

华厦眼科 (301267)

学科实力奠定基石，连锁扩张助力持续增长

投资评级 (暂无)

2022 年 11 月 06 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,064	3,422	4,230	5,183
同比	22%	12%	24%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	455	537	683	862
同比	36%	18%	27%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.81	0.96	1.22	1.54
P/E (现价&最新股本摊薄)	62.63	53.09	41.74	33.07

#规模经济 #消费升级

投资要点

- **投资逻辑:** 眼科医疗行业空间广阔，千亿市场持续增长。华厦眼科公司收入规模和医院数量已位居全国眼科专科医院连锁集团第二，旗下医院学科实力行业领先，未来业务结构顺应消费升级趋势优化、旗下医院实现扭亏、全国扩张规模效应体现，将驱动公司业绩长期可持续稳健增长。
- **眼科医疗需求旺盛，千亿市场保持快速增长。** 随着我国人口老龄化及居民生活方式改变等，我国已成为全球眼病患者最多的国家，根据弗若斯特沙利文预计，2025 年我国屈光不正加白内障患者人数将达 7.69 亿；眼科诊疗需求持续增加。根据灼识咨询数据，预计 2025 年眼科医疗市场规模有望发展至 2522 亿元，2020-2025 年均复合增速约 17.5%。
- **公司已建立全国布局的眼科医院服务网络，专家资源与科研学术驱动学科实力领先，医教研一体化储备人才梯队。** 公司以厦门眼科中心医院为基础，目前已在国内开设 57 家眼科专科医院及 23 家视光中心，覆盖 17 个省及 46 个城市。2021 年公司实现门诊人次 167.14 万人次、手术眼数 29.28 万眼，实现主营收入约 30 亿元，医院数量与整体规模位居眼科专科医院连锁集团行业第二。公司眼科专家阵容强大，深耕眼科各亚专科及眼视光领域，汇聚了黎晓新、赵堪兴等一批具有国际影响力的眼科学界专家，此外 9 名学科带头人均为中华医学会眼科分会委员。公司依托厦门眼科中心强化临床医疗资源，下属医院与厦门大学、北京大学战略合作进行人才培养、学术共建和临床研究等，成熟的“医教研”体系驱动眼科医学科研创新能力提升，同时为公司储备丰富的人才梯队。
- **消费升级类眼科项目占比提升释放盈利潜力，医院陆续扭亏贡献公司利润增长。** 2021 年公司消费类升级类项目屈光收入占比 31%、配镜业务收入占比 12%，基础眼病类的白内障收入占比 25%，眼底、眼表、斜弱视及小儿眼科收入占比超过 20%。公司学科优势保证基础眼病类业务稳定增长，未来毛利率较高的屈光和视光业务、白内障中高端项目占比提升，将继续提升盈利水平。2021 年公司旗下多家医院实现盈亏平衡，同时厦门眼科中心的收入占比从 2019 年的 32%下降至 2021 年的 26%，其他医院贡献提升。截至 2021 年底，公司旗下 18 家医疗机构尚未盈利，未来随着医院扭亏及医院盈利提升，将有望驱动公司利润业绩快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 34.22/42.30/51.83 亿元，归母净利润分别为 5.37/6.83/8.62 亿元，对应发行市值的估值分别为 53/42/33 倍。眼科医疗市场空间广阔，公司专家资源、学术科研、医院口碑具备优势，未来全国扩张推进、消费升级类项目占比提升与基础眼科稳步增长，将推动公司业绩持续稳健增长。
- **风险提示:** 新冠疫情带来的经营风险；规模扩张带来的管理风险；下属医院持续亏损的风险；专业医务人才流失的风险；医药行业政策变化的风险。

市场数据

收盘价(元)	50.88
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	13.89
流通 A 股市值(百万元)	2866.39
总市值(百万元)	28492.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.46
资产负债率(% ,LF)	39.08
总股本(百万股)	560.00
流通 A 股(百万股)	56.34

相关研究

内容目录

1. 深耕福建、全国扩张，华厦眼科连锁医院集团快速成长.....	5
1.1. 厦门眼科中心实力雄厚，打造眼科医疗专业品牌.....	5
1.2. 眼科医疗业务稳健增长，整体毛利率稳中有增.....	7
1.3. 募投情况.....	9
2. 眼科医疗服务需求旺盛，民营眼科医疗成长空间广阔.....	10
2.1. 供需与政策多方推动，眼科医疗千亿市场保持快速增长.....	10
2.2. 各细分领域已成规模，眼科医疗市场容量持续扩大.....	12
2.3. 民营市场竞争激烈，形成“一超多强”的竞争格局.....	14
3. 立足福建、辐射全国，学术高地铸就华厦品牌.....	16
3.1. 厦门眼科中心诊疗能力全国领先，目前贡献重要收入与利润.....	16
3.2. 厦门眼科中心专家资源雄厚，持续提升行业影响力.....	17
3.3. “医教研”三位一体，培养储备优秀医生资源.....	20
4. 消费升级类项目盈利潜力大，医院陆续扭亏贡献业绩增长.....	22
4.1. 消费升级类项目占比有望继续提升，基础眼病类持续稳健增长.....	22
4.2. 以厦门眼科中心为基点，建立全国眼科医院服务网络.....	25
5. 盈利预测与估值.....	30
6. 风险提示.....	33

图表目录

图 1: 华厦眼科的发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截止 2022 年 10 月)	6
图 3: 2017-2021 年公司营业收入及增速	7
图 4: 2017-2021 年公司归母净利润及增速	7
图 5: 2019-2021 年公司主营业务收入结构	8
图 6: 2017-2021 年公司主营业务毛利率	8
图 7: 2017-2021 年公司毛利率净利率情况	8
图 8: 2017-2021 年公司各项费率情况	8
图 9: 2017-2021 年各项业务收入占总收入比重	9
图 10: 2017-2021 年各项业务毛利率	9
图 11: 中国常见眼病患者人数	10
图 12: 中国与不同国家每百万人口眼科医生/医院数量	11
图 13: 2016-2020 年眼科专科医院床位数	11
图 14: 中国眼科医疗服务市场规模	12
图 15: 2014-2025 年中国白内障患者人数	12
图 16: 中国白内障手术市场规模	12
图 17: 2014-2025 年中国屈光不正患者人数	13
图 18: 2014-2025 年中国屈光不正手术市场规模	13
图 19: 2014-2025 年中国青少年斜视患者人数	13
图 20: 2014-2025 年中国青少年斜视手术市场规模	13
图 21: 2014-2025 年中国眼表疾病手术市场规模	14
图 22: 2014-2025 年中国眼底疾病手术市场规模	14
图 23: 2016-2020 年公立/民营眼科医院数量及增速	14
图 24: 2016-2020 年民营眼科专科医院市场规模	14
图 25: 2016-2020 年我国公立、民营眼科医疗市场份额	15
图 26: 2021 年民营眼科市场竞争格局 (按收入计算)	15
图 27: 厦门眼科中心营业收入及净利润	16
图 28: 厦门眼科中心为公司净利润的重要来源	16
图 29: 厦门眼科中心科研平台	19
图 30: 厦门眼科中心科研项目数量 (个) 及学术影响力	19
图 31: 华厦眼科“医教研”体系	20
图 32: 2019-2021 年公司各类职称的医生人数 (人)	21
图 33: 2021 年华厦、爱尔、何氏、普瑞员工构成 (人)	21
图 34: 2017-2021 年公司屈光项目收入及增速	23
图 35: 不同类型屈光手术量及平均收入情况	23
图 36: 2019-2021 年不同类型屈光手术收入占比情况	23
图 37: 2017-2021 年公司配镜业务收入及增速	23
图 38: 2017-2021 年公司白内障项目收入及增速	24
图 39: 2019-2021 年公司白内障手术晶体使用量 (枚)	24
图 40: 2017-2021 年公司眼底病收入及增速	24
图 41: 2017-2021 年公司眼底病手术量和手术单价	24
图 42: 华厦眼科区域布局 (截止 2022 年 10 月)	25

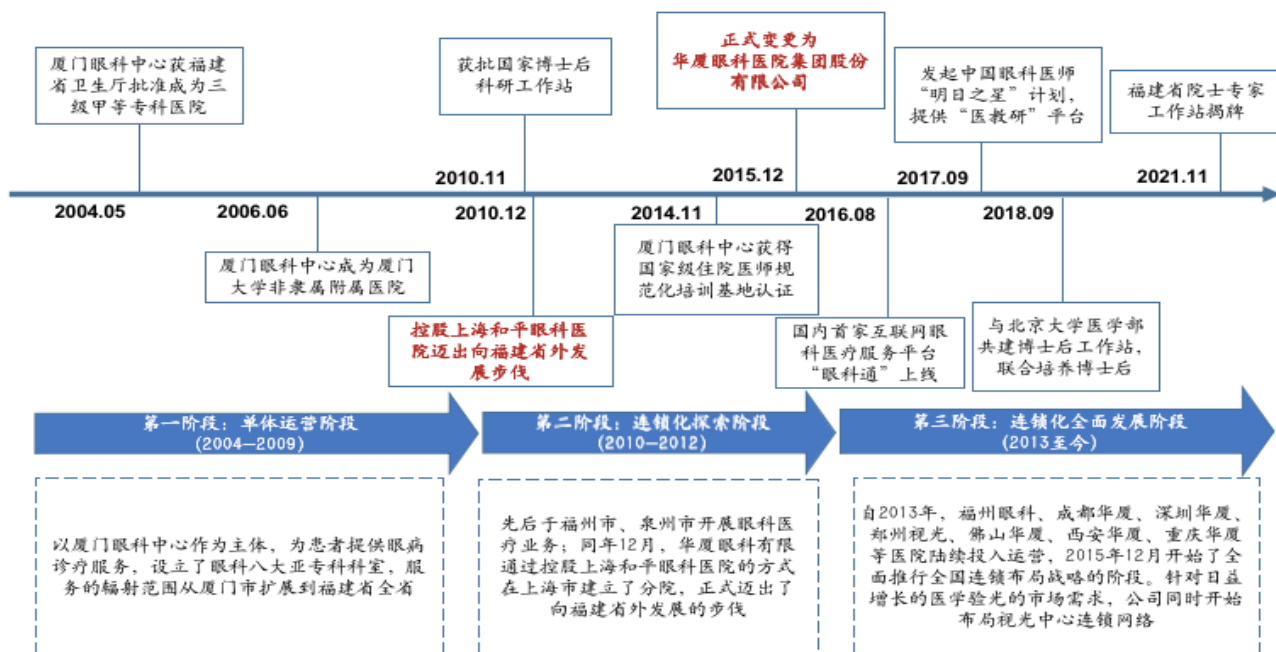
图 43: 2021 年各区域医院的净利润比例	27
图 44: 2021 年净利润 TOP15 的医院情况 (百万元)	27
图 45: 华厦眼科部分子公司的收入情况 (百万元)	28
图 46: 公司部分子公司的净利率情况	28
图 47: 2021 年部分扭亏为盈的公司 (净利润: 百万元)	28
图 48: 2021 年处于亏损状态的子公司情况 (净利润: 百万元)	29
表 1: 公司核心技术人员间接持股情况 (截至 2022 年 10 月)	6
表 2: 公司业务介绍	7
表 3: 募集资金用途	9
表 4: 2016-2022 重要眼健康政策	11
表 5: 民营医院概况 (截止 2021 年底)	15
表 6: 华厦眼科国际眼科专家介绍 (截止 2021 年底)	17
表 7: 华厦眼科九位中华医学会学科带头人介绍	17
表 8: 华厦眼科、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科专家情况对比 (截至 2021 年)	18
表 9: 华厦眼科各项业务占公司总收入比重和毛利率	22
表 10: 2021 年华厦眼科、爱尔眼科、何氏眼科三大业务收入占公司总收入比重和毛利率	22
表 11: 2019-2021 年除福建地区外各地区净利润 (百万元)	26
表 12: 华厦眼科 56 家眼科专科医院基本情况 (截至 2021 年底)	26
表 13: 公司完善的管理体系	29
表 14: 公司的医疗质量控制制度和实施体系	29
表 15: 公司收入拆分预测	30
表 16: 可比公司估值	32

1. 深耕福建、全国扩张，华厦眼科连锁医院集团快速成长

1.1. 厦门眼科中心实力雄厚，打造眼科医疗专业品牌

华厦眼科集团前身厦门眼科中心有限公司于 2004 年成立，并于同年获批福建省三级甲等专科医院，其后逐步发展为专注于眼科专科医疗服务、医院网络辐射全国的大型眼科医疗连锁集团。公司现已建立了覆盖白内障、屈光、眼底、斜弱视与小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶与眼肿瘤、眼外伤共八大眼科亚专科科室及视光专科的眼科全科诊疗服务体系。根据公司招股书，截止 2022 年 10 月，公司在国内共开设 57 家眼科专科医院，实现了 17 个省份及 46 个城市的地区覆盖。

图 1：华厦眼科的发展历程

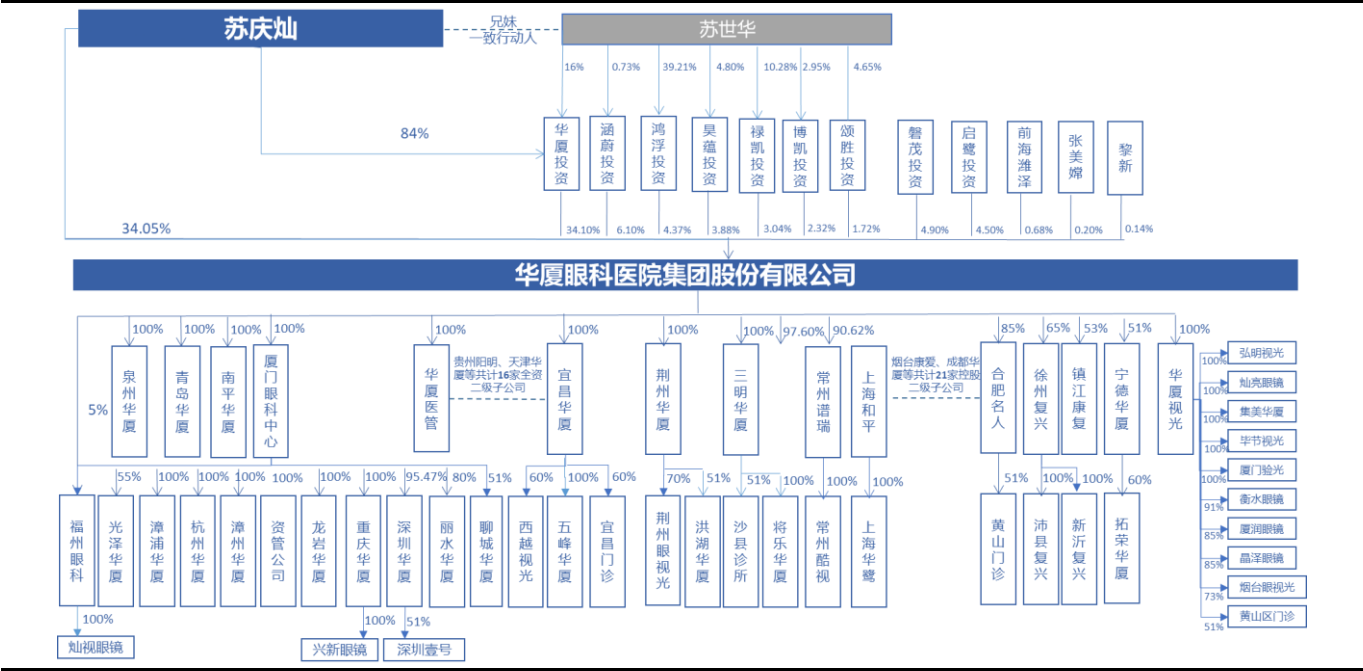


数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构相对集中，实际控制人为董事长苏庆灿先生，员工持股较高。截至 2022 年 10 月，苏庆灿先生直接持股比例为 34.05%，通过华厦投资间接持股比例为 34.10%，合计持股约 68.16%。苏世华与苏庆灿（二者为兄妹关系）为一致行动人，二者合计持有公司 70.56% 的股份。公司设有 6 家员工持股平台，分别是涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资、颂胜投资，合计持股达 21.43%。

截至 2022 年 10 月，公司在全国各地共有 95 家控股子公司，3 家参股公司，28 家分公司，主要业务覆盖眼科专科医疗服务、配镜销售、医疗器械经营和药店业务。

图 2：公司股权结构（截止 2022 年 10 月）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

股权激励绑定核心技术人员，保障核心技术支持与基础科研创新。董事长苏庆灿先生在医疗行业的管理经验丰富，从公司成立以来始终担任总经理的角色，先后曾获评“2016 医疗行业品牌领军人物”和“福建省优秀企业家”等多方面荣誉称号。公司董事和高管中既有较强财务背景的管理人才，也有深厚医学背景的眼科专家。公司的核心技术人员汇聚了一批具有国际、国内影响力的眼科学界专家，奠定了眼科临床与学术科研的地位。截止 2022 年 10 月，公司核心技术人员均通过间接持股方式持有公司股份。公司通过吸引和培养核心技术人员，推动医院在眼科基础研究和诊疗技术上的创新和开拓，不断加强在眼科领域的行业地位。

表 1：公司核心技术人员间接持股情况（截至 2022 年 10 月）

	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发行人的股份比例	合计间接持有发行人的股份比例
黎晓新	核心技术人员	禄凯投资	2.63%	0.08%	0.08%
张妮维	核心技术人员郭海科的配偶	鸿浮投资	9.16%	0.40%	0.40%
张广斌	核心技术人员	涵蔚投资	8.59%	0.52%	0.52%
吴护平	核心技术人员	涵蔚投资	3.61%	0.22%	0.22%
潘美华	核心技术人员	涵蔚投资	3.44%	0.21%	0.21%
赵峰	核心技术人员潘美华的配偶	博凯投资	1.72%	0.04%	0.04%
陈晓明	核心技术人员	昊蕴投资	2.48%	0.10%	0.10%
刘苏冰	核心技术人员	昊蕴投资	4.13%	0.16%	0.50%
		鸿浮投资	7.74%	0.34%	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 眼科医疗业务稳健增长，整体毛利率稳中有增

公司营业收入持续增长，2021 年营业收入 30.64 亿元，同比增长 21.86%，2017-2021 年的年均复合增长率为 17.69%。其中，2020 年营业收入增长率下降主要系新冠疫情影响所致。2021 年公司归母净利润的 4.55 亿元，2017-2021 年的年均复合增长率为 55.91%，保持高速增长。随着我国眼科医疗服务市场容量持续增长，公司通过新建和收购医院的外延式扩张策略直接带来所在地及周边地区的收入增量，同时积极进行眼科医疗服务及配镜业务的服务升级，推动业务快速增长。随着规模效应显现及加强成本费用控制，公司利润保持快速增长。2020 年上半年受到新冠疫情的影响收入增长放缓所致，2021 年已显著恢复。

图 3：2017-2021 年公司营业收入及增速

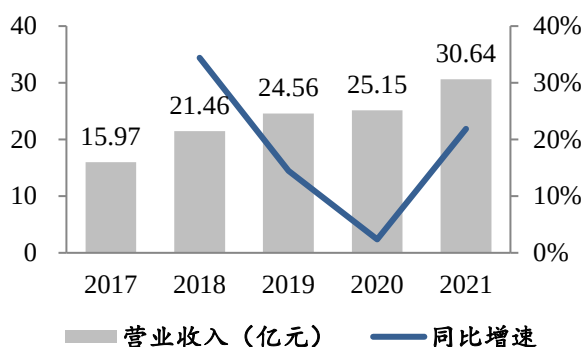
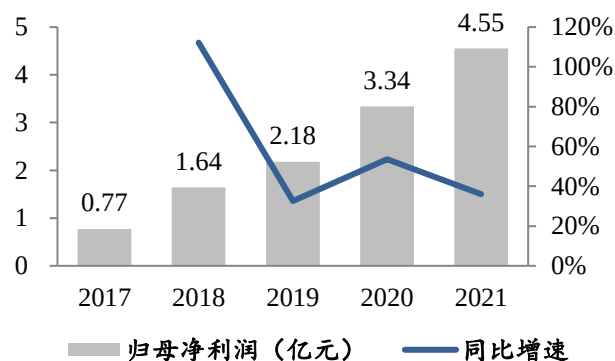


图 4：2017-2021 年公司归母净利润及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

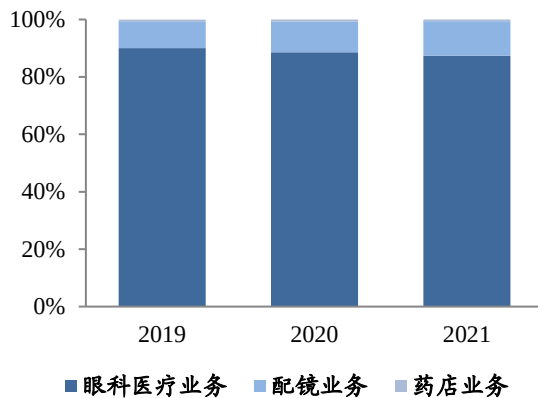
公司以眼病诊疗为发展基础，建立了眼科全科诊疗服务体系，在提供基础诊疗同时提高服务质量及附加值，实现配镜业务的高增长。2021 年，眼科医疗业务实现收入 26.26 亿元，同比增长 19.98%，占公司主营业务收入 87.33%。配镜业务 2021 年实现收入 3.61 亿元，同比增长 36.23%；占主营收入比例由 2019 年的 9.18% 提升至 2021 年的 12.01%。

表 2：公司业务介绍

眼科医疗业务	为眼科疾病患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗等。已建立覆盖白内障、眼底、屈光、斜弱视与小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶与眼肿瘤、眼外伤共八大眼科亚专科科室。
配镜业务	销售镜架、镜片、角膜塑形镜等眼镜。公司每个下属医院皆设有医学验光配镜中心。
药店业务	药店业务是公司自营药店进行常规药物销售，属于公司的非核心业务。

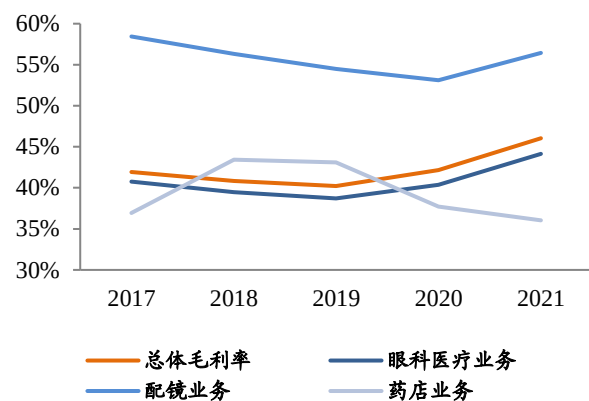
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 5：2019-2021 年公司主营业务收入结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 6：2017-2021 年公司主营业务毛利率

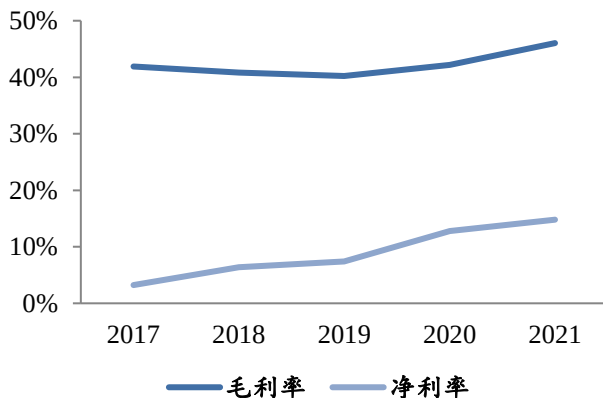


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司综合毛利率总体稳定，2019 年后逐步提升。2017-2021 年公司毛利率保持高于 40% 的水平，2021 年毛利率提升至 46.04%，主要受行业政策及产品服务策略等因素变化影响。公司核心业务眼科医疗毛利率水平在 2017-2019 年度略有小幅下降，主要系白内障项目毛利率下降。2019 年之后随着屈光与白内障项目毛利率的拉动再次回升。2021 年度眼科医疗业务毛利率为 44.14%，同比提升 3.77pct；配镜毛利率 56.43%，同比提升 3.32pct，主要系采购价格因规模效应下降所致。我们预计未来随着业务的调整及规模优势的形成，公司毛利率将保持稳中有升，同时旗下医院逐步扭亏，公司净利率水平提升。

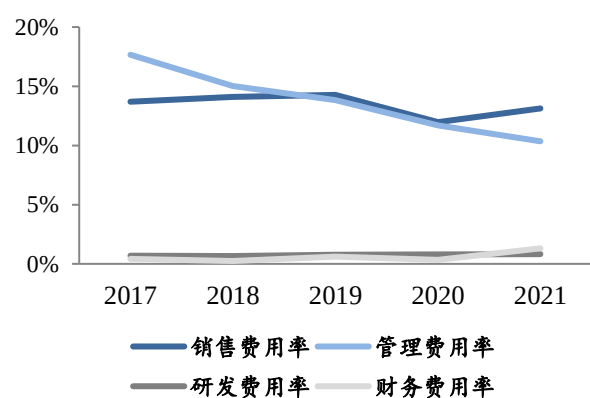
从期间费用看，公司管理费用率逐年下降，其余费用率基本保持稳定。管理费用率从 2017 年的 17.66% 下降至 2021 年的 10.35%，主要系加强行政部分等开支管控所致。销售费用除 2020 年受疫情影响业务宣传及推广活动受限导致支出减少外，总体上升；销售费用率总体保持稳定；财务费用率在 2021 年之前维持在 1% 以下，2021 年财务费用占比为 1.31%，主要系公司根据财政部相关要求执行新租赁准则，租赁负债利息在财务费用核算使得 2021 年度公司财务费用同比大幅增加

图 7：2017-2021 年公司毛利率净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

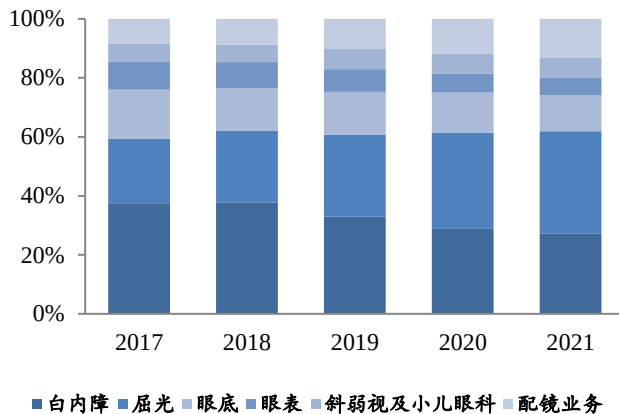
图 8：2017-2021 年公司各项费率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

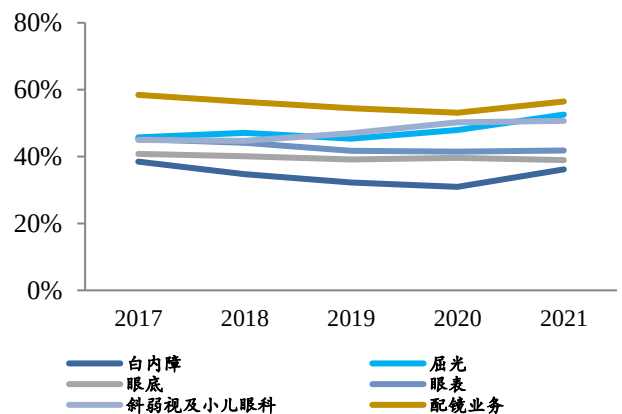
公司业务结构随消费升级优化，中高端项目占比有所提升。从细分诊疗项目来看，公司眼科医疗业务主要包括白内障、屈光、眼底、眼表等。2021 年，屈光项目收入达 9.58 亿元，同比增长 31.46%，在公司总收入中占比 31.25%；白内障项目实现收入 7.56 亿元，占比 24.68%；眼底项目实现营收 3.4 亿元，占比 11.10%。三大优势项目贡献突出，合计占比超 70%。同时白内障项目收入占比总体下降，而屈光等高毛利业务占比提升。

图 9：2017-2021 年各项业务收入占总收入比重



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 10：2017-2021 年各项业务毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 募投情况

根据公司招股说明书披露，公司拟公开发行 6,000 万股人民币普通股（A 股），占本次发行后公司总股本的比例 10.71%，计划投资于建设全国连锁分院及连锁服务网络、更新先进医疗设备、搭建信息网络和储备运营资金，扩大公司业务覆盖范围，提升服务效率，从而提升公司品牌影响力和竞争力。

表 3：募集资金用途

序号	募集资金投向	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	具体情况
1	天津华夏眼科医院项目	6,100.0	6,100.0	规划床位分别为 80 张，拟开设包括白内障、眼底、屈光、斜弱视及小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶和眼肿瘤、眼外伤在内的眼科八大亚专科及眼视光专科；资金将投资于房产租赁及装修、医疗设备购置等
2	区域视光中心建设项目	22,963.8	22,963.8	主要提供框架眼镜和隐形眼镜的验配及销售服务、角膜塑形镜的销售服务以及眼视光相关日常维护服务；资金将投资于采购验光设备、磨片设备、办公设备等
3	现有医院医疗服务能力升级项目	8,400.0	8,400.0	为下属西安、宁波等 10 家分院配置全飞秒激光设备，帮助分院参与到当地中高端眼科市场的竞争之中，提升分院的市场竞争力，扩展市场占有率
4	信息化运营管理系统建设项目	20,386.8	20,386.8	建设“远程会诊系统”、“数据灾备中心”、“眼科云 PACS 平台”、“云 LIS 平台”、“电子病历”、“云病历系统”、“网络安全系统升级”、“集团临床数据决策中心”等数据平台
5	补充运营资金项目	20,000.0	20,000.0	为公司营运及发展储备资金
	总计	77850.6	77850.6	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

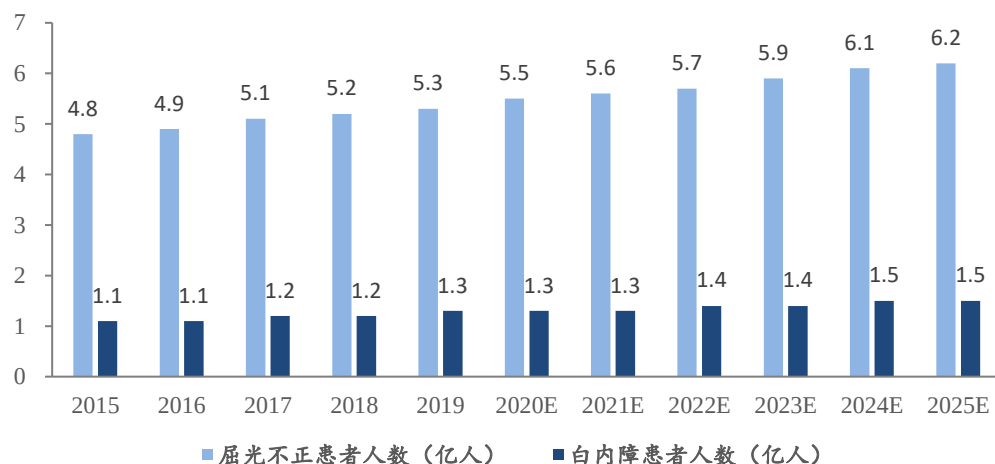
2. 眼科医疗服务需求旺盛，民营眼科医疗成长空间广阔

眼科医疗分为手术类和非手术类，其中大部分眼病需通过手术治疗。我国眼科医疗机构布局呈全国多点分散，以城市为单位高度集中，优质医疗资源有限且集中在公立医院。目前综合医院的眼科占据较大市场份额，但其市场份额逐年下降；眼科专科医院所占份额较小但逐年上升。随着眼健康知识的普及推广以及人口老龄化的严重，中国眼科需求不断增长，眼科行业存在巨大发展潜力。

2.1. 供需与政策多方推动，眼科医疗千亿市场保持快速增长

从需求端来看，随着我国人口老龄化日益加重以及居民生活方式改变等因素的影响下，我国已成为全球眼病患者最多的国家，眼科诊疗需求进一步增加。中国近视患者人数已超 6 亿，近视率高达 48.5%，青少年过半。受疫情影响，除网课对中小學生带来的眼部负担，线上娱乐也成为加剧中小學生近视的又一因素。根据教育部的青少年视力调查数据显示，2020 年中小學生近视率增加了 11.7%，2025 年预计近视患者将突破 6.1 亿人。此外，根据弗若斯特沙利文数据，2015-2019 年我国白内障患者从 1.1 亿人增至 1.3 亿人；预计到 2025 年，我国屈光加白内障患者人数将达 7.69 亿。

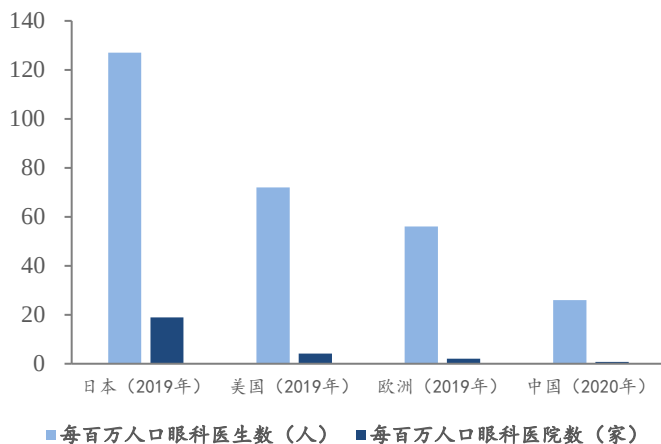
图 11：中国常见眼病患者人数



数据来源：弗若斯特沙利文，《中国卫生健康统计年鉴》，东吴证券研究所

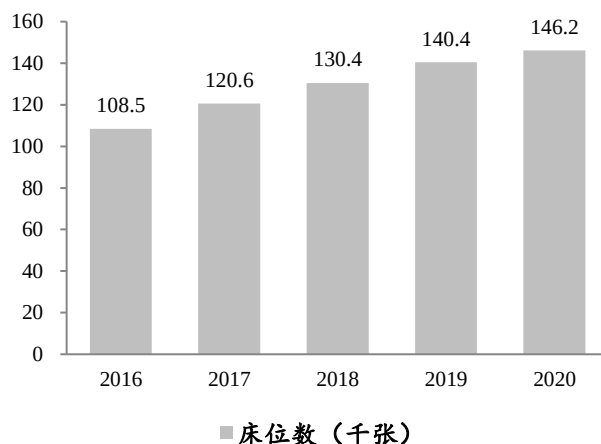
从供给端来看，与发达国家相比，我国人均眼科医疗资源相对较低，仍有较大提升空间。根据 2021 年中国卫生健康统计年鉴，2020 年中国眼科执业医师和执业助理医生数共为 36115 人，眼科专科医院 1061 家，约 26 人/百万人，每百万人对应眼科医院数量仅为 0.8 家/百万人，相比日本、英国、美国等发达国家 2019 年的水平，我国眼科专科医院仍有较大上升空间。我国眼科专科医院床位数仍保持增长，2016-2020 年年复合增长率达 7.74%。

图 12: 中国与不同国家每百万人口眼科医生/医院数量



数据来源: 清晰医疗招股书, 东吴证券研究所

图 13: 2016-2020 年眼科专科医院床位数量



数据来源: 中国卫生健康统计年鉴, 东吴证券研究所

政策推动眼科眼健康发展。我国眼健康问题不容小觑,“十四五”眼健康规划已将其上升到国家战略层面。针对我国目前存在的近视低龄化、眼科资源分配不均等问题,国家陆续发布一系列的政策规划,在彰显国家对眼健康重视的同时,也为眼科行业的高质量发展和快速发展提供了坚实的基础和持续的动力。

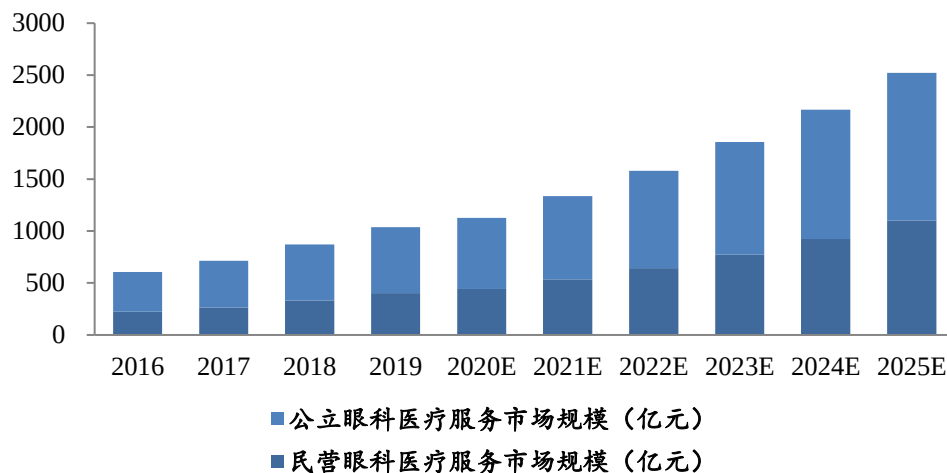
表 4: 2016-2022 重要眼健康政策

时间	政策	重点
2016 年 10 月	《“十三五”全国眼健康规划(2016—2020 年)》	提高眼科医疗服务覆盖面、可及性、公平性和有效性,将人人享有基本眼科医疗服务、逐步消除可避免盲和视觉损伤、提高人民群众眼健康水平作为开展眼病防治工作的出发点和落脚点。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	提出了到 2023 年,力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上,6 岁儿童近视率控制在 3% 左右,小学生近视率下降到 38% 以下,初中生近视率下降到 60% 以下,高中阶段学生近视率下降到 70% 以下的目标。
2021 年 4 月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025 年)》	提出建立儿童青少年视力健康监测数据库,每年开展全国儿童青少年视力动态监测,努力实现县(区)儿童青少年近视监测全覆盖。加强近视防控专家智库建设,鼓励多方力量积极开展近视防控宣传教育活动,深入开展综合防控儿童青少年近视专家宣讲。
2022 年 1 月	《“十四五”全国眼健康规划(2021-2025 年)》	“十四五”时期,着力加强眼科医疗服务体系建设、能力建设、人才队伍建设,持续完善眼科医疗质量控制体系,推动眼科优质医疗资源扩容并下延。

数据来源: 爱尔眼科 2021 年报, 东吴证券研究所

需求、供给、政策三方共振,国内眼科市场快速发展。我国眼科医院收入自 2016 年的 605.8 亿元提升到 2020 年的 1125.6 亿元,年复合增长率达 16.75%。除 2020 年疫情影响外,2016-2019 眼科医院每年收入增速稳定在 20% 左右。我们预计随着疫情发展趋势转好,眼科需求释放及利好政策扶持,我国眼科市场将恢复快速发展。根据灼识咨询数据,预计 2025 年有望至 2521.5 亿元,2020-2025 年均复合增速约 17.5%。

图 14：中国眼科医疗服务市场规模

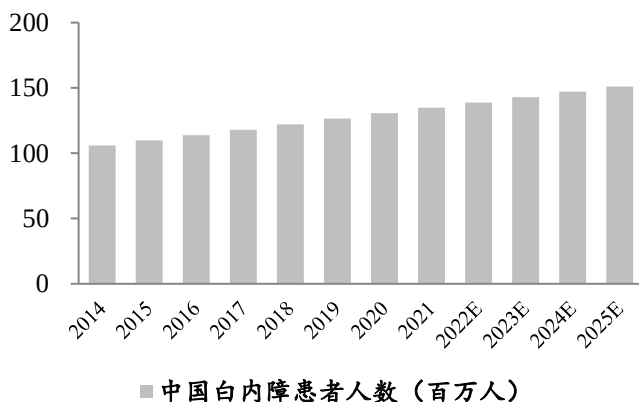


数据来源：华夏眼科招股书、灼识咨询，东吴证券研究所

2.2. 各细分领域已成规模，眼科医疗市场容量持续扩大

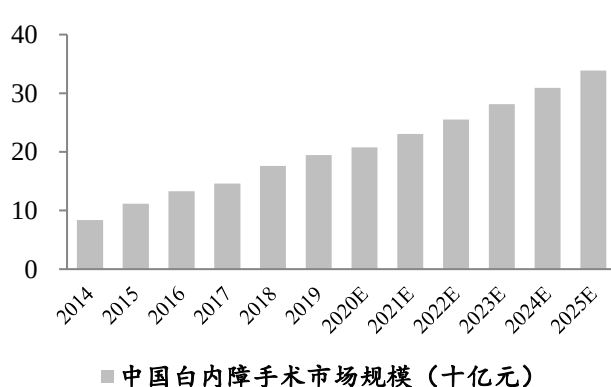
随着白内障手术率提升，中国白内障手术市场规模将保持稳定较快增长，中国是全球白内障患者人数最多的国家，随着人口老龄化加剧，白内障患者人数呈显著上升趋势。2014 年患者人数为 1.1 亿人，2025 年预计达到 1.5 亿人。根据国家政府服务平台，尽管 2020 年我国白内障手术率已超过 3000，在 30 年间上涨了近 38 倍，但与发达国家相比仍处较低位置。根据招股书显示，2011 年美国和日本 CSR 分别为 11000 例和 8091 例。随着手术率的提升、消费升级推动中高端项目占比提升，白内障手术市场规模持续增长。根据公司招股书，2014 年白内障市场规模为 83.9 亿元，预计到 2025 年能实现 338.5 亿元，则预计 2022-2025 年 CAGR 预计达到 9.86%。

图 15：2014-2025 年中国白内障患者人数



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 16：中国白内障手术市场规模

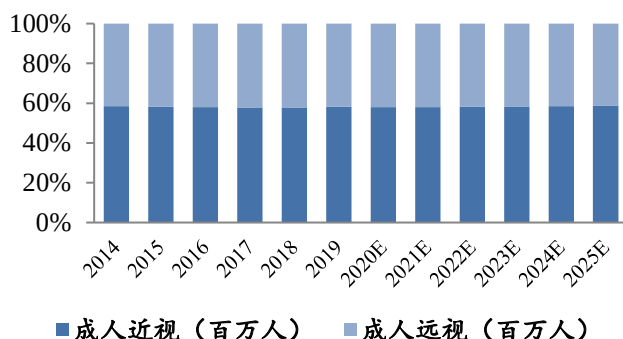


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

近视率居高不下，屈光手术市场规模快速增长。常见的屈光不正有近视眼和远视眼。

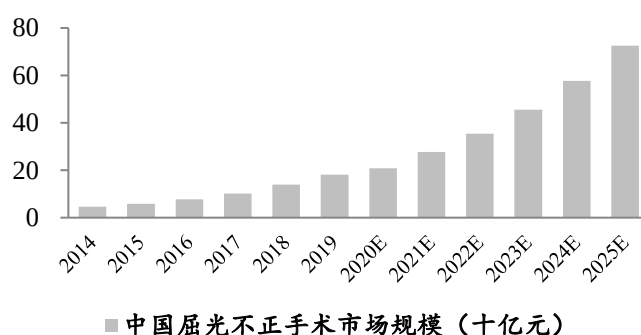
近年来由于中小学生学习负担加重,手机、电脑等带电子屏幕产品的普及,以及用眼过度、用眼不卫生、缺乏体育锻炼和户外活动等原因,近视低龄化趋势日益严重,根据国家政府平台统计显示,2020 年青少年近视率已达到了 52.7%。根据招股书,2019 年我国近视患者总人数已达到 5.3 亿,整体近视率接近 34.2%,远超全球 12.5%的近视眼发病率;另外远视眼发病人数预计会从 2014 年的 2.0 亿人增加到 2025 年的 2.5 亿人。尽管如此,我国近视手术人均手术量却仍低于欧美国家,根据国人近视手术白皮书显示,2020 年中国近视手术为 0.5 人/千人,而美国为 1.7 人/千人,欧洲为 1.1 人/千人,韩国达到了 2.9 人。随着术式升级带来的单价提升、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快速增长。根据招股说明书,预计 2025 年屈光不正手术市场规模约 725 亿元,预计 2022-2025 年 CAGR 预计达到 26.92%。

图 17: 2014-2025 年中国屈光不正患者人数



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

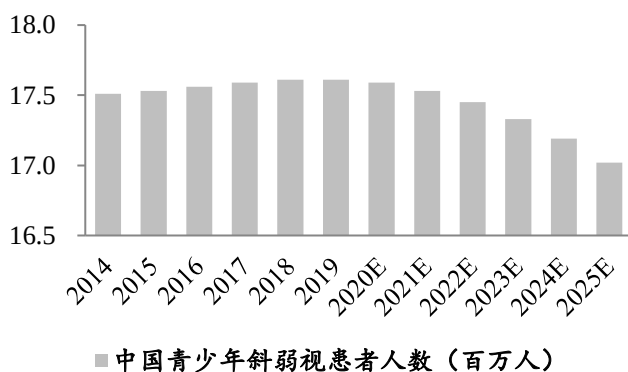
图 18: 2014-2025 年中国屈光不正手术市场规模



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

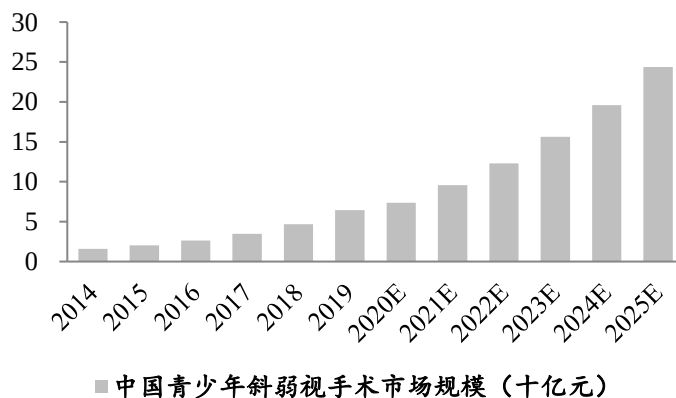
小儿眼病和青少年斜弱视筛查和重视程度提升,推动市场规模持续增长。随着中国斜视筛查的推进和家庭对新生儿眼部发育的重视度的提升,使得更多的小儿眼病患者能及时发现并治疗。根据公司招股说明书,2014 年中国青少年斜弱视治疗市场规模为 16.1 亿元,随着更多人对斜弱视重视度的提升,中国斜弱视市场规模有望进一步提升,预计 2025 年达到 243.7 亿元,预计 2022-2025 年 CAGR 为 25.63%。

图 19: 2014-2025 年中国青少年斜弱视患者人数



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

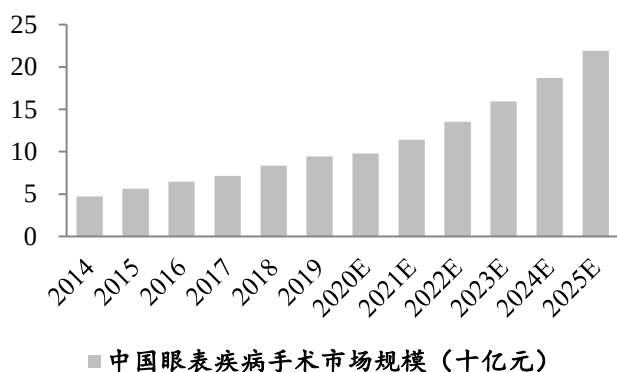
图 20: 2014-2025 年中国青少年斜弱视手术市场规模



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

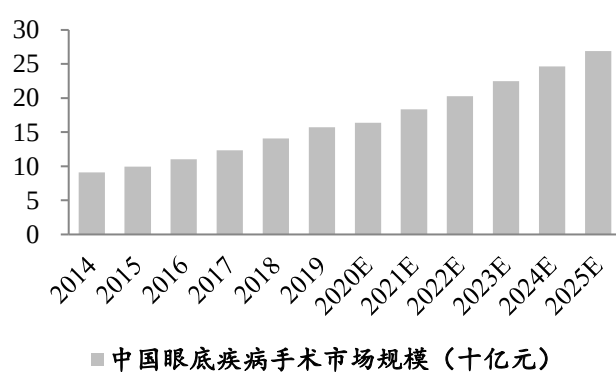
眼表、眼底疾病诊疗率提升，临床诊疗需求增长。干眼病的发病率提升、人民生活水平的提升、诊疗技术的进步使得更多的眼表疾病能够被早期发现并得到及时治疗。根据公司招股书，2014 年我国眼表疾病市场规模约为 47.1 亿元，预计 2025 年达到 219.1 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 17.40%。而眼底疾病复杂、术后治愈能力差，很多疾病目前缺乏有效的治愈手段，且多数治疗需要长期跟踪控制。因为眼底疾病的复杂性，培养眼底疾病诊疗团队往往需要数十年行业积累，因此临床能力优秀的民营医院发展潜力较大。根据公司招股书，2014 年我国眼底疾病市场规模约为 90.9 亿元，预计到 2025 年约 269 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 9.84%。

图 21：2014-2025 年中国眼表疾病手术市场规模



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 22：2014-2025 年中国眼底疾病手术市场规模

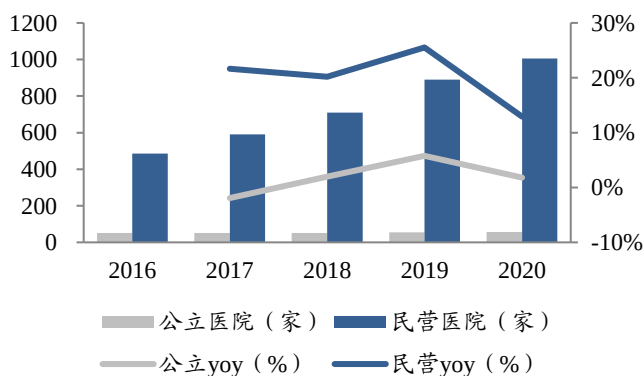


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 民营市场竞争激烈，形成“一超多强”的竞争格局

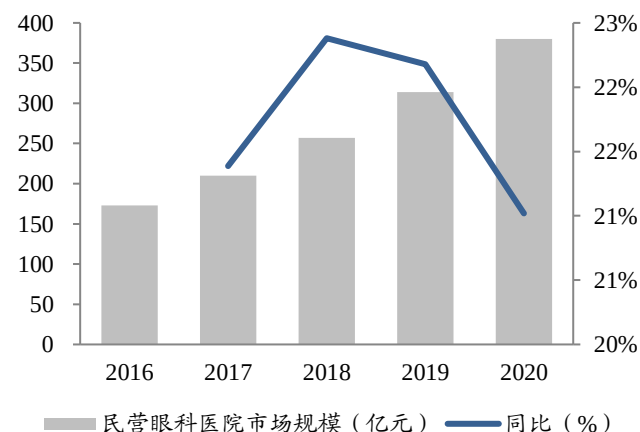
民营眼科医院数量迅速增加，增速远超公立医院。随着鼓励社会办医政策的出台，我国民营眼科医院从 2016 年的 485 家已增至 2020 年的 1005 家，CAGR 达到了 19.98%。民营眼科专科医院市场规模迅速扩张，市场规模已从 2016 年的 173 亿元增至 2020 年的 380 亿元，CAGR 达到了 21.74%。

图 23：2016-2020 年公立/民营眼科医院数量及增速



数据来源：中国卫生统计年鉴，东吴证券研究所

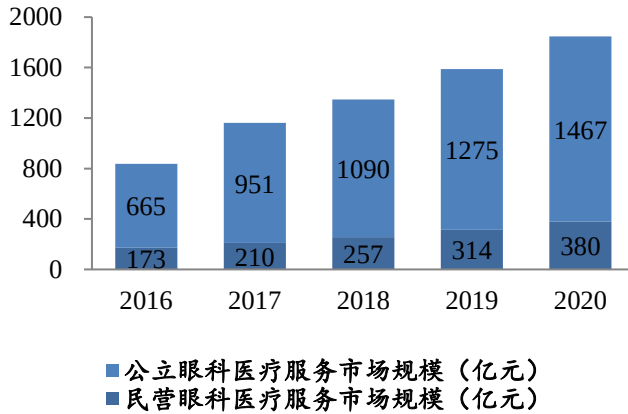
图 24：2016-2020 年民营眼科专科医院市场规模



数据来源：头豹咨询，东吴证券研究所

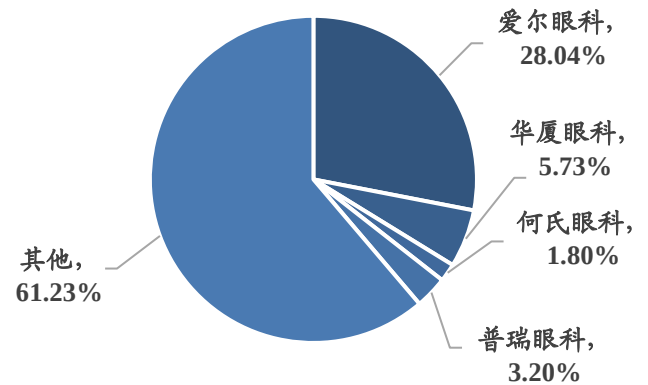
我国眼科医疗市场整体仍以公立为主，2021 年民营医院市场份额占比估计在 20% 左右。而民营眼科市场竞争企业主要有爱尔眼科、华厦眼科、何氏眼科和普瑞眼科等。从收入、诊疗量、医生数量、门店数量，爱尔眼科稳居第一。华厦眼科在各项指标位居业内第二，尤其医生资源、学术科研优势突出，为后续长期增长蓄能。

图 25: 2016-2020 年我国公立、民营眼科医疗市场份额



数据来源：头豹咨询，东吴证券研究所

图 26: 2021 年民营眼科市场竞争格局（按收入计算）



数据来源：华厦眼科招股书，爱尔眼科，何氏眼科 2021 年报，普瑞眼科公司官网，东吴证券研究所

表 5: 民营医院概况（截止 2021 年底）

	华厦眼科	爱尔眼科	何氏眼科	普瑞眼科
营业收入 (亿元)	30.64	150.01	9.62	17.10
手术治疗/门诊	门诊量: 167.14 万人次 手术量: 29.28 万眼	门诊量 1019.61 万人次 手术量 81.73 万眼	门诊量: 119 万人次 手术量: 4.6 万眼	门诊量: 97.6 万人次 手术量: 11.6 万眼
医师数 (人)	医生: 891 医务: 3278	医生: 7000+ 医务: 17420	医生: 359 医护: 1597	医生: 400+ 医务: 1700+
机构数	全国 56 家眼科专科医院。	全球 723 家眼科医院，其中中国内地 610 家、中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 93 家、东南亚 12 家。	全国 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。	全国 23 家专业眼科医院、3 家眼科门诊部。

数据来源：华厦眼科招股书，爱尔眼科 2021 年报，何氏眼科 2021 年报，普瑞眼科公司官网，东吴证券研究所

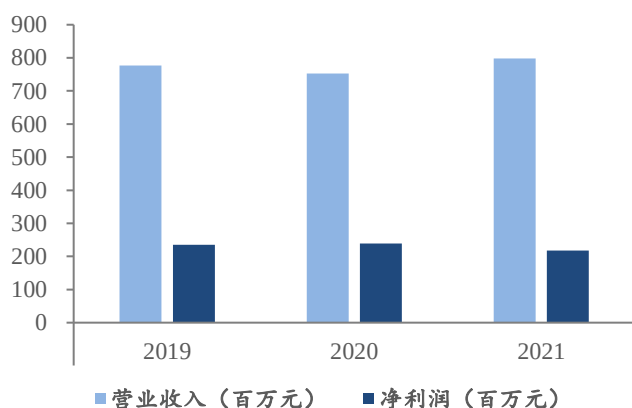
3. 立足福建、辐射全国，学术高地铸就华夏品牌

3.1. 厦门眼科中心诊疗能力全国领先，目前贡献重要收入与利润

厦门眼科中心是公司旗下运营规模最大的医院，也是公司净利润的重要来源。厦门眼科中心于 2006 与厦门大学建立合作关系，成为厦门大学的非隶属附属医院，并使用“厦门大学附属厦门眼科中心”的名称。厦门眼科中心拥有两个院区，截至 2021 年底，厦门眼科中心注册床位数 537 张，是公司下属医疗机构中长期运营床位数最多的主体。

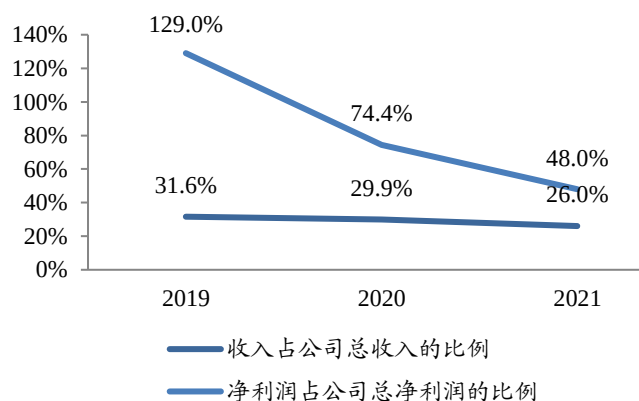
2019-2021 年，厦门眼科中心的收入基本保持稳定，2020 年因疫情影响，收入小幅下滑。2019 年，厦门眼科中心的净利润高于公司净利润，原因在于 2019 年部分医院处于亏损阶段，对公司的净利润有较大影响。但与此同时，厦门眼科中心的收入和净利润占公司总量的比例逐年降低，其他医院贡献的收入和净利润占比提升。

图 27：厦门眼科中心营业收入及净利润



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 28：厦门眼科中心为公司净利润的重要来源



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

厦门眼科中心打造华夏眼科学术高地与口碑品牌，为公司全国扩张奠定良好基础。厦门眼科中心年门急诊量 42 万人次、手术 4 万余例，住院患者 73% 来自厦门以外地区。可见厦门眼科中心对其他地区的患者仍有较大的影响力。厦门眼科中心向集团内部其他下属专科医院输出统一且高质量的医疗服务和成熟的医院运营模式：

- (1) 输送丰富的医院运营和管理经验；
- (2) 通过远程门诊、会诊系统搭建全国疑难眼病会诊平台，为集团所有下属医疗机构提供会诊支持和技术指导；
- (3) 按照国家卫健委医疗联合体管理要求积极推进医联体建设，逐步实现医联体网格化管理，通过医联体为全国各地的其他医院提供疑难眼病的会诊支持；
- (4) 作为集团眼科技术中心，厦门眼科中心承担着人才培养的任务，培养的眼科专业人才、临床试验及医联体多层次人才是往外输送的后备力量。

此外，厦门眼科中心的专家团队们依托临床诊疗案例的积累开展科研工作，稳步提升临床医学科研创新能力，通过承接市级、省部级和国家级科研项目和发表 SCIE 论文的方式，不断拓宽业界对于眼科领域的探索，提升眼科诊疗领域的整体水平。

3.2. 厦门眼科中心专家资源雄厚，持续提升行业影响力

厦门眼科中心于 2004 年获评国家三级甲等专科医院，是国家临床重点专科（眼科）建设单位、国家药物临床试验机构（GCP）。公司汇聚了黎晓新、赵堪兴、葛坚、刘祖国等一批具有国际影响力的眼科学界专家，及刘旭阳、王利华、王骞等 9 名为中华医学会眼科分会委员的学科带头人，推动学科建设与发展。

表 6：华夏眼科国际眼科专家介绍（截止 2021 年底）

	黎晓新教授	赵堪兴教授	葛坚教授	刘祖国教授
国内行业地位	我国玻璃体手术外科开拓，国家重点基础研究发展计划（973 计划）老年黄斑病的首席科学家	中国斜视与小儿眼科开拓者和领军人物	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	我国眼表与干眼领域的开拓者、中国医师协会眼科医师分会眼表与干眼学组组长
国际行业地位	国际眼科科学院（AOI）院士、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、	国际眼科科学院（AOI）院士、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	亚洲角膜病协会理事	亚洲干眼协会主席，亚洲角膜病协会理事等
所获荣誉	曾荣获世界眼科学会亚太区“最佳临床教师金苹果奖”、中华眼科杰出成就奖、亚太玻璃体视网膜学会 Tano 讲座奖、中华医学会眼科学分会最高奖项“眼科终身成就奖”	先后获得中华医学会眼科学分会最高奖项“眼科终身成就奖”、亚太眼科学会杰出服务贡献奖、世界眼科联盟与亚太眼科学会颁发的教育成就金苹果奖、海外华人眼科及视觉研究联合会颁发的眼科学“杰出领袖奖”	曾获得“全国医院优秀院长”、“中华眼科杰出成就奖”、“中国医师奖”、亚太眼科学会“杰出服务奖”、中美眼科学会“金钥匙奖”、世界青光眼协会“高级研究科学家奖”和“突出贡献奖”等	三次获得国家科技进步二等奖，八次获得省部级科技进步一等奖，于 2015 年获得中华眼科杰出成就奖、药明康德生命化学研究奖，于 2016 年荣获亚太眼科学会学术成就奖

数据来源：东吴证券研究所

表 7：华夏眼科九位中华医学会学科带头人介绍

姓名	学组	公司职务	职称	从业经历及荣誉
刘旭阳	青光眼	厦门大学附属厦门眼科中心业务副院长	眼科教授/博导	中华医学会眼科分会委员、中华医学会眼科分会青光眼学组副组长；共发表学术论文 170 余篇（其中 SCI 论文约 80 篇），主、参编写著作 20 余部，获得发明专利 5 项；主持国家自然科学基金项目 6 项，主持 863、973 子课题各一项及多项省、市级和环球合作课题。

王利华	斜弱视及 小儿眼科	济南华视眼 科医院院长	教授/主任医 师/博士生导师	中华医学会眼科学分会专家会员、中华医学会眼科学分会斜视与小儿眼科学组副组长、中国医师协会眼科医师分会斜视与小儿眼病专委会副主委；从事眼科临床和研究工作 30 多年，尤其擅长各种类型斜视和特殊类型斜视、先天性眼球震颤和先天性白内障的手术医治。
王骞	屈光	华夏眼科医 院集团副总 院长	硕士生导师/ 主任医师/教 授	中国眼科医师协会全国委员，中华医学会眼科学分会角膜学组委员，中国医师协会循证医学分会眼科专业委员会委员；全国角膜屈光手术专家俱乐部成员，全国 Z-LASIK 飞秒协会主席；
郭海科	白内障	华夏眼科医 院集团业务 副院长	主任医师/医 学博士/教授/ 博士研究生 导师	中华医学会眼科学分会专家会员、中华医学会眼科学分会白内障学组委员、中国医师协会眼科医师分会委员；美国眼科学会（AAO）会员、美国宾州大学眼科中心聘请客座教授；《中华眼视光学与视觉科学杂志》、《中华实验眼科杂志》杂志编委
张广斌	白内障	厦门大学附 属厦门眼科 中心副院长	博士/主任医 师/教授/硕士 研究生导师	中华医学会眼科学分会第十二届白内障和人工晶状体学组委员、原卫生部“健康快车”专家组成员；海峡两岸医药卫生交流协会眼科学专委会委员及白内障屈光学组副组长；美国白内障屈光手术学会会员
吴护平	眼表及角 膜	厦门眼科中 心业务副院 长	主任医师/教 授/硕士研究 生导师/博士	中华医学会眼科学分会免疫学组委员，中国医师协会眼科学分会葡萄膜炎委员会委员、国家科技进步奖评审专家；以第一作者在国内外杂志上发表论文 50 余篇，其中发表在《IOVS》《中华眼科杂志》等一*杂志论文 20 余篇，专利 2 项，主编专著 3 本；主持国家自然科学基金、福建省及厦门市各类科技计划项目 10 项，厦门市重大科技平台项目 1 项，总经费近 700 万。
潘美华	斜弱视及 小儿眼科	华夏眼科医 院集团斜弱 视与小儿眼 科学组组长	主任医师/教 授/硕士生导 师	中华医学会眼科分会斜视与小儿眼科学组委员、中国医师协会眼科医师分会斜视与小儿眼科专家委员会委员；近五年先后主持和参与福建省、厦门市科科研课题立项 11 项；发表在 SCI 和国家核心期刊及省级学术论文 20 余篇；《中国斜视与小儿眼科杂志》编委，《Harley 小儿眼科学》副主译、《斜视诊断详解》、《角膜胶原交联技术及临床应用》专著编委。
蔡锦红	眼外伤	华夏眼科医 院集团眼外 伤学组组长	主任医师	中华医学会眼科分会眼外伤学组委员；从事眼科工作近 30 年，熟练掌握各种显微镜下的白内障手术，如微切口超声乳化、人工晶体植入等。熟练掌握 20G、25G 玻璃体切割术，医治严重眼外伤所致的玻璃体积血，各种眼内 C3F8、硅油填充术的急诊抢救，各种酸碱烧伤的临床救治，年手术量一千多。
王玉宏	青光眼	厦门大学附 属厦门眼科 中心青光眼 学科带头人	主任医师/医 学博士	中华眼科学会会员、美国视觉和眼科研究学会(ARVO)会员；近 20 年来一直从事眼科基础、临床、教学、管理方面的工作，理论扎实全面，临床经验丰富，手术技术高明；主持或重点参与科技部、省厅等各课题研究 8 项，在 SCI 及国家一等学术期刊发表论文 20 余篇。浙江省 151 人才工程三层次人员。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 8：华夏眼科、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科专家情况对比（截至 2021 年）

	华夏眼科	爱尔眼科	何氏眼科	普瑞眼科
专家数量	439	458	81	365

重点专家	(1) 中国大陆仅有的 5 位环球眼科科学院院士中有 2 位在公司任职，黎晓新和赵堪兴；	公司的核心医生团队中除拥有享受国务院津贴唐仕波外，还有杨智宽、王铮等拥有在中华医学会眼科学分会等国家、省级学会担任组长或委员的眼科专家身份。	何氏眼科集团董事长何伟担任国际眼科基金会理事、全国政协委员，还有中华医学会内分泌学会常务委员刘国良教授、辽宁省糖尿病眼病防治中心首席专家陈蕾教授等诸多中华医学会眼科学分会专家。	院长郭希让享受国务院特殊津贴，现任中华医学会眼科学会常务委员等。还有曾任中华医学会眼科学会角膜组副组长、河南省角膜病学组组长的孙秉基教授等从业数十年的权威专家。
	(2) 3 位入选 2022 年“全球顶尖前 10 万科学家”：厦门眼科中心总院长黎晓新教授、院长刘祖国教授，以及厦门眼科中心院士工作站谢立信院士。			

数据来源：公司官网，东吴证券研究所（注：专家数量根据各公司官网统计）

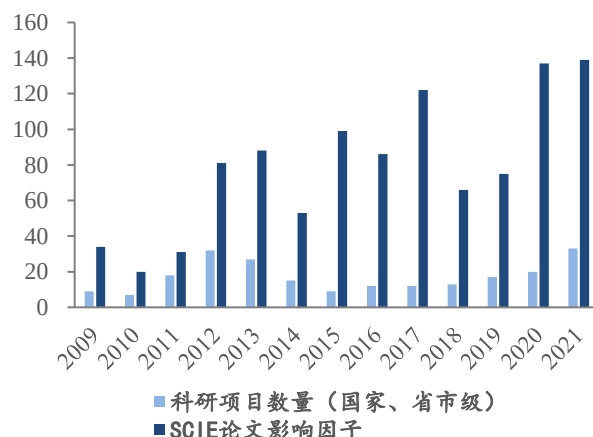
依托厦门大学眼科研究所和厦门大学附属厦门眼科中心转化医学研究，厦门眼科中心科研能力持续增强。2009-2021 年，厦门眼科中心共承接科研项目数量 224 项，SCIE 论文数量 494 篇，合计影响因子超过 800 分。厦门眼科中心先后获得国际及国家级科研奖励、省部级科研奖励、市区级科研奖励及各项国内外各项科研荣誉合计 102 次，其中包含国际及国家级科研奖励 14 次、省部级科研奖励 39 次，充分彰显了厦门眼科中心的科研学术能力，医院影响力逐年提升，逐步打造口碑和认可度。

图 29：厦门眼科中心科研平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 30：厦门眼科中心科研项目数量（个）及学术影响力



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司层面，自 2004 年 8 月成立以来，公司的科研骨干与基础研究团队开展了多项国家级和省部级科研课题，获得专利授权 72 项、软件著作权 149 项；2019-2021 年，公司下属医疗机构眼科专家学者共获批立项 86 项科研课题研究，包括 10 项国家级和 8 项省级，参与和开展临床项目 20 项，在各类期刊共发表论文 192 篇，其中 SCI 收录 66 篇。

此外，厦门眼科中心率先引进国际先进眼科诊疗技术和设备，硬件资源配置处于国内领先水平。厦门眼科中心是国内率先应用飞秒超乳白内障术、第一代和第二代角膜交联技术、飞秒辅助角膜移植技术的眼科医院，并在国内率先引进美国爱尔康公司 3D 手术显微镜和 Constellation 玻切超乳一体机、德国蔡司术中 OCT 显微镜和全飞秒 VisuMax、德国 AMARIS 准分子激光手术系统、iFS 第五代飞秒激光系统、美国 RetCam 新生儿数

字化广域眼底成像系统等先进的眼科诊疗设备。基于先进眼科诊疗设备支持，医生可以开展高飞秒超乳白内障术、全飞秒近视激光术、iFS 飞秒角移术、复杂性角膜移植术、27G 玻切手术、激光小梁成形术、睫状体激光光凝术、iTrack 相关青光眼手术等复杂手术。公司与美国爱尔康、蔡司等多家国内外知名眼科诊疗设备生产商达成战略合作，有利于公司持续且及时地获取国际前沿的设备和技术。

3.3. “医教研”三位一体，培养储备优秀医生资源

人才是医疗服务的核心竞争力，医生资源是医院长期发展的决定性因素。合格的眼科医生培养需要 5-10 年的时间，除了知识储备，医生的培养还需要大量的临床经验积累和实践。华厦眼科在组建专家团队的同时，通过推进临床诊疗、医学研究和培训教育相结合的“医教研”体系，努力在眼科诊疗方面进行开拓和创新，培养和储备优质医生资源，为公司后续发展注入了强劲的推动剂。

图 31：华厦眼科“医教研”体系



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在临床诊疗与医学研究的协同上，公司依托临床诊疗案例积极推动提升医学科研创新能力，现已主导或已参与多个重要学术项目，包括《经玻璃体腔基因替代疗法联合抗凋亡基因治疗 LCA2 及抗凋亡分子机制探索》、《神经营养因子 GDNF 调控 Survivin/CRM1 在角膜缘干细胞促进组织修复再生的机理研究》等；申请和开展了多项国家级、省部级科研课题，包括“863”课题、“973”课题、国家自然科学基金、及省市课题近 200 项等，在《Molecular Therapy》、《Scientific Reports》、《Journal of Ophthalmology》、《Journal of Cellular and Molecular Medicine》等国际核心期刊均有论文发表；主办了“华厦眼科国际论坛”、“海峡两岸白内障及角膜病高峰论坛”等国际国内大型学术交流会议，积极参与了国内外眼科的前沿学术交流，为眼科专家教授及中青年医师们提供了学术交流的平台。

在临床诊断与教学培训的协同上，公司下属医院与厦门大学、北京大学签订了合作协议，进行人才培养、学术共建、临床研究等各项合作。厦门大学为公司开放其学术科研资源，促进公司学术水平和医疗水平的持续提升；而公司承担了厦门大学的包括临

床实习在内的一系列临床教学工作，并担任指导其研究生工作。公司与北京大学共设了博士后人才培养计划，形成工作站和博士后流动站单位的合作机制。此外，公司还与其他院校合作建立眼科技术人才培养基地，为校内专业学生提供临床教学培训，进一步为公司未来发展做好人才储备。

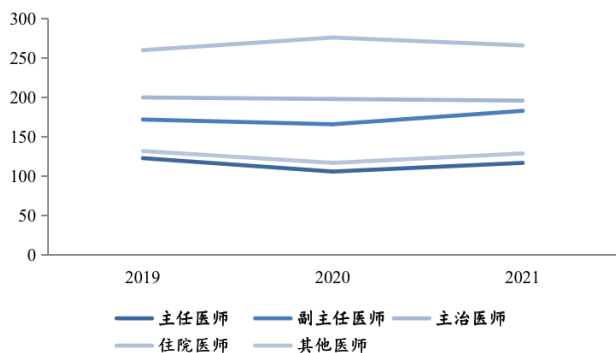
公司拥有完善的人才培养体系，以帮助有志在眼科医疗行业有所建树的青年人成长。

(1) 公司拥有国家级规范化培训基地，医学生毕业后需要经过培训方成为执业医师。

(2) 针对拿到执业资格后想要继续深造的青年人，公司的“中国眼科医师明日之星计划”不仅针对公司内部医生，全国的青年医生都可报名参加培训。截至 2020 年 9 月，公司开展的“中国眼科医师明日之星计划”已为行业培育 300 多名眼科之星。(3) 针对想要在手术方面有所造诣的青年人，公司拥有主刀医师培养计划，每年可以带教出 100-150 名合格的主刀医生。(4) 针对有志成为主任、院长的管理人才，公司也有专门的未来精英人才培养计划。除全方面的医疗人才培养外，公司也有专门针对高管、行政、后勤、运营等岗位的非医疗人才培养体系。目前公司对医疗人才的重视和对未来梯队的培养已形成自己的“造血”体系，而这也是公司以后保持长期发展的核心动力。

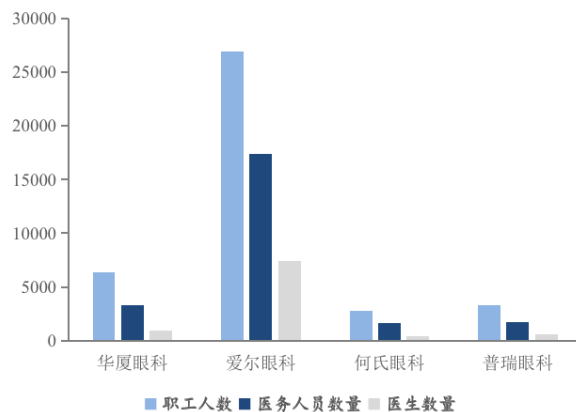
截止 2021 年底，公司拥有医务人员 3278 人，其中医师 891 人，主任医师占比 13.13%，副主任医师 20.54%，在民营眼科机构中，医生数量位居第二。丰富的人才储备与人才培养经验可持续为新建医院补充医护人才，为连锁医疗服务网络提供支持。

图 32：2019-2021 年公司各类职称的医生人数（人）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 33：2021 年华厦、爱尔、何氏、普瑞员工构成（人）



数据来源：爱尔眼科、普瑞眼科 2021 年报，华夏眼科、普瑞眼科招股说明书，东吴证券研究所

4. 消费升级类项目盈利潜力大，医院陆续扭亏贡献业绩增长

4.1. 消费升级类项目占比有望继续提升，基础眼病类持续稳健增长

公司学科实力优势保证基础眼病类业务稳定增长，未来消费升级类的屈光和视光业务收入占比、白内障中高端项目占比提升，有望进一步提升公司整体盈利水平。公司专家资源丰富，技术优势领先，凭借丰富的临床诊疗经验，在复杂眼科疾病诊疗领域拥有突出实力。而基础眼病诊疗能力将不断强化公司口碑，吸引患者。此外，公司顺应消费升级趋势，白内障中高端项目占比提升有利于保持较高毛利率水平。公司目前白内障业务的收入占公司总收入比 25%，毛利率 36%，与爱尔眼科其接近。与爱尔眼科、何氏眼科相比，公司屈光和视光业务的收入占比偏低，仍有上升空间。同时公司 2021 年屈光业务毛利率 53%，视光业务毛利率 56%。未来有望通过提高屈光视光类消费眼科业务占比，提升公司的整体盈利水平。

表 9：华厦眼科各项业务占公司总收入比重和毛利率

	2021 年		2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
白内障	24.68%	36.12%	26.08%	30.94%	29.21%	32.25%	33.24%	34.73%	32.45%	38.48%
屈光	31.25%	52.55%	28.93%	47.94%	24.58%	45.35%	21.45%	47.09%	18.91%	45.72%
眼底	11.10%	38.95%	12.33%	39.66%	12.88%	39.16%	12.82%	40.10%	14.51%	40.80%
眼表	5.38%	41.84%	5.77%	41.47%	6.84%	41.73%	7.82%	44.10%	8.18%	45.24%
斜视及小儿弱视	6.18%	50.68%	6.10%	50.24%	6.06%	46.94%	5.21%	44.71%	5.32%	44.94%
配镜业务	11.78%	56.43%	10.52%	53.11%	9.09%	54.49%	7.72%	56.32%	7.24%	58.44%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 10：2021 年华厦眼科、爱尔眼科、何氏眼科三大业务收入占公司总收入比重和毛利率

	白内障		屈光		视光	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
华厦眼科	24.68%	36.12%	31.25%	52.55%	11.78%	56.43%
爱尔眼科	14.61%	37.67%	36.80%	58.95%	22.52%	58.04%
何氏眼科	16.28%	36.83%	20.91%	46.58%	35.95%	48.50%

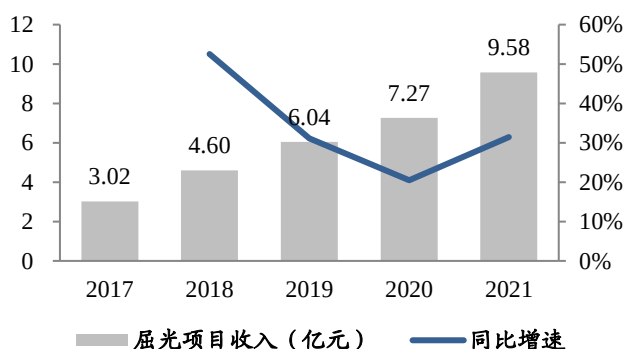
数据来源：华厦眼科招股书，爱尔眼科年报，何氏眼科年报，东吴证券研究所

屈光项目、配镜业务成为未来布局重点，进入快速增长期。2021 年，屈光项目创收 9.58 亿元，同比增长 31.64%，手术量达 107,321 眼，同比增长 28%。公司持续加大在屈光项目技术、人员设备等资源的投入，不断推出全飞秒、半飞秒、ICL 等各类屈光手术，提供更多中高端服务，提升服务质量，创建品牌优势。2021 年公司新增 5 台中高端项目

专用设备，共有 21 台中高端项目专用设备，为中高端屈光项目的开展提供了条件。从手术量上来看，2021 年中高端屈光手术量达 70,439 眼，接近普通手术量两倍水平；从手术单价看，2021 年中高端屈光手术为 9790.26 元/眼，较普通手术高出 35%。基于手术量的明显提升，中高端屈光手术收入占总屈光收入的比例由 2019 年的 63.17% 提升至 2021 年的 72.02%。

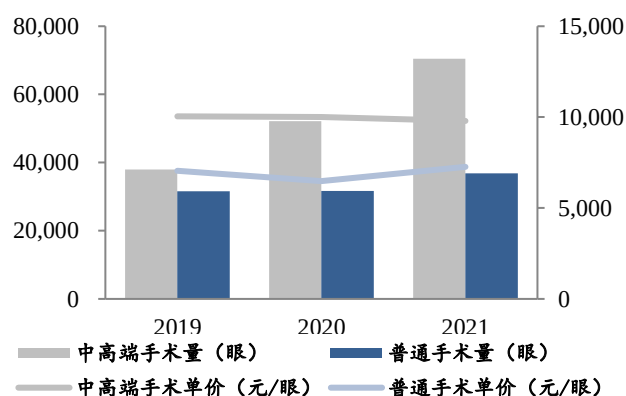
2021 年，公司配镜业务营业收入为 3.61 亿元，同比增速 36.49%，增长势头强劲。配镜业务占公司总收入比例逐年上升，2021 年达到 11.78%。屈光项目及配镜业务是公司未来发展重点，有望成为新的收入增长驱动力。

图 34: 2017-2021 年公司屈光项目收入及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

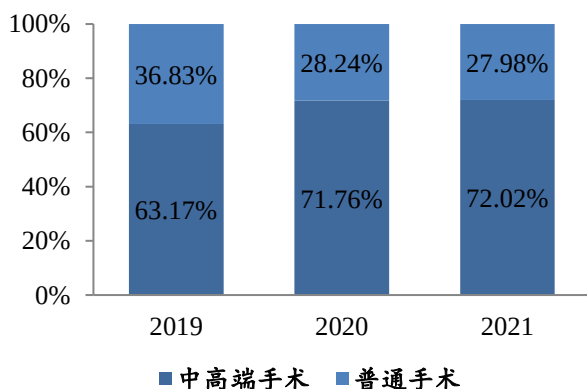
图 35: 不同类型屈光手术量及平均收入情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

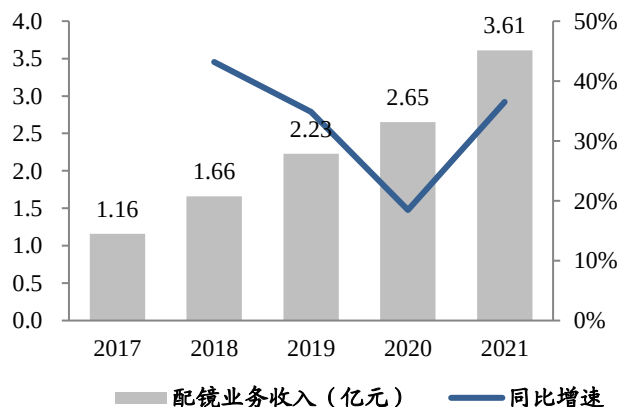
注：左轴为手术量（眼）；右轴为手术单价（元/眼）

图 36: 2019-2021 年不同类型屈光手术收入占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 37: 2017-2021 年公司配镜业务收入及增速

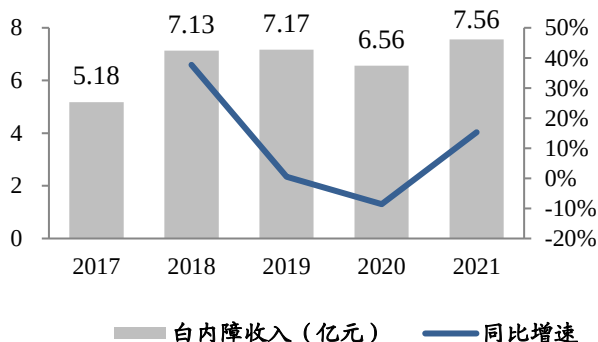


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

医保控费及消费升级背景下，中高端项目打造白内障项目新增长点。2019 年白内障项目收入增速放缓，主要系医保控费的背景下，项目拓展受阻；2020 年因疫情原导致收入下降。公司顺应医疗及消费升级的趋势，积极提高眼科医疗服务的质量及附加值，并根据患者的实际需求提供差异化的服务，加大对白内障项目中个性化中高端服务投入，

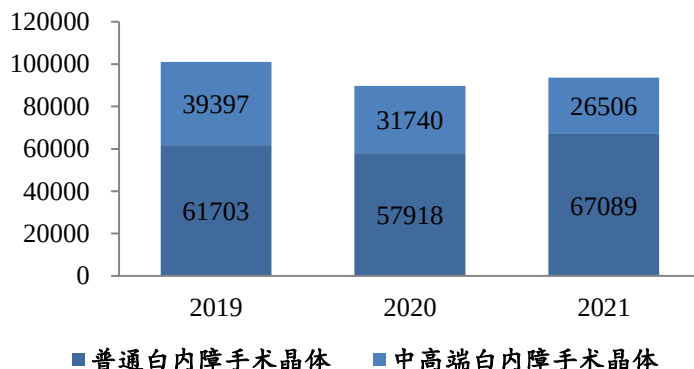
如提供使用三焦点人工晶体、多焦点人工晶体等晶体的手术。白内障平均收入由 2019 年的 6117.07 元/眼提升至 2021 年的 7110.02 元/眼，手术价格明显提升。2021 年中高端白内障手术晶体用量达 67089 枚，占比达 71.68%，相较 2019 年的 61.03% 提升超 10pct。我们预计未来个性化中高端服务将进一步发展成熟，平均手术价格有望继续增长，带动公司白内障项目整体收入增长，并保持较高毛利率水平。

图 38：2017-2021 年公司白内障项目收入及增速



数据来源：华夏眼科招股书，东吴证券研究所

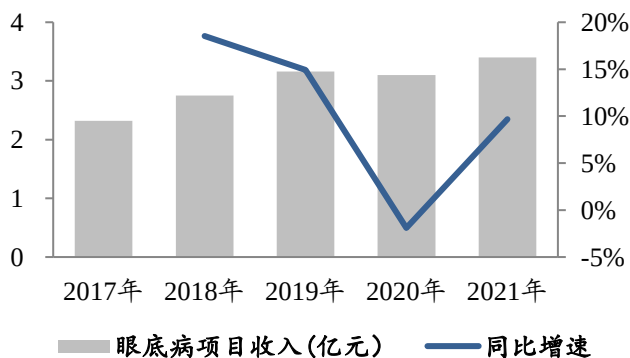
图 39：2019-2021 年公司白内障手术晶体使用量（枚）



数据来源：华夏眼科招股书，东吴证券研究所

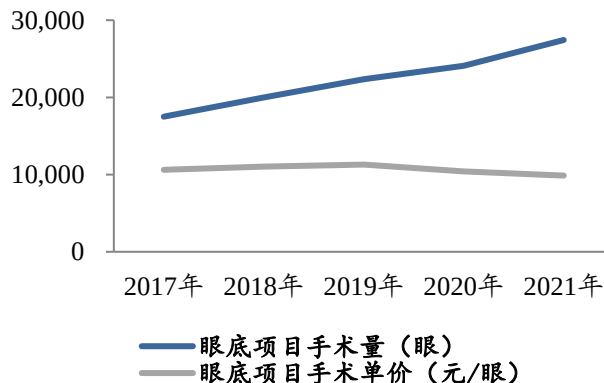
公司在眼底诊疗项目领域中拥有众多国内外知名专家以及前端的技术支持，眼底、眼表等基础眼科业务有望持续加强。眼底作为公司第三大诊疗项目，2021 年占公司总收入比重 11%。从手术量看，知名专家、技术优势和高知名度推动了手术量的稳固增长，2021 年手术量 27,435 眼；从手术单价来看，由于公司可提供眼底手术诊疗范围进一步扩大，2021 年单价为 9868.57 元/眼。2020 年因疫情影响，公司积极响应并执行国家防疫政策，关闭了部分科室，导致了手术量的下降；同时，眼底项目中收费较高的疑难眼病多为异地就诊，也因疫情影响而有所下降，进而导致手术单价的下降，二者共同下降拉低了眼底项目的整体收入。公司在基础眼病领域品牌优势突出，未来手术量的提升和手术价格的提高共同带动眼底项目手术收入的增加。

图 40：2017-2021 年公司眼底病收入及增速



数据来源：华夏眼科招股书，东吴证券研究所

图 41：2017-2021 年公司眼底病手术量和手术单价



数据来源：华夏眼科招股书，东吴证券研究所

4.2. 以厦门眼科中心为基点，建立全国眼科医院服务网络

公司扎根福建，已通过连锁运营的模式在全国建立了诊疗服务网点体系。同时在过往的连锁扩张中所积累的标准化、体系化的运营管理经验为公司未来持续的异地复制打下基础。公司眼科目前拥有 57 家专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市，以厦门眼科中心在华东地区的影响力为基础，向华东、华中、华南、西南、华北地区辐射发展。截止 2022 年 10 月，公司在国内已有 23 家视光中心，视光中心作为眼科医院形成补充和服务渠道的下沉，在满足患者不同层次需求的同时为眼科医院实现导流，为公司业务提供新的增长点。展望未来，公司将通过“新建和收购”实现眼科医院继续扩张，同时积极布局建设视光中心连锁网络，并计划于未来投资建设 200 家视光中心。

图 42：华夏眼科区域布局（截止 2022 年 10 月）



数据来源：华夏眼科官网，东吴证券研究所

公司扩张战略清晰，连锁模式有序展开。公司深耕国内主要经济发达地区的重点人口聚集中心，将部分二线城市医院定位为区域中心，并辅以地级市、县级市的视光门诊及视光中心进行下沉和补充，进一步拓展公司的服务半径，满足多层次的眼科诊疗服务需求。此外，公司重点布局国内部分人口处于中等规模的地级市，民营专科连锁医院相较于当地公立医院在资金、技术上具有显著竞争优势。对于公司已建立比较优势的地区，公司在优势区域内集中布点，在同城开设多个分院，以满足日益壮大的不同层次的诊疗需求。

从区域来看，当前福建地区及华东地区为净利润的主要来源。2021 年，公司来自于福建地区的 11 家医院净利润占 56 家医院净利润总额的 55.35%。除福建地区外，各地区发展较快，省外份额逐年提升。华东地区（除福建）、华中地区和西南地区能在一年时间内迅速实现扭亏为盈，且净利润实现大幅提升。

表 11: 2019-2021 年除福建地区外各地区净利润 (百万元)

	2019 年	2020 年	2021 年
华东地区 (除福建地区)	-41.93	19.98	19.53
华北地区	1.32	3.46	3.65
华中地区	-29.42	1.28	6.52
华南地区	-20.06	-12.34	43.98
西南地区	-30.45	15.46	18.40
西北地区	-30.70	-7.23	51.02

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

从单体医院的盈利能力来看, 厦门眼科中心的盈利能力远超其他医院。同时, 以西安华夏、深圳华夏、杭州华夏、郑州视光、重庆华夏为代表的部分区域中心医院凭借其地域位置优势、专家资源优势及特色专科等, 业绩表现优异。以深圳华夏眼科医院为例, 其眼底、眼表、青光亚专科位居深圳首位, 从 2016 年开业到现在, 在包括公立医院在内的每年卫健委第三方评价客户满意度和医疗质量满意度排名中稳居第一。此外, 根据眼科行业内新建医院平均水平, 单店收入在设立之初增长较快, 盈利周期一般为 3-6 年, 因此目前部分下属医院仍处于亏损状态。

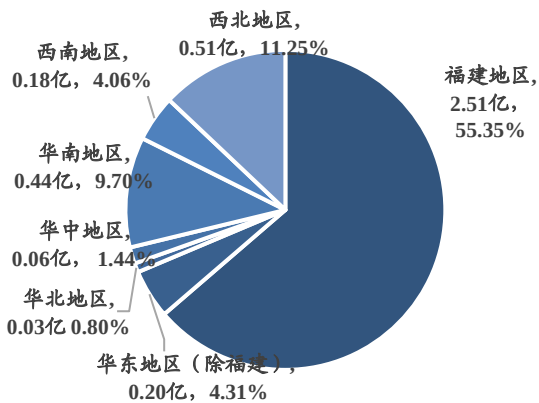
表 12: 华夏眼科 56 家眼科专科医院基本情况 (截至 2021 年底)

地区	医院名称	成立时间	集团持股比例	面积 (平米)	2021 年净利润(百万元)	2021 年净利润 yoy
福建地区	厦门眼科中心	2015.12.17	100%	22910.38	217.65	-8.96%
	福州眼科	2012.02.20	100%	9755.07	14.16	8.55%
	泉州华夏	2007.08.24	100%	11303.86	9.08	217.51%
	南平华夏	2016.01.15	100%	2063	2.35	-6.64%
	龙岩华夏	2015.09.17	100%	3885.49	0.74	7685.63%
	莆田华夏	2016.08.31	100%	5645	0.19	-102.22%
	三明华夏	2016.08.29	100%	1788.37	1.92	624.05%
	漳州华夏	2017.07.03	100%	13161.56	4.94	197.95%
	宁德华夏	2016.05.13	51%	3263.64	1.88	-166.64%
	光泽华夏	2021.04.28	55%	320	(0.09)	/
	漳浦华夏	2020.08.28	100%	1474.39	(1.76)	/
华东地区	上海和平	2002.11.04	91%	5813.78	7.06	3352.05%
	宁波眼科	2015.07.27	100%	6830.7	0.70	5260.68%
	温州明乐	2017.04.01	51%	6008	(0.32)	-1874.39%
	徐州复兴	2014.06.24	81%	11775	9.28	20.26%
	镇江康复	2014.05.06	53%	17701.7	7.47	28.80%
	合肥名人	2018.10.11	85%	6126.7	0.94	-85.51%
	常州谱瑞	2013.07.19	98%	2600	0.58	-28.63%
	淮南华夏	2016.06.17	100%	8000	(1.74)	-77.50%
	杭州华夏	2016.05.09	100%	7508.79	29.92	-44.58%
	丽水华夏	2019.05.23	80%	3648.66	(7.17)	3.17%
	抚州光明	2016.09.27	90%	2477.01	0.23	-109.02%
	台州耀明	2009.03.03	51%	2835.3	0.27	-114.87%
	新沂复兴	2016.05.09	81%		0.49	-85.29%
	无锡华夏	2016.12.06	70%	12643	(10.50)	-10.51%
	沛县复兴	2017.06.14	81%	4580.8	(0.12)	-106.47%
	赣州华夏	2015.05.27	65%	3650	(5.49)	-16.56%
	烟台康爱	2003.08.04	73%	8300	5.31	35.99%
	青岛华夏	2014.12.04	100%	3400	3.96	1260.72%
	临沂华夏	2017.03.02	65%	5409.29	(8.80)	-20.72%
	菏泽华夏	2015.03.16	83%	5178.74	(2.14)	-48.25%

	济南华视	2018.11.06	51%	2895.03	(5.80)	22.42%
	聊城华厦	2019.06.21	51%	2082.73	(4.54)	-33.15%
	黄山门诊	2021.07.09	43%	261.81	(0.05)	/
华北地区	衡水华厦	2015.07.08	90%	3424.48	3.65	5.37%
	宜昌华厦	2006.07.27	100%	6400	3.09	54.72%
	荆州华厦	2016.03.08	100%	5860	(6.52)	13.17%
华中地区	许昌华厦	2015.11.27	95%	2940.3	(7.99)	15.92%
	郑州华厦	2014.12.04	51%	8342.72	(5.67)	45.89%
	洪湖华厦	2020.08.28	51%		(1.01)	-169059.43%
	郑州视光	2015.08.17	85%	8129.61	24.62	55.28%
	宜昌门诊	2020.11.09	60%		0.01	-147.30%
华南地区	深圳华厦	2015.04.01	95%	7459.1	39.14	-772.31%
	佛山华厦	2015.10.16	85%	6448.1	0.31	-108.72%
	东莞华厦	2016.05.06	72%	4898	2.28	-262.94%
	三水华厦	2018.08.02	51%	2341.36	1.71	745.81%
	贵港爱眼	2017.05.17	100%	2426.34	0.54	-130.45%
	成都华厦	2014.09.10	66%	5200	6.86	10359.15%
西南地区	重庆华厦	2016.03.17	100%	5000	20.94	-0.25%
	三台华厦	2017.04.05	85%	3209.71	(6.09)	387.88%
	江油华厦	2017.05.15	100%	2061.2	(5.15)	31.09%
	绵阳华厦	2018.09.17	100%	5000	(5.85)	26.14%
	贵阳阳明	2006.07.20	100%	3000	0.47	-76.97%
	毕节阳明	2013.11.27	100%	3397.03	7.22	230.65%
西北地区	兰州华厦	2016.02.09	85%	3538.61	(12.04)	34.85%
	西安华厦	2016.05.17	100%	8500	63.06	3619.28%

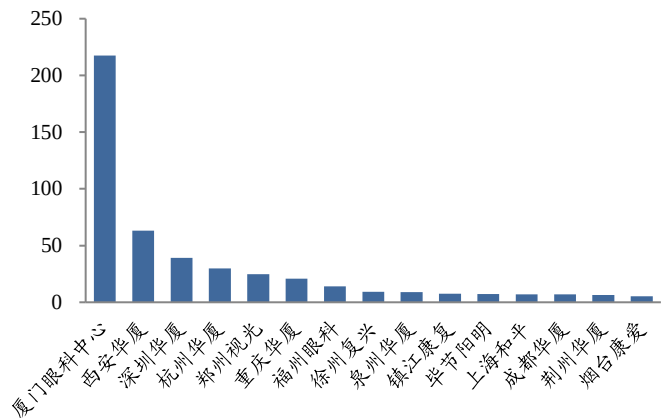
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 43：2021 年各区域医院的净利润比例



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

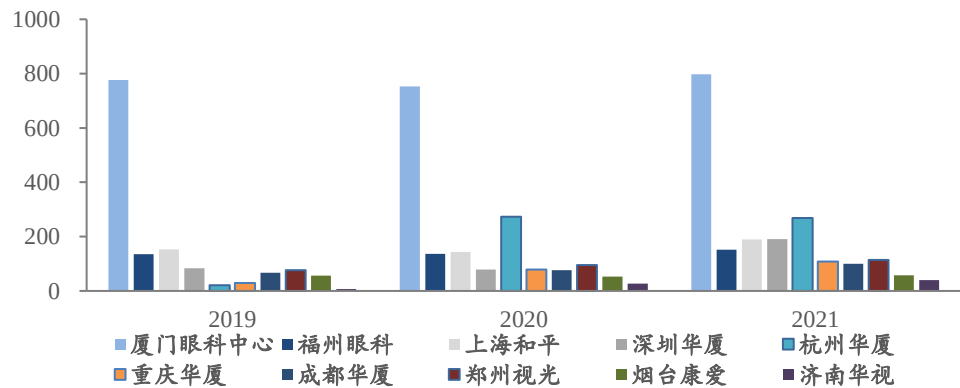
图 44：2021 年净利润 TOP15 的医院情况 (百万元)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

核心医院稳定增长，不同医院的净利率水平有所差距。根据公司招股说明书中披露的重点子公司的收入及盈利情况，厦门眼科中心、福州眼科、上海和平收入保持稳中有升；深圳华厦、杭州华厦、重庆华厦等收入在爬坡增长阶段。相较于厦门眼科中心的净利率，其余医院仍有较大的提升空间。

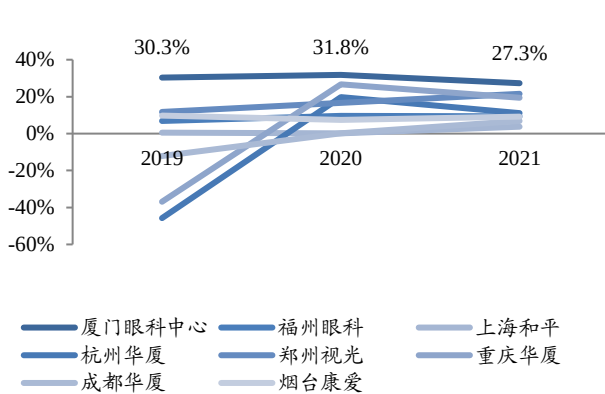
图 45: 华夏眼科部分分子公司的收入情况 (百万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

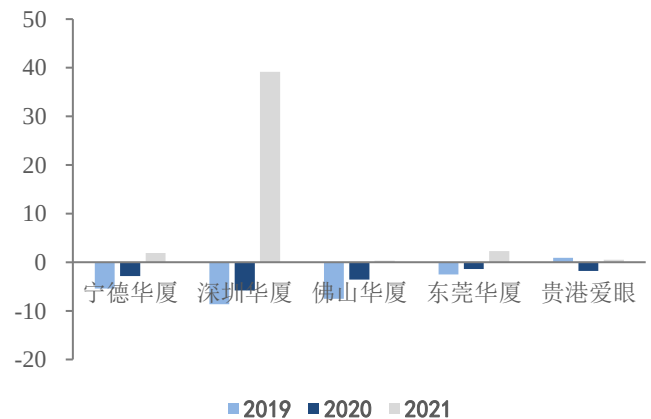
多家医院于 2021 年实现盈亏平衡, 亏损医院中部分医院有望迎来扭亏。2021 年, 宁德华夏、深圳华夏、佛山华夏等医院扭亏为盈。截至 2021 年底, 公司有近 18 家开展眼科诊疗服务的专科医院处于亏损状态, 主要系部分医院尚处于市场培育期, 前期的折旧规模及成本较高。随着公司旗下医院在当地建立起一定的品牌知名度和稳定的获客渠道, 医院收入规模有望不断提升。公司多家医院实现盈利后, 有望形成规模化优势, 进一步增厚公司业绩。

图 46: 公司部分子公司的净利率情况



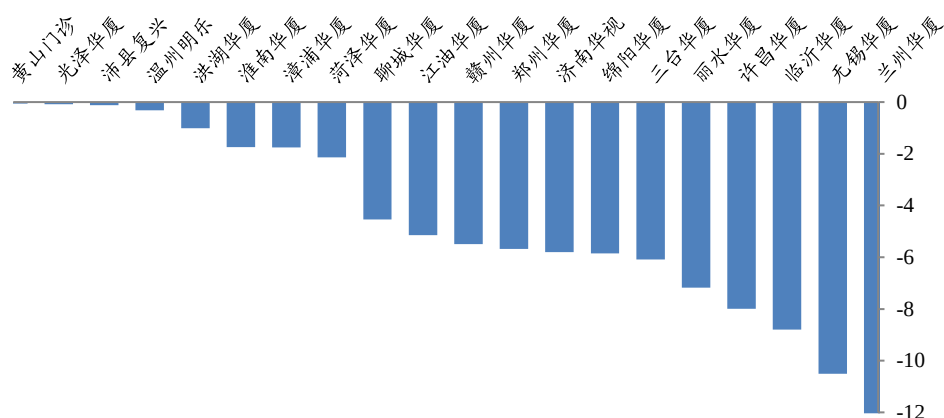
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 47: 2021 年部分扭亏为盈的公司 (净利润: 百万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 48: 2021 年处于亏损状态的子公司情况 (净利润: 百万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

长期来看, 公司连锁运营模式和管控体系为未来持续的异地复制打下基础。通过不断的探索实践, 公司可有效地对旗下医院形成良好的管理运营模式:

➤ 运营管理方面, 公司已经形成了完善的管理体系:

表 13: 公司完善的管理体系

(1) 在分院建设和运营上	(2) 在信息化运营管理上	(3) 在资源优化配置上	(4) 其他
总部对下属医院形成指导, 定期进行业务交流讨论会, 共享临床诊疗的前沿技术、运营经验和管理理念; 重要事项的决策和审批由集团统一管理, 确保子公司的战略规划和日常管理与集团整体目标一致	公司建立统一的信息化服务系统, 通过信息化系统建设实现高效化、标准化、规范化的运营管理	总部在资金、人才、设备、采购等方面对下属医院进行统一的管理, 实现资源的优化配置	公司适当地将管理权下放到下属医院的核心管理人员, 保持下属医院的灵活性, 更好、更快速地适应当地市场环境

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

➤ 质量控制与诊疗规范方面, 公司制定了一系列医疗质量控制制度和实施体系, 使临床诊疗和护理做到科学化、规范化和标准化:

表 14: 公司的医疗质量控制制度和实施体系

(1) 公司定期开展医疗、护理质量控制标准的培训, 对下属各医院医疗质量管理开展定期的检查指导;
(2) 公司的知名专家以及区域中心医院的核心医师定期前往其他下属医院进行坐诊, 同时对下属医院的医护团队进行带教和培训, 帮助提升医疗技术及医疗服务质量;
(3) 对于拟开展的新技术、新业务, 下属医院医务部需组织技术委员会专家、伦理委员会进行论证后, 报主管院长、集团医务部批准后方可开展实施。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

总的来说, 新建医院能借鉴移植公司现有成熟的经营管理模式, 充分共享公司的整体资源, 将能够有效地缩短市场培育期。同时, 公司对诊疗质量和规范性的高要求保证了稳定输出优质的诊疗服务的能力, 为高速高质量的规模扩张打下基础, 保障公司长期可持续性的稳健增长。

5. 盈利预测与估值

关键假设:

1、眼科医疗服务:

- 1) 屈光项目: 考虑 2022 年疫情影响及未来中高端项目收入占比提升, 基于手术量与平均收入增长的假设, 预计 2022-2025 年屈光项目收入增速分别为 19.39%、30.20%、28.32%、26.44%。假设毛利率分别为 53.05%、53.55%、54.05%、54.55%。
- 2) 白内障项目: 考虑到 2022 年疫情影响及未来白内障手术率持续提升, 基于手术量与平均手术收入的假设, 预计 2022-2025 年白内障项目收入增速分别为 3.9%、13.3%、12.2%、12.2%, 假设毛利率分别为 36.42%、36.72%、37.02%、37.32%。
- 3) 眼底: 考虑到 2022 年疫情影响及基础眼病需求稳定持续增长, 基于手术量与平均收入的假设, 预计 2022-2025 年眼底项目收入增速分别 1.36%、21.39%、19.40%、17.41%; 假设毛利率分别为 38.75%、38.55%、38.35%、38.15%。
- 4) 小儿斜视及弱视: 考虑到 2022 年疫情影响及基础眼病需求稳定持续增长, 基于手术量与平均收入的假设, 预计 2022-2025 年小儿斜视及弱视项目收入增速分别为 11.10%、26.25%、25.24%、24.23%, 假设毛利率分别为 50.88%、51.08%、51.28%、51.48%。
- 5) 眼表: 考虑到 2022 年疫情影响及基础眼病需求稳定持续增长, 基于手术量与平均收入的假设, 预计 2022-2025 年眼表项目收入增速分别为 9.45%、21.39%、20.40%、19.40%, 假设毛利率分别为 42.04%、42.24%、42.44%、42.64%。

2、配镜业务: 考虑到近视防控需求持续增长及 OK 镜、离焦镜等渗透率提升, 该业务需求持续增长, 假设 2022-2025 年收入增速分别为 20 %、32%、31%、30%, 假设毛利率分别为 56.93%、57.43%、57.93%、58.43%。

3、药店业务: 考虑到眼科诊疗量持续增长, 用药需求增加, 假设 2022-2025 年药店业务收入增速分别为 5%、15%、13%、12%, 毛利率分别为 35.84%、35.64%、35.44%、35.24%。

表 15: 公司收入拆分预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2514.67	3064.44	3421.52	4230.08	5182.93	6303.22
yoy	2.37%	21.86%	11.65%	23.63%	22.53%	21.62%
毛利	1060.19	1410.81	1602.62	2012.79	2505.72	3095.11
yoy	7.30%	33.07%	13.60%	25.59%	24.49%	23.52%

毛利率	42.16%	46.04%	46.84%	47.58%	48.35%	49.10%
按业务拆分收入						
眼科医疗服务	2188.55	2625.86	2903.96	3564.40	4329.86	5214.45
yoy	-0.06%	19.98%	10.59%	22.74%	21.47%	20.43%
屈光项目	727.43	957.57	1143.23	1488.51	1910.07	2415.06
yoy	20.48%	31.64%	19.39%	30.20%	28.32%	26.44%
毛利率	47.94%	52.55%	53.05%	53.55%	54.05%	54.55%
白内障项目	655.73	756.26	785.72	890.22	998.83	1120.68
yoy	-8.60%	15.33%	3.90%	13.30%	12.20%	12.20%
毛利率	30.94%	36.12%	36.42%	36.72%	37.02%	37.32%
眼底	310.10	340.20	344.82	418.58	499.78	586.79
yoy	-1.95%	9.71%	1.36%	21.39%	19.40%	17.41%
毛利率	39.66%	38.95%	38.75%	38.55%	38.35%	38.15%
斜弱视及小儿眼科	153.34	189.32	210.34	265.55	332.58	413.16
yoy	3.06%	23.47%	11.10%	26.25%	25.24%	24.23%
毛利率	50.24%	50.68%	50.88%	51.08%	51.28%	51.48%
眼表	145.03	164.95	180.53	219.15	263.85	315.03
yoy	-13.71%	13.73%	9.45%	21.39%	20.40%	19.40%
毛利率	41.47%	41.84%	42.04%	42.24%	42.44%	42.64%
其他	196.92	217.56	239.32	282.39	324.75	363.72
yoy	-16.38%	10.48%	10.00%	18.00%	15.00%	12.00%
毛利率	36.45%	39.14%	39.64%	40.14%	40.64%	41.14%
配镜业务	264.55	361.08	433.30	571.95	749.26	974.04
yoy	18.46%	36.49%	20.00%	32.00%	31.00%	30.00%
毛利率	53.11%	56.43%	56.93%	57.43%	57.93%	58.43%
药店收入	18.94	19.73	20.71	23.82	26.91	30.14
yoy	0.58%	4.15%	5.00%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	37.72%	36.04%	35.84%	35.64%	35.44%	35.24%
其他业务	42.63	57.77	63.55	69.91	76.90	84.59
yoy	74.35%	35.53%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	67.92%	70.88%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

眼科医疗行业持续高景气度，未来市场空间广阔，而公司为国内眼科连锁头部企业，专家资源、学术科研、医院口碑在行业内遥遥领先，未来医院连锁全国扩张持续推进、消费眼科与基础眼科稳步增长，将有望推动公司业务长期可持续稳健增长。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 34.22、42.30、51.83 亿元，归母净利润分别为 5.37、6.83、8.62 亿元，对应发行市值的估值分别为 53、42、33 倍。新

股报告暂无投资评级。

参考公司商业模式与专科类型，我们选取眼科专科赛道的同类公司爱尔眼科、普瑞眼科、何氏眼科，以及在医疗服务领域连锁扩张模式下的头部公司之一通策医疗作为可比公司，并进行可比公司估值如下表：

表 16：可比公司估值

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	1973	23.23	27.90	36.34	46.70	85	71	54	42
600763.SH	通策医疗	439	7.03	6.13	7.41	9.64	62	72	59	46
301239.SZ	普瑞眼科	85	0.94	1.07	1.32	2.01	90	79	64	42
301103.SZ	何氏眼科	47	0.86	1.08	1.47	1.92	55	44	32	24
平均值							73	66	52	39
301267.SZ	华厦眼科	285	4.55	5.37	6.82	8.62	63	53	42	33

数据来源：爱尔眼科、通策医疗为内部预测，普瑞眼科、何氏眼科为 wind 一致预期，华厦眼科为发行市值；预测时间为 2022.11.5，东吴证券研究所

6. 风险提示

1) 新冠疫情带来的经营风险;

首先,对公司的日常经营造成一定影响;其次,对国民收入造成一定冲击,从而影响公司医疗服务项目的收入,进而影响公司的经营业绩;最后,公司目前已覆盖 17 个省 46 个市,若覆盖地区出现疫情或者疫情无法得到有效防控,还会面临部分医院无法正常经营的风险,对公司经营业绩产生不利影响。

2) 规模扩张带来的管理风险;

随着未来中国民营医疗服务市场的进一步扩大,公司计划在全国范围内积极布局专科医院的同时投资建设 200 家视光中心。如果公司不能及时调整并适应规模扩张对财务管理、营运管理、内部控制等多方面更高的要求,可能削弱自身的市场竞争力,所以公司规模扩张存在管理风险。

3) 下属医院持续亏损的风险;

截止 2021 年底,57 眼科专科医院中有 18 家仍因处于市场培育期、装修支出、设备支出、医务人员人工成本支出等因素处于亏损状态。若下属医院未能在当地建立品牌知名度和获得有效的获客渠道,或未能及时有效的调整经营战略以建立起竞争优势,则可能面临持续亏损的风险。而这种风险则可能会增加公司对厦门眼科中心的依赖和经营风险,进而对公司经营业绩造成不利影响。

4) 专业医务人员流失风险。

优质的医务人员是保证公司提高优质医疗服务和在眼科专科领域竞争力的关键。若公司的医务人员,尤其是专业医务人员流向竞争对手,或无法为新设医院吸引足够数量的合格医务人员,会对公司的业绩造成不利影响。

5) 医药行业政策变化的风险

近年来,国家医保资金面临支出增长过快,不合理用药、过度增加诊疗项目和滥用药等行为导致医保费用浪费。为减少医保资金不合理支出,提高医保基金使用率,我国推行了广泛的医保控费政策,包括推进按病种为主的多元复合式医保支付方式改革等。2019、2020、2021 年度,公司通过医保结算的收入占主营业务收入的比重分别为 30.80%、27.76%、24.17%。在医药行业政策变化以及医保费用总量控制的背景下,若公司持续增加对医保收入的依赖或者无法顺利拓展其他非医保项目收入,则公司未来收入的稳定性和增长的可持续性预计将受到不利影响。

华厦眼科三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,338	2,233	3,039	4,053	营业总收入	3,064	3,422	4,230	5,183
货币资金及交易性金融资产	953	1,805	2,516	3,418	营业成本(含金融类)	1,654	1,819	2,217	2,677
经营性应收款项	220	248	295	347	税金及附加	12	14	17	21
存货	126	138	168	203	销售费用	402	483	598	732
合同资产	0	0	0	0	管理费用	317	423	544	677
其他流动资产	39	42	60	85	研发费用	25	28	35	43
非流动资产	1,882	1,734	1,794	1,850	财务费用	40	-26	-40	-56
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	34	42	52
固定资产及使用权资产	1,337	1,163	1,206	1,243	投资净收益	9	10	12	15
在建工程	1	51	75	88	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	64	64	69	79	减值损失	-7	-4	-4	-4
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	0	1	2	2
长期待摊费用	153	123	103	93	营业利润	652	722	912	1,155
其他非流动资产	276	283	290	297	营业外净收支	-69	-44	-47	-49
资产总计	3,220	3,967	4,832	5,902	利润总额	582	678	865	1,106
流动负债	785	953	1,094	1,251	减:所得税	129	149	190	243
短期借款及一年内到期的非流动负债	113	213	213	213	净利润	454	529	675	862
经营性应付款项	202	223	271	328	减:少数股东损益	-1	-8	-8	1
合同负债	110	121	148	178	归属母公司净利润	455	537	683	862
其他流动负债	360	397	462	533	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.96	1.22	1.54
非流动负债	586	636	686	736	EBIT	684	654	819	1,033
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,000	994	1,167	1,399
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.04	46.84	47.58	48.35
租赁负债	545	595	645	695	归母净利率(%)	14.85	15.69	16.14	16.62
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	21.86	11.65	23.63	22.53
负债合计	1,371	1,589	1,780	1,987	归母净利润增长率(%)	36.01	17.98	27.18	26.22
归属母公司股东权益	1,832	2,369	3,051	3,913					
少数股东权益	17	9	1	2					
所有者权益合计	1,849	2,378	3,052	3,915					
负债和股东权益	3,220	3,967	4,832	5,902					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	798	929	1,105	1,311	每股净资产(元)	3.66	4.74	6.10	7.83
投资活动现金流	-168	-225	-440	-454	最新发行在外股份(百万股)	560	560	560	560
筹资活动现金流	-181	148	46	46	ROIC(%)	26.91	17.94	18.02	18.46
现金净增加额	450	851	711	903	ROE-摊薄(%)	24.83	22.66	22.37	22.02
折旧和摊销	316	340	347	366	资产负债率(%)	42.58	40.07	36.84	33.67
资本开支	-172	-253	-460	-467	P/E(现价&最新股本摊薄)	62.63	53.09	41.74	33.07
营运资本变动	-18	-13	-5	-3	P/B(现价)	13.89	10.74	8.34	6.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

