

3309.HK 希玛眼科

港股通（深）

未评级

夯实基础稳步前进，立足深圳辐射全国

2020年09月19日

市场数据

日期	2020.09.18
收盘价(港元)	6.53
总股本(百万股)	1,144
流通股本(百万股)	1,144
总市值(亿港元)	75
流通市值(亿港元)	75
净资产(亿港元)	12.24
总资产(亿港元)	14.79
每股净资产(港元)	1.07

数据来源: Wind

相关报告

海外医药研究

分析师:

徐佳熹

兴业证券经济与金融研究院副院长

xujiexi@xyzq.com.cn

SFC: BPU659

SAC: S0190513080003

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

李伟

liwei19@xyzq.com.cn

SAC: S0190519110001

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入(百万港元)	311.23	429.37	576.21	261.77
同比增长(%)	25.2	38.0	34.2	-1.1
归母净利润(百万港元)	40.13	42.57	41.44	-20.98
同比增长(%)	-14.4	6.1	-2.7	-162.2
毛利率(%)	43.5	34.8	33.2	23.5
归母净利润率(%)	12.9	9.9	7.2	-8.0
净资产收益率(%)	25.5	5.1	4.5	-1.8
每股收益(港元)	0.05	0.04	0.04	-0.02

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **疫情下营收好于预期，业务拓展持续推进：**公司2020年上半年营业收入较去年同期仅小幅下降1.1%至2.62亿港元，主要是由于受到新冠疫情的影响。香港地区，营业收入同比上升0.5%至1.36亿港元；内地，营业收入同比下降2.7%至1.26亿港元，若以人民币计，则增长2.4%。整体来看，2020年上半年营业收入整体好于预期。
- **两地手术量持续上升，平均费用均有下降但原因不同：**2020年上半年香港及内地手术量同比分别上升7.6%、21.1%至2635项、5597项。但平均手术费用较去年同期均有下降，但原因不同。香港主要是由于较去年同期增加了4位新医生，摊薄了平均手术费用。内地主要是由于两家新眼科医院（昆明、上海）的医保患者较多及医保患者收费较低导致。但随着市场孕育成熟及品牌树立，预计后续自费病人将增多，平均费用有望回升。
- **深圳为轴辐射粤港澳大湾区，试点昆明推动二三线城市渗透：**目前公司重点发展大湾区业务。公司本年度将通过收购、自建或诊所升级等多种策略在大湾区新设3家眼科医院并投入运营，覆盖珠海市、深圳市宝安区、惠州市。公司亦在昆明收购眼科医院，积极寻求二三线城市的业务拓展机会。二三线城市具有患者基数大、手术成本较低、竞争对手较少等多种优势。
- **眼科及管理人才是根本，内部孵化及外部联合培育并举：**人才问题是制约内地民营专科医院经营扩张的主要障碍之一，眼科亦不例外。公司目前拥有73位眼科医生，其中内地有57位医生，包括近1/3的主任医师和7位外籍医生。同时，公司亦聘用多达20位专家的国际眼科顾问团队以及特邀来自眼科位列前茅的三甲医院的眼科专家坐诊。未来，公司将通过内部孵化、培养、提拔人才和联合大学培养人才并举来满足业务扩张的需要。
- **我们的观点：**2018年（IPO）至2020年公司主要以夯实基础为主，稳步推进以深圳为大本营的大湾区及一线城市业务布局。中长期来看，公司以昆明为试点积极探索二三线城市的业务拓展机会，从而实现依托香港、立足深圳、辐射全国的高端眼科诊疗网络。随着业务拓展的不断深入、手术量的不断提升以及品牌及口碑的树立，公司未来的市场份额有望进一步提升。

风险提示：疫情影响超预期，市场竞争加剧，汇率波动风险。

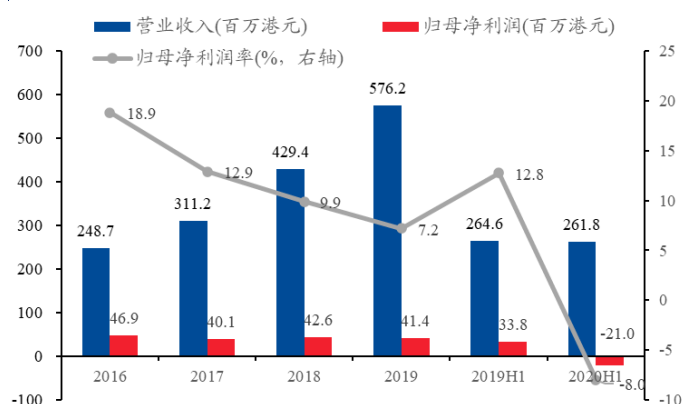
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

● 疫情下营收好于预期，业务拓展持续推进

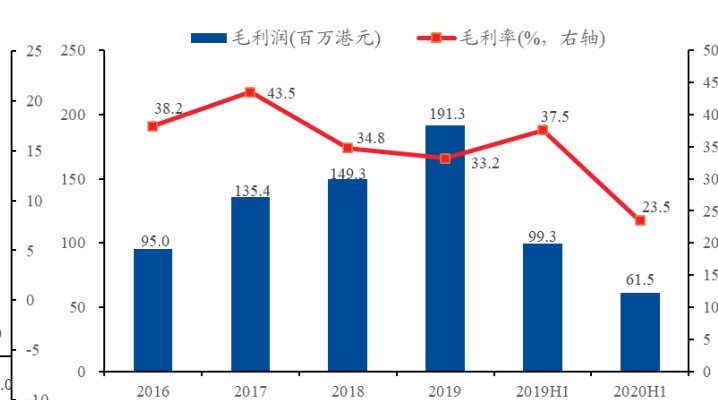
公司 2020 年上半年营业收入较去年同期仅小幅下降 1.1%至 2.62 亿港元，主要是由于受到新冠疫情的影响。香港地区，营业收入同比上升 0.5%至 1.36 亿港元；内地，营业收入同比下降 2.7%至 1.26 亿港元，若以人民币计（撇除人民币贬值影响），则增长 2.4%。整体来看，2020 年上半年营业收入整体好于预期。毛利率较去年同期减少 14pct 至 23.5%，主要是由于业务扩张导致成本较去年同期上升 21.2%至 2.0 亿港元，包括（1）员工薪金及津贴增加 1120 万港元，（2）存货及耗材成本增加 800 万港元，（3）医生诊金增加 730 万港元。

图 1、2016-2020H1 公司营业收入及归母净利润



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

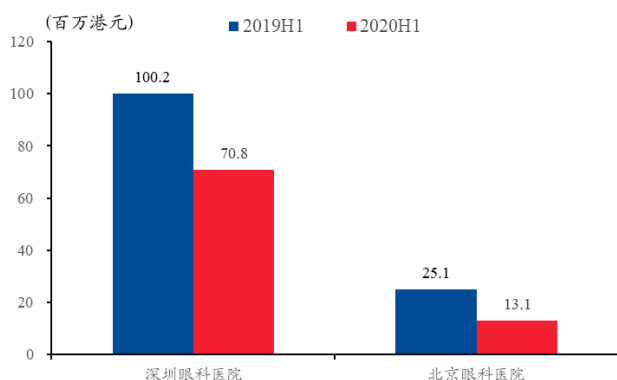
图 2、2016-2020H1 公司毛利润及毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

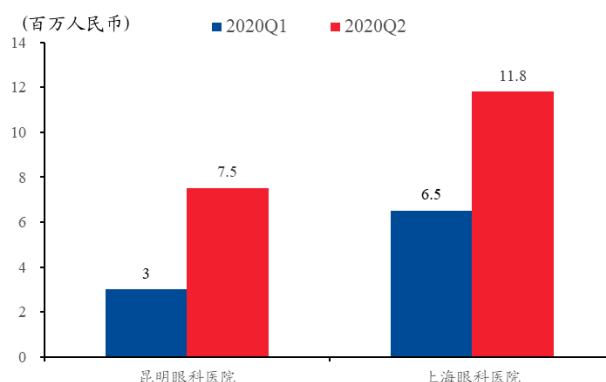
就内地的 4 家眼科医院具体来看，深圳眼科医院（2013 年 3 月、第 1 家眼科医院）营业收入较去年同期下降 29.3%至 7080 万港元。位于深圳市宝安区的眼科诊所（2018 年 11 月）营业收入较去年同期上升 276.8%至 1120 万港元。北京眼科医院（2018 年 1 月、第 2 家眼科医院）营业收入同比下降 47.8%至 1310 万港元，净亏损增加 1090 万元至 1480 万元，主要是由于上半年北京的两波疫情导致。昆明眼科医院（2019 年 6 月、第 3 家眼科医院）2020 年上半年贡献收入 1170 万港元，净亏损为 580 万港元。得益于疫情控制，二季度营业收入环比上升 150%至 750 万元人民币，二季度的 EBITDA 已转正。上海眼科医院（2019 年 11 月、第 4 家眼科医院）包括 3 间卫星诊所 2020 年上半年贡献收入 1950 万港元，净亏损为 980 万港元。得益于疫情控制，二季度营业收入环比上升 81.5%至 1180 万元人民币。

图 3、深圳和北京眼科医院 2019H1-2020H1 营业收入



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

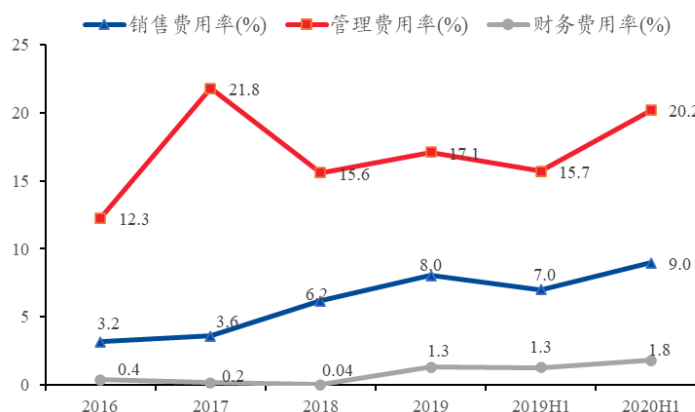
图 4、昆明和上海眼科医院 2019H1-2020H1 营业收入



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年上半年销售费用较去年同期上升 26.7%至 2350 万港元，其中线上平台推广费用占销售费用的大部分。销售费用率增加 2.0pct 至 9.0%，主要是由于上述 4 家医院的推广费用增加所致。管理费用同比上升 27.1%至 5280 万港元，主要是由于业务扩展导致员工薪金及津贴增加所致。财务费用同比增加 140 万港元至 480 万港元，主要是由于根据《香港财务报告准则第 16 号租赁》录入租赁负债所致（注：新的租赁准则要求企业将大部分租赁计入资产负债表内）。

图 5、2016-2020H1 公司期间费用率



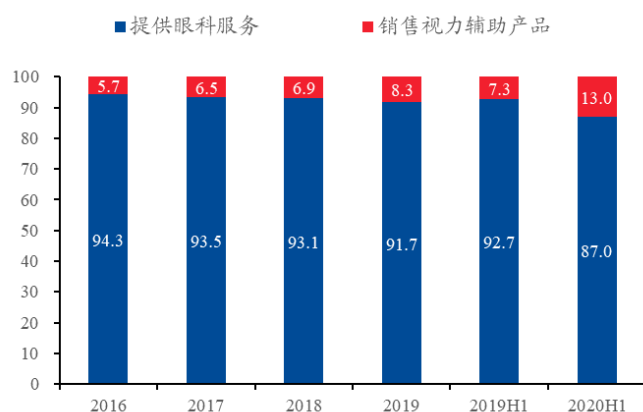
资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 两地手术量持续上升，平均费用均有下降但原因不同

按产品或服务构成来看，2020 年上半年公司销售视力辅助产品的营业收入较去年同期上升 75.4%至 3391 万港元，营业收入占比同比增加 5.7pct 至 13.0%。

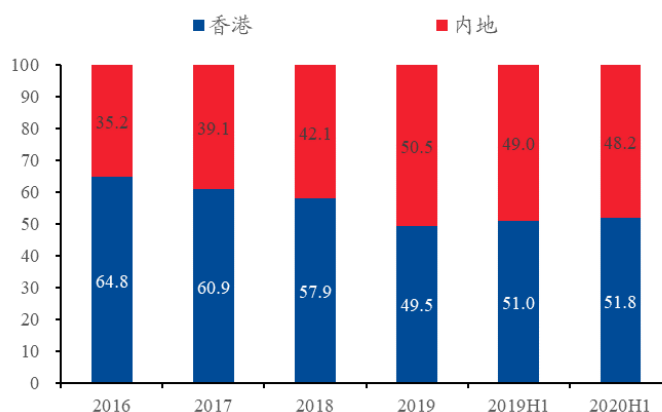
按地区构成来看，香港营业收入占比为 51.8%，较去年同期增加 0.8pct，主要是由于报告期内内地营业收入下降 2.7%，而香港营业收入上升 0.5%。

图 6、2016-2020H1 公司营业收入按产品或服务构成



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

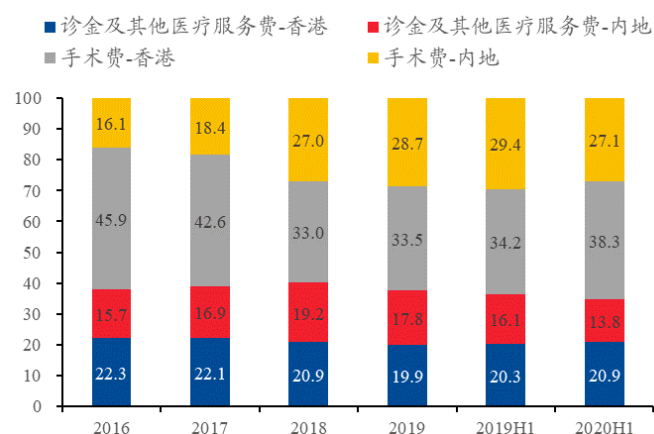
图 7、2016-2020H1 营业收入按地区构成



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

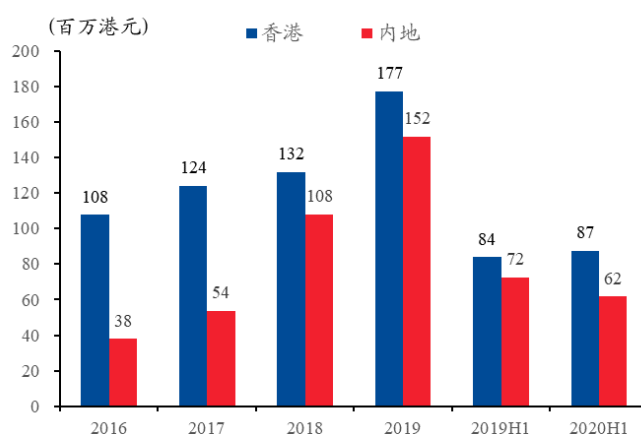
就提供眼科服务收入来说，2016 年至 2019 年手术费收入占比始终维持在 60% 左右。2020 年上半年，手术费收入较去年同期减少 700 万港元（香港增加 300 万港元，内地减少 1000 万港元），占比较去年同期增加 1.8pct 至 65.4%。

图 8、2016-2020H1 公司眼科服务收入构成



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

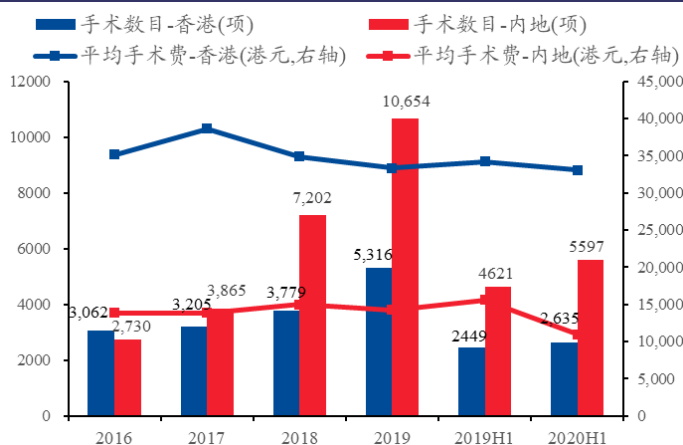
图 9、2016-2020H1 公司手术费收入



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

就手术量来看，2016 年至 2020 年上半年香港和内地两地的手术量均持续上升，2020 年上半年香港手术量同比上升 7.6% 至 2635 项；内地手术量同比上升 21.1% 至 5597 项。但两地的平均手术费用较去年同期均有下降，但原因不同。香港的平均手术费用下降 3.3% 至 33077 港元，主要原因是较去年同期增加了 4 位新医生，摊薄了平均手术费用（注：香港目前共 17 位眼科医生，包括 1 位中医医师）。内地的平均手术费用下降 29.5% 至 11013 港元，主要是由于两家新眼科医院（昆明、上海）的医保患者较多及医保患者收费较低导致。但随着当地市场孕育成熟及品牌树立，预计后续自费病人将陆续增多，平均手术费用有望回升。

图 10、2016-2020H1 公司两地手术数目和平均手术费用



资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 深圳为轴辐射粤港澳大湾区，试点昆明推动二三线城市渗透

目前公司重点发展粤港澳大湾区（注：港澳+广深+珠海+佛山+中山+江门+惠州，共11座城市）的业务，以实现依托香港、立足深圳、辐射全国的高端眼科诊疗网络。按照最新业务拓展计划，公司本年度将通过收购、自建或诊所升级等多种策略在大湾区新设3家医院并投入运营，覆盖珠海市、深圳市宝安区、惠州市。2021年上半年在广州市天河区自建1所新眼科医院并投入运营。此外，公司2020年1月以2.09亿元人民币成功购买位于深圳市坪山区的地皮，计划于此设立大湾区总部，成立国际化的眼科人才及医疗管理人才培训基地。

公司亦在积极寻求二三线城市的拓展机会，二三线城市具有患者基数大、手术成本较低、竞争对手较少等多种优势。2019年3月，公司以3000万元人民币向独立第三方收购昆明眼科医院的80%股权。2019年6月，昆明眼科医院正式投入运营。2020年一季度受到疫情影响，昆明眼科医院营业收入为300万元人民币，但二季度收入恢复迅速，环比上升150%达到750万元人民币。管理层预计昆明眼科医院全年收入可以达到3000-5000万元人民币，整体发展较为顺利。公司以昆明作为试点逐步积累经验，后期将通过自建、收购、体外基金培育等多种策略积极开拓二三线城市的广阔市场。其中收购是进行业务扩展更为快捷的途径，公司将继续寻求此类机会。为此公司已制定了一系列投资标准，主要包括（1）该城市GDP不低于8000亿元人民币或人口不少于700万，（2）投资回收期不超过3年，（3）总楼面面积不少于3000平方米及床位数目不少于30个。

表 1、公司内地 9 家眼科医院建设计划及进度情况

	医院名称	投入运营（或完成交割）时间	地点	获得方式	代价
1	深圳希玛林顺潮眼科医院	2013年03月	深圳市福田区	自建（租赁物业）	—
2	北京希玛林顺潮眼科医院	2018年01月	北京市朝阳区	自建（购买物业）	港元 6240 万元
3	昆明眼科医院	2019年06月	昆明市	收购	人民币 3000 万元（80%股权）
4	上海希玛瑞视眼科医院	2019年11月	上海市黄浦区	收购	人民币 7400 万元
5	待定	2020年8月8	珠海市香洲区	收购	人民币 1600 万元

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

日					
6	待定	2020年10月前	深圳市宝安区	原有诊所升级	—
7	待定	2020年下半年	惠州市	自建	人民币1600万元 (70%股权)
8	待定	2021年上半年	广州市天河区	自建(购买 物业)	人民币1亿元
9	待定	2020年01月	深圳市坪山区	自建(购买 地皮)	人民币2.09亿元

资料来源：招股说明书，公司年报及中报，兴业证券经济与金融研究院整理

● **眼科及管理人才是根本，内部孵化及外部联合培育并举：**

人才问题是制约内地民营专科医院经营扩张的主要障碍之一，眼科亦不例外。公司要实现眼科业务的不断扩张，人才储备是关键，包括眼科人才和管理人才。目前香港、深圳、北京、昆明及上海的5家眼科医院分别拥有17、26、11、13、15位医生。但考虑到不同医生存在多点执业的情况，公司实际拥有73位眼科医生，内地有57位医生，其中有17位主任医师和7位外籍医生。另外，北京眼科医院拥有多达12人的特邀医生团队，多来自于同仁医院、协和医院等眼科排名位于前列的三甲医院。此外，公司亦聘请来自9个国家多达20人的国际眼科顾问团队。

一方面，公司内部培训医疗及管理人才。其中昆明眼科医院的行政院长(CEO)原为深圳眼科医院的验光师主管。未来，公司将依托深圳市坪山区国际化的眼科及医疗管理人才培训基地不断内部孵化人才，持续为公司快速拓展的业务输送医疗及管理上的人力资源。另一方面，公司目前正积极探索与相关大学合作共同培养眼科人才。董事长林顺潮曾是香港中文大学眼科及视觉科学系主任，在职期间仅用短短10年时间就为该机构培养出5名香港杰出青年，拥有丰富的人才教育、培训及培养经验。整体来看，公司将通过内部孵化、培养、提拔人才和联合大学培养人才并举来满足业务扩张的需要。

- **我们的观点：**2018年(IPO)至2020年公司主要以夯实基础为主，稳步推进以深圳为大本营的大湾区及一线城市业务布局。中长期来看，公司以昆明为试点积极探索二三线城市的业务拓展机会，从而实现依托香港、立足深圳、辐射全国的高端眼科诊疗网络。随着业务拓展的不断深入、手术量的不断提升以及品牌及口碑的树立，公司未来的市场份额有望进一步提升。

- **风险提示：**疫情影响超预期，市场竞争加剧，汇率波动风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思客乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。