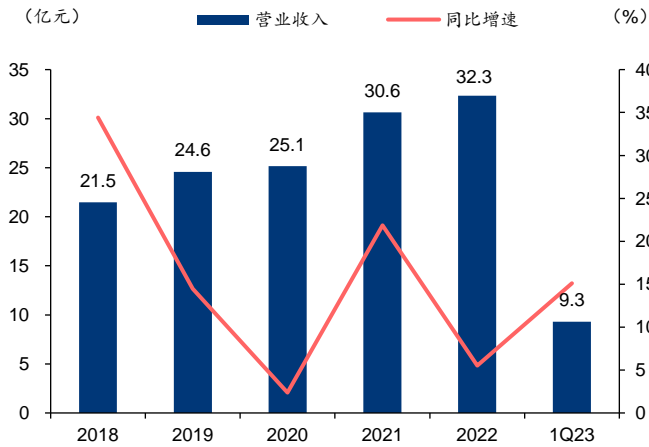
**眼科医疗服务领军者，整体经营稳健。**华夏眼科成立于 2004 年，是一家专注于各类眼科疾病诊疗的大型医疗连锁集团。十余年来，公司由单体医院运营扩张为全国连锁医院布局，建立健全了覆盖白内障、屈光、眼底、斜弱视及小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶和眼肿瘤、眼外伤八大亚专科及眼视光专科的全科诊疗服务体系。因国内新冠疫情散发影响眼科患者就诊，2022 年公司业绩增速略有放缓，公司 22 年实现营业收入 32.3 亿元，同比增长 5.5%，实现归母净利润 5.1 亿元，同比增长 12.5%。伴随国内疫后常规诊疗复苏，公司业绩重回较快增长，1Q23 实现营业收入 9.3 亿元，同比增长 15.1%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 34.0%。

图表8：华夏眼科发展历程



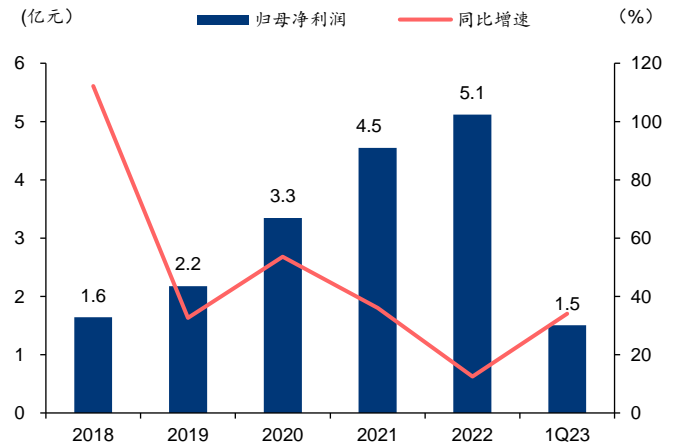
资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰研究

图表9：华夏眼科营业收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

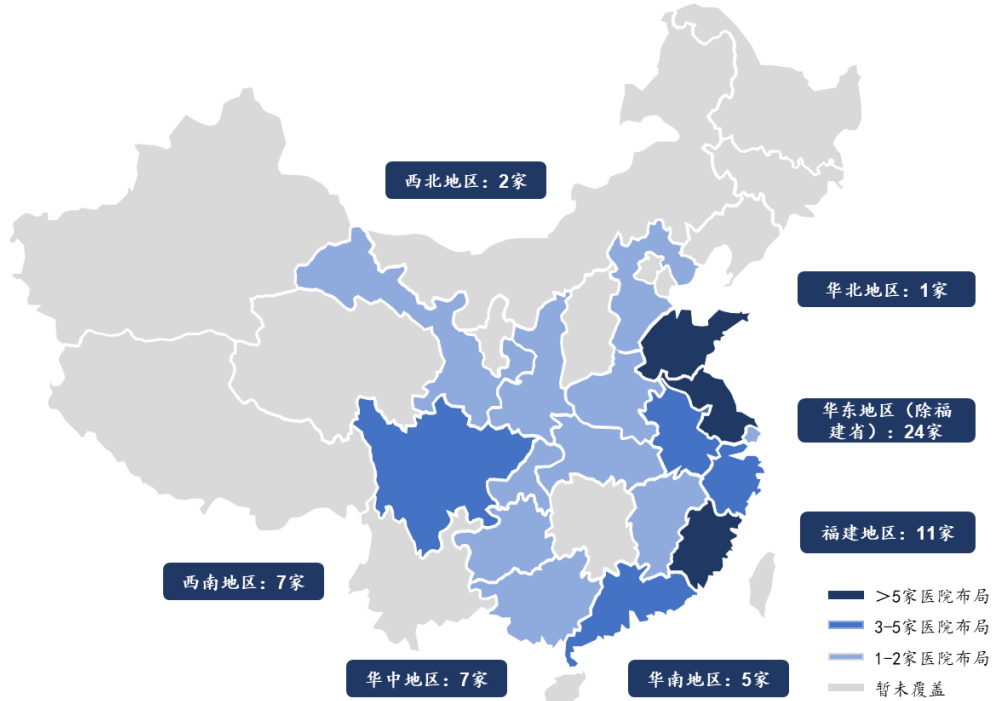
图表10：华夏眼科归母净利润及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

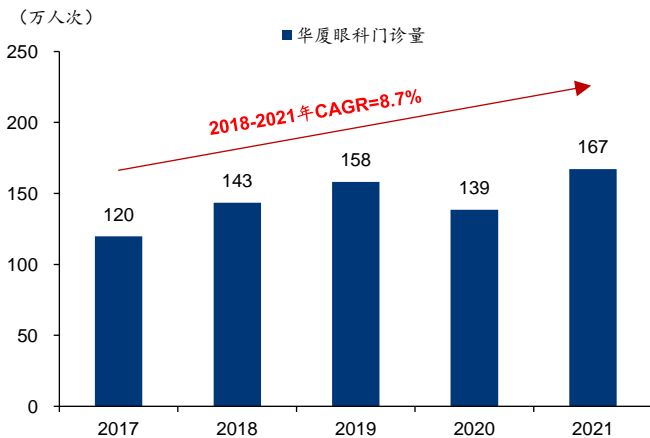
**由点及面，星火燎原。**公司以厦门眼科中心为发展起点，持续拓展眼科诊疗服务网络。截至 22 年底，公司已在全国的 17 个省或直辖市建立了 57 家眼科专科医院和 23 家视光中心。虽然国内新冠疫情局地散发对公司旗下部分医院造成了停诊、限流等负面影响，但公司诊疗量依然稳中有升，公司 2021 年门诊接诊 167.1 万人次，2018-2021 年 CAGR 为 8.7%，2021 年完成手术 29.3 万例，2018-2021 年 CAGR 为 10.8%。

图表11：华夏眼科眼科专科医院网络分布（截至 2022 年底）



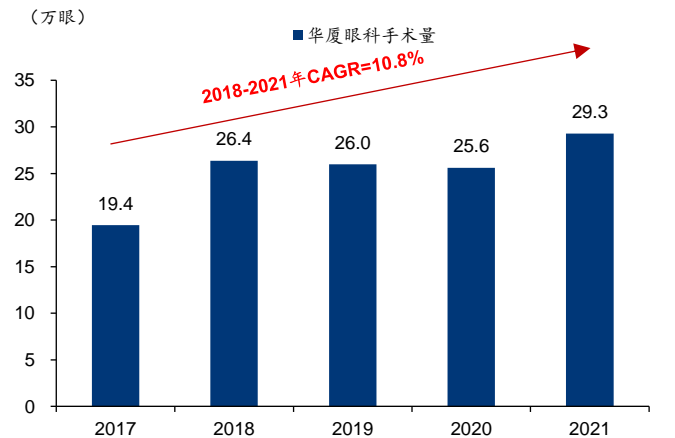
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表12：公司历年门诊量



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

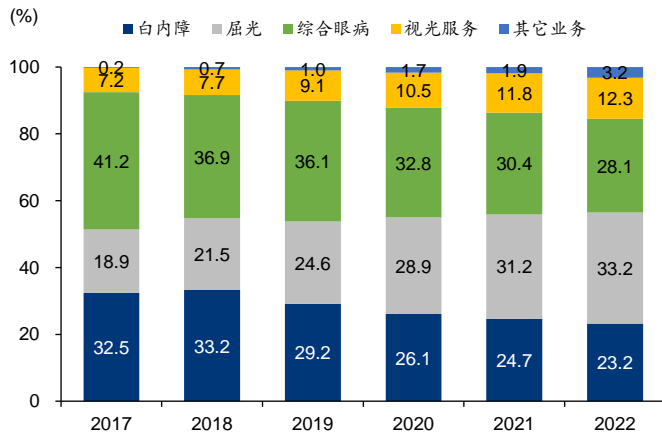
图表13：公司历年手术量



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

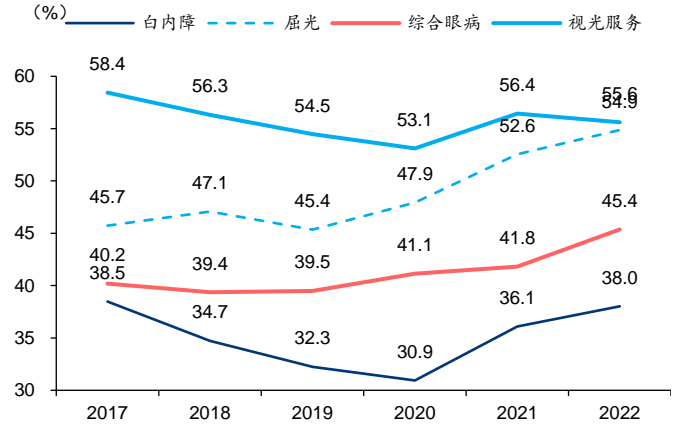
**业务布局完善，消费眼科领衔增长。**公司主要业务包括白内障项目、屈光项目、综合眼病项目（眼底手术、眼表手术、斜弱视及小儿眼科等）、视光服务项目及其它业务。其中，屈光项目逐渐成长为公司业务的中坚力量，其 22 年收入占营收总量的 33.2%，毛利占总毛利的 37.9%；视光服务项目贡献稳步提升，其 22 年收入占总营收比重已增至 12.3%。毛利率角度看，视光服务项目及屈光项目毛利率相对较高，其 22 年分别达到 55.6%和 54.9%。随着公司屈光项目和视光服务项目等非医保结算业务贡献持续提升，公司医保结算收入占总营收比重逐年下降，占比从 2019 年的 30.5%下降至 1H22 的 22.0%。

图表14: 公司营业收入拆分 (按业务类型)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰研究

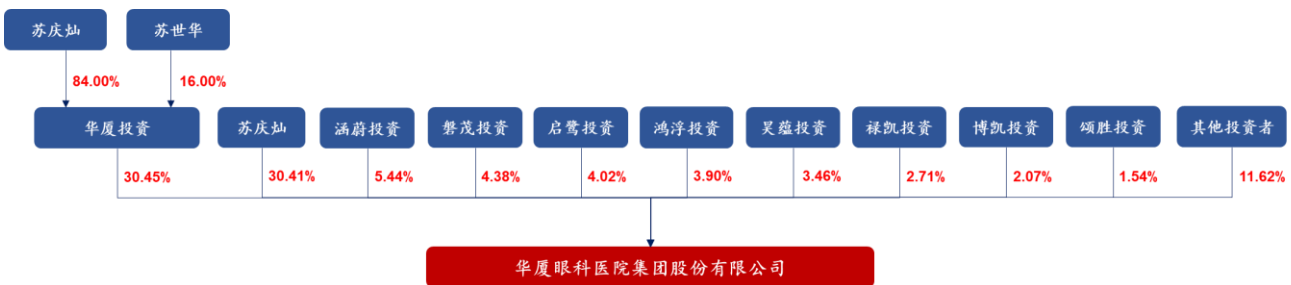
图表15: 公司各项眼科业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰研究

**股权结构集中, 实控人经验丰富。**董事长苏庆灿为公司实际控制人。截至 1Q23, 苏庆灿及其一致行动人苏世华合计持有公司 63% 的股份, 股权结构集中; 公司共有 6 个员工持股平台, 包括涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资和颂胜投资, 其合计持有公司 19.12% 的股份。董事长苏庆灿作为公司掌舵人, 深耕民营眼科服务行业多年, 并先后担任厦门市社会医疗机构协会首任会长、中国非公立医疗机构协会眼科专业委员会副主任委员、中国健康促进基金会光明基金管委会副主任委员等职务, 行业经验丰富。

图表16: 华夏眼科境内股权结构 (截至 1Q23)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰研究

**员工持股激励充分, 提升业务骨干积极性。**公司重视员工利益, 通过员工持股等方式促进员工与企业协同发展。根据公司投资者关系活动记录表 (编号: 2023-002), 公司上市前给予核心医疗人员、管理人员的员工持股比例达到 20% 以上, 且公司的 7 名核心技术人员均通过间接持股的方式持有公司股份。我们认为, 公司的员工持股计划覆盖范围较广且激励机制充分; 我们看好公司在核心专家积极性得到有效调动的背景下实现长期向好发展。

图表17: 公司核心技术人员持股情况

姓名	职务/亲属关系	间接持股主体	在间接持股主体所持有的股份比例	通过间接持股主体持有公司的股份比例	合计间接持有公司的股份比例
黎晓新	厦门眼科中心总院长	禄凯投资	2.63%	0.08%	0.08%
张妮维	核心技术人员、上海和平院长郭海科的配偶	鸿浮投资	9.16%	0.40%	0.40%
张广斌	厦门眼科中心业务副院长、白内障学科带头人	涵蔚投资	8.59%	0.52%	0.52%
吴护平	厦门眼科中心业务副院长、眼表与角膜病学科带头人	涵蔚投资	3.61%	0.22%	0.22%
潘美华	厦门眼科中心业务副院长、斜弱视与小兒眼科学科带头人	涵蔚投资	3.44%	0.21%	0.21%
陈晓明	成都华夏院长	昊蕴投资	2.48%	0.10%	0.10%
刘苏冰	郑州视光院长	昊蕴投资	4.13%	0.16%	0.16%
		鸿浮投资	7.74%	0.34%	0.50%

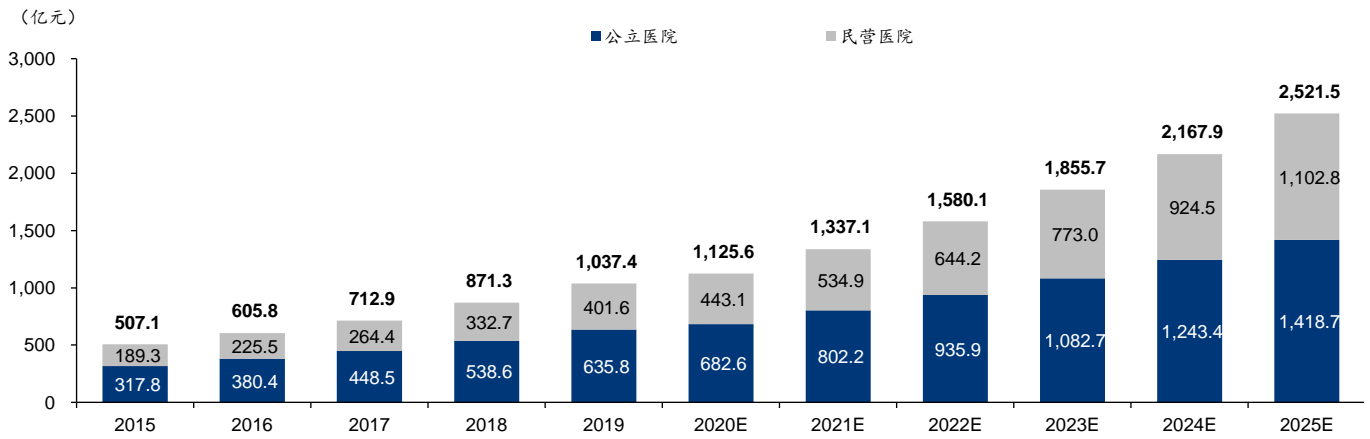
注: 截至 2022 年 10 月

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

## 中国眼科医疗服务市场：规模持续扩张，民营领军者不断涌现

中国眼科医疗服务市场景气向上。根据灼识咨询的资料，2019 年我国眼科医疗服务市场规模已突破千亿大关，达到 1037.4 亿元（2016-2019 年 CAGR=19.6%），其中民营眼科医疗服务的市场规模已达 401.6 亿元（2016-2019 年 CAGR=20.7%），占比为 38.7%；其预计 2025 年眼科医疗服务整体市场规模将增至 2521.5 亿元（2020-2025 年 CAGR=16.0%），其中民营眼科医疗服务的市场规模将达 1102.8 亿元（2020-2025 年 CAGR=18.3%），占比稳步提升至 43.7%，主因：1) 患者数增长、诊疗意愿提升、技术升级及支付能力提高多因素联合驱动眼科医疗服务需求释放；2) 专业人才培养及硬件设施发展为眼科医疗服务供给提升奠定基础；3) 民营眼科服务机构优势明显，发展可期。

图表 18：我国眼科医疗服务市场规模

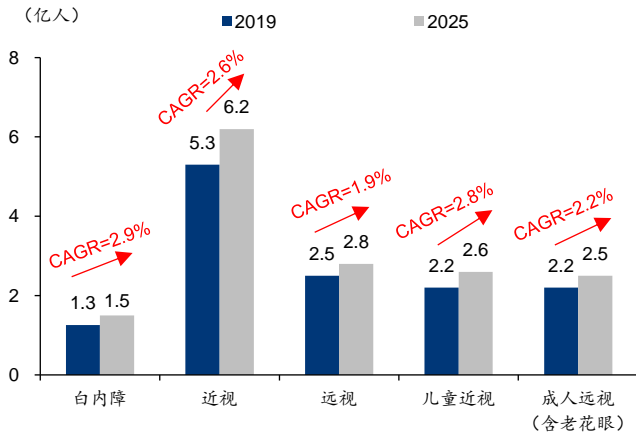


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华泰研究

### 需求侧：患者众多与消费升级联合驱动需求释放

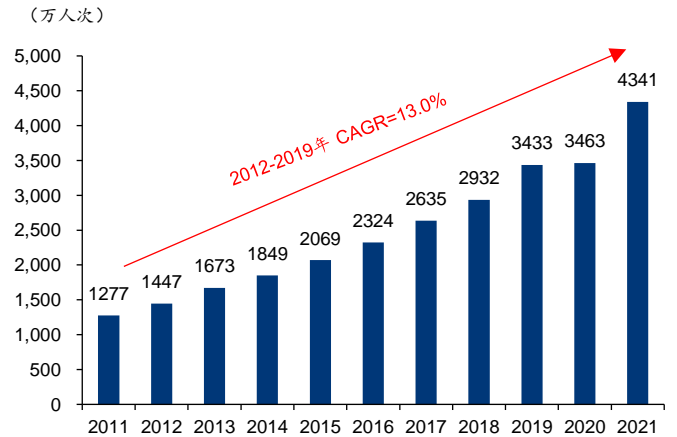
我国眼科疾病患者众多，主动就诊人数持续提升。近年来，在人口老龄化、电子产品长时使用等多因素作用下，我国各类眼科疾病发病率持续上升。根据灼识咨询的资料，2019 年我国白内障、近视和远视患者数分别为 1.3 亿、5.3 亿和 2.5 亿，预计将于 2025 年分别达到 1.5 亿、6.2 亿和 2.8 亿；其中 2019 年儿童近视和成人远视（含老花眼）患者数分别为 2.2 亿和 2.2 亿，并将在 2025 年分别达到 2.6 亿和 2.5 亿。健康教育的普及与居民早诊早治意识的提升助力眼科诊疗人次加速增长。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国眼科医院诊疗人次数从 2011 年的 1277 万人次迅速增至 2021 年的 4341 万人次（2011-2021 年 CAGR=13.0%）。我们看好庞大患者基数和国民健康意识提高带来稳定的眼科就诊需求。

图表 19：我国常见眼科疾病患者数量



资料来源：灼识咨询，华泰研究

图表 20：我国眼科医院诊疗人次数



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

**诊疗技术持续升级。**由于眼部解剖及功能的复杂性，眼科疾病的检查和诊治与其他临床学科有着明显差异。随着眼科学研究逐渐深入，眼科诊疗的基础理论与配套设备持续迭代，推动眼部疾病治疗效果的不断改善。未来随着相关技术的进一步发展，我们看好患者在诊疗过程更优、治疗结果更好等因素的驱动下进一步提升就诊意愿。

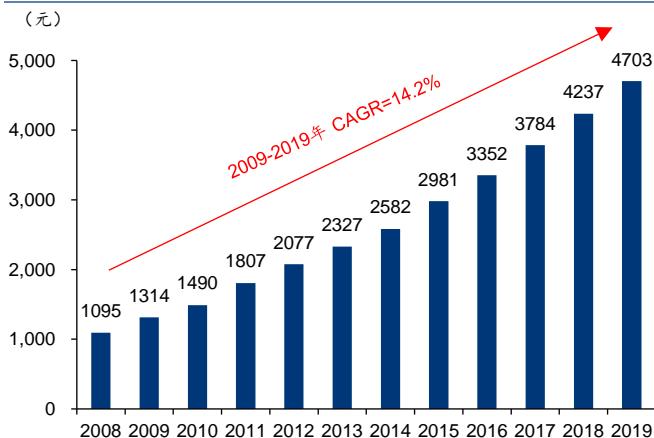
**图表21：常见眼科疾病的常用治疗方式**

眼科疾病	常用治疗手段	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、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等）	控制
	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）	控制
眼底病	药物治疗（玻璃体内注射抗 VEGF 药物等）	改善或挽救视力
	激光治疗（激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等）	
	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）	改善
	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）	
	手术治疗（自体颌下腺移植等）	

资料来源：普瑞眼科招股书，华泰研究

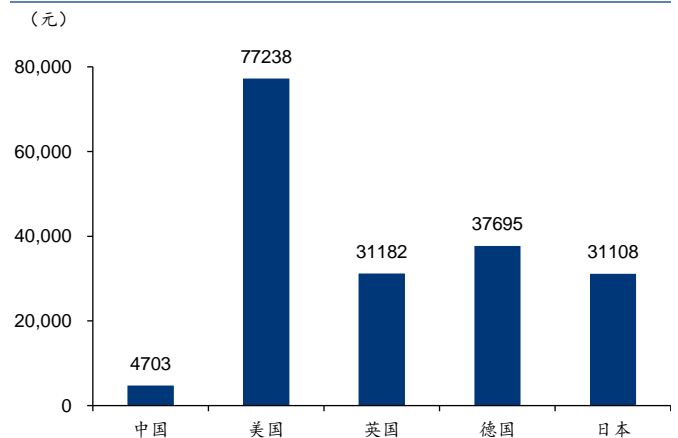
**居民医疗支付能力逐年增长且提升空间广阔。**近年来，随着我国居民人均可支配收入的稳步提升及医疗保障体系覆盖范围的持续扩大，我国居民医疗支付能力提升显著；根据灼识咨询的资料，我国人均医疗支出从 2008 年的 1095 元大幅提升至 2019 年的 4703 元（2009-2019 年 CAGR=14.2%）。但与发达国家相比，我国人均医疗费用的提升空间依旧可观；根据灼识咨询的资料，2019 年美国人均医疗费用多达 7.7 万元人民币，英国、德国、日本人均医疗费用则均超 3 万元人民币。随着我国综合实力的持续提升和医疗服务能力的进一步完善，我们看好医疗支付能力提升加速我国眼科市场扩容。

**图表22：中国人均医疗支出**



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，华泰研究

**图表23：中国及部分发达国家人均医疗费用对比（2019年）**



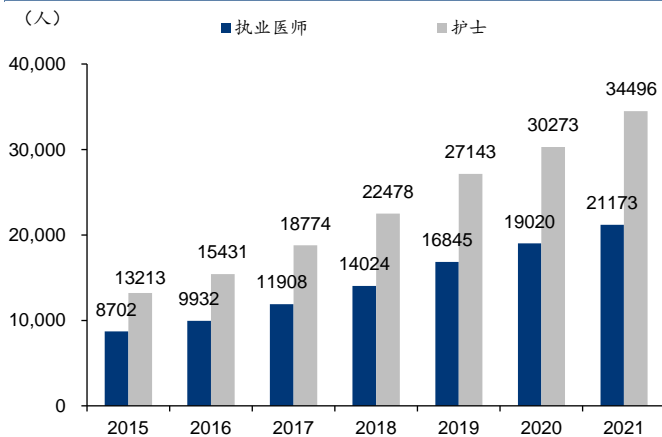
资料来源：OECD 数据，《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，华泰研究



### 供给侧：人才培养及设备配置是提升供给的关键因素

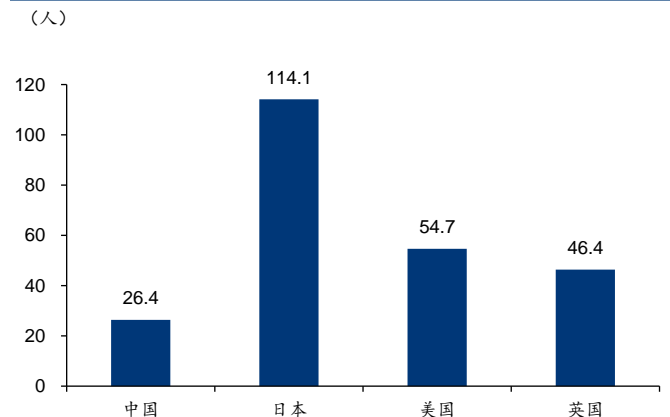
眼科医护数量快速增长，但仍存较大缺口。近年来，随着行业政策的正向引导和人才培养体系的逐渐健全，我国眼科从业人员数量快速增长；根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国眼科专科医院执业医师数量从2015年的8702人增至2021年的21173人（2016-2021年CAGR=16.0%），眼科专科医院护士数量从2015年的13213人增至2021年的34496人（2016-2021年CAGR=17.3%）。然而，我国眼科专业人才培养缺口仍然不容忽视；根据灼识咨询的资料，2015年我国每百万人口拥有眼科医生26.4人，而同期日本、美国和英国每百万人眼科医生数量分别为114.1/54.7/46.4人，均明显高于我国。我们认为，专业人才数量的快速增长或有望为我国眼科医疗服务行业的高质量发展打下基础。

图表24：中国眼科专科医院执业医师及护士人数



注：执业医师中包含执业助理医师；仅包含眼科专科医院执业医师数以及护士数  
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

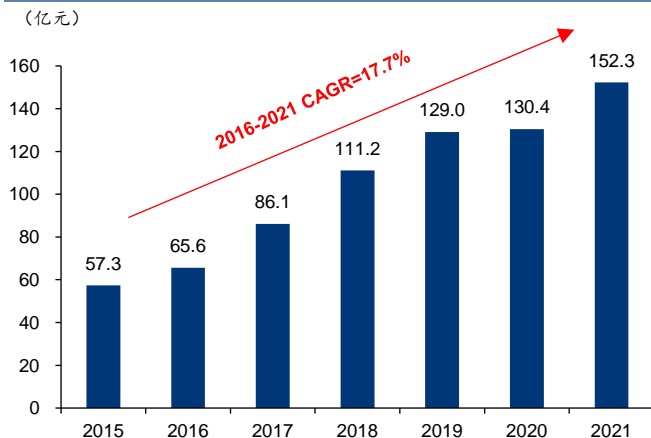
图表25：中国及部分发达国家每百万人眼科医生数对比（2015年）



资料来源：灼识咨询，华泰研究

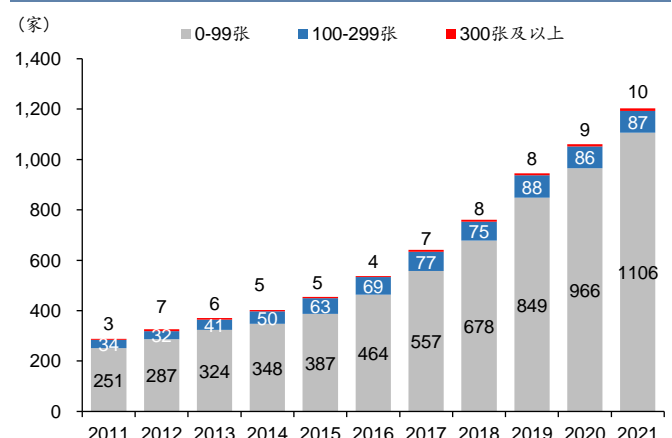
眼科诊疗高度依赖先进设备，设备配置投入多且优化空间大。眼科诊疗正逐步向着精准化、微创化的方向发展，诊疗技术的转型升级对配套医疗设备有较高的需求；根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国眼科专科医院万元以上设备总价值已从2015年的57.3亿元增长至2021年的152.3亿元（2016-2021年CAGR=17.7%）。但我国眼科资源配置仍存在明显短板，2021年我国床位数不足百张的眼科专科医院共1106家，占眼科专科医院总数的92.0%；限于各地经济水平差异和医学高校集中度等因素，我国眼科资源分布具有明显地域差异，东部地区的眼科病床密度显著高于中西部省份。随着我国经济持续发展，我国眼科诊疗资源配置有望进一步完善，助推我国眼科医疗服务供给能力稳步提升。

图表26：我国眼科专科医院万元以上设备总价值



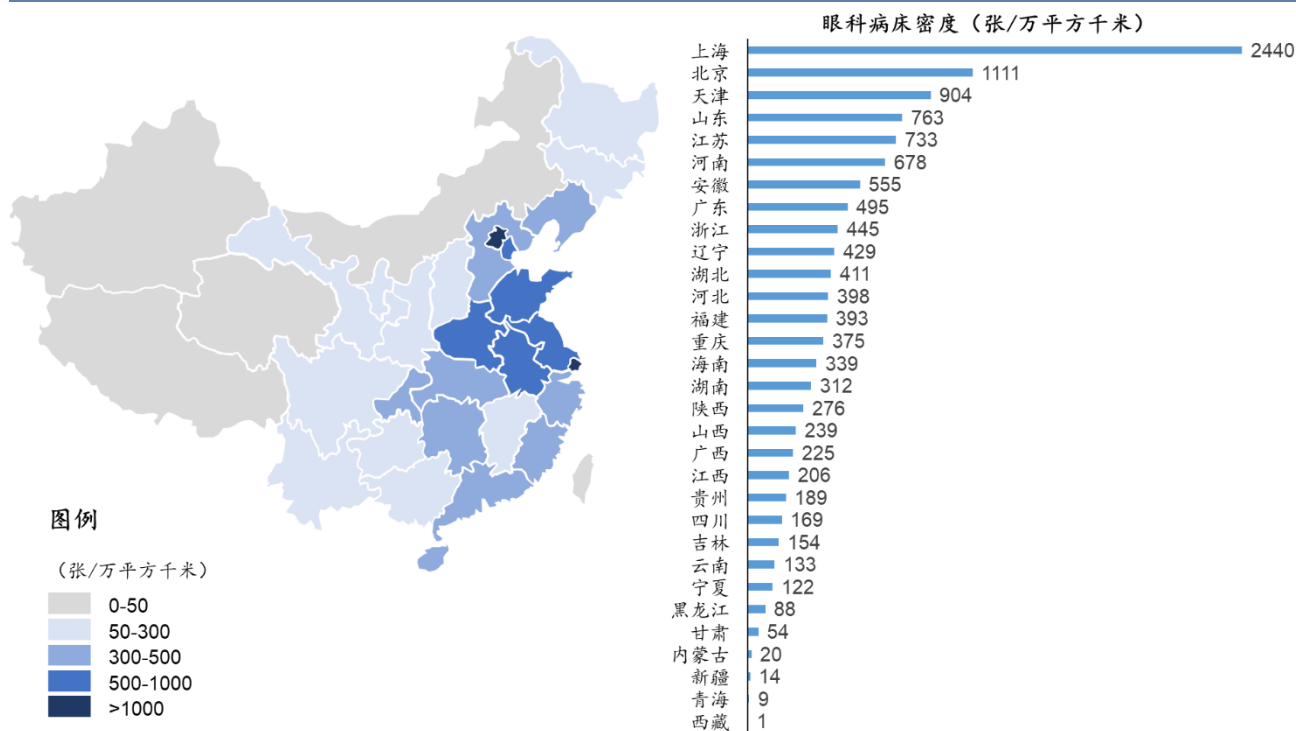
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

图表27：按床位数组的眼科专科医院数



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

图表28：中国分省眼科病床密度（2021年）



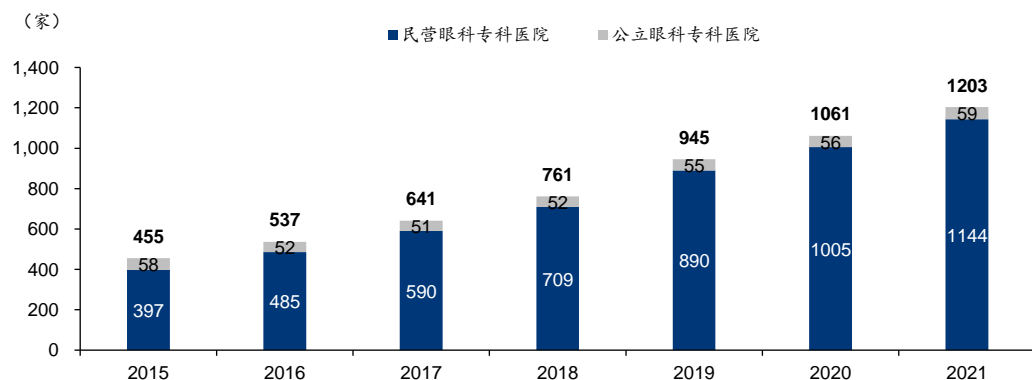
注：不包含港澳台数据

资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国家统计局，华泰研究

### 民营眼科机构有望成为行业发展不可或缺的中坚力量

民营眼科医疗机构蓬勃发展、不断向好。近年来，民营医院作为我国眼科专科医院发展的主力军，推动眼科专科医院数量持续增加；根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国眼科专科医院总量从2015年的455家增加至2021年的1203家（2016-2021年CAGR=17.6%），其中民营眼科专科医院从2015年的397家增加至2021年的1144家（2016-2021年CAGR=19.3%），占比从87.3%提升至95.1%。我们认为民营眼科医疗机构或将有望保持稳定增长势头，成为行业发展的中流砥柱，基于：

图表29：中国眼科专科医院数



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

1) 丰富的诊疗条件满足患者不同需求。与传统的公立眼科医疗机构相比，民营眼科医疗机构的诊疗服务更加灵活多元，体现在：民营眼科医院经营体制相对灵活，便于集中资源快速引进先进诊疗技术和高端设备；民营眼科医院能够充分借力社会资本，对诊疗服务进行提质增效；民营眼科医疗机构能够着眼所在地市场环境特点，匹配切合发展需要的服务覆盖形式，通过多样化的建院模式覆盖广阔患者群体。

**2) 连锁式发展助力企业降本增效。**民营眼科医疗机构的连锁经营模式在跨区域扩张中优势明显，体现在：规模化经营可有效降低旗下各医院的平均运营成本；系统化管理便于建立统一的人才招募、使用、培养和激励机制，充分发挥专业人才价值；品牌化宣传使医院更易实现对周边患者的持续引流。

**3) 利好政策增强社会办医发展新动能。**随着我国医疗卫生体制改革的持续深化，政府陆续出台一系列针对社会办医的支持性政策；其中，国家卫健委于 2022 年 1 月发布的《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》明确鼓励社会办医，对于社会办医区域总量和空间不作规划限制。同时，包括眼科在内的各类民营医疗机构备受国内资本市场青睐；其中，何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科相继于 2022 年实现 A 股 IPO 上市，同年爱尔眼科亦顺利完成超 35 亿元的定向增发。利好政策的逐步落地，为包括眼科在内的民营医疗服务市场发展再添东风。

图表30：近年来我国出台的关于支持社会办医的相关政策

实施日期	发文机构	政策名称	主要内容
2015.3	国务院	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）	鼓励社会力量举办中医类专科医院、康复医院、护理院（站）以及口腔疾病、老年病和慢性病等诊疗机构。允许医师多点执业。支持社会办医疗机构加强重点专科建设，引进和培养人才，提升学术地位，加快实现与医疗保障机构、公立医疗机构等信息系统的互联互通。
2015.6	国务院	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	（1）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。 （2）鼓励社会办医疗机构以股权融资、项目融资等方式筹集开办费和发展资金。支持符合条件的社会办营利性医疗机构上市融资或发行债券，对接多层次资本市场，利用多种融资工具进行融资。 （3）将符合条件的社会办医疗机构纳入医保定点范围，执行与公立医疗机构同等政策。
2016.7	国家卫生计生委	关于印发医疗机构设置规划指导原则（2016-2020 年）的通知	鼓励社会办医，提出加快推进社会办医成规模、上水平发展，将社会办医纳入相关规划，按照一定比例为社会办医预留床位和大型设备等资源分配空间；在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医数量和地点的限制
2016.1	国务院	“健康中国 2030”规划纲要	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。个体诊所设置不受规划布局限制。破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。逐步扩大外资兴办医疗机构的范围。
2016.12	国务院	“十三五”深化医药卫生体制改革规划	鼓励社会力量兴办健康服务业，扩大健康服务相关支撑产业规模，优化健康服务业发展环境。健全非营利性和营利性医疗机构分类管理制度。
2017.5	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	（1）积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。 （2）在审批专科医院等医疗机构设置时，将审核重点放在人员资质与技术服务能力上，在保障医疗质量安全的前提下，动态调整相关标准规范。根据群众健康需求和社会办医发展需要，完善眼科医院等部分医疗机构基本标准。 （3）落实连锁经营的服务企业可由企业总部统一办理工商注册登记手续的政策，鼓励健康服务企业品牌化连锁化经营。 （4）支持社会办医疗机构引入战略投资者与合作方，加强资本与品牌、管理的协同，探索委托知名品牌医疗实体、医院管理公司、医生集团开展经营管理等模式。
2020.6	全国人大常委会	基本医疗卫生与健康促进法	国家鼓励政府举办的医疗卫生机构与社会力量合作举办非营利性医疗卫生机构。国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作
2022.1	国家卫生健康委	医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）	明确鼓励社会办医，拓展社会办医空间，对社会办医区域总量和空间不作规划限制

资料来源：各部门官网，华夏眼科招股书，普瑞眼科招股书，华泰研究

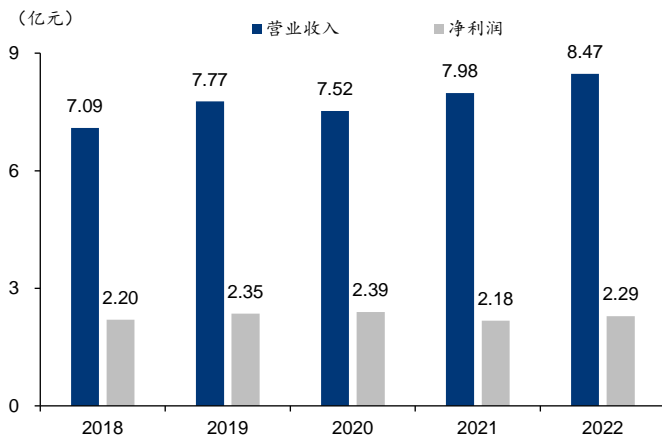
## 医院维度：以点扩面辐射全国，核心竞争力持续强化

服务网络不断拓展，省内外医院齐发力。截至 2022 年底，公司已在国内开设了 57 家眼科专科医院（福建省内 11 家，福建省外 46 家）和 23 家视光中心，其中自建与收购的医院数量占比约为 1:1。公司旗下医院经营持续向好，亏损医院数量逐年减少，其中 21 年有 18 家处于亏损状态（主因大多尚处于培育期，叠加近年疫情影响经营节奏）；伴随疫后诊疗恢复及上市后品牌力提升，我们预计集团内亏损医院数 23 年有望减至个位数，24 年存量医院有望全部实现扭亏为盈。公司上市后募集资金充沛且产业发展基金即将设立，我们看好公司眼科诊疗服务网络建设进入快速发展期。我们预计公司 23-25 年收入同比增速分别为 28.3%/26.8%/26.1%，其中省外医院整体收入增速预计快于省内。

## 深耕福建：以厦门眼科中心为核心，省内医院高效联动

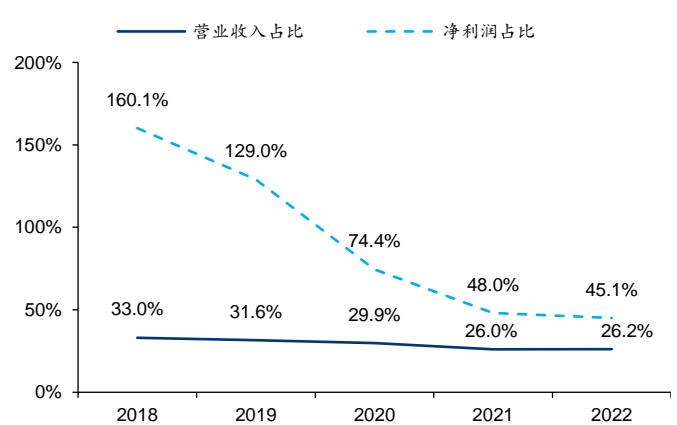
业务核心，经营稳健。厦门眼科中心自 2004 年通过医疗机构改制成为公司旗下的首家医院以来，持续提升设备硬实力及人才软实力，目前已成为公司内部运营规模最大的单体医院，截至 1H22，医院注册床位数已达 537 张。医院经营持续稳健，其 22 年实现收入 8.47 亿元（yoy+6.2%），实现净利润 2.29 亿元（yoy+5.2%）；厦门眼科中心 22 年收入和净利润分别占公司总体的 26.2% 和 45.1%，虽因其他医院贡献提升，其对公司总体业绩的贡献占比逐年下降，但仍为公司业务重要支柱。我们看好厦门眼科中心作为公司内部的临床、教学、科研中心持续向公司内其他医院输出优质的临床技术、医护人才和管理经验，并实现自身的长期可持续发展。

图表 31：厦门眼科中心营业收入及净利润



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表 32：厦门眼科中心营业收入及净利润贡献占比

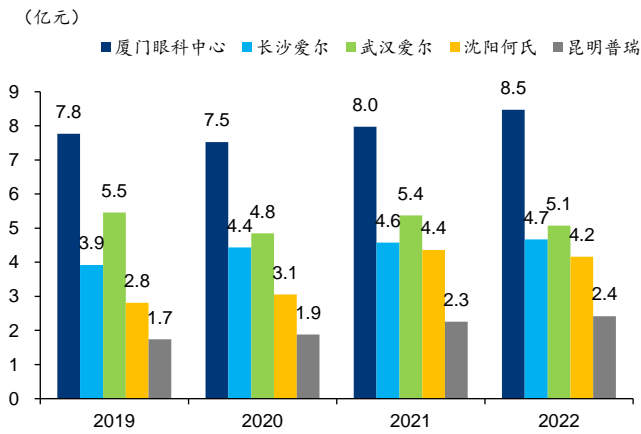


注：2018 及 2019 年厦门眼科中心净利润高于公司总体净利润，主因公司当时处于全国连锁布局快速扩张阶段，尚未盈利医院相对较多

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

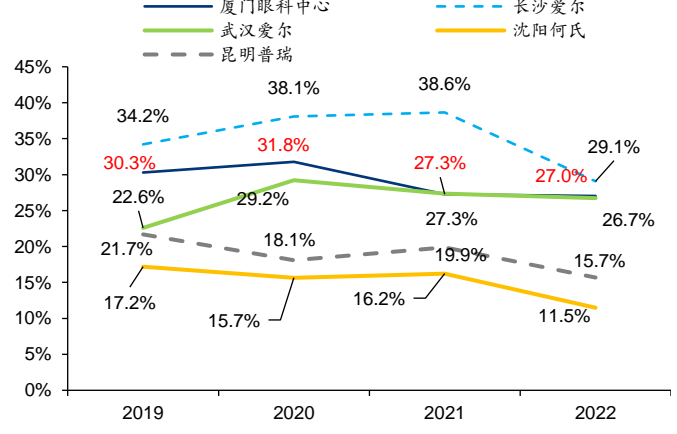
品牌力持续显现，经营表现行业领先。得益于自身可靠的诊疗实力和成熟的管理经验，厦门眼科中心的品牌力持续提升，其较低的销售推广费用助力医院的经营效率在各上市眼科集团代表性单体医院中名列前茅，医院收入规模及净利率均处于行业头部水平。从收入规模来看，厦门眼科中心年收入已跨过 8 亿元大关且持续稳健，在五家代表性单体医院中遥遥领先；从净利率水平来看，厦门眼科中心净利率稳居 25% 以上，与长沙爱尔一起在五家代表性单体医院中处于第一梯队。

图表33: 上市眼科集团代表性单体医院营业收入对比



资料来源: 各公司公告, 华泰研究

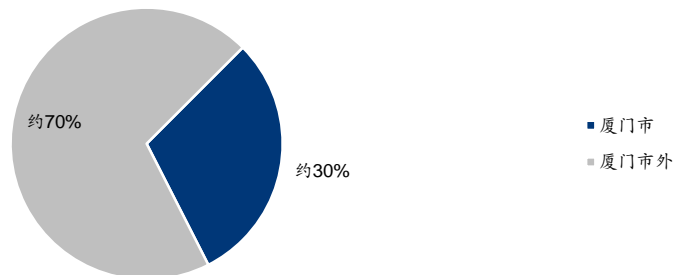
图表34: 上市眼科集团代表性单体医院净利率对比



资料来源: 各公司公告, 华泰研究

**区域外辐射能力强, 奠定对外扩张基础。**厦门眼科中心作为集医疗、教学、科研、眼健康为一体的国家三级甲等专科医院, 目前已具备较高的行业影响力, 患者来源较为广泛; 根据我们调研, 医院目前约 70% 的患者来自厦门市以外区域, 其中更不乏海外患者, 彰显品牌实力。与此同时, 医院亦作为集团整体的学术科研标杆和人才培养基地持续助力公司发展, 其相继获评国家临床重点专科(眼科)建设单位、国家住院医师规范化培训基地、福建省眼科与视觉科学重点实验室、福建省临床重点专科等荣誉称号, 并设有博士后科研工作站和院士专家工作站。这些品牌力的积累为公司服务网络的持续扩张奠定了坚实基础。

图表35: 厦门眼科中心患者来源比例



资料来源: 华泰研究

**领衔专家实力过硬, 医护规模稳健扩充。**专业的人才队伍是公司各项眼科诊疗业务得以保持快速发展的关键因素。公司目前已于厦门眼科中心为核心平台, 组建了一支临床经验丰富、科研能力扎实的领衔医师专家团队, 汇聚了包括黎晓新、赵堪兴、葛坚、刘祖国等在内的国际知名专家, 其在视网膜疾病、斜视与小儿眼科、青光眼、白内障及眼表等疾病领域造诣深厚。此外, 刘旭阳(青光眼诊疗)、王利华(斜视与小儿眼科诊疗)、王骞(屈光诊疗)、郭海科(白内障诊疗)、张广斌(白内障诊疗)、吴护平(眼表疾病诊疗)、潘美华(斜视与小儿眼科诊疗)、蔡锦红(眼外伤诊疗)、王玉宏(青光眼诊疗)等 9 名学科带头人均在中华医学会眼科学分会各相关专业组中担任副组长或委员, 行业影响力高。截至 1H22, 公司医护人员总数已达 3278 人(占员工总数的 50.7%), 其中医师 897 人, 持续为公司诊疗实力的提升提供坚实基础。

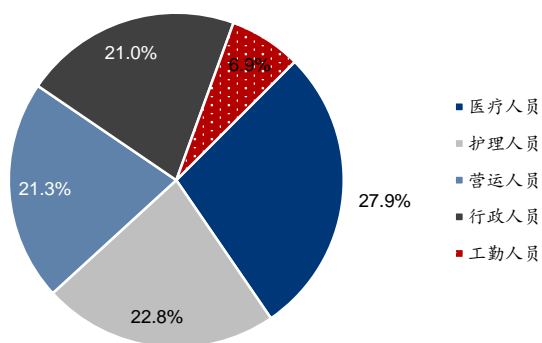


图表36: 公司国际知名眼科专家介绍

专家姓名	现任职务	学术专长领域	个人简历
黎晓新	厦门眼科中心总院长	视网膜疾病	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 我国玻璃体手术外科的开拓者</li> <li>● 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</li> <li>● 曾担任中华医学会眼科学分会主任委员、中华医学会眼科学分会眼底病学组组长、亚太玻璃体视网膜学会主席、美国眼科科学国际联盟委员，2012年当选国际眼科科学院院士</li> </ul>
赵堪兴	专家委员会主席	斜视与小儿眼科	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国斜视与小儿眼科开拓者和领军人物，享受国务院特殊津贴</li> <li>● 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</li> <li>● 曾任中华医学会眼科学分会主任委员、中国医师协会眼科医师分会会长中华医学会眼科学分会斜视与小儿眼科学组组长、《中华眼科杂志》主编、《中华实验眼科杂志》副主编、《亚太眼科杂志》副主编</li> </ul>
葛坚	学术委员会主任	青光眼、白内障疾病	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> </ul>
刘祖国	学科建设委员会主任	角膜及眼表疾病	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 我国眼表及干眼领域的开拓者</li> <li>● 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</li> </ul>

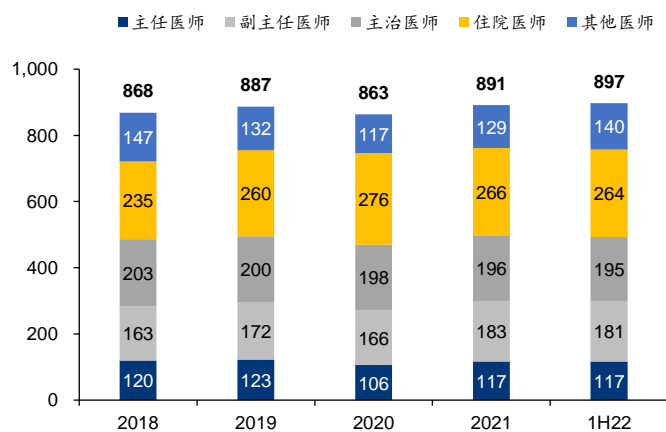
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表37: 公司各专业类型人员结构 (1H22)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表38: 公司各类职称医务人员数量



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**福建省内全域覆盖，发展日趋成熟。**公司持续深耕福建省内市场，除厦门眼科中心外，公司目前已在福建省内建立了 10 家眼科专科医院，提供包括白内障、屈光、视光、基础眼病等在内的综合性眼病诊疗服务，并实现了针对福建省的全域覆盖。其中，福州眼科医院建院时间已超 11 年，目前已进入稳健发展阶段，成熟度相对较高；省内其他地区医院运营时间大多相对较短，目前处于快速爬坡阶段。从盈亏平衡周期来看，公司省内医院的盈亏平衡周期一般在 3-5 年，且院龄超过 4 年的医院目前均已实现盈利，根据公司招股说明书，21 年仅有漳浦华夏（20 年 8 月成立）和光泽华夏（21 年 4 月成立）仍处于亏损阶段。

图表39：公司福建省内眼科专科医院服务网络布局



资料来源：公司官网，华泰研究

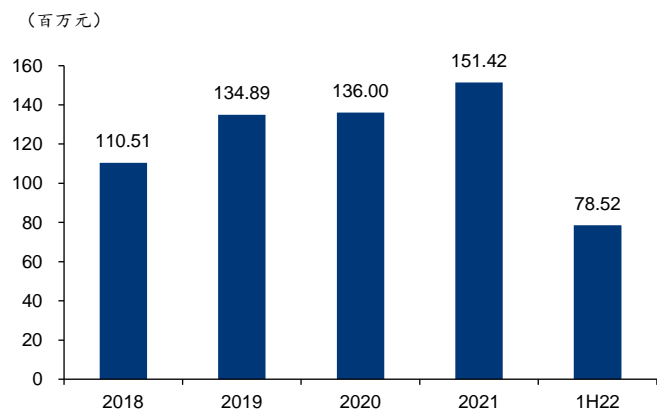
图表40：公司福建省内眼科专科医院基本情况（除厦门眼科中心）

医院名称	成立时间	院龄（年）	公司持股比例	2019年净利润（万元）	2020年净利润（万元）	2021年净利润（万元）
福州眼科	2012.02.20	11	100%	921.88	1304.61	1416.18
泉州华夏	2007.08.24	15	100%	-532.47	286.13	908.49
南平华夏	2016.01.15	7	100%	-227.90	251.88	235.16
龙岩华夏	2015.09.17	7	100%	-59.79	0.95	74.04
宁德华夏	2016.05.13	6	51%	-539.53	-281.67	187.71
莆田华夏	2016.08.31	6	100%	-543.06	-867.98	19.30
三明华夏	2016.08.29	6	100%	-140.20	26.55	192.22
漳州华夏	2017.07.03	5	100%	-32.40	165.87	494.21
漳浦华夏	2020.08.28	2	100%	-	-	-175.52
光泽华夏	2021.04.28	1	55%	-	-	-8.83

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

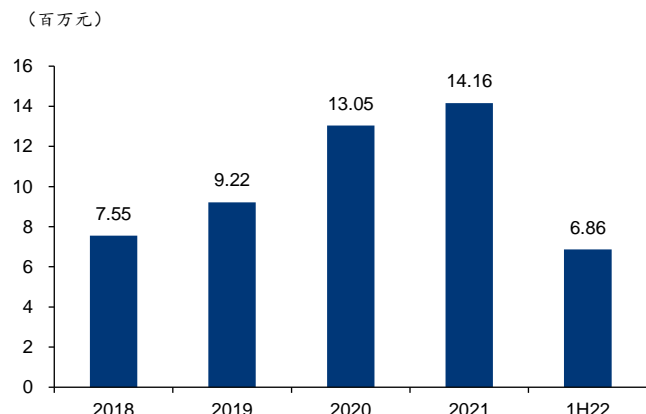
**1) 福州眼科：技术全面，稳健发展。**福州眼科医院成立于2012年2月，是一所集医疗、教学、科研、防盲为一体的三级眼科专科医院，其目前开设有眼底病、眼外伤、眼表及角膜病、白内障、青光眼、屈光、眼眶及眼整形、小儿斜弱视等专科；截至1H22，医院已拥有注册床位100张。福州眼科医院目前已成为集团在福建省内的第二大医院，其21年实现收入1.51亿元（yoy+11.3%），实现净利润1416.18万元（yoy+8.6%）。考虑福州市人口远多于厦门（根据中经数据的资料，2021年福州市和厦门市常住人口分别为842万人和528万人）且经济发展水平相当（根据中经数据的资料，2021年福州市和厦门市人均GDP分别为13.53万元和13.45万元），我们看好福州眼科医院复制厦门眼科中心的成功经验，并实现向好发展。

图表41: 福州眼科营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

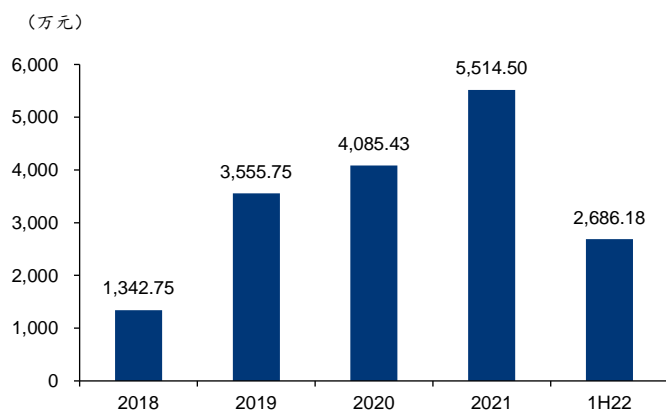
图表42: 福州眼科净利润



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

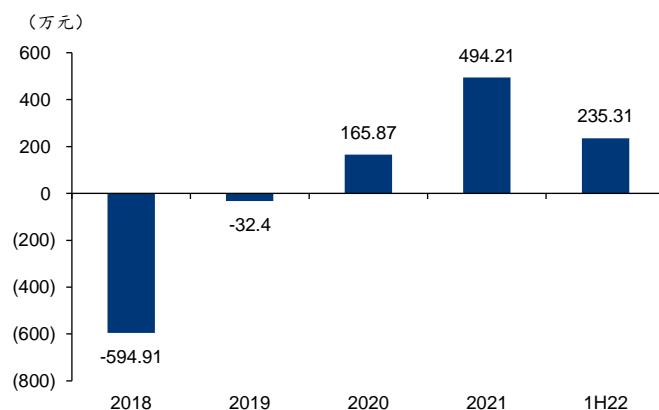
**2) 福建省内其他医院: 快速爬坡, 持续向好。**公司福建省内其他医院能够在充分享受厦门眼科中心雄厚医师专家资源的同时, 依靠其较为强大的品牌力有效降低获客推广成本。公司福建省内其他医院目前大多处于快速成长期, 以漳州华夏为例, 其 21 年实现收入 5514.50 万元, 19-21 年 CAGR 为 60.1%, 并在 20 年首次扭亏后于次年实现净利率的进一步提升 (21 年净利率 9.0% VS 20 年 4.1%)。我们看好公司福建省内其他医院在运营效率进一步提升后的长期表现。

图表43: 漳州华夏营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表44: 漳州华夏净利润

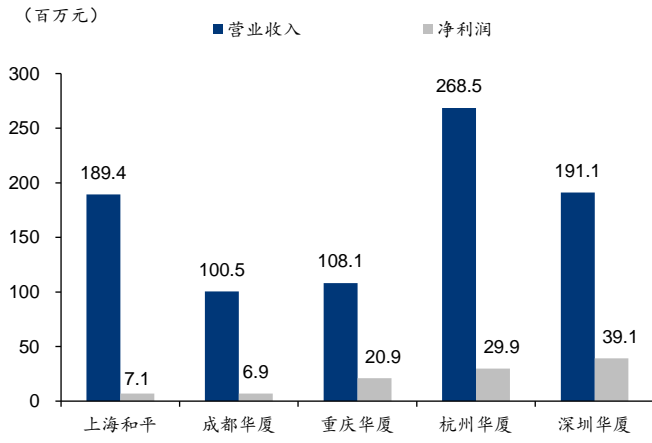


资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

### 走向全国: 持续布局, 日趋成熟

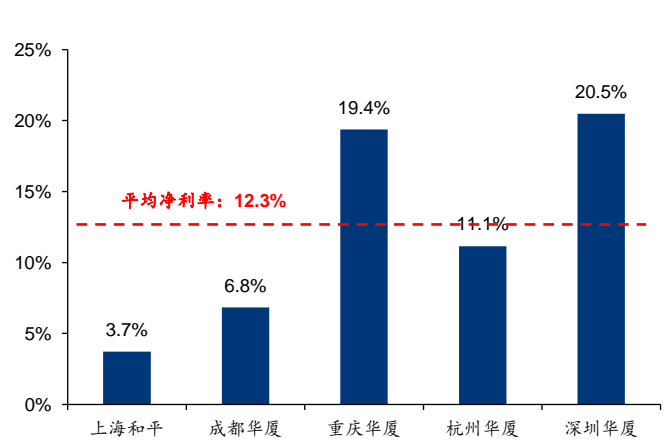
**省外网络建设稳步扩张, 覆盖广阔市场。**公司于 2010 年 12 月通过控股上海和平眼科医院的方式在上海建立分院, 由此正式开启了福建省外服务网络的建设工作。而后, 公司通过“自建+收购”相结合的方式, 持续加大建设力度; 截至 22 年底, 公司已在福建省外建立了 46 家眼科专科医院, 并已成为公司业务长期发展的又一支柱 (21 年省外收入、净利润占比约 60%、45%)。其中, 上海和平、成都华夏、重庆华夏、杭州华夏、深圳华夏等医院已成为公司省外业务标杆; 其 21 年收入大多位于 1-2 亿元区间, 平均净利率为 12.3%。考虑 5 家省外标杆医院院龄普遍较为年轻 (21 年除上海和平外, 其 4 家院龄均在 10 年以内) 且净利率水平相对不高, 伴随诊疗向好, 我们看好其收入体量及净利率呈现双升趋势。

图表45: 公司5家福建省外标杆医院2021年营收及净利润



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

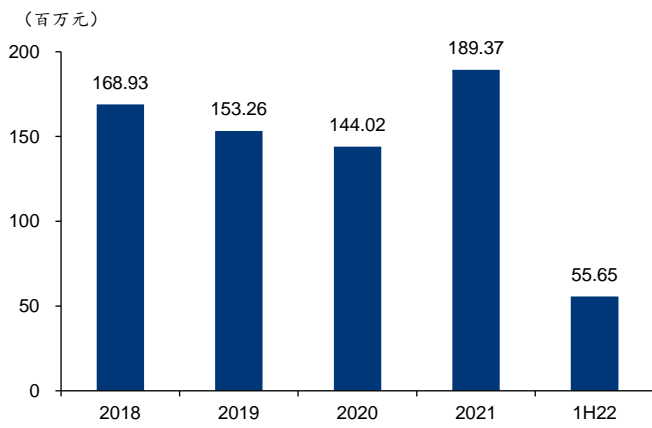
图表46: 公司5家福建省外标杆医院2021年净利润率



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

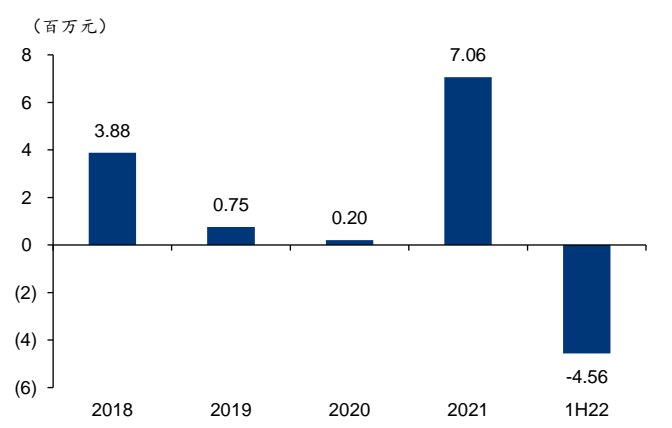
**1) 上海和平:** 上海和平眼科成立于2002年11月并于2010年12月成为公司于福建省外布局的首家中心。医院目前已开设近视矫正、眼底病、眼表角膜病、青光眼、白内障、小儿斜弱视、干眼、中医眼科等八个专业科室, 其中高难度视网膜玻璃体病、难治性青光眼、复杂性白内障及角膜眼表疾病已成为医院的强项诊疗项目; 截至1H22, 医院拥有注册床位38张。上海和平医院于21年实现收入1.89亿元 (yoy+31.5%), 实现净利润706.29万元 (yoy+3352.1%), 业务发展持续提速。

图表47: 上海和平营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

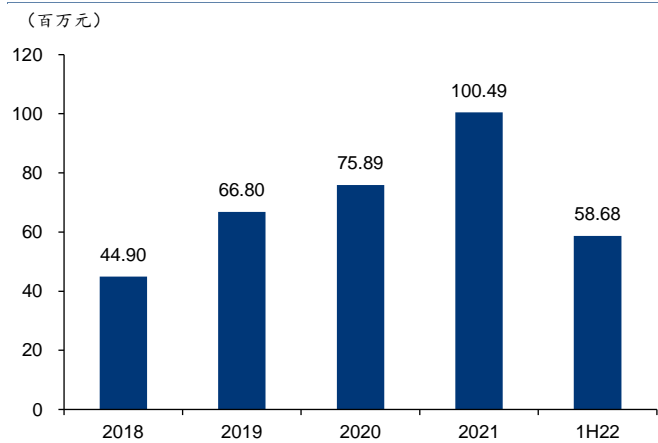
图表48: 上海和平净利润



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

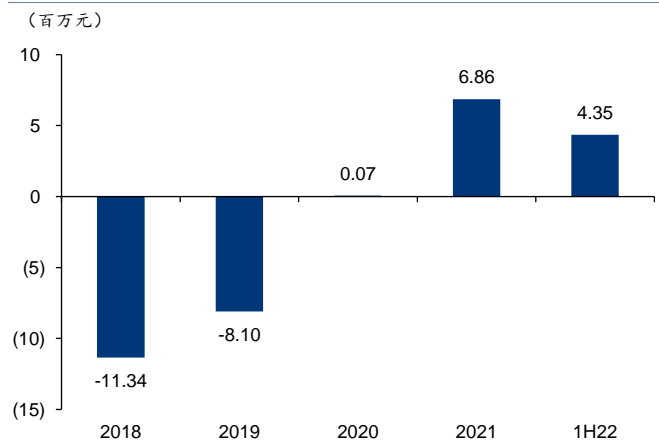
**2) 成都华夏:** 成都华夏眼科医院成立于2014年9月, 是一所诊疗项目齐全、设施设备完善的三级眼科专科医院; 截至1H22, 医院拥有注册床位80张。医院由国内知名眼科医师陈晓明教授 (中华医学会眼科学分会顾问专家) 和罗清礼教授 (中华医学会眼科学分会眼病理学组原副组长) 领衔, 在青光眼和眼眶病、眼肿瘤诊疗领域已于西南地区积累了较高的行业影响力。除此之外, 针对近年干眼症发病率有所提升的实际情况, 医院设立了干眼特色门诊, 能够针对性的采取熏蒸按摩、清洁、疏通睑板腺等方式进行有效诊治。成都华夏眼科医院于21年实现收入1.00亿元 (yoy+32.4%), 净利率6.8% (VS 20年为0.1%), 已进入净利率快速爬坡期。

图表49：成都华夏营业收入



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

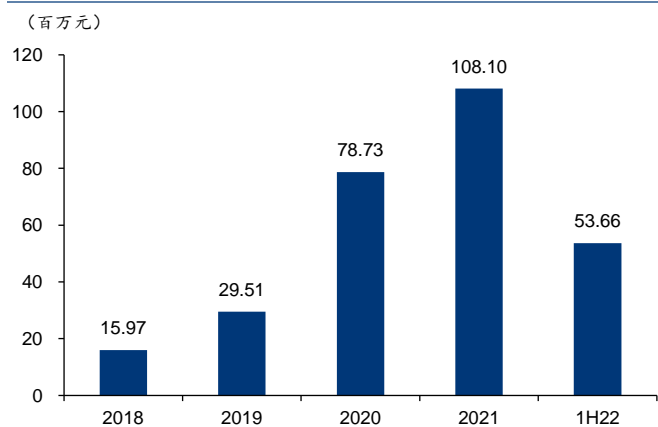
图表50：成都华夏净利润



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

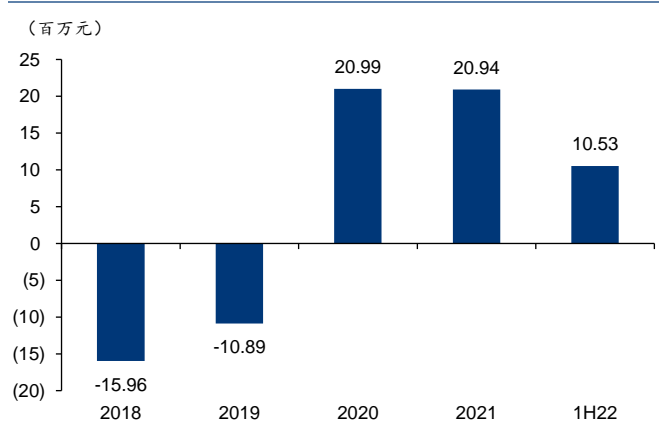
**3) 重庆华夏：**重庆华夏眼科医院成立于2016年3月，是一所集临床、教学、科研为一体的眼科专科医院。医院诊疗设备高端且专家资源丰富；其中，医院的屈光 ICL 手术及屈光性白内障项目由原大坪医院汪红教授、安晓巨主任坐镇，已具备一定的区域影响力。除医院常规诊疗外，重庆华夏于2019年设立医疗器械分公司，负责公司西南区域所辖医院的设备耗材集中采购工作并对内销售。重庆华夏眼科医院于21年实现收入1.08亿元 (yoy+37.3%)，净利率19.4%，我们看好医院后续持续发力。

图表51：重庆华夏营业收入



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表52：重庆华夏净利润

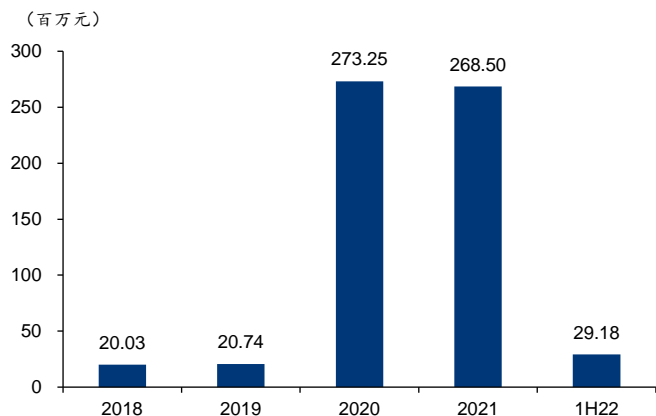


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**4) 杭州华夏：**杭州华夏眼科医院成立于2016年5月，目前已开设了白内障、屈光、视光、青光眼、眼底病、斜弱视及小儿眼科、眼表与角膜病、眼外伤等多个眼科临床亚专科，持续服务杭州及周边眼科患者。除医院常规诊疗外，杭州华夏于2020年设立西湖分公司，统筹公司华东区域所辖医院的设备耗材集中采购工作并对内销售，助力医院收入和净利润快速增长。杭州华夏眼科医院于21年实现收入2.68亿元 (yoy-1.7%)，净利率11.1%，我们看好医院伴随诊疗能力的提升实现长期向好发展。

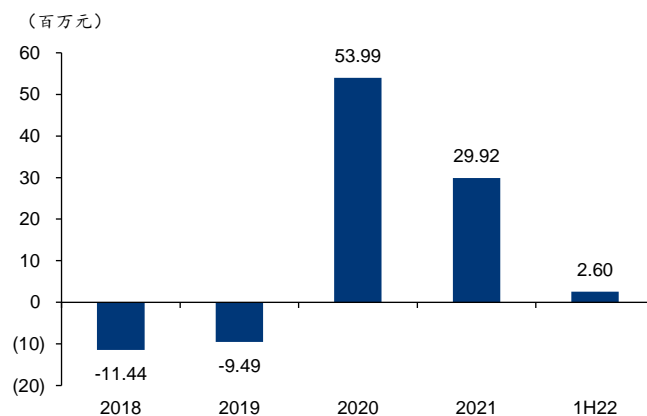


图表53: 杭州华夏营业收入



注: 杭州华夏自 2020 年起设立西湖分公司以统筹公司华东区域医院的设备耗材集中采购工作, 带动医院收入快速增长  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

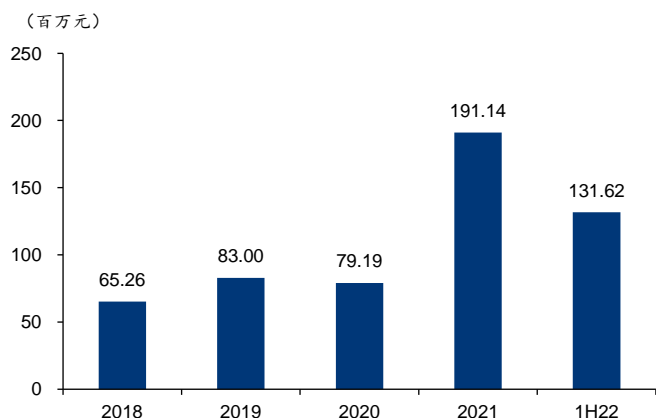
图表54: 杭州华夏净利润



注: 杭州华夏自 2020 年起设立西湖分公司以统筹公司华东区域医院的设备耗材集中采购工作, 带动医院净利润快速增长  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

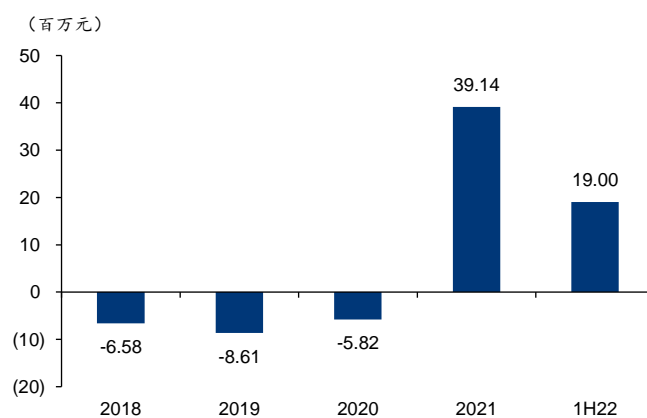
**5) 深圳华夏:** 深圳华夏眼科医院成立于 2015 年 4 月, 下设屈光科、眼底病科、白内障科、青光眼科、眼表病及角膜病科、眼外伤科、眼整形科、斜弱视与小儿眼科等八大专科及医学验光配镜中心, 全方位满足患者的就医需求。截至 1H22, 医院诊疗面积已达 13000 多平方米, 注册床位 80 张, 相关设备均达国际先进水平。医院核心专家团队履历深厚, 汇聚了原深圳市眼科医院院长成洪波博士、原深圳市眼科医院眼底病科主任赵铁英博士、原深圳市眼科医院角膜及眼表病区主任姚晓明博士、原深圳市眼科医院斜弱视及小儿眼病首席专家刘春民博士等多位知名专家; 另可借助医院“全国眼科名医工作室”和“美国远程会诊中心”等平台为患者提供“多对一”专家会诊。深圳华夏眼科医院于 21 年实现收入 1.91 亿元 (yoy+141.4%), 并实现扭亏, 医院发展提质提速。

图表55: 深圳华夏营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表56: 深圳华夏净利润



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**6) 福建省外其他医院:** 公司福建省外医院目前已覆盖华东、华中、华南、华北、西南、西北等区域, 并在经济较为发达省份的一二线城市进行重点布局, 为公司的全国性眼科诊疗服务网络布局打下坚实基础。伴随公司整体品牌力的不断强化和各医院在当地的扎实耕耘, 公司福建省外其他医院业务表现持续向好。根据公司过往经营及行业经验, 眼科医院实现盈利的周期一般在 4-6 年; 而公司 21 年亏损的医院中, 18 年及之前开业 (即以 23 年计算, 院龄 5 年及以上) 的占比超 60%, 我们看好其批量进入盈利周期。伴随疫后诊疗恢复及公司上市后品牌力的进一步提升, 我们预计集团内亏损医院数 23 年有望减至个位数, 24 年存量医院有望全部实现扭亏为盈, 公司福建省外医院对集团净利润的拖累或明显降低。

## 放眼未来：开枝散叶，潜力深厚

进一步完善全国性服务网络，看好公司长期发展。展望未来，公司将持续在国内重点省份的核心城市（如省会城市、人口较多的地级市等）拓展眼科专科医院布局，并在医院诊疗量和地区影响力达到一定规模后，于医院所在城市配套建设视光门诊以进一步实现资源下沉和患者覆盖。根据公司投资者关系活动记录表（编号 2023-002），公司预计未来五年管理的眼科医院数量将达约 200 家，连锁视光中心将达到约 200 家，我们预计公司未来五年每年新增医院或超 20 家。我们看好公司通过高举高打的服务网络布局策略持续增强其在国内经济发达省份的一二线城市中的品牌知名度，并以此实现可持续发展。

**1) 眼科医院建设：**公司计划借鉴行业成熟经验，通过产业发展基金的方式加速新院建设进度。根据公司投资者关系活动记录表（编号 2022-001），公司的产业发展基金已进入筹备阶段，目前正与多家基金管理人接洽合作的具体事宜，计划引入包括保险公司、政府引导资金和产业投资者等多方力量，共同助力公司的眼科医院建设。我们看好公司眼科医院建设的持续提速，为公司的长期发展奠定坚实基础。

**2) 视光中心建设：**视光中心按医疗机构设置，可为患者提供验光配镜、眼科门诊和检查服务，并可就患者的进一步就诊需求向上导流至公司旗下的眼科医院，从而实现针对城市重点区域的深度覆盖。截至 22 年底，公司已在厦门、上海、济南等地设立了 23 家视光中心。公司计划利用 IPO 募集资金和产业发展基金加速视光中心建设；根据公司招股说明书，公司拟在全国 14 个省（自治区、直辖市）新建 200 家直营视光中心门店。我们认为，公司视光中心的纵深布局或将有望进一步扩大自身品牌影响力，并成为公司新的业务增长点。

图表57：公司视光中心募投项目建设实施计划

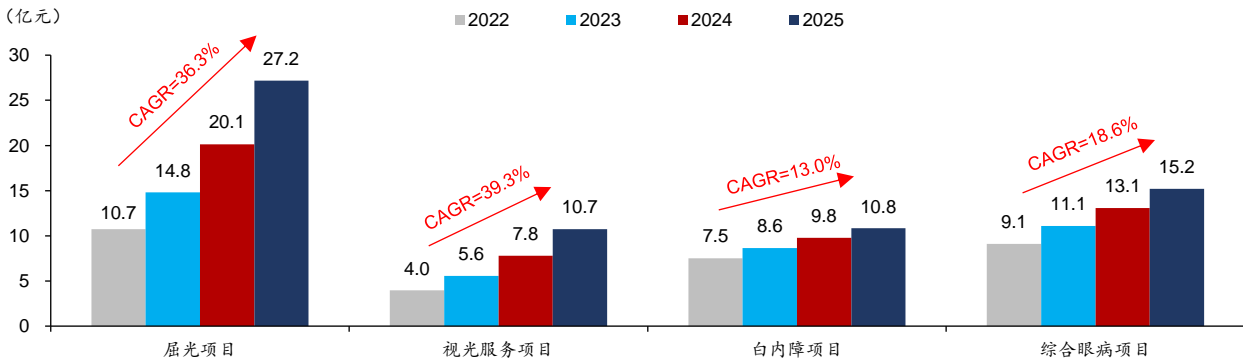
省份	2023 年 (家)	2024 年 (家)	合计 (家)
上海	14	14	28
重庆	5	12	17
四川	5	11	16
福建	6	14	20
江苏	4	11	15
浙江	7	11	18
广东	9	17	26
江西	4	5	9
山东	6	5	11
安徽	2	0	2
河南	4	7	11
陕西	2	7	9
甘肃	2	4	6
湖北	0	12	12
合计	70	130	200

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 业务维度：屈光视光领衔增长，综合眼病能力过硬

屈光视光引领攀升，内生增长动力强劲。公司各主营业务均增速可观；2022 年公司屈光、视光、白内障、综合眼病项目分别实现收入 10.7/4.0/7.5/9.1 亿元，分别同比增长 +12.1%/+9.9%/-0.7%/-2.4%。考虑公司不断拓展业务增量空间且中高端项目持续升级，我们认为公司屈光和视光服务项目或将有有望领衔增长，我们预计屈光、视光服务、白内障、综合眼病项目 23-25 年收入 CAGR 分别为 36.3%/39.3%/13.0%/18.6%。我们看好公司消费眼科重要性持续提升，预期 2025 年消费眼科收入占公司总营收比重接近 60%。

图表58：公司各项主营业务 22 年收入及 23-25 年收入预测

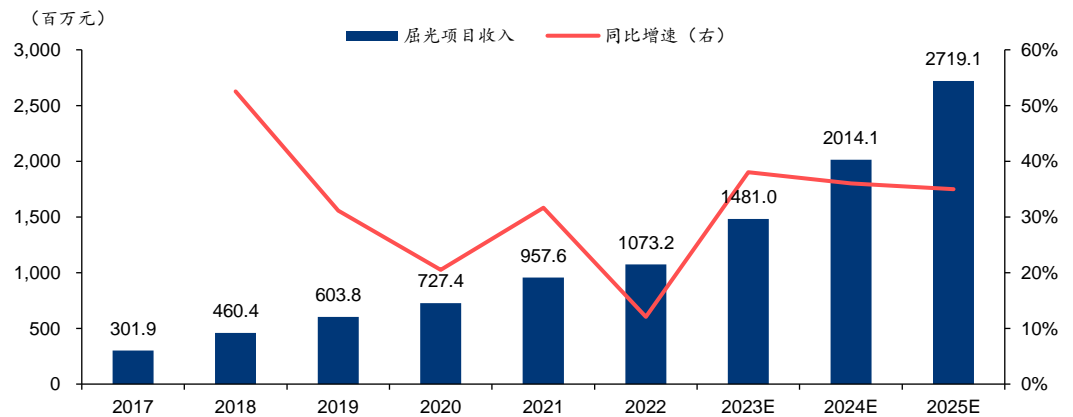


资料来源：公司公告，华泰研究预测

### 屈光项目：技术行业领军，助力业务量价双升

看好公司屈光业务快速发力成为新增长引擎。屈光不正指平行光线进入无调节的眼球之后没有聚焦于视网膜的一种情况，以近视和远视为典型症状；屈光手术能使用手术的方式改变角膜前表面的形态，是矫正屈光不正的重要手段。公司屈光业务 22 年实现收入 10.73 亿元，同比增长 12.1%（22 年增速有所放缓主因国内疫情影响患者来院就诊），占总营业收入比例为 33.2%。考虑公司持续提升差异化医疗服务能力并持续拓展业务服务网络，我们看好公司屈光业务继续快速增长，我们预计 23-25 年板块收入 CAGR 超 35%。

图表59：公司屈光项目收入及预测



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

设备先进且术式齐备，充分满足患者多样化需求。公司持续加大屈光业务硬件投入，引入了包括蔡司全飞秒激光、阿玛仕准分子激光、达芬奇飞秒激光在内的先进主流设备及配套的系列辅助检查设备，为患者提供了丰富的诊疗方式选择。公司现已具备开展 TILC、ICL、全飞秒、飞秒全激光、T-PRK 等多种近视摘镜手术的技术能力，并通过“量眼定制”的手术方式，充分满足患者个性化需求。

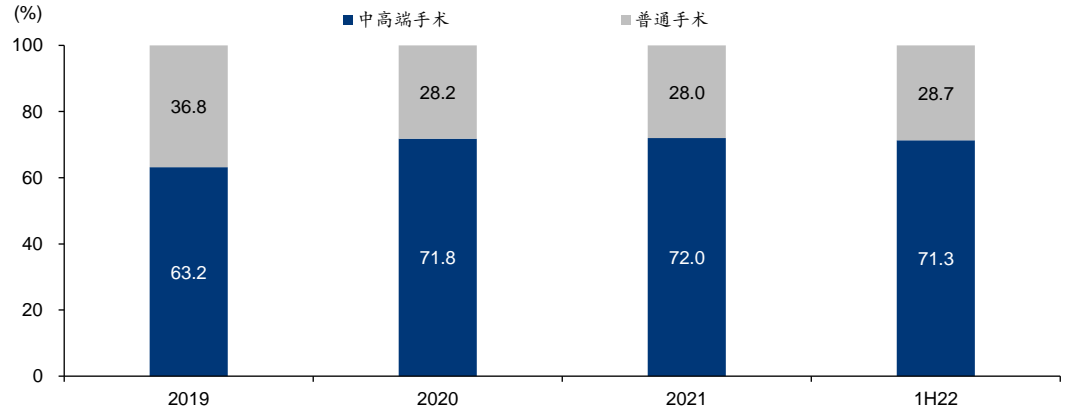
图表60：公司先进屈光技术设备概览

手术/治疗设备	设备图示	手术/治疗类型	设备特点	应用效果
德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光		全飞秒系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 目前全球所有飞秒设备中唯一能够开展全飞秒激光近视手术的手术系统，将飞秒激光与准分子激光的作用合二为一；</li> <li>· 全部使用飞秒激光，使角膜屈光手术首次告别了准分子激光，手术的安全性、准确性、可预测性及患者舒适度大幅提升；</li> <li>· 相比其他飞秒只能用于角膜瓣的制作，该系统既可以制作角膜瓣，又可以完成全飞秒激光角膜基质透镜切除术。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 能够配合三种手术方式：①飞秒激光制瓣联合准分子激光屈光术：将 VisuMax 全飞秒激光系统与 EX-500 准分子激光系统相结合的手术，也叫做“全激光”或“半飞秒”屈光手术；② Flex(全飞秒激光角膜基质透镜切除术)；③ Smile(全飞秒激光微切角膜基质透镜切除术)：比 Flex 更为优越，实现了真正意义上的微创化。</li> <li>· 不仅可应用于角膜屈光手术，还可以实施诸如角膜移植等崭新的临床应用。</li> </ul>
AMARIS 阿玛仕 准分子激光		准分子系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 高低能量激光切削，术后视力恢复更快：采用了高、低两种能量水平切削角膜组织，既保证了手术速度，又可获得光滑的角膜基质表面，更好地促进术后角膜愈合；</li> <li>· 发射较小的激光光斑，手术更精准：应用目前直径较小的激光光斑（仅为 0.54mm）切削角膜基质，实现角膜上微小区域内的精准定位；</li> <li>· 消像差切削方案，提供更好的视觉质量：Aberration-free 消像差切削模式设计，在完成切削后仍然保留人眼初始的高阶像差状态，尽可能不引入术源性高阶像差。患者在极短时间内即能适应术后的视觉习惯；</li> <li>· 完备的个性化手术方案，手术更全面：配备了目前较完备的波前像差联合诊断平台，能够精确而全面地分析人眼的全眼波前像差和角膜波前像差，并借助 SCHWIND CAM 手术设计软件进行术前分析和诊断。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 手术速度较快，降低产生过矫几率。拥有高达 500 Hz 的激光发射频率，即每秒钟发射 500 个激光脉冲至角膜基质表面，远远高于目前常见的其他准分子激光设备。常规近视医治 100 度近视仅需 2 秒钟。较大程度减小了术中角膜基质暴露的时间，减轻角膜基质脱水导致的手术过矫并发症。</li> </ul>
博士伦 217-Z100 准分子激光系统		准分子系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 拥有世界领先的个性化切削解决方案，配备特有的截边高光斑、飞点扫描、虹膜识别、多维眼球跟踪、主动反馈控制等技术</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 可全面开展 LASIK（准分子激光原地角膜消除术）、LASEK（准分子激光上皮下角膜磨镶术）及个体化切削模式（包括波前像差引导的个体化切削、非球面个体化切削、节约角膜个体化切削）；可医治近视 1500 度以内，散光、远视 500 度以内的屈光不正</li> </ul>
INTRALASE FS 飞秒激光手术医治仪		半飞秒系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 大幅降低手术风险：飞秒激光在制作角膜瓣时，只产生水和气泡推开角膜组织，对组织无损伤，可对同一患处进行多次手术，安全性大大提高；</li> <li>· 嵌入式角膜瓣，复位更准确：飞秒激光制作的角膜瓣与眼球基体呈“地下井盖”型嵌入式咬合，复位轻松咬合紧密，不会错位，更不会出现碎瓣、纽扣瓣等并发症；</li> <li>· 术后视觉质量更佳：精准地打开眼部组织分子链，制作出更均匀的角膜瓣，避免了板层刀制瓣可能出现的医源性像差等，避免了雾天、下雨天以及夜晚开车等视物条件下出现的眩光、模糊等情况；</li> <li>· 不受角膜曲率影响，矫治范围更广泛：为过去因角膜偏薄、角膜曲率变异大而无法接受传统 LASIK 等激光手术的近视患者提供手术可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 精密眼部手术激光设备，用于进行 LASIK 手术以形成角膜瓣或可用于角膜成形所要求的初始角膜切除，或角膜再生或角膜环植入的隧道成形中；</li> <li>· 精确度（波动在 10~15μm）是机械性角膜板层刀（波动在 30~45μm）的 3 倍，并大幅降低角膜瓣并发症的发生率，可以大大提高准分子激光医治近视的手术安全性，尤其利好角膜偏薄、角膜曲率变异大的近视手术病人。</li> </ul>
Wave front system 波前像差技术引导系统		半飞秒系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 除可以提供准确的像差测量数据外，其独有的虹膜密码记录功能还可以使手术切削更准确，防止手术偏差，确保手术质量。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 适用于低阶像差和高阶像差的测量，真正实现了个体化手术。</li> </ul>
新型瑞士 Ziemer LDV 达芬奇飞秒激光		半飞秒系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 是较次世代的飞秒激光，现已经成为全球飞秒近视手术的主流设备，具有特点：①小光斑、低能量；②掀瓣后气泡立即消失，无需等待立即进入准分子手术程序；③角膜瓣厚度均一，提高术后修复速度及术后视觉质量；④不残留组织连接，角膜瓣能轻松掀起；⑤角膜瓣及角膜基质表面光滑，术后快速修复并获得良好术后视功能；⑥眼位固定稳定，杜绝吸引丢失；⑦操作便利，适配准分子激光设备。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 应用范围广，既可用于准分子激光手术角膜瓣制作，也可完成板层角膜移植及角膜下基质环植入所需的角膜瓣切割；</li> <li>· 制作的角膜瓣表面平滑、厚薄均匀，精准度高；</li> <li>· 将出现并发症机率降到较低水平，提供更好的术后视觉质量；</li> <li>· 飞秒激光切削角膜瓣的厚度比角膜板层刀 LASIK 手术的患者也可以接受手术。</li> </ul>

资料来源：公司官网，华泰研究

**价：中高端手术占比稳健提升。**随着屈光手术技术的发展与居民支付能力的提升，以全飞秒、ICL 等为代表的中高端手术凭借切口小、精度高的优势，成为屈光手术的热门选择。公司积极顺应医疗与消费升级趋势，提供了丰富的中高端术式选择。公司中高端手术收入占比从 2019 年的 63.2% 提升至 2021 年的 72.0%，中高端手术量从 2019 年的 3.80 万眼快速增长至 2021 年的 7.04 万眼。我们看好公司屈光手术业务在中高端手术占比稳健提高的趋势下进一步向好发展。

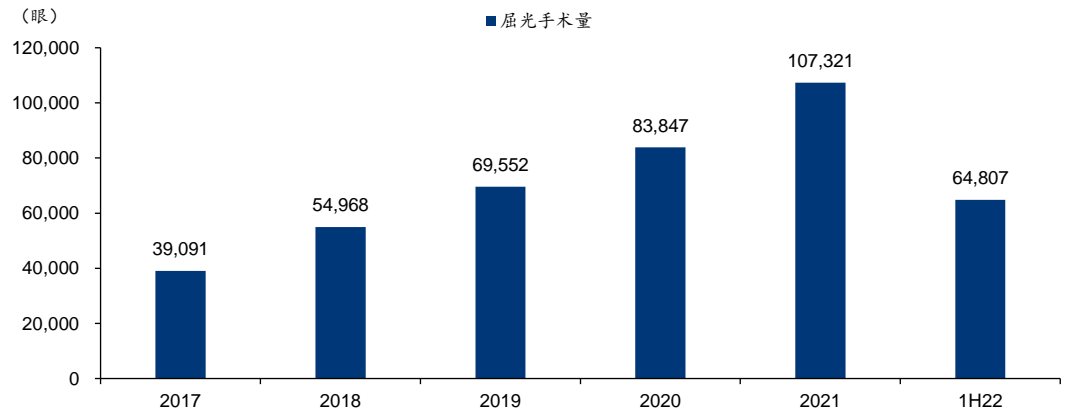
**图表61：公司不同类型屈光手术收入占比情况**



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**量：手术量持续提升助力板块良性发展。**随着公司屈光诊疗选择的逐渐丰富和品牌影响力的有序扩大，公司屈光手术量不断提升，从 2017 年的 39091 例增长至 2021 年的 107321 例，18-21 年 CAGR 达 28.7%。与此同时，公司着手打造独立的屈光中心并继续巩固对屈光医生的培养，进一步提高了患者就医的可及性。考虑我国屈光不正患者数量持续增加叠加公司屈光业务服务网络持续扩张，我们看好公司屈光手术量继续快速提升。

**图表62：公司屈光业务手术量**



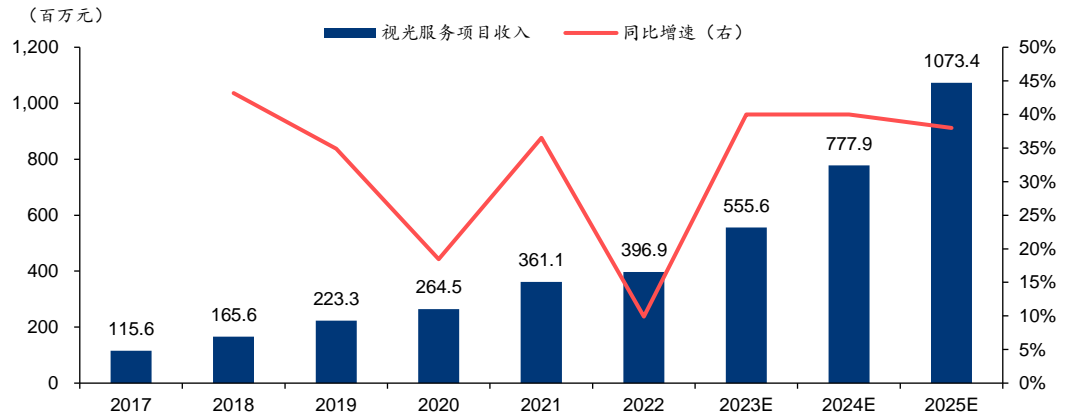
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**视光服务项目：服务种类丰富，板块快速发展**

**深化渠道布局，看好视光快速增长。**视光矫正根据光学原理，通过镜片或非永久改变（如角膜接触镜）眼屈光折射力的方式，实现视网膜上的清晰成像。视光矫正的主要方式有框架眼镜、普通角膜接触镜和角膜塑形镜三种。近年来，公司通过不断培育视光人才和深化渠道下沉布局，实现了视光业务的快速增长；公司视光服务项目 22 年实现收入 3.97 亿元，同比增长 9.9%，占总营业收入比例为 12.3%。考虑公司下沉渠道铺设快速落地，我们看好公司视光业务继续保持高增速，我们预计 23-25 年视光服务项目收入 CAGR 近 40%。



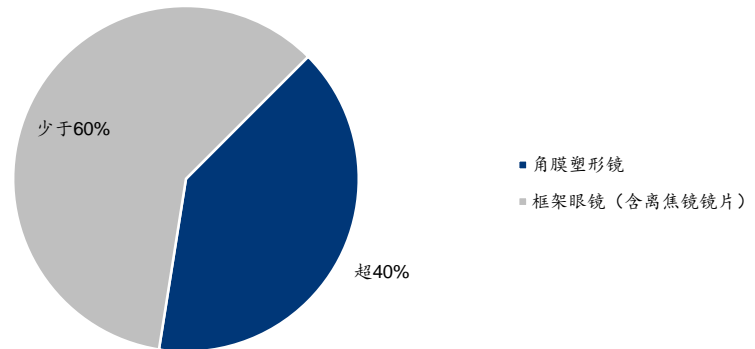
图表63：公司视光服务项目收入及预测



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

**品类齐全，多点开花。**公司注重视光服务项目的发展，致力于打造多样化的技术解决方案，并通过连锁医院与视光中心的配合联动，有效扩大服务半径。公司以框架眼镜、隐形眼镜和角膜塑形镜为主要治疗方式逐步完善其视光矫正解决方案。根据公司投资者关系活动记录表（编号 2023-002），公司视光服务项目中角膜塑形镜收入占比已超 40%，我们预计该占比在未来有望凭借疗法的持续下沉而实现进一步提升。我们看好公司视光服务项目的长期向好发展，基于：

图表64：2021 年公司视光服务项目收入拆分



资料来源：公司投资者关系活动记录表（公告编号：2023-002），华泰研究

### 1) 框架眼镜（含离焦镜）

**医学验光大势所趋，市场广阔。**按照验光方式的不同，视光配镜可被分为传统商业验光和医学验光两大类，其中医学验光特指在医院等机构进行并需要有专业医师指导的验光、视光配镜等过程。相比传统商业验光，医学验光除检查眼睛的屈光状态外，还会对患者的双眼视功能状态进行系统检查评估，并依此提供个性化配镜方案。医学验光通过规范化的验配流程提升了患者的戴镜体验感和适配性，目前已成为欧美市场的主流验光方式；与此同时，2021 年 10 月国家卫健委发布的《儿童青少年近视防控适宜技术指南（更新版）》也明确建议前往医疗机构遵照医生或验光师的要求选择合适眼镜及遵医嘱戴镜。我们看好公司通过医学验光业务的持续下沉，推动框架眼镜（含离焦镜）配镜等相关业务的快速增长。

图表65：医学验光与传统验光对比

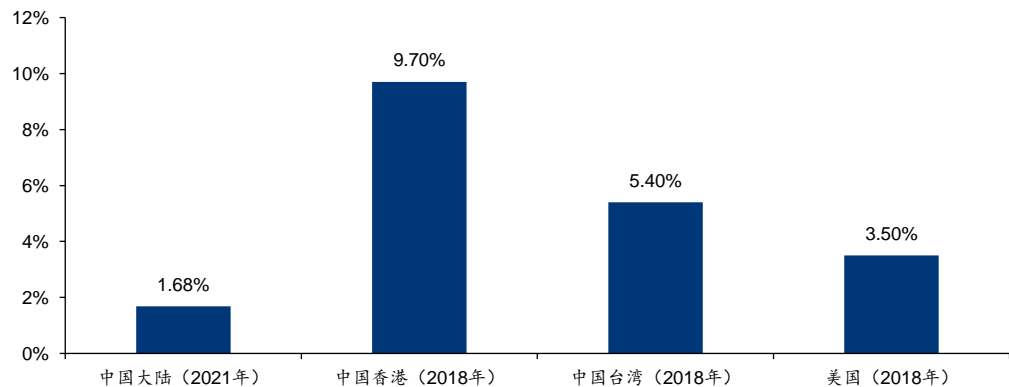
	传统验光	医学验光
验光内容	使被检者达到矫正视力	在常规验光的基础上，测定主视眼、双眼调节平衡试验、眼的调节功能检查、眼位和眼的聚散功能检查、立体视检查，结合眼部健康状况，科学处方，确保佩戴的舒适、清晰，并指导正确用眼
验光处方	追求戴镜后视物清晰度，选择矫正度数有一定随意性	综合基础的眼部检查、屈光状态检查以及患者的双眼视觉功能检查结果，综合考虑得出适合的矫正方案
验光设备	电脑验光仪、综合验光仪、瞳距仪、验光镜片箱等	电脑验光仪、综合验光仪、瞳距仪、检影镜，角膜地形图，IOL-MASTER，眼压仪，裂隙灯，同视机，角膜曲率仪等专业眼科检查设备
验光时间	较短	较长
验光效果	看清楚	提高视觉质量，戴镜更为舒适，缓解视觉疲劳；控制近视程度的加重；区分真、假性近视
验光人员	普通验光师	熟练掌握视光学和眼科知识的眼科医师或视光师

资料来源：北京爱尔英智眼科医院官网，华泰研究

## 2) 角膜塑形镜

**安全便捷新疗法，市场需求快速释放。**角膜塑形镜俗称 OK 镜，是采用特殊逆几何形态设计的硬性透气性接触镜，其通过压迫角膜中央视区使屈光度下降，从而实现矫正视力功能的目的。从有效性看，长期佩戴角膜塑形镜能有效缓解近视眼眼轴的增长，帮助遏制近视度数加深；从便捷性看，角膜塑形镜仅需要患者在夜间佩戴，相比其他视光矫正手段，角膜塑形镜对患者日间生活影响较小。虽然近年来我国居民对角膜接触镜的接受度有所提高，但角膜接触镜在我国大陆地区的渗透率仍只有 1.68%，相比 2018 年中国香港（9.70%）、中国台湾（5.40%）和美国（3.50%）的渗透率水平仍有较大的提升空间。我们看好角膜塑形镜渗透率的提升驱动公司相关业务的持续增长。

图表66：中国大陆及部分地区角膜塑形镜渗透率对比

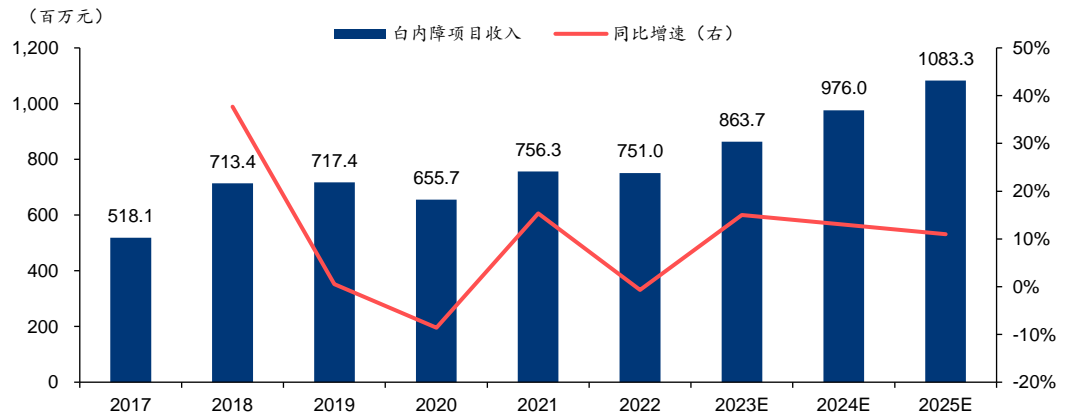


资料来源：《International survey of orthokeratology contact lens fitting》（Morgan PB, et al. Cont Lens Anterior Eye），前瞻产业研究院，华泰研究

## 白内障项目：行业需求仍待满足，高端术式驱动增长

**市场需求潜力明显+手术迭代升级，看好白内障收入持续稳定。**白内障指由各种原因导致晶状体蛋白变性，从而引起晶状体的混浊。白内障手术通过摘除混浊晶状体并植入人工晶体的方式实现恢复患者视力的目的，是目前有效治疗白内障的唯一方法。公司白内障业务 22 年实现收入 7.51 亿元，同比下降 0.7%，主因国内疫情影响院内常规诊疗开展。考虑到我国白内障患者人数众多、白内障手术渗透率低，且公司丰富的诊疗选择能够满足患者群体的个性化需求，我们看好公司白内障业务长期稳定发展，我们预计 23-25 年公司白内障业务收入 CAGR 超 10%。

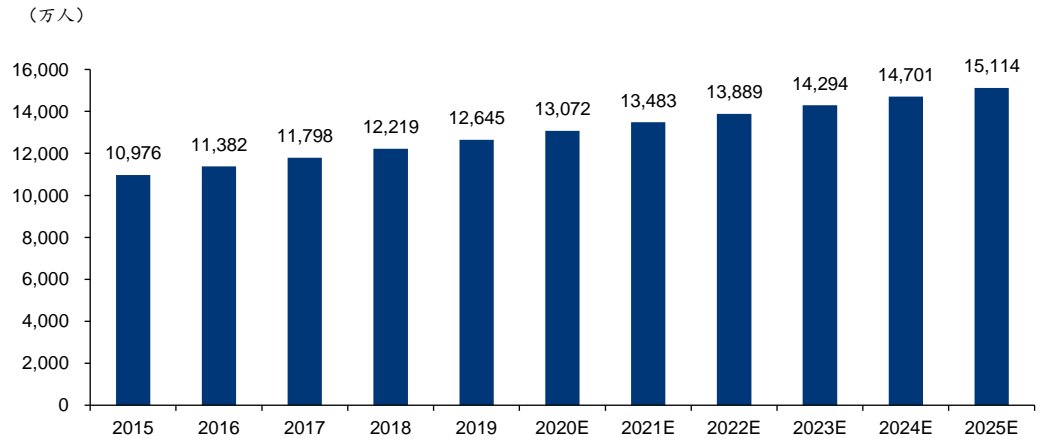
图表67：公司白内障项目收入及预测



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

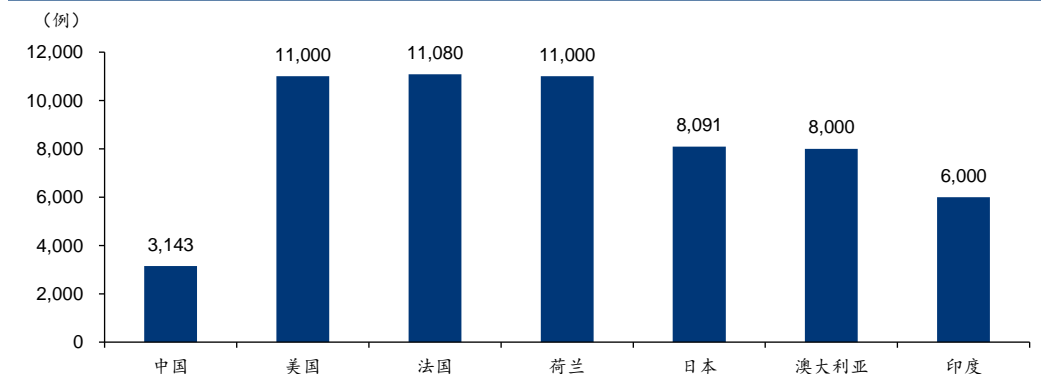
**量：国内 CSR 水平亟待提升。**我国白内障患者众多，手术渗透率亟待提高。根据灼识咨询的资料，我国白内障患者数居于全球首位，2019 年我国白内障患者多达 1.26 亿，其预计 2025 年将增至 1.51 亿 (20-25E CAGR=3.0%)。在过去十余年间，政府多次出台促进白内障诊治率提升的相关政策；根据《我国防盲与眼健康事业的主要成就》(赵家良,《眼科》，2020)，2019 年我国每百万人白内障手术例数 (CSR) 已达 3143 例 (VS 2000 年为 370 例)，但与发达国家相比仍差距明显，甚至不及同为发展中国家的印度。虽受 2017 年起国内部分地区医保控费和筛查模式调整及新冠疫情影响，国内 CSR 增速出现阶段性放缓，但考虑我国人口老龄化趋势及居民眼保健意识提升，我们看好公司白内障手术量持续获益于市场扩容。

图表68：中国白内障患者人数



资料来源：灼识咨询，华泰研究

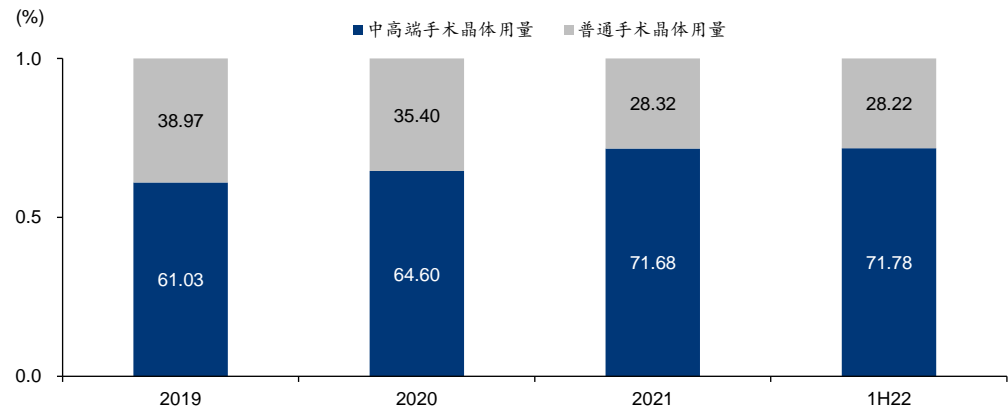
图表69：中国及部分国家 CSR 对比



注：中国为 2019 年数据，美国为 2011 年数据，法国、荷兰、日本、澳大利亚为 2012 年数据，印度为 2017 年数据  
资料来源：《我国防盲与眼健康事业的主要成就》(赵家良,《眼科》，2020)，灼识咨询，华泰研究

**价：消费升级背景下业务结构持续改善。**公司能够提供针对不同消费层级的多样化手术方案。随着白内障术式的迭代升级，公司现已具备开展飞秒超乳白内障联合手术、白内障超声乳化及人工晶体植入手术、三焦点晶体、ICL 晶体植入术等先进疗法的能力，为患者提供更多元、更安全、更有效的白内障诊疗选择。得益于中高端术式的持续推广，公司中高端白内障手术晶体耗用量占白内障晶体总量比重持续提升，从 2019 年的 61.03% 增至 1H22 的 71.78%，白内障手术均价从 2019 年的 6117.1 元提升至 1H22 年的 6949.4 元。我们看好中高端白内障手术占比的持续提升进一步推升公司白内障手术客单价。

图表70：公司不同类型白内障手术收入占比情况

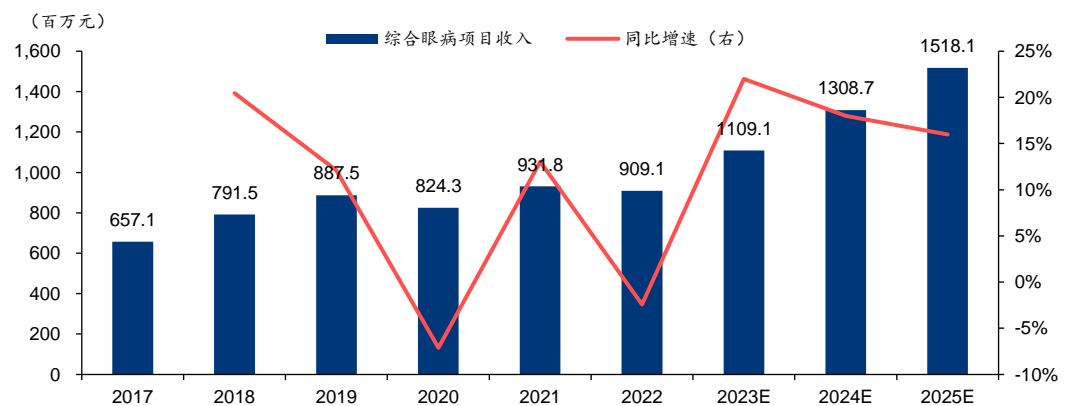


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**综合眼病项目：综合实力过硬，看好长期发展**

**深化渠道布局，看好基础眼科可持续增长。**综合眼病诊疗通常涉及眼表、角膜病、眼底病、斜弱视与小儿眼科、青光眼等眼科亚专科。公司汇聚了一批具有国际影响力的基础眼科领头人，诊疗能力业内领先。2022 年公司综合眼病项目收入 9.09 亿元，同比下降 2.4%，主因国内疫情影响院内常规诊疗开展，占总营收比重为 28.1%。考虑公司基础眼科诊疗实力过硬且行业影响力较高，我们预计 23-25 年公司综合眼病项目收入 CAGR 超 15%，继续保持稳健增长。

图表71：公司综合眼病项目收入及预测



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

**基础眼病对于诊疗水平要求较高，公司综合能力扎实。**与屈光和白内障等眼病相比，各类基础眼病的诊疗过程相对复杂且治疗难度相对较大，对眼科医院的能力要求相对更高。其中，眼表病通常包括角膜和结膜的感染性炎症、干眼、过敏性角结膜炎等，而角膜疾病是仅次于白内障的第二大致盲性眼病，也是眼球摘除的首要致病因素；眼底病主要指视网膜、脉络膜、视神经和玻璃体的相关病变，治疗相对复杂且难度较大；斜弱视与小儿眼科则主要针对继发性斜弱视、肌肉不平衡引起的原发性斜弱视等进行治疗。公司的基础眼病诊疗实力过硬且业务布局全面，能够较好地满足患者的多样化需求。

图表72：公司主要涉及基础眼病类型

诊疗项目	临床表现	治疗方法
眼表病专科	包括角膜和结膜的感染性炎症、干眼、过敏性角结膜炎等	治疗方法包括飞秒激光角膜移植、角膜内皮移植、基质角膜移植、异体角膜移植、人工角膜移植、体外培养的角膜缘干细胞移植、口唇黏膜移植及眼表重建术等
眼底病专科	包括眼底先天异常，视神经疾病，眼底血管性疾病，黄斑部疾病，视网膜脱离，视网膜脱落，视网膜脉络膜炎性病变，眼底肿瘤，眼位术、复杂视网膜脱离及各期 PVR 手术、二期严重眼外伤的玻璃体视网膜手术眼底寄生虫等	治疗方法包括 23G/25G/27G 微创玻璃体手术、黄斑界面疾病手术、视网膜脱离复位、糖尿病性视网膜病变的手术、眼底激光即视网膜光凝术、玻璃体切除手术等
斜弱视与小儿眼科专科	包括继发性斜弱视、肌肉不平衡引起的原发性斜弱视等	治疗方法包括全麻斜视手术、佩戴眼镜、弱视遮盖疗法、斜视性弱视治疗等
青光眼专科	包括开角型原发性青光眼、急性闭角型青光眼、慢性闭角型青光眼、继发性青光眼、先天性青光眼、高血压症等	治疗方法包括青光眼小梁切除术、先天性青光眼房角及小梁切开、非穿透小梁成形术、房水引流阀和 Ex-PRESS 引流器植入术、激光周边虹膜切除术、激光小梁成形术、眼外引流手术、青光眼白内障联合手术、青光眼角膜移植联合手术等
眼眶与眼肿瘤专科	包括义眼、眼眶病治疗、泪道病治疗、眶肿瘤、泪囊炎等	治疗方法包括高分子义眼手术、肿瘤切除手术、泪道冲洗、内窥镜手术、泪道插管术、泪囊鼻腔吻合术等
眼外伤专科	包括因机械性、物理性、化学性等因素引起的眼结构、功能损害	治疗方法包括浅层损伤处理、眼挫伤处理、眼球穿通伤处理、常规晶状体及视网膜手术、常规眼外伤一期手术、常规眼外伤二期手术等

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**公司资源实力雄厚，公司品牌力不断提升。**历经多年经验积累，公司综合眼病项目聚集了雄厚的人才与技术资源。从人才软实力角度看，以眼底病学组黎晓新教授领衔的疑难眼病会诊平台和以赵堪兴教授领衔的小儿疑难眼病会诊平台均已成为国内知名平台。从硬件技术硬实力角度看，厦门眼科中心拥有国内首批眼库，并与美国、斯里兰卡等多家国际眼库建立有长期、稳固的合作关系，角膜移植手术量在国内遥遥领先；同时，厦门眼科中心在国内较早开展了各类眼底疾病诊治新技术，包括微创玻切技术、抗 VEGF 药物医治眼底新生血管疾病等，是我国东南地区的疑难眼病转诊中心。我们看好公司综合眼病项目凭借丰富的诊疗资源实现长期可持续发展。

图表73：公司综合眼病项目部分业务实力介绍

诊疗项目	综合情况	团队核心专家	技术设备
眼表与角膜病	厦门眼科中心眼表与角膜病专科被授予国家、福建省及厦门市临床重点专科，拥有福建省首批眼库。学组团队包括长江学者、全国眼科学会常务委员、角膜病学组委员、免疫学组委员等多名全国权威眼表与角膜病专家。先后参与国家重点基础研究发展计划（973 计划）、国家高科技计划（863 计划）等重点项目	公司学科建设委员会主任刘祖国教授长期从事角膜及眼表疾病的临床及研究工作，是我国眼表及干眼领域的开拓者，主要研究领域为角膜和眼表疾病，包括角膜缘干细胞增殖、分化的机理，干眼的诊治及其产品开发，组织工程角膜的研发，羊膜在眼表的应用及机理研究，眼表面新生血管的发病机制。	OPT 脉冲冲光医睑腺腺功能障碍医治仪、美国飞秒角膜移植系统（ifs 五代）、KXL—美国 Avedro 快速角膜加固仪、超声生物显微镜（UBM）、博士伦角膜地形图波前像差仪一体诊断系统、Orbscan II 眼前节分析系统、海德堡共焦激光角膜显微镜
眼底病	以黎晓新教授为首的华夏眼科眼底病学组，开展孔源性视网膜脱离复位术、遗传眼病基因医治、复杂的视网膜脱离及玻璃体积血手术、各期 PVR 手术、严重糖尿病视网膜病变医治、25G/27G 微创玻璃体手术、曲安奈德辅助玻璃体切割术、曲安奈德医治黄斑水肿、黄斑前膜剥除术、内界膜撕除医治特发性黄斑裂孔、葡萄膜炎和神经眼科的医治、特发性黄斑裂孔等经验丰富。	厦门眼科中心总院长黎晓新教授专注于视网膜疾病的研究与治疗，是我国玻璃体手术外科的开拓者，曾担任中华医学会眼科学分会主任委员、中华医学会眼科学分会眼底病学组组长、亚太玻璃体视网膜学会主席、美国眼科学国际联盟委员，2012 年当选国际眼科学会院士，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。	新生儿数字化广域眼底成像系统 RetCam Portable、法国光太 CINESCAN A/B 超检查仪、德国 OCT3 光学相关断层扫描仪、德国视网膜脉络膜同步造影机、爱尔康高速玻璃体切割机、欧宝全景眼底扫描系统、日本 CX-1 眼底照相-视网膜脉络膜同步
斜弱视与小儿眼科	由国际眼科科学院(AOI)院士赵堪兴教授及中华医学会眼科学分会斜视与小儿眼科学组委员潘美华教授带领的斜视与小儿眼科成立于 1997 年，先后成立了“中国优生优育协会厦门摇篮工程眼科示范基地”、“儿童视觉健康检测中心”、“儿童青少年近视防控中心”，设有“小儿眼科疑难眼病会诊平台”，拥有 MTI 瞬息摄像筛查仪、视力筛查仪、眼底照相筛查仪等国内先进的诊疗设备。	公司专家委员会主席赵堪兴教授在斜视与小儿眼科领域有深刻造诣，是中国斜视与小儿眼科开拓者和领军人物，享受国务院特殊津贴、曾被评为国家人事部有突出贡献中青年专家、国家卫生部有突出贡献中青年专家、天津市投研专家，被美国斜视与小儿眼科学会誉为“国际斜视与小儿眼科界的思想领袖”。	新生儿数字化广域眼底成像系统 RetCam3、IOLMaster 光学生物测量仪、视觉质量分析仪

资料来源：公司官网，公司招股说明书，华泰研究



## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们预计公司有望凭借过硬的业务能力和逐渐完善的服务网络持续发力。我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 41.49/52.62/66.35 亿元，同比增长 28.3%/26.8%/26.1%，实现归母净利润 6.76/8.85/11.51 亿元，同比增长 32.2%/30.8%/30.1%。

#### 盈利预测及关键假设：

1) 2022 年，公司白内障项目收入 7.51 亿元，同比下降 0.7%，主因国内疫情影响院内常规诊疗。考虑 23 年国内疫情防控持续向好叠加低基数，我们预计 23 年白内障项目收入将恢复较快增长；随着收入基数的提升，我们预计 24-25 年白内障项目收入增速将略有降低。我们预计 23-25 年白内障项目收入增速分别为 15.0%/13.0%/11.0%。公司 22 年白内障项目毛利率为 38.0%。考虑高端术式占比持续提升，我们预计 23-25 年白内障项目毛利率将稳中略升，我们预计 23-25 年白内障项目毛利率分别为 38.2%/38.3%/38.4%。

2) 2022 年，公司屈光项目收入 10.73 亿元，同比增长 12.1%。考虑 23 年国内防疫政策优化叠加基数较低，我们预计 23 年屈光项目收入将恢复快速增长；随着收入基数的提升，我们预计 24-25 年屈光项目收入增速将略有放缓。我们预计 23-25 年屈光项目收入增速分别为 38.0%/36.0%/35.0%。公司 22 年屈光项目毛利率为 54.9%。考虑 ICL、全飞秒等高毛利术式占比持续提升叠加规模效应陆续显现，我们预计 23-25 年屈光项目毛利率将稳中略升，我们预计 23-25 年屈光项目毛利率分别为 55.2%/55.4%/55.6%。

3) 2022 年，公司综合眼病项目收入 9.09 亿元，同比下降 2.4%，主因国内疫情影响院内常规诊疗。考虑 23 年国内疫后院内常规诊疗复苏叠加低基数，我们预计 23 年综合眼病项目收入将重回较快增长；随着收入基数的提升，我们预计 24-25 年综合眼病项目收入增速将略有降低。我们预计 23-25 年综合眼病项目收入增速分别为 22.0%/18.0%/16.0%。公司 22 年综合眼病项目毛利率为 45.4%。考虑业务结构持续优化，我们预计 23-25 年综合眼病项目毛利率将稳中有升，我们预计 23-25 年综合眼病项目毛利率分别为 45.5%/45.6%/45.7%。

4) 2022 年，公司视光服务项目收入 3.97 亿元，同比增长 9.9%。考虑国内疫情防控企稳向好且公司持续加大视光服务项目业务投入，我们预计 23-24 年视光服务项目收入将恢复快速增长；随着收入基数的提升，我们预计 25 年视光服务项目收入增速将略有降低。我们预计 23-25 年视光服务项目收入增速分别为 40.0%/40.0%/38.0%。公司 22 年视光服务项目毛利率为 55.6%。考虑高毛利的角膜塑形镜等业务收入占比持续提升，我们预计 23-25 年视光服务项目毛利率将稳中有升，我们预计 23-25 年视光服务项目毛利率分别为 56.0%/56.5%/57.0%。

5) 销售费用率：公司 22 年销售费用率为 12.44%，同比下降 0.69pct。考虑公司屈光及视光业务发展持续提速，品牌宣传推广力度加大等，我们预计 23-25 年公司销售费用率将稳中略升，我们预计 23-25 年公司销售费用率分别为 13.60%/14.30%/14.80%。

6) 管理费用率：公司 22 年管理费用率为 11.21%，同比增长 0.86pct。考虑公司规模效应陆续显现，我们预计 23-25 年公司管理费用率将有所下降；我们预计 23-25 年公司管理费用率分别为 10.80%/10.70%/10.60%。

7) 研发费用率：公司 22 年研发费用率为 1.52%，同比增长 0.70pct。考虑公司持续加大临床科研投入，我们预计 23-25 年公司研发费用率将稳中略升；我们预计 23-25 年公司研发费用率分别为 1.60%/1.70%/1.80%。

图表74：2020-2025E 年公司收入拆分及毛利率预测

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计：营业收入	2515	3064	3233	4149	5262	6635
同比增速	2.4%	21.9%	5.5%	28.3%	26.8%	26.1%
毛利率	42.2%	46.0%	48.0%	48.8%	49.6%	50.4%
毛利	1060	1411	1553	2025	2609	3341
<b>白内障</b>						
收入	656	756	751	864	976	1083
同比增速	-8.6%	15.3%	-0.7%	15.0%	13.0%	11.0%
收入占比	26.1%	24.7%	23.2%	20.8%	18.5%	16.3%
毛利率	30.9%	36.1%	38.0%	38.2%	38.3%	38.4%
<b>屈光</b>						
收入	727	958	1073	1481	2014	2719
同比增速	20.5%	31.6%	12.1%	38.0%	36.0%	35.0%
收入占比	28.9%	31.2%	33.2%	35.7%	38.3%	41.0%
毛利率	47.9%	52.6%	54.9%	55.2%	55.4%	55.6%
<b>综合眼病</b>						
收入	824	932	909	1109	1309	1518
同比增速	-7.1%	13.0%	-2.4%	22.0%	18.0%	16.0%
收入占比	32.8%	30.4%	28.1%	26.7%	24.3%	21.9%
毛利率	41.1%	41.8%	45.4%	45.5%	45.6%	45.7%
<b>视光服务</b>						
收入	265	361	397	556	778	1073
同比增速	18.5%	36.5%	9.9%	40.0%	40.0%	38.0%
收入占比	10.5%	11.8%	12.3%	13.4%	14.8%	16.2%
毛利率	53.1%	56.4%	55.6%	56.0%	56.5%	57.0%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

图表75：公司主要费用及费用率预测

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	301	402	402	564	752	981
销售费用率	11.97%	13.13%	12.44%	13.60%	14.30%	14.80%
管理费用	294	317	363	448	563	703
管理费用率	11.68%	10.35%	11.21%	10.80%	10.70%	10.60%
研发费用	20	25	49	66	89	119
研发费用率	0.79%	0.82%	1.52%	1.60%	1.70%	1.80%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

## 估值

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 96.64 元。我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 41.49/52.62/66.35 亿元，同比增长 28.3%/26.8%/26.1%，归母净利分别为 6.76/8.85/11.51 亿元，同比增长 32.2%/30.8%/30.1%。我们选取爱尔眼科、普瑞眼科及何氏眼科作为华夏眼科的可比公司（爱尔眼科、普瑞眼科、何氏眼科均为 A 股上市的眼科医疗连锁集团，其诊疗业务项目与华夏眼科较为可比），考虑华夏眼科收入体量及盈利能力位居行业第一梯队，全国性扩张能力持续被验证，增长驱动众多，给予 23 年 80x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 61x），对应目标价 96.64 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 与同行业可比公司的对比：

**1) 综合眼病诊疗能力过硬：**公司历经多年发展，在综合眼病诊疗领域已具备深厚基础，复杂眼病诊疗能力尤为突出。医师人才方面，公司汇聚了包括黎晓新教授、赵堪兴教授等在内的一批具有国际影响力的行业泰斗，9 名学科带头人分别在中华医学会眼科学分会各学组中担任副组长或委员；硬件技术方面，公司的厦门眼科中心在国内较早开展了各类眼底疾病诊治新技术，是我国东南地区的疑难眼病转诊中心，诊疗实力行业领先。

**2) 核心医院业务实力突出：**公司的厦门眼科中心在收入规模及净利率水平上均处于行业头部。从收入规模来看，厦门眼科中心年收入已跨过 8 亿元大关且持续稳健，在四家已上市的眼科医疗连锁集团核心单体医院中遥遥领先；从净利率水平来看，厦门眼科中心净利率稳居 25% 以上，与长沙爱尔同处行业第一梯队。

**3) 整体盈利能力行业领先:** 伴随公司内部经营管理水平的持续优化和外部行业影响力的不断提升, 公司整体盈利能力已至行业领先地位。2022 年公司净利润率已达 15.7%, 与爱尔眼科一起位居已上市眼科医疗连锁集团净利润率水平的第一方阵。

图表76: 华夏眼科可比公司

公司名称	代码	收盘价 (元)	EPS			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
爱尔眼科	300015 CH	19.78	0.38	0.50	0.63	52	40	31
普瑞眼科	301239 CH	122.65	1.49	1.67	2.35	82	73	52
何氏眼科	301103 CH	44.40	0.91	1.22	1.58	49	36	28
<b>平均值</b>						<b>61</b>	<b>50</b>	<b>37</b>
华夏眼科	301267 CH	73.47	1.21	1.58	2.06	61	46	36

注: 除华夏眼科外, 均采用 Wind 一致性预期, 定价日为 2023 年 6 月 9 日;  
资料来源: Wind, 华泰研究预测

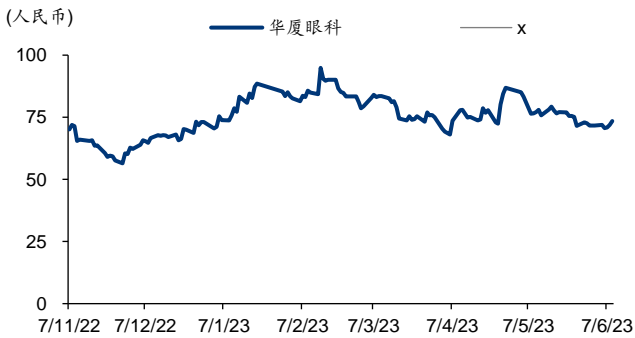
### 风险提示

**1) 市场竞争加剧风险。** 随着眼科医疗服务行业不断吸引更多的社会资本进入, 各民营眼科医疗机构的竞争意识和竞争能力正逐步增强。虽然公司规模较大且具备一定竞争优势, 但若公司不能在日益激烈的市场竞争中继续保持或提升原有优势, 公司未来的发展仍将面临一定的风险。

**2) 发生重大医疗纠纷和事故的风险。** 尽管眼部手术大多数操作创伤相对较小, 但由于眼球解剖结构精细, 且仍存在患者个体差异等诸多影响因素, 各类诊疗行为在客观上仍存在一定风险。若发生医疗事故或纠纷, 可能导致公司面临投诉或法律诉讼等风险, 且可能对公司声誉产生不利影响, 进而影响公司的业务经营能力。

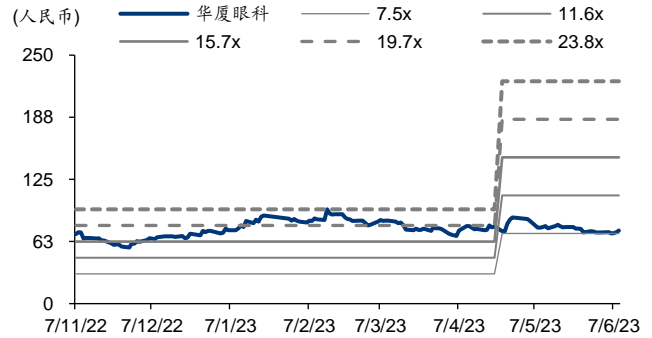
**3) 持续扩张的管理风险。** 公司近年通过“自建+收购”实现了服务网络的快速扩张, 公司整体规模和经营业绩持续提升。若公司管理人员在新市场业务运营及资源整合方面表现不利, 则可能会对公司未来的业务经营造成不利影响。

图表77: 华夏眼科 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表78: 华夏眼科 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,338	4,617	5,384	6,278	7,422
现金	953.42	1,345	1,999	2,754	3,725
应收账款	187.73	195.45	237.39	291.07	360.60
其他应收账款	24.22	35.61	45.70	57.96	73.08
预付账款	31.93	74.42	94.06	117.55	145.92
存货	125.68	157.30	198.83	248.47	308.45
其他流动资产	15.18	2,809	2,809	2,809	2,809
<b>非流动资产</b>	1,882	1,968	2,053	2,166	2,324
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	755.51	687.53	669.17	642.68	609.20
无形资产	63.78	112.03	128.36	155.89	173.61
其他非流动资产	1,063	1,168	1,256	1,367	1,541
<b>资产总计</b>	3,220	6,584	7,437	8,444	9,746
<b>流动负债</b>	784.93	789.64	966.07	1,157	1,397
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	202.37	208.30	263.30	329.03	408.45
其他流动负债	582.56	581.34	702.78	827.75	988.17
<b>非流动负债</b>	586.25	666.95	670.63	674.71	681.34
长期借款	0.00	26.13	29.81	33.89	40.52
其他非流动负债	586.25	640.82	640.82	640.82	640.82
<b>负债合计</b>	1,371	1,457	1,637	1,831	2,078
少数股东权益	16.79	13.76	10.16	4.37	(2.46)
股本	500.00	560.00	560.00	560.00	560.00
资本公积	210.82	2,918	2,921	2,921	2,921
留存公积	1,121	1,633	2,309	3,127	4,189
归属母公司股东权益	1,832	5,114	5,791	6,608	7,670
<b>负债和股东权益</b>	3,220	6,584	7,437	8,444	9,746

### 现金流量表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	798.02	769.98	950.02	1,157	1,431
净利润	453.63	507.81	672.87	879.06	1,144
折旧摊销	205.20	203.66	211.03	222.42	235.79
财务费用	40.27	31.70	19.22	8.22	(5.46)
投资损失	(8.73)	(7.99)	(8.36)	(8.18)	(8.27)
营运资金变动	(17.88)	(96.46)	32.40	30.49	37.18
其他经营现金	125.52	131.27	22.85	25.14	27.65
<b>投资活动现金</b>	(167.74)	(3,037)	(288.08)	(326.89)	(385.55)
资本支出	(173.63)	(235.31)	(268.49)	(305.18)	(364.90)
长期投资	(2.02)	(4.33)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	7.91	(2,797)	(19.59)	(21.70)	(20.65)
<b>筹资活动现金</b>	(180.58)	2,651	(7.57)	(75.78)	(74.40)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	26.13	3.68	4.07	6.63
普通股增加	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(42.22)	2,707	3.06	0.00	0.00
其他筹资现金	(138.37)	(142.25)	(14.32)	(79.85)	(81.03)
现金净增加额	449.69	384.16	654.37	754.49	971.12

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3,064	3,233	4,149	5,262	6,635
营业成本	1,654	1,680	2,123	2,653	3,294
营业税金及附加	12.43	12.84	16.47	20.89	26.34
营业费用	402.32	402.37	564.20	752.43	980.59
管理费用	317.30	362.54	448.04	563.01	703.27
财务费用	40.27	31.70	19.22	8.22	(5.46)
资产减值损失	(0.71)	(0.73)	(0.73)	(0.73)	(0.73)
公允价值变动收益	0.00	6.51	3.26	4.88	4.07
投资净收益	8.73	7.99	8.36	8.18	8.27
<b>营业利润</b>	651.73	727.45	939.91	1,205	1,547
营业外收入	2.85	2.31	2.31	2.31	2.31
营业外支出	72.24	76.15	76.15	76.15	76.15
<b>利润总额</b>	582.33	653.61	866.07	1,131	1,473
所得税	128.70	145.80	193.20	252.40	328.52
<b>净利润</b>	453.63	507.81	672.87	879.06	1,144
少数股东损益	(1.29)	(3.98)	(3.59)	(5.80)	(6.83)
归属母公司净利润	454.92	511.79	676.47	884.85	1,151
EBITDA	808.22	881.12	1,098	1,366	1,711
EPS (人民币, 基本)	0.91	1.00	1.21	1.58	2.06

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.86	5.51	28.31	26.83	26.09
营业利润	34.54	11.62	29.21	28.24	28.31
归属母公司净利润	36.01	12.50	32.18	30.80	30.08
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	46.04	48.05	48.82	49.58	50.36
净利率	14.80	15.71	16.22	16.71	17.25
ROE	27.98	14.74	12.41	14.27	16.12
ROIC	58.90	50.19	62.39	75.25	88.87
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.58	22.12	22.01	21.69	21.32
净负债比率 (%)	(44.22)	(23.40)	(31.77)	(39.28)	(46.42)
流动比率	1.70	5.85	5.57	5.43	5.31
速动比率	1.48	5.29	5.05	4.93	4.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.14	0.66	0.59	0.66	0.73
应收账款周转率	17.97	16.88	19.17	19.91	20.36
应付账款周转率	7.13	8.18	9.00	8.96	8.93
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.91	1.21	1.58	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.37	1.70	2.07	2.56
每股净资产(最新摊薄)	3.27	9.13	10.34	11.80	13.70
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	90.44	80.39	60.82	46.50	35.75
PB (倍)	22.46	8.04	7.11	6.23	5.36
EV EBITDA (倍)	49.92	42.40	33.44	26.32	20.45



## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、高鹏、杨昌源，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、高鹏、杨昌源本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（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 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准  
**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持：** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**  
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019  
 电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**  
 北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
 邮政编码：100032  
 电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**  
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017  
 电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**  
 上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120  
 电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股（香港）有限公司**

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室  
 电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770  
 电子邮件：research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券（美国）有限公司**

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）  
 电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702  
 电子邮件：Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司