

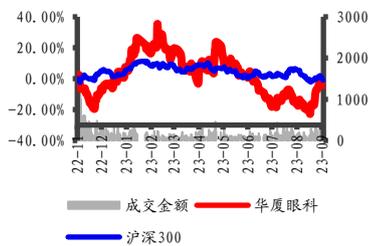
业绩表现亮眼，严肃诊疗为增长之基

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-14

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 43.00 |
| 近12个月最高/最低（元） | 94.88/35.56 |
| 总股本（百万股） | 840 |
| 流通股本（百万股） | 90 |
| 流通股比例（%） | 10.71 |
| 总市值（亿元） | 361 |
| 流通市值（亿元） | 39 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

1. 公司深度报告《【华安医药】华夏眼科（301267）首次覆盖报告：医教研一体化驱动，服务网络辐射全国》2023-05-26

主要观点：

➤ 事件

2023年8月30日公司发布2023年中报报告，报告期内公司实现营收19.94亿元（同比+26.30%），实现归母净利润3.55亿元（同比+50.08%），扣非净利润约3.63亿元（同比+41.26%），业绩符合预期。

➤ 事件点评

● 业绩符合预期，基础眼科增速亮眼，白内障业务行业领先

公司2023H1收入快速增长，利润增长亮眼，单季度来看，公司2023年第二季度实现营收10.63亿元（同比+38.06%），实现归母净利润2.04亿元（同比+64.60%）。

公司盈利能力持续提高，控费有所成效。报告期内公司实现毛利率50.30%（+2.89pct），净利率18.32%（+3.28pct）；实现销售费用率12.31%（+0.06pct）、管理费用率10.81%（+0.2pct）、研发费用率2.00%（+0.71pct）、财务费用率0.46%（-0.64pct）。

拆分收入结构，23H1公司白内障营收4.97亿元（+44.89%），毛利率44.16%（+8.06pct），毛利率超预期，我们认为主要系疫情积压的需求释放以及公司高端术式占比持续提高等。眼后段23H1营收2.76亿元（+35.81%），毛利率44.72%（+4.77pct）。屈光营收6.51亿元（+13.84%），毛利率56.86%（+0.91pct）。视光营收4.75亿元（+17.75%），毛利率50.00%（-0.67pct）。

● 核心医院表现优异，部分医院扭亏进一步推高利润率

截至23H1，公司旗下拥有眼科医院57家，视光中心52家，覆盖18个省、49个城市，华东地区收入占比73%，公司在福建省内及周边地区影响力深远。公司体内核心医院表现良好，厦门眼科中心营收5.06亿元（+25.31%），净利率25.24%；福州眼科医院营收87.12百万元，净利率14.41%；上海和平眼科医院营收1.13亿元（+103%），净利率5.33%；郑州华夏视光营收64.03百万元（+14.86%），净利率21.09%。

● 投资建议：维持“买入”评级

公司单季度收入利润均呈良好增长趋势，省内布局已完善，省外扩张节奏稳定，业绩稳定增长可期。我们预计公司2023~2025年将实现营业收入41.9/52.63/64.40亿元人民币，同比增长29.5%/25.6%/22.4%；实现归母净利润6.68/8.44/10.53亿元人民币，同比增长30.5%/26.3%/24.8%，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策不确定性风险，市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3233 | 4189 | 5263 | 6440 |
| 收入同比 (%) | 5.5% | 29.5% | 25.6% | 22.4% |
| 归属母公司净利润 | 512 | 668 | 844 | 1053 |
| 净利润同比 (%) | 12.5% | 30.5% | 26.3% | 24.8% |
| 毛利率 (%) | 48.0% | 46.5% | 46.3% | 46.1% |
| ROE (%) | 10.0% | 11.9% | 13.0% | 14.0% |
| 每股收益 (元) | 1.00 | 0.80 | 1.00 | 1.25 |
| P/E | 73.11 | 54.07 | 42.82 | 34.31 |
| P/B | 8.01 | 6.42 | 5.58 | 4.80 |
| EV/EBITDA | 37.82 | 29.71 | 24.44 | 20.02 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 4617 | 5218 | 6058 | 7305 | 营业收入 | 3233 | 4189 | 5263 | 6440 |
| 现金 | 1345 | 1901 | 2566 | 3692 | 营业成本 | 1680 | 2240 | 2826 | 3472 |
| 应收账款 | 195 | 270 | 344 | 443 | 营业税金及附加 | 13 | 17 | 24 | 32 |
| 其他应收款 | 36 | 25 | 54 | 46 | 销售费用 | 402 | 524 | 653 | 792 |
| 预付账款 | 74 | 40 | 54 | 66 | 管理费用 | 363 | 465 | 579 | 708 |
| 存货 | 157 | 172 | 231 | 249 | 财务费用 | 32 | 4 | -9 | -24 |
| 其他流动资产 | 2809 | 2809 | 2809 | 2809 | 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1968 | 2159 | 2352 | 2512 | 公允价值变动收益 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 688 | 613 | 536 | 451 | 营业利润 | 727 | 925 | 1148 | 1414 |
| 无形资产 | 112 | 134 | 160 | 189 | 营业外收入 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 其他非流动资产 | 1168 | 1411 | 1657 | 1872 | 营业外支出 | 76 | 71 | 70 | 69 |
| 资产总计 | 6584 | 7376 | 8411 | 9817 | 利润总额 | 654 | 857 | 1081 | 1350 |
| 流动负债 | 790 | 1070 | 1261 | 1615 | 所得税 | 146 | 188 | 238 | 297 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 508 | 668 | 844 | 1053 |
| 应付账款 | 208 | 370 | 396 | 568 | 少数股东损益 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 581 | 700 | 865 | 1046 | 归属母公司净利润 | 512 | 668 | 844 | 1053 |
| 非流动负债 | 667 | 667 | 667 | 667 | EBITDA | 1066 | 1176 | 1402 | 1656 |
| 长期借款 | 26 | 26 | 26 | 26 | EPS (元) | 1.00 | 0.80 | 1.00 | 1.25 |
| 其他非流动负债 | 641 | 641 | 641 | 641 | | | | | |
| 负债合计 | 1457 | 1737 | 1928 | 2281 | | | | | |
| 少数股东权益 | 14 | 14 | 14 | 14 | | | | | |
| 股本 | 560 | 840 | 840 | 840 | | | | | |
| 资本公积 | 2918 | 2638 | 2638 | 2638 | | | | | |
| 留存收益 | 1636 | 2147 | 2991 | 4044 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 5114 | 5625 | 6469 | 7522 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6584 | 7376 | 8411 | 9817 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 770 | 1254 | 1223 | 1649 |
| 净利润 | 508 | 668 | 844 | 1053 |
| 折旧摊销 | 323 | 247 | 263 | 265 |
| 财务费用 | 38 | 34 | 34 | 34 |
| 投资损失 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -96 | 236 | 15 | 232 |
| 其他经营现金流 | 610 | 501 | 895 | 885 |
| 投资活动现金流 | -3037 | -507 | -523 | -489 |
| 资本支出 | -232 | -482 | -502 | -468 |
| 长期投资 | -15 | -25 | -21 | -21 |
| 其他投资现金流 | -2791 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2651 | -191 | -34 | -34 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 60 | 280 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2707 | -280 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -142 | -191 | -34 | -34 |
| 现金净增加额 | 384 | 556 | 665 | 1126 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 5.5% | 29.5% | 25.6% | 22.4% |
| 营业利润 | 11.6% | 27.2% | 24.1% | 23.2% |
| 归属于母公司净利润 | 12.5% | 30.5% | 26.3% | 24.8% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 48.0% | 46.5% | 46.3% | 46.1% |
| 净利率 (%) | 15.8% | 15.9% | 16.0% | 16.3% |
| ROE (%) | 10.0% | 11.9% | 13.0% | 14.0% |
| ROIC (%) | 9.9% | 11.4% | 12.3% | 13.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 22.1% | 23.6% | 22.9% | 23.2% |
| 净负债比率 (%) | 28.4% | 30.8% | 29.7% | 30.3% |
| 流动比率 | 5.85 | 4.88 | 4.80 | 4.52 |
| 速动比率 | 5.29 | 4.48 | 4.41 | 4.20 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.66 | 0.60 | 0.67 | 0.71 |
| 应收账款周转率 | 16.88 | 18.00 | 17.14 | 16.36 |
| 应付账款周转率 | 8.18 | 7.74 | 7.38 | 7.20 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.00 | 0.80 | 1.00 | 1.25 |
| 每股经营现金流 | 0.92 | 1.49 | 1.46 | 1.96 |
| 每股净资产 | 9.13 | 6.70 | 7.70 | 8.95 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 73.11 | 54.07 | 42.82 | 34.31 |
| P/B | 8.01 | 6.42 | 5.58 | 4.80 |
| EV/EBITDA | 37.82 | 29.71 | 24.44 | 20.02 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人: 陈珈蔚, 研究助理, 主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。