

希玛眼科 (03309)

证券研究报告

2018年05月14日

香港眼科小蛟龙，潜入大陆蓝海

港深领先的眼科服务提供商，逐步切入大陆市场

公司成立 2012 年 1 月，经过 6 年的快速发展，已经成为香港以及深圳地区领先的眼科专科服务医疗机构之一。目前公司在香港拥有 2 个眼科中心，5 家卫星诊所，深圳、北京各拥有一家眼科医院。2017 年公司实现收入 3.12 亿港元 (+25.2%)，调整后净利润 0.64 亿港元，同比增长 37.1%。2014-2017 年公司营业收入年复合增长率为 26%，净利润年复合增长率达到 42.2%，表现出较高的成长性。2017 年公司香港地区业务收入占公司总收入的 61%，大陆业务收入占比为 39%。2013 年第一家眼科医院-深圳希玛林顺潮眼科医院在深圳开业，自此开始在中国大陆的布局，2018 年 3 月北京希玛林顺潮眼科医院开业，公司在大陆的业务再下一城。

手术量量价齐升，整体盈利能力强

在实施手术量方面：2017 年公司共计实施手术项目 7070 例，较 2016 年增加 1278 例，其中大陆地区实施手术项目 3865 例，同比增长 41.6%。从平均手术费用来看：2017 年香港地区平均手术费为 38649 港元，同比提升 10%，大陆地区平均手术费用为 13886 港元，相对稳定。整体来看，量价齐升有望为公司带来更丰厚的利润。从盈利能力上来看，公司 2017 年销售净利率为 12.8%，销售毛利率为 43.5%，其中香港地区毛利率为 35.2%，大陆地区毛利率为 56.4%，未来随着品牌效应的加强，收入费用以及运行效率的提升，毛利率有望进一步提升。整体来看，公司具有较强的盈利能力。

眼科服务市场空间大，公司市场份额有望进一步提升

在人口老龄化率提升，医疗费用支出的增加，以及居民消费水平与健康意识提升的影响下，专科医疗服务需要有望进一步增加，而私营眼科医院是其中增长最快的项目之一。根据弗若斯特沙利文的分析报告显示，2016 年香港私营眼科医院服务市场规模为 34.55 亿港元，2021 年有望达到 48.44 亿港元，2016-2021 年年复合增长率达到 5.4%；而中国 2016 年私营眼科服务市场规模为 141 亿元 (RMB)，预计 2021 年为 328 亿元 (RMB)，2016-2021 年年复合增长率 18.4%，市场规模稳步提升。

公司在香港以及深圳地区眼科服务领域市场份额分别为 4.7% 与 5.4% (广东地区私营眼科疾病治疗服务市场份额 8.7%)，排在行业前三位，具有较强的竞争实力，同时随着大陆地区业务的不断深入，深圳希玛眼科医院口碑以及业务量的提升，以及北京希玛的开业经营，公司未来的市场份额有望进一步提升。

估值与评级

公司在香港与广东具有较强的竞争实力，深圳希玛眼科医院随着运营逐渐成熟，收入与就诊人次提升较快，未来随着北京希玛眼科运营的逐渐成熟，我们认为公司在大陆地区的业务有望驱动业绩的上涨。

公司 2014-2017 年归母净利润复合增长率为 42.75%，高于同类型医疗服务公司，也高于国内眼科龙头爱尔眼科。公司成立的时间相对较短，通过提供相对高端的服务形成差异化竞争，看好公司未来的成长性。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 0.91/1.26/1.68 亿港元，对应 EPS 为 0.09/0.12/0.16 港元/股。公司致力于打造国际化服务的眼科服务医疗机构，客户具备更强的消费能力，其表现出相较于同类型公司更强的成长性，给予 2018 年 PEG 2.7，PE 97.2 倍，目标价 8.59 港元。考虑到公司上市以来公司股价涨幅已近发行价的 4 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：人才流失风险，医疗事故风险，大陆市场开拓不及预期，市场竞争加剧，政策风险，与 A 股公司估值体系差异带来的风险。

投资评级

行业	消费者服务业/
6 个月评级	持有 (首次评级)
当前价格	8.54 港元
目标价格	8.59 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,029.55
港股总市值(百万港元)	8,792.36
每股净资产(港元)	0.20
资产负债率(%)	32.55
一年内最高/最低(港元)	19.90/5.05

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 港、深领先的眼科服务提供商之一	4
2. 切入大陆市场，驱动业绩增长	5
2.1. 经营规模不断扩大，大陆地区收入占比提升	6
2.2. 香港地区收益高，大陆地区成长性高	7
2.3. 手术项目量价齐升，大陆地区表现亮眼	8
2.4. 人力成本占比 39%，整体盈利能力强	9
3. 眼科服务市场稳步提升，公司市场份额有望进一步提升	11
3.1. 眼科服务重视程度提升，私营眼科服务最受益	11
3.2. 香港、深圳地区私营眼科服务市场份额前三甲，竞争力强	12
4. 业绩拆分与估值评级	13

图表目录

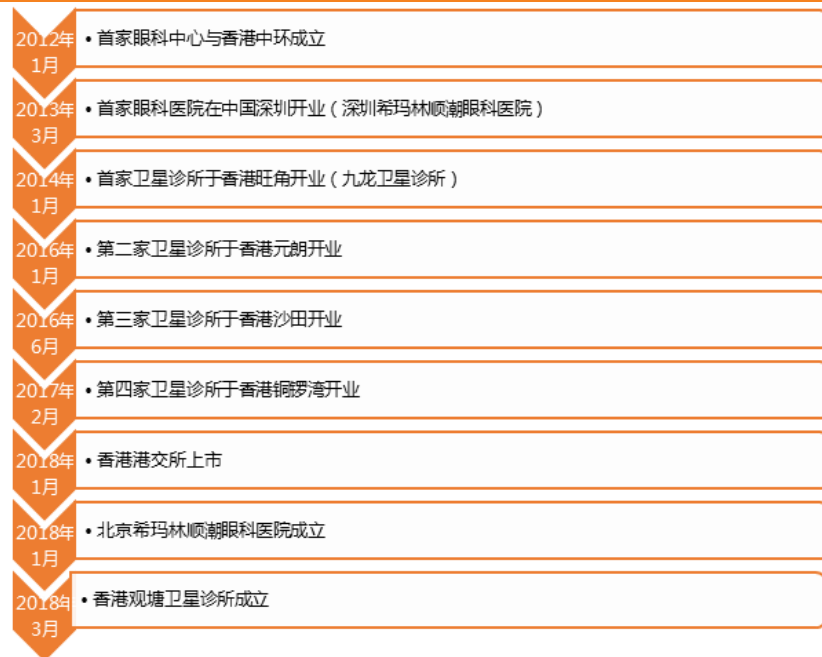
图 1：希玛眼科医疗控股有限公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：2014-2017 年希玛眼科营业收入（百万港元）与增速	6
图 4：2014-2017 年希玛眼科净利润（百万港元）与增速	6
图 5：希玛眼科 2016 年业收入构成（分产品）	6
图 6：希玛眼科 2017 年业收入构成（分产品）	6
图 7：希玛眼科 2016 年业收入构成（分地区）	6
图 8：希玛眼科 2017 年业收入构成（分地区）	6
图 9：2014-2017 年公司眼科服务收入构成	7
图 10：2014-2017 年公司诊金及其他医疗服务费用收入分地区构成（百万港元）	7
图 11：2014-2017 年公司手术费用收入分地区构成（百万港元）	8
图 12：2014-2017 年公司手术量情况（例）	8
图 13：2014-2017 年公司手术平均费用情况（港元）	9
图 14：2017 年公司成本构成	9
图 15：2014-2017 年公司销售毛利率与销售净利率水平	10
图 16：2014-2017 年公司毛利（百万港元）及毛利率水平	10
图 17：2014-2017 年眼科服务与销售辅助产品毛利率水平	10
图 18：香港私营眼科医疗服务市场规模（百万港元）	11
图 19：中国眼科医疗服务市场规模(十亿元)	11
图 20：中国私营医疗机构眼科疾病门诊患者数量	12
图 21：希玛眼科 PE-Bands	14
表 1：公司提供的眼科服务项目	5
表 2：公司相关手术治疗业务	5
表 3：希玛眼科香港市场竞争格局	12

表 4：广东省私营眼科服务市场与私营眼科疾病治疗服务市场竞争格局	12
表 5：希玛眼科业绩拆分	13
表 6：同类型公司比较（按当期汇率、同口径）	15

1. 港、深领先的眼科服务提供商之一

希玛眼科成立于 2012 年 1 月，是一家致力于为患者提供全面的眼科保健、诊断、治疗以及手术治疗服务的眼科服务机构。其总部设于香港，是香港与广东省领先的眼科服务提供商之一，是国内设立独资眼科医院的首名外商投资者。截至 2018 年 3 月公司服务网络包括了，香港中环眼科中心、旺角手术中心，旺角、元朗、沙田、铜锣湾以及观塘五间卫星诊所，并在深圳、北京分别拥有深圳希玛林顺潮眼科医院以及北京希玛林顺潮眼科医院。

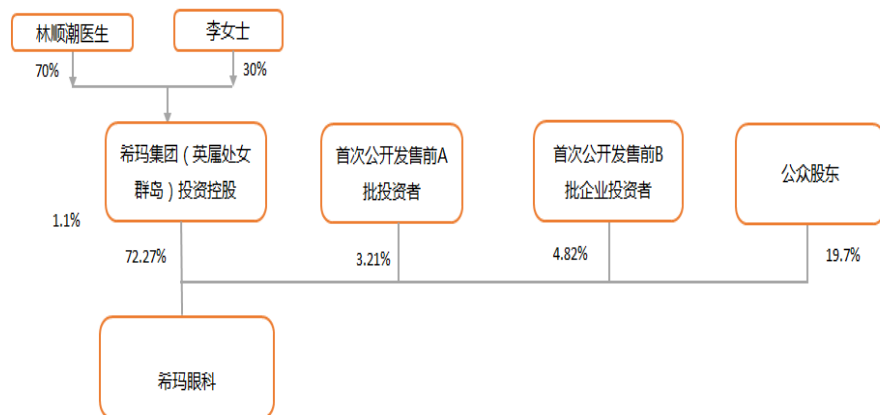
图 1: 希玛眼科医疗控股有限公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司于 2018 年 1 月登陆香港纽交所，目前总股本为 10.3 亿元，控股股东为希玛集团。林顺潮医生作为公司创始人，与李女士分别持有希玛集团 70%以及 30%的权益，合计持有希玛眼科医疗控股有限公司 73%股权，是希玛眼科实际控股股东。

图 2: 公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

林顺潮医生为公司董事会主席，行政总裁及执行董事，香港中文大学医学博士学位，现仍亚太眼科学会（APAO）及亚太玻璃体视网膜学会（APVRS）的秘书长，是国际眼科科学院（AOI）院士、国际眼科医学委员会（ICO）董事会成员、国际屈光手术学会（ISRS）国

际委员会代表（2015年至2016年）以及世界青光眼协会（WGA）理事会成员，在香港医学界拥有丰富的从业经验以及较高的学术地位。公司管理层从业经验丰富，在行业内拥有一定声誉，其多为创业初期就开始就职于公司的老员工，同时招股说明书显示，公司管理层持有公司约8%的股份，激励到位，有利于管理层机构的稳定。

作为领先的眼科医疗服务商，公司在香港以及大陆地区主要提供包括：基本检查、诊断、特殊检查、诊疗及门诊手术、药物处方及验光配镜以及手术治疗等服务，涵盖了从基础检查，特殊检查到手术治疗的全过程，专业化服务。

表 1：公司提供的眼科服务项目

公司服务项目	说明
基础检查	看诊前，对客户的基本检查，搜集眼部情况数据，基本检查包括眼压测量、裸眼视力及屈光不正等
诊症	了解其客户的基本病历、主诉及相关体征及症状，例如采用裂隙灯诊断角膜至视网膜的疾病。对于视网膜及黄斑病变，亦会散大瞳孔进行视网膜底检查
特殊检查	视情况而定，特殊检查通常涉及超声波等先进技术。例如，检查包括视网膜影像及进行血管、神经及视网膜厚度等精密检查。
治疗及门诊手术	通过简单的激光疗法及手术治疗一系列眼疾，如青光眼、视网膜疾病、睑板腺囊肿及干眼症等。
药物处方及验光配镜	根据眼科医生开出的处方为我们的患者提供针对不同眼疾的口服药及局部用药，中环眼科中心、元朗诊所、铜锣湾诊所及由深圳希玛医院提供配镜服务。
手术治疗	提供包括白内障及人工晶体植入、屈光矫视、角膜及外眼疾病、青光眼托手术。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

根据公司官网披露的数据来看，公司手术费用对总受益的贡献度大约为60%，是公司受益的主要来源。具体来看，公司在手术方面基本覆盖了全眼科疾病领域，主要包括白内障及人工晶体植入、屈光矫视、角膜及外眼疾病、青光眼、玻璃体视网膜疾病、眼整形及眼眶疾病以及斜视小儿眼科先关手术等。目前公司中环眼科中心、旺角手术中心、元朗诊所及深圳希玛医院均设有手术室，可进行眼科手术服务。

表 2：公司相关手术治疗业务

状况	说明
白内障及人工晶体植入	通过手术治疗移除晶体，随后植入人工晶体
屈光矫视	通过 LASIK 手术矫正与近视、远视或散光相关的屈光不正
角膜及外眼疾病	手术治疗不同的角膜疾病，包括对严重的角膜瘢痕进行角膜移植
青光眼	通过激光或手术进行治疗降低眼压，保护视神经免受损害
玻璃体视网膜疾病	使用激光、眼内注射及手术等不同的治疗方式治疗视网膜及黄斑疾病
眼整形及眼眶疾病	对创伤、退化或其他原因引起眼眶及眼睑的损害进行修复及重建手术
斜视及小儿眼科	肌肉调整手术矫正斜视或复视

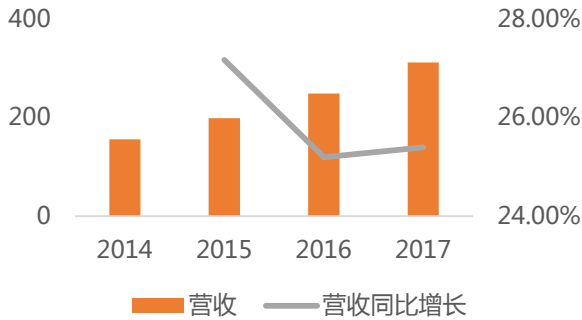
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 切入大陆市场，驱动业绩增长

2.1. 经营规模不断扩大，大陆地区收入占比提升

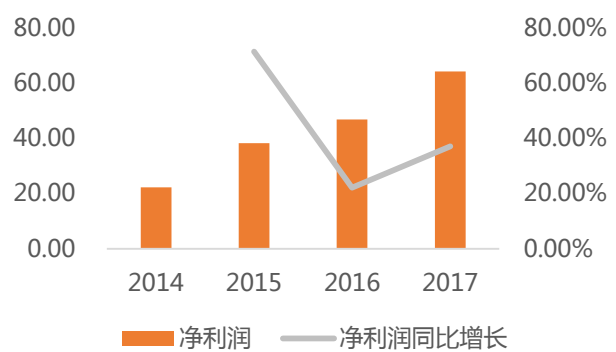
目前公司已经在香港拥有两家眼科中心、5家卫星诊所、深圳、北京2家眼科医院。受益于医疗服务市场的增长，公司经营规模的不断扩大，2017年公司实现营收3.11亿港元，同比增长25.2%，经调整后净利润为0.64亿港元，同比增长37.1%。

图 3：2014-2017 年希玛眼科营业收入（百万港元）与增速



资料来源：wind，公司 2017 年报，天风证券研究所

图 4：2014-2017 年希玛眼科净利润（百万港元）与增速

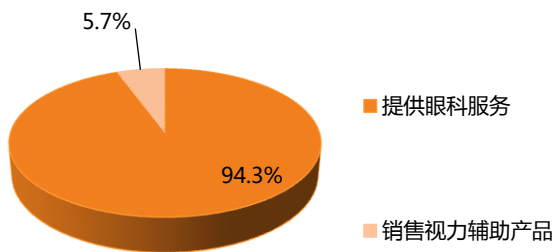


资料来源：wind，公司 2017 年报，天风证券研究所

作为一家专业的眼科医疗服务机构，公司的收入主要来自提供眼科医疗服务与销售视力辅助产品（眼镜及镜片等）。2017年眼科服务收入为2.91亿港元，占总收入的93.5%，相较于2016年下降0.9个百分点，但仍为公司业务收入的主要来源。

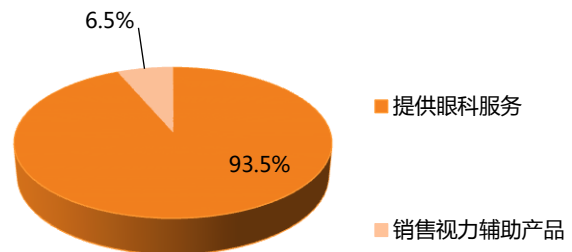
2017年公司手术数量持续增加，香港与大陆的眼科医生数量人数也不断增加，因此2017年眼科服务得到了较好的增长，公司收益的增长也主要来自提供眼科服务产生的收益。

图 5：希玛眼科 2016 年业务收入构成（分产品）



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

图 6：希玛眼科 2017 年业务收入构成（分产品）

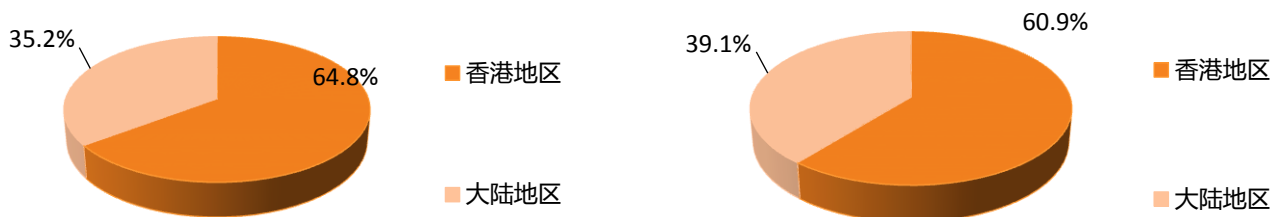


资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

按地区来看，公司业务主要分布在香港、深圳以及北京。其中香港有2家眼科中心，5家卫星诊所，大陆地区收入来源主要是深圳希玛眼科医院。随着大陆地区居民消费水平的提高，对医疗健康的重视程度增加，公司在大陆地区的收入占比逐步得到提升。2017年公司在大陆地区收入1.22亿港元，占收入的39.1%，大陆地区收入增长较香港迅速，因此在收入占比上较2016年提高3.9%。

图 7：希玛眼科 2016 年业务收入构成（分地区）

图 8：希玛眼科 2017 年业务收入构成（分地区）



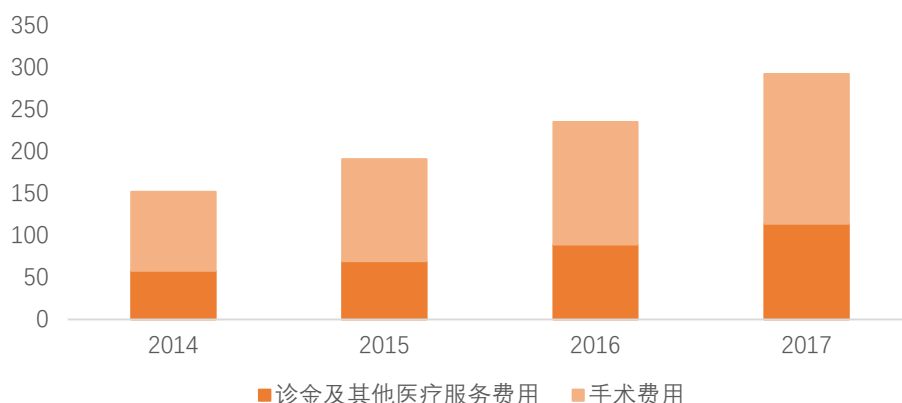
资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

2.2. 香港地区收益高，大陆地区成长性高

在公司提供的眼科服务中，收益主要来自两方面，（1）诊金及其他医疗服务费用；（2）手术费用。与其他医院、诊所或者疗养院不同，公司提供的眼科服务多为门诊或日常护理等流程，实行局部麻醉，对于床位的依赖度小。2017 年公司眼科服务中，诊金及其他医疗服务费用收入为 1.14 亿港元，占眼科服务收入的 39%，手术费用为 1.78 亿港元，占眼科服务收入的 61%。从 2014-2017 年的公司披露的数据来看，诊金及其他医疗服务费用的占比呈逐年提升态势，这也说明了，随着健康意识的提升，普通居民对于眼科检查以及保护的重视程度逐渐加深。

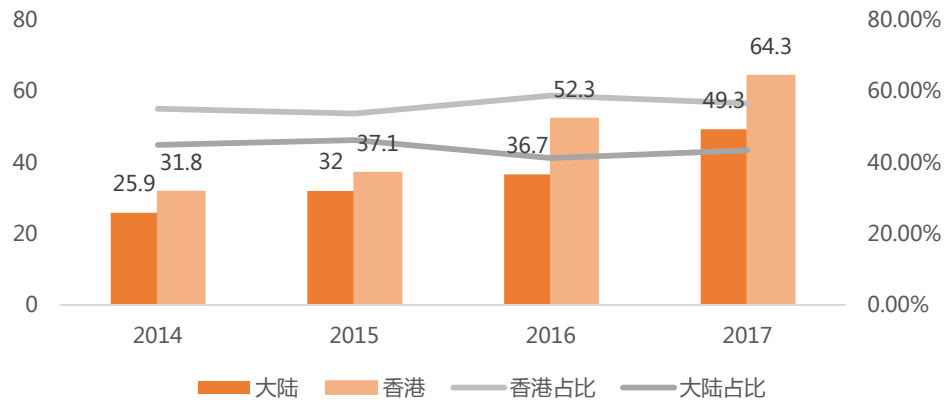
图 9：2014-2017 年公司眼科服务收入构成（百万港元）



资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

将诊金及其他医疗服务费用收入按地区拆分来看，2017 年公司香港地区该项目收入 64.3 百万港元，大陆地区收入 49.3 百万港元，香港地区占该项收入的 56.6%，大陆地区占该项目收入的 43.4%，从 2014 年到 2017 年占比趋势变化来看，香港地区该项目的收入占比仍为主导。

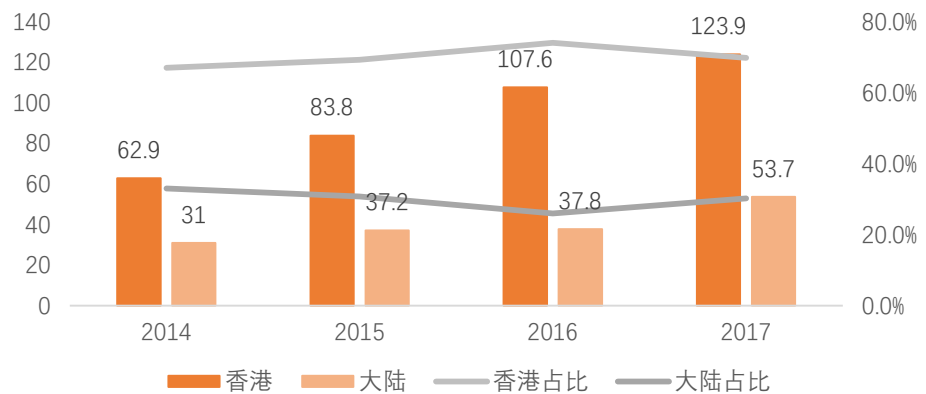
图 10：2014-2017 年公司诊金及其他医疗服务费用收入分地区构成（百万港元）



资料来源：招股说明书，2017 年公司年报，天风证券研究所

从手术费用来看，香港地区 2017 年手术费用收入为 123.9 百万港元，大陆地区手术费用收入为 53.7 百万港元。从占比上来看，香港地区手术费用占比为 69.8%，大陆地区收入占比为 30.2%。从 2014-2017 年历史情况来看，大陆地区手术费用的收入占比有提升的趋势，我们判断，随着北京希玛眼科的医院开始运营后，公司在大陆地区的眼科收入将进一步提升。

图 11：2014-2017 年公司手术费用收入分地区构成 (百万港元)

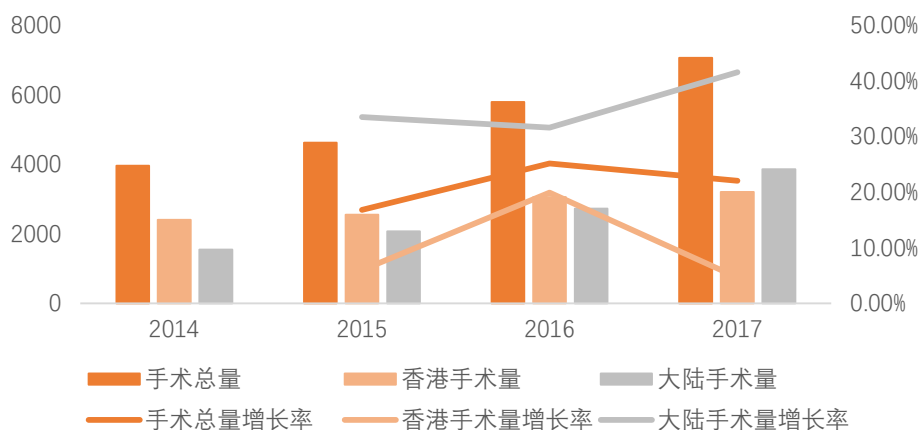


资料来源：招股说明书，2017 年公司年报，天风证券研究所

2.3. 手术项目量价齐升，大陆地区表现亮眼

2017 年公司共实施手术项目 7070 例，较 2016 年增加 1278 例。其中香港地区实施手术项目 3205 例，较 2016 年增加 143 例，大陆地区进行手术项目 3865 例，较 2016 年增加 1135 例，大陆地区实现 41.6% 的较快速度增长，大陆地区也具有更大的成长空间。

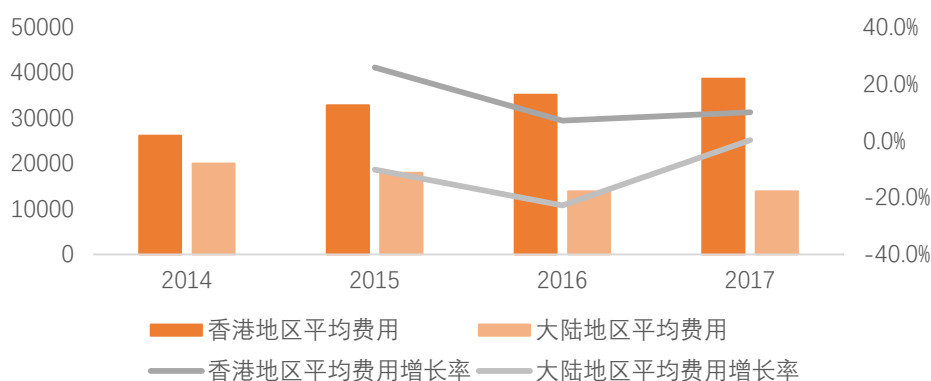
图 12：2014-2017 年公司手术量情况 (例)



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

而从平均费用上来看，香港地区 2017 年实施的复杂手术例数上升，平均手术费用有所增加，达到 38649 港元，而大陆地区平均手术费用逐渐趋于稳定，2016 年为 13855 港元，2017 年为 13886 港元。从 2014-2016 年的历史数据来看，大陆地区手术量增加，其中普通手术量占比提升，对平均费用有摊薄的作用；2016-2017 年香港地区与大陆地区平均费用均有所提升，整体平均费用开始增加。

图 13: 2014-2017 年公司手术平均费用情况（港元）

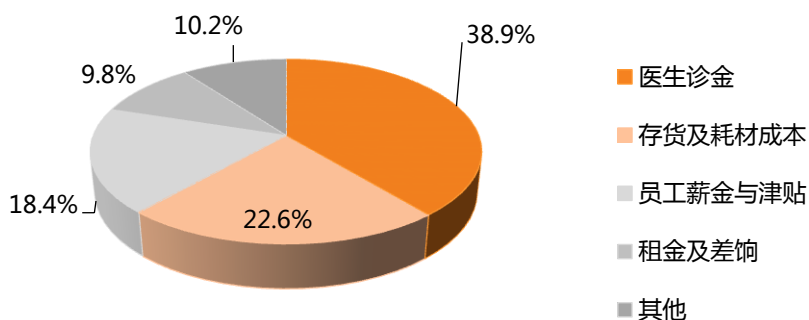


资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

2.4. 人力成本占比 39%，整体盈利能力强

医疗服务行业的发展需要依赖人力资源，在眼科服务领域，顶尖的眼科医生是公司重要的竞争资源，因此公司成本主要来自医生的诊金，占比为 39%，其次为部分存货与耗材。未来随着公司眼科医生人数的增加，在人力资源的投入上还将加大。

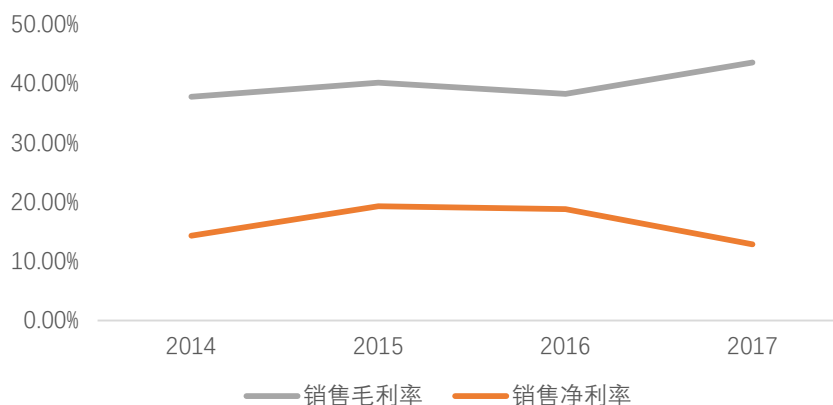
图 14: 2017 年公司成本构成



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

2017 年公司实现毛利 1.35 亿港元，同比增长 42.6%，整体毛利率水平为 43.5%，较 2016 年提升 5.3%。从公司 2014-2017 年整体的销售毛利率与销售净利率水平来看，公司整理盈利较强，并在逐步的提升，2017 年因为上市发行股份导致财务费用增长，因此净利率水平受到一定影响。

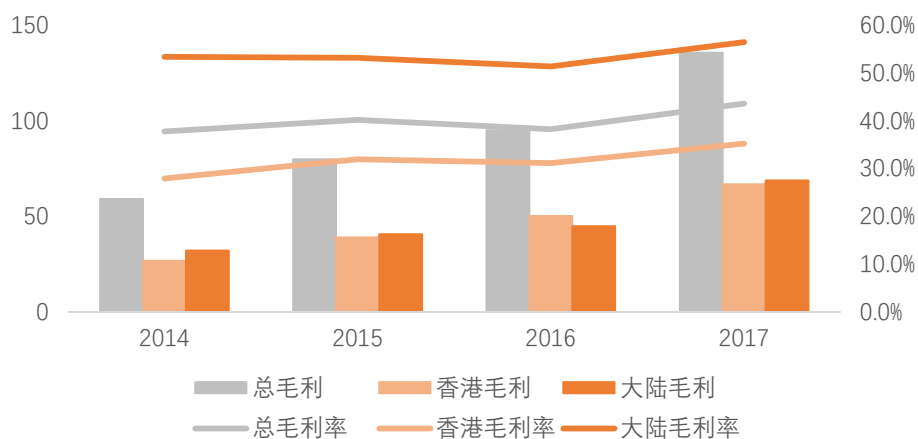
图 15：2014-2017 年公司销售毛利率与销售净利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

分地区来看，香港地区毛利率为 35.2%，同比增加 4.1 个百分点，大陆地区毛利率为 56.4%，同比增加 5.1 个百分点，我们认为公司整体盈利水平提升较大，主要是两方面原因：（1）眼科医院的成熟度提升，品牌效应与规模效应提升明显；（2）收费水平的提升以及经营效率提升带动整体盈利能力的提升。

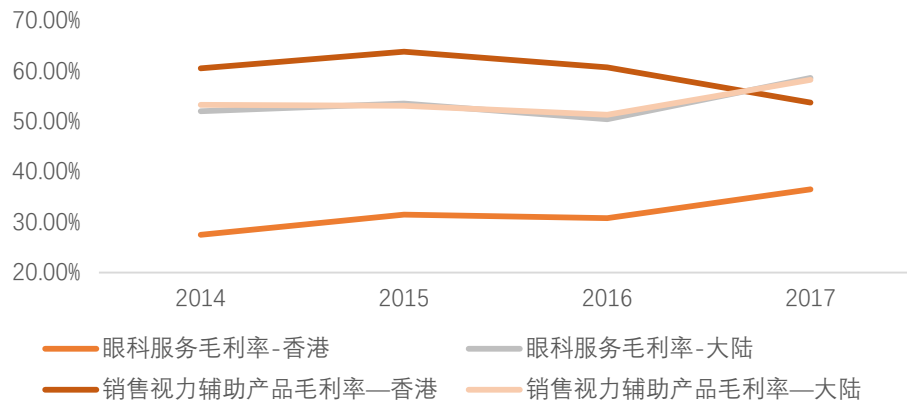
图 16：2014-2017 年公司毛利（百万港元）及毛利率水平



资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

从眼科服务毛利率水平以及销售视力辅助产品毛利率水平来看，公司在香港地区的眼科服务毛利率较低，在大陆地区眼科服务毛利率较高，达到 58.6%。从趋势上来看，大陆地区的毛利率水平正在提升。

图 17：2014-2017 年眼科服务与销售视力辅助产品毛利率水平



资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

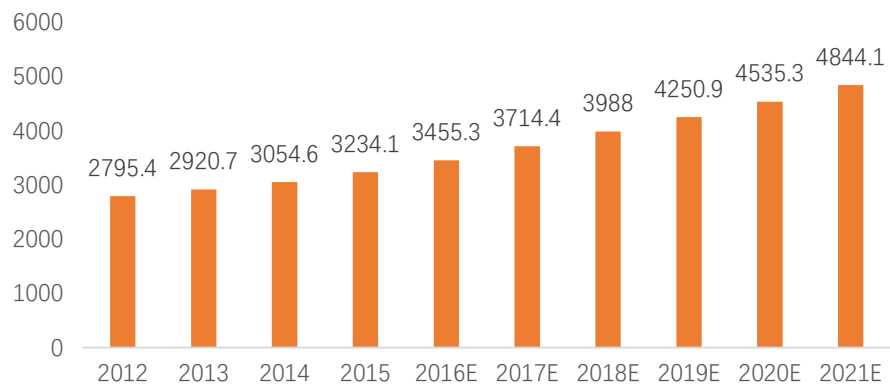
大陆地区于香港地区的毛利率水平存在一定差距，我们认为香港医疗市场运营成本高，人工工资支出与租金成本等通常比大陆地区高，另外，公司在香港地区的香港医生会参与业绩分成，也会削弱一部分盈利能力。整体来看，大陆地区的运营成本更低。

3. 眼科服务市场稳步提升，公司市场份额有望进一步提升

3.1. 眼科服务重视程度提升，私营眼科服务最受益

根据弗若斯特沙利文的分析报告显示，2012 年香港医疗服务市场的医疗支出总额为 1044 亿港元，2016 年为 1396 亿港元，年复合增长率为 7.5%，预计 2021 年将达到 1782 亿港元，香港医疗服务市场的医疗支出在稳步提升。同时 2012 年香港私营眼科服务市场的规模为 2795.4 百万港元，2016 年为 3455.3 百万港元，年复合增长率为 5.4%。预计未来五年还将继续增长。

图 18：香港私营眼科医疗服务市场规模（百万港元）

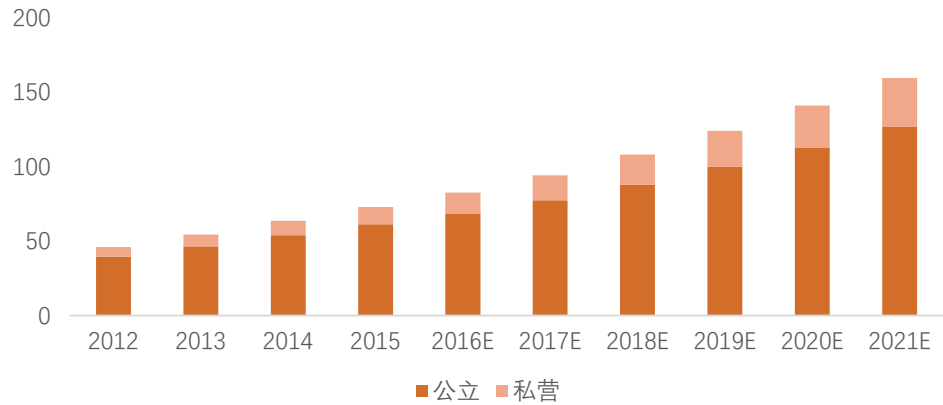


资料来源：弗若斯特沙利文分析，招股说明书，天风证券研究所

而中国医疗服务市场受益与人口老龄化的加速以及疾病率的上升，医疗支出也呈现逐年上升的趋势。根据国家卫计委以及弗若斯特沙利文分析数据，从 2012 年的 2016 年中国的医疗卫生支出总额从 28119 亿元(RMB)，增加至 46059 亿元(RMB)，年复合增长率达到 13.1%，预计到 2021 年将达到 67089 亿元(RMB)，2016-2021 年年复合增长率有望达到 7.8%。

按收益计算，中国私营眼科服务市场规模从 2012 年的 64 亿元(RMB)，增加到 2016 年的 141 亿元(RMB)，年复合增长率达到 21.7%，而公立医院的年复合增长率为 14.6%，私营眼科医院将在医疗服务市场发挥日渐重要的作用。

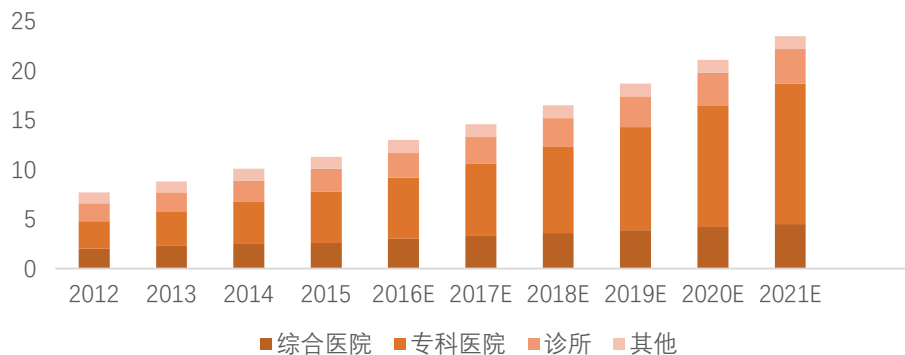
图 19：中国眼科医疗服务市场规模(十亿元 RMB)



资料来源：弗若斯特沙利文分析，招股说明书，天风证券研究所

通过眼科服务领域就诊人次也能发现，眼科服务疾病正在得到更多人的关注，2015 年中国眼科疾病门诊量为 1.09 亿人次，其中住院人次 420 万，门诊患者 1.05 亿人次。而在提供医疗服务的机构中，专科医院眼科疾病的门诊患者数量从 2012 年的 2.8 百万人增加至 2016 年的 6.2 百万人，年复合增长率为 22.4%。眼科医疗的需要在进一步释放，并向专业化的眼科服务医疗机构转移。

图 20: 中国私营医疗机构眼科疾病门诊患者数量 (百万)



资料来源：国家卫计委，弗若斯特沙利文分析，招股说明书，天风证券研究所

3.2. 香港、深圳地区私营眼科服务市场份额前三甲，竞争力强

根据弗若斯特沙利文的分析，希玛眼科在香港私营眼科服务市场中排名第三，市场份额为 4.7%，是香港私营眼科服务中心第二大眼科中心。

表 3: 希玛眼科香港市场竞争格局

竞争者	2016 年收益(百万港元)	市场份额	机构类型
竞争对手 A	262.3	7.6%	眼科中心
竞争对手 B	254.1	7.4%	私营医院
希玛眼科	161.2	4.7%	眼科中心
竞争对手 C	146.3	4.2%	眼科中心
竞争对手 D	140.0	4.1%	眼科中心

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在广东地区，按收益计算，2016 年深圳希玛眼科医院收入占广东省私营眼科服务市场份额的 5.4%，位于第三位，占广东省私营眼科治疗服务领域的市场份额为 8.7%，位于第二位。

表 4: 广东省私营眼科服务市场与私营眼科疾病治疗服务市场竞争格局

广东省私营眼科服务市场竞争格局			
竞争者	2016 年收入 (百万 RMB)	市场份额	地理位置

竞争者 A	321.5	23.2%	广州、深圳、东莞等
竞争者 C	76.5	5.5%	东莞
希玛眼科	74.8	5.4%	深圳
竞争者 B	59.3	4.3%	肇庆
竞争者 D	53.8	3.9%	湛江、中山

广东省私营眼科疾病治疗服务市场竞争格局

竞争者	2016 年收入 (百万 RMB)	市场份额	地理位置
竞争者 A	170.3	24.8%	广州、深圳、东莞等
希玛眼科	59.6	8.7%	深圳
竞争者 B	47.7	7.0%	肇庆
竞争者 C	45.5	6.6%	东莞
竞争者 D	35.9	5.2%	湛江、中山

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司是国内设立独资眼科医院的首名外商投资者，深圳希玛眼科医院是根据（CEPA）成立的唯一两家港资私营医院中的一家。在眼科服务上，公司致力于将国际化的眼科服务治疗以及对眼科常见疾病与疑难杂症的经验从香港复制到中国大陆，同时由一支专业的眼科医生领导，逐渐高水平的国际化眼科医疗团队，为患者提供专业、优质的医疗服务，并带去更好的服务体验。与普通的公立医院或者是专科眼科医院相比，其针对的客户群体收入相对更高，从而形成差异化竞争。

A 股上市的爱尔眼科，为一家成立于 2003 年的大陆私营眼科专科医院，致力于为为患者提供专业的眼科医疗服务，是国内民营眼科服务领域的龙头。与爱尔眼科相比，希玛眼科在大陆的切入时间短，业务布局相对不如爱尔眼科深入；但希玛眼科主要为提供相对高端的眼科医疗服务，平均收费更高，与爱尔眼科在定位上形成一定差异化竞争

综合来看，眼科服务领域未来存在较大的成长空间，私营眼科服务机构有望受益最多。随着居民对眼科服务重视程度的提升、收入增加带来的消费升级趋势，公司在香港以及广东地区的竞争力将进一步提升，未来有望承接更多的市场份额。

4. 业绩拆分与估值评级

希玛眼科作为香港与广东领先的眼科服务提供商之一，通过布局大陆市场，公司在大陆地区的市场规模有望进一步扩大。公司目前的市场份额在香港以及大陆地区排在前三位，在行业成长的阶段我们认为其经营规模有望保持进一步的增长。

关键假设：

- 1、香港地区保持 35%的毛利率水平，大陆地区随着经营门店成熟增加，毛利率水平提升至 60%；
- 2、香港地区诊金与其他医疗服务收入保持 30%的增长，大陆地区诊金及其他医疗服务收入保持 35%的稳定增长；
- 3、香港地区手术收入增速 15%，大陆地区的业务发展良好，手术收入增长为 40%；
- 4、配售视力等辅助产品的手术保持稳定的增长，毛利保持稳定。

具体拆分如下：

表 5：希玛眼科业绩拆分

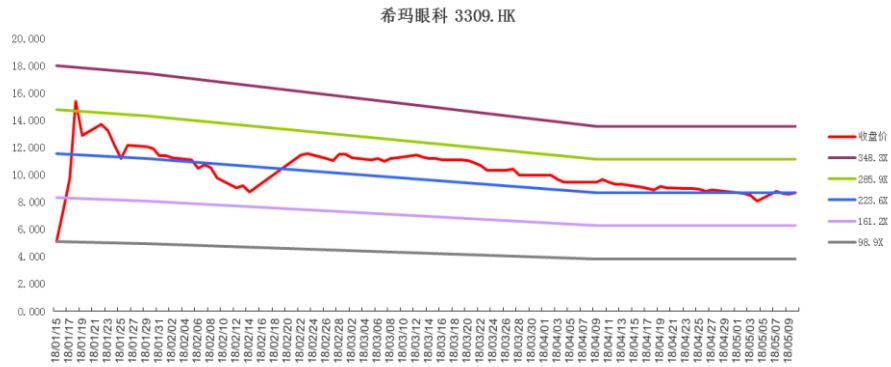
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营收（百万港元）	249.41	312.76	396.1	505.8	644.6
YOY	25.20%	25.40%	26.6%	27.7%	27.4%
总成本（百万港元）	153.70	175.80	215.94	271.79	342.08

YOY	29.1%	14.4%	22.8%	25.9%	25.9%
毛利 (百万港元)	95.71	136.96	180.15	234.01	302.55
毛利率	38.20%	43.52%	45%	46%	47%
分项目					
提供眼科服务					
总收入 (百万港元)	234.4	291.2	367.8	467.6	593.1
香港地区毛利率	30.80%	36.50%	35%	35%	35%
大陆地区毛利率	50.40%	58.6%	60%	60%	60%
诊金及其他医疗服					
收入 (百万港元)	89	113.6	150.15	198.52	262.56
香港地区					
收入 (百万港元)	52.3	64.3	83.59	108.7	141.3
YOY	41.0%	22.9%	30%	30%	30%
占比	58.76%	56.60%	55.7%	54.7%	53.8%
大陆地区					
收入 (百万港元)	36.7	49.3	66.56	89.85	121.30
YOY	14.7%	34.3%	35%	35%	35%
占比	41.24%	43.40%	44.3%	45.3%	46.2%
手术					
收入 (百万港元)	145.4	177.6	217.7	269.1	330.5
香港地区					
收入 (百万港元)	107.6	123.9	142.5	163.9	188.4
YOY	28.4%	15.1%	15%	15%	15%
占比	74.0%	69.8%	65.5%	60.9%	57.0%
大陆地区					
收入 (百万港元)	37.8	53.7	75.2	105.3	142.1
YOY	1.6%	42.1%	40%	40%	35%
占比	26.0%	30.2%	34.5%	39.1%	43.0%
配售视力等辅助产品					
收入 (百万港元)	14.3	20.2	28.3	38.2	51.5
增速	62.5%	41.3%	40%	35%	35%
占比	5.70%	6.50%	7.7%	8.2%	8.7%
香港地区毛利率	60.7%	53.7%	54%	54%	54%
中国地区毛利率	51.3%	58.2%	59%	59%	59%

资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

公司在香港与广东具有较强的竞争实力，深圳希玛眼科医院随着运营逐渐成熟，营收与就诊人次提升较快，未来随着北京希玛眼科运营的逐渐成熟，我们认为公司在大陆地区的业务将以深圳、北京为基础逐渐深入，驱动业绩的上涨。公司上市以来平均估值 PE 为 220X，公司目前的 PE (TTM) 为 219X，处于历史估值中枢位置。

图 21：希玛眼科 PE-Bands



资料来源: wind, 天风证券研究所

从公司目前的估值水平与同类型医疗服务公司相比情况来看, 公司的估值相对较高, 主要因为 (1) 公司上市时间短, 市场情绪推动估值上升; (2) 眼科服务毛利率水平高, 公司切入大陆, 在消费升级驱动下, 高端眼科医疗服务发展空间大, 公司具有较好的成长性。

表 6: 同类型公司比较 (当前汇率)

代码	名称	2017 年营收 (百万港元)	2017 年归母净利润 (百万港元)	归母净利润增长率	总市值 (亿港元)	PE (2018E)	2018-2020 归母净利润 CAGR	PEG (2018 年)
3309.HK	希玛眼科	313	0.64 (调整)	37.1%	87.9	96.6	36%	2.68
1509.HK	和美医疗	926	27.39	-71.4%	18.2	11	-	0.03
3600.HK	现代牙科	2187	155.37	53.1%	22.2	11	-	0.44
300015.SZ	爱尔眼科	7385	919	33.3%	907	71	29.8%	2.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 和美医疗、现代牙科参考 wind 一致预期, 爱尔眼科与希玛眼科为此前预测值

将公司与在 A 股上市的同为提供眼科服务的爱尔眼科对标, 爱尔眼科营收与净利润较公司高, 但公司更具成长性, 从 2014-2017 年归母净利润年复合增长率来看, 公司 2014-2017 年归母净利润年复合增长率为 42.75%, 高于同类型医疗服务公司, 也高于国内眼科龙头爱尔眼科, 表现出来较高的成长性。预测 2018-2020 年公司归母净利润年复合增长率为 36%, 爱尔眼科年年复合增长率为 29.8%。公司未来业绩具有较好的成长性。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 0.91/1.26/1.68 亿港元, 对应 EPS 为 0.09/0.12/0.16 港元/股。公司致力于打造国际化服务的眼科服务医疗机构, 客户具备更强的消费能力, 其表现出相较于同类型公司更强的成长性, 给予其 2018 年 PEG 2.7, PE 97.2 倍, 目标价 8.59 港元。考虑到公司上市以来公司股价涨幅已近发行价的 4 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com