

买入

华北眼科基本盘扎实，优势区域不断扩大

朝聚眼科 (2219.HK)

2024-2-25 星期二

目标价：5.15 港元
现价：3.07 港元
预计升幅：67.8%

重要数据

日期	2024-2-25
收盘价 (港元)	3.07
总股本 (亿股)	7.08
总市值 (亿港元)	22
净资产 (亿元)	23
总资产 (亿元)	28.3
52 周高低 (港元)	3.71/2.58
每股净资产 (元)	3.28

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Sihai Medical Management Co.Ltd(11.91%)
Jutong Medical Management Co.Ltd(10.98%)

相关报告

深度报告：朝聚眼科-20230214
更新报告：朝聚眼科-20240229

研究部

姓名：林兴秋
SFC: BLM040
电话：0755-21519193
Email:linxq@gyzq.com.hk

➤ 公司基本盘扎实，业绩韧性强：

公司是华北眼科龙头公司，24 年实现总营业收入 7.60 亿元，同比增长 3.65%；税前利润为 1.80 亿元，同比减少 2.67%；实现净利润 1.36 亿元，同比减少 9.4%。基础眼科和消费眼科实现收入分别为 3.57 亿元、3.76 亿元，同比增长 7.7%和 4%，利润的下降主要受到毛利率下降以及市场扩张导致的营销及广告费用增加的影响，2024 年上半年的毛利率为 45.8%，较 2023 年同期的 46.6%有所下降。增速放缓主要受行业的影响，公司基本盘扎实，业绩稳定性强于行业水平。

➤ 华北眼科龙头，优势区域不断扩大：

公司业务深耕内蒙、辐射华北及华东，截至二零二四年六月三十日，公司经营由 31 间眼科医院及 29 间视光中心组成的网络，横跨中国合共七个省份、直辖市及自治区。以集群化网络进行运营，实现区域内的诊断和治疗服务资源共享和降本增效，内蒙古的竞争优势明显，壁垒极高，是保证公司业绩稳定增长的基本盘。巩固其在中国华北地区的领先优势、提升其在长江三角洲地区等重点区域的市场地位，同时发展特色眼科医院，在重点区域进行新建和并购；公司通过赋能，输出优秀的医疗及管理经验到新的医院，唐山等医院的眼科业务实现了快速增长。

➤ 业务有望继续拓展，股息率高：

公司持有充足的现金、交易性金融资产及投资，有足够的资金进行外延扩张。公司将丰富消费眼科市场机会，利用朝聚在眼病诊疗的临床积淀，扩大消费眼科内涵，成为公众信赖的全国连锁眼科服务供货商。24 年中期宣派每股 0.1307 港元的股息，如果持续这么高的派息率，公司的股息率将达 8.8%。

➤ 再次覆盖给予买入评级,更新目标价为 5.15 港元

公司是华北眼科龙头公司，内生增长优于行业，外延的项目逐步推进，融合情况良好，协同效应明显。预计公司 2024-26 年收入分别为人民币 14.9 亿元、17.6 亿元、19.83 亿元，净利润分别为人民币 2.48 亿元、2.96 亿元、3.74 亿元，EPS 分别为 0.35、0.42、0.53 元，给予买入评级，基于医疗服务行业面临的压力，更新目标价为 5.15 港元，对应 2024 年 13.5 倍 PE，预计升幅为 67.8%。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	990.0	1369.51	1490.00	1706.00	1983.00
同比增长(%)	-0.8%	38.33%	8.80%	14.50%	16.24%
净利润	187.8	226.71	248.28	296.32	374.19
同比增长(%)	16.1%	20.75%	9.51%	19.35%	26.28%
每股盈利(元)	0.27	0.32	0.35	0.42	0.53
PE@3.07HKD	10.63	8.72	8.04	6.73	5.33

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

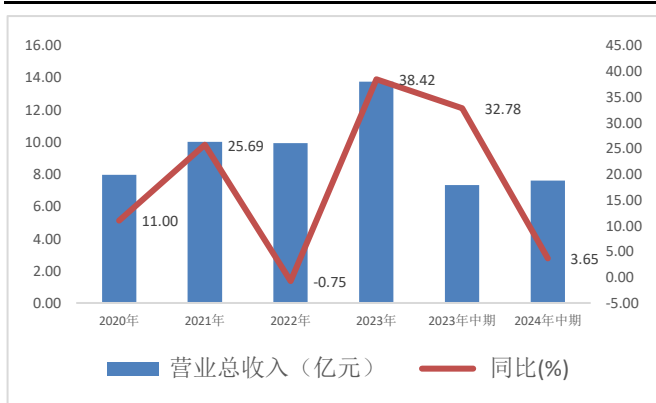
公司基本盘扎实，业绩韧性强：

公司是华北眼科龙头公司，24 年实现总营业收入 7.60 亿元，同比增长 3.65%；税前利润为 1.80 亿元，同比减少 2.67%；实现净利润 1.36 亿元，同比减少 9.4%。基础眼科和消费眼科实现收入分别为 3.57 亿元、3.76 亿元，同比增长 7.7%和 4%，利润的下降主要受到毛利率下降以及市场扩张导致的营销及广告费用增加的影响，2024 年上半年的毛利率为 45.8%，较 2023 年同期的 46.6%有所下降。增速放缓主要受行业的影响，公司基本盘扎实，业绩稳定性强于行业水平。

华北眼科龙头，优势区域不断扩大：

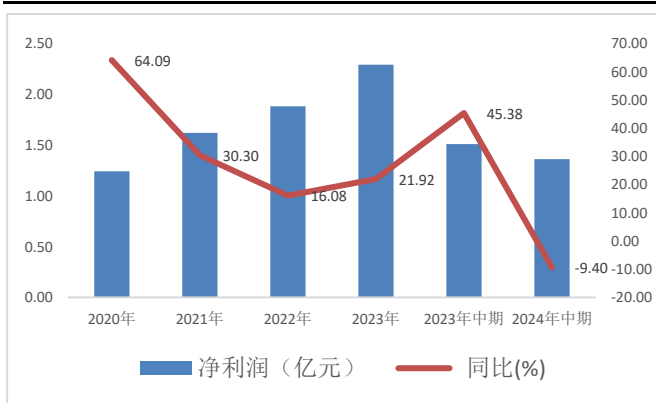
公司业务深耕内蒙、辐射华北及华东，截至二零二四年六月三十日，公司经营由 31 间眼科医院及 29 间视光中心组成的网络，横跨中国合共七省份、直辖市及自治区。以集群化网络进行运营，实现区域内的诊断和治疗服务资源共享和降本增效，内蒙古的竞争优势明显，壁垒极高，是保证公司业绩稳定增长的基本盘。巩固其在中国华北地区的领先优势、提升其在长江三角洲地区等重点区域的市场地位，同时发展特色眼科医院，在重点区域进行新建和并购；公司通过赋能，输出优秀的医疗及管理经验到新的医院，唐山等医院的眼科业务实现了快速增长。

图 1：公司收入及增长率情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润及增长率情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

业务有望继续拓展，股息率高：

公司持有充足的现金、交易性金融资产及投资，有足够的资金进行外延扩张。公司将丰富消费眼科市场机会，利用朝聚在眼病诊疗的临床积淀，扩大消费眼科内涵，成为公众信赖的全国连锁眼科服务供货商。24 年中期宣派每股 0.1307 港元的股息，如果持续这么高的派息率，公司的股息率将达 8.8%。

再次覆盖给予买入评级,更新目标价为 5.15 港元

公司是华北眼科龙头公司，内生增长优于行业，外延的项目逐步推进，融合情况良好，协同效应明显。预计公司 2024-26 年收入分别为人民币 14.9 亿元、17.6 亿元、19.83 亿元，净利润分别为人民币 2.48 亿元、2.96 亿元、3.74 亿元，EPS 分别为 0.35、0.42、0.53 元，给予买入评级，基于医疗服务行业面临的压力，更新目标价为 5.15 港元，对应 2024 年 13.5 倍 PE，预计升幅为 67.8%。

风险提示：

- (1) 医疗政策风险
- (2) 价格下降风险、销售及扩张不及预期

财务报表摘要：

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	997.79	990.00	1369.51	1490.00	1706.00	1983.00
销售成本	549.12	555.30	748.37	816.52	934.89	1086.68
毛利	448.67	434.70	621.13	673.48	771.11	896.32
其他收入	14.90	50.00	83.28	26.00	35.00	39.00
分销开支	-47.15	-61.28	-104.99	-125.00	-149.00	-172.00
行政费用	-177.28	-162.00	-222.46	-230.00	-248.00	-255.00
经营盈利	221.12	251.34	311.46	333.07	398.06	497.56
财务开支	-10.54	-12.00	-12.00	-10.44	-13.00	-11.31
应占联营公司利润						
其他开支	-4.41	-6.00	-59.67	-5.00	-4.00	-3.00
税前盈利	210.58	239.34	299.46	322.63	385.06	486.25
所得税	-52.94	-56.00	-78.51	-80.66	-96.26	-121.56
少数股东应占利润	-4.11	-4.41	-8.18	-6.31	-7.53	-9.51
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	161.75	187.75	226.71	248.28	296.32	374.19
折旧及摊销	83.52	99.37	123.36	144.64	168.58	191.38
EBITDA	304.64	350.71	434.82	477.70	566.64	688.93
增长						
总收入 (%)	25.62%	-0.78%	38.33%	8.80%	14.50%	16.24%
EBITDA (%)	23.03%	15.12%	23.98%	9.86%	18.62%	21.58%
净利润 (%)	30.30%	16.07%	20.75%	9.51%	19.35%	26.28%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1257.14	944.73	463.44	394.69	388.52	473.53
其他短期投资	0.00	353.62	676.73	744.40	818.84	900.73
应收账款	73.33	47.65	55.74	61.31	67.45	74.19
存货	34.90	52.42	51.11	55.61	63.67	74.01
其他流动资产	0.00	0.00	#REF!	0.00	0.00	0.00
流动资产	1914.43	1815.14	1729.67	1786.07	1924.98	2173.05
固定资产	305.15	392.31	397.00	408.91	421.18	433.81
贷款	286.93	2330.84	796.14	801.22	832.89	865.83
非流动资产	592.08	2723.15	1193.14	1210.13	1254.07	1299.64
总资产	2506.51	4538.29	2922.81	2996.20	3179.05	3472.69
流动负债	221.83	244.98	342.74	343.51	346.94	351.71
应付账款	36.80	44.03	55.36	57.02	58.73	60.49
短期银行贷款	5.52	12.01	7.15	7.58	8.03	8.52
其他短期负债	179.51	188.94	280.23	278.92	280.18	282.70
非流动负债	156.28	179.69	201.64	163.36	165.28	173.11
长期银行贷款	0.72	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	155.56	179.69	201.64	163.36	165.28	173.11
总负债	378.11	424.67	544.38	506.87	512.22	524.82
少数股东权益	22.19	25.76	18.37	20.57	23.04	25.81
归母股东权益	2106.22	2272.72	2360.05	2468.75	2643.78	2922.07

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率 (%)	0.45	0.44	0.45	0.45	0.45	0.45
EBITDA 利率 (%)	0.31	0.35	0.32	0.32	0.33	0.35
净利率 (%)	0.16	0.19	0.17	0.17	0.17	0.19
ROE	0.08	0.08	0.10	0.10	0.11	0.13
ROA	0.06	0.04	0.08	0.08	0.09	0.11
营运表现						
SG&A/收入 (%)	0.18	0.16	0.16	0.15	0.15	0.13
实际税率 (%)	0.25	0.23	0.26	0.25	0.25	0.25
股息支付率 (%含优先股)	0.70	0.33	0.48	0.85	0.75	0.62
库存周转天数	24.23	28.70	25.25	23.85	23.28	23.12
应付账款天数	-24.46	-28.94	-27.00	-25.49	-22.93	-20.32
应收账款天数	26.82	17.57	14.86	15.02	14.43	13.66

财务状况

资产负债率	0.15	0.09	0.19	0.17	0.16	0.15
收入/总资产	0.40	0.22	0.47	0.50	0.54	0.57
总资产/股本	1.19	2.00	1.24	1.21	1.20	1.19

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	161.75	187.75	226.71	248.28	296.32	374.19
折旧与摊销	83.52	99.37	123.36	144.64	168.58	191.38
营运资本变动	-17.65	19.95	19.70	4.80	8.00	6.96
其他非现金调整	21.78	-33.66	0.60	7.61	6.10	0.49
营运现金流	249.40	273.41	372.57	405.33	479.00	573.02
资本开支	-580.21	-1945.12	-1658.55	-930.00	-700.00	-686.00
其他投资活动	1.70	1480.35	1004.45	710.00	475.31	465.80
投资活动现金流	-578.51	-464.77	-654.10	-220.00	-224.69	-220.20
负债变化	-29.11	-83.31	-46.76	-42.08	-37.88	-34.09
股本变化	1329.08	-18.67	-58.24	0.00	0.00	0.00
股息	-113.00	-62.73	-109.75	-212.00	-222.60	-233.73
其他融资活动	0.00	-0.72	10.73	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	1186.97	-165.43	-204.02	-254.08	-260.48	-267.82
汇率变动影响	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00
现金变化	857.86	-356.79	-485.55	-68.75	-6.16	85.00
期初持有现金	2351.60	2141.45	1784.66	1299.11	1230.36	1224.19
期末持有现金	2141.45	1784.66	1299.11	1230.36	1224.19	1309.20

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>