平安证券

医药

2023 年 04 月 26 日

爱尔眼科(300015.SZ)

疫情中实现稳定增长，公司持续扩张增强规模优势

推荐（维持）

股价：29.15 元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.aierchina.com
大股东/持股	爱尔医疗投资集团有限公司/34.32%
实际控制人	
总股本(百万股)	7,177
流通 A 股(百万股)	5,937
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	2,092
流通 A 股市值(亿元)	1,731
每股净资产(元)	2.44
资产负债率(%)	34.4

行情走势图

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn

李颖睿 投资咨询资格编号 S1060520090002 LIYINGRUI328@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现收入 161.10 亿元（+7.39%），归属于上市公司股东的净利润 25.24 亿元（+8.65%），扣非净利润 29.19 亿元（+4.89%）。

四季度单季，公司实现收入 30.58 亿元（-10.17%），归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元（-47.73%），扣非净利润 4.15 亿元（-31.67%）。

公司发布 2023 年一季报：公司实现收入 50.21 亿元（+20.44%），归属于上市公司股东的净利润 7.81 亿元(+27.92%)，扣非净利润 7.52 亿元(+20.73%)。

公司分配预案为：以 71.77 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)，送红股 0 股(含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

平安观点：

- **疫情中公司逆势增长，23 年一季度重拾高增速：**2022 年，公司实现门诊量 1125.12 万人次，同比增长 10.35%；手术量 87.07 万例，同比增长 6.54%，疫情中实现逆势增长。其中屈光项目收入 63.37 亿元(+14.80%)、白内障业务由于手术不便出现下滑，实现收入 21.43 亿元（-2.19%）、眼前段项目 13.39 亿（-8.00%）、眼后段项目 10.55 亿（+6.08%）、视光服务项目 37.79 亿（+11.85%）。 2023 年 1 月，由于新冠患者数量较多，影响了公司的诊疗业务。但随着 2、3 月份门诊及手术的快速恢复，公司一季度仍然实现了 27.92%的业绩增速。随着眼科需求的释放，叠加去年的低基数，2023 年公司业绩有望快速增长。

- **经营恢复稳定叠加产品结构调整，将推动公司毛利率提升：**2022 年公司毛利率有所下滑，从上年同期的 51.92%降至 50.46%。公司毛利率的下滑我们认为主要由以下因素引起：1）疫情影响公司收入增长，老店及新增门店固定成本不变，带来毛利率下滑；2）2022 年为爱尔眼科成立 20 周年，促销活动带来毛利率下滑。2023 年公司经营恢复稳定，随着公司

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	21,550	26,541	32,702
YOY(%)	25.9	7.4	33.8	23.2	23.2
净利润(百万元)	2,323	2,524	3,710	4,817	6,136
YOY(%)	34.8	8.6	47.0	29.9	27.4
毛利率(%)	51.9	50.5	50.9	51.2	51.7
净利率(%)	15.5	15.7	17.2	18.2	18.8
ROE(%)	20.5	15.1	19.0	20.8	22.1
EPS(摊薄/元)	0.32	0.35	0.52	0.67	0.85
P/E(倍)	90.0	82.9	56.4	43.4	34.1
P/B(倍)	18.5	12.5	10.7	9.0	7.5

高附加值项目占比的提升，毛利率将稳步提升。

- **公司持续扩张，为公司长期成长添动力：**2022 年，公司先后并购广东顺德爱尔、南漳爱尔、忻州爱尔、西安爱尔等 30 家医院。2023 年 1 月，公司收购绍兴爱尔、周山爱尔等 14 家医院。公司并购稳步展开，不断扩张，推动公司业绩的稳定增长。

- **盈利预测与评级：**我国眼科医疗服务近年来快速增长，考虑我国眼科疾病患病人群数量众多，未来行业将维持高速增长。爱尔眼科全国布局，为我国眼科医疗服务机构的龙头企业。公司现有扩张模式可助力其快速、低风险且高质量的发展。公司主要业务板块：屈光、视光和白内障手术市场广阔，近年来增速较快，助力公司业绩稳定增长。考虑疫情的影响的褪去，我们调整 2023-2024 并新增 2025 年的盈利预测（原预测 2023-2024 年公司净利润分别为 36.82 亿元和 48.06 亿元），预计 2023-2025 年公司净利润分别为 37.10 亿元、48.17 亿元和 61.36 亿元。考虑公司所处行业的良好发展前景，以及公司眼科医疗服务行业的龙头地位，我们维持公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**1）行业增长低于预期的风险：眼科医疗服务行业的增速有低于预期的可能，从而影响公司业绩的增长。2）收购、新建医院进度低于预期的风险：收购新建医院时，可能由于一系列原因造成收购不顺利，无法按期完成，或有些医院诊所无法完成收购，从而影响公司业绩的增长。3）新冠疫情再次爆发的风险：新冠疫情若再次爆发，或对公司的正常经营造成影响，从而影响公司的业绩增长。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,657	14,674	20,920	28,114
现金	6,004	9,963	15,334	21,454
应收票据及应收账款	1,583	2,286	2,815	3,469
其他应收款	226	341	420	518
预付账款	88	161	198	244
存货	731	901	1,103	1,345
其他流动资产	1,025	1,021	1,049	1,084
非流动资产	16,922	15,074	13,213	11,925
长期投资	0	-0	-0	-0
固定资产	7,081	6,045	4,995	3,932
无形资产	814	678	543	407
其他非流动资产	9,027	8,351	7,675	7,587
资产总计	26,579	29,748	34,133	40,039
流动负债	5,369	6,529	7,987	9,748
短期借款	573	0	0	0
应付票据及应付账款	1,466	2,201	2,694	3,285
其他流动负债	3,330	4,328	5,293	6,464
非流动负债	3,595	2,518	1,438	479
长期借款	3,443	2,366	1,286	327
其他非流动负债	152	152	152	152
负债合计	8,963	9,047	9,425	10,227
少数股东权益	944	1,212	1,561	2,004
股本	7,177	9,329	9,329	9,329
资本公积	3,970	1,817	1,817	1,817
留存收益	5,525	8,342	12,001	16,661
归属母公司股东权益	16,671	19,489	23,148	27,808
负债和股东权益	26,579	29,748	34,133	40,039

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	3,944	6,491	7,518	8,394
净利润	2,689	3,978	5,166	6,579
折旧摊销	844	1,848	1,861	1,287
财务费用	7	125	44	-25
投资损失	-44	-115	-115	-115
营运资金变动	-277	675	582	688
其他经营现金流	725	-21	-21	-21
投资活动现金流	-3,260	135	135	135
资本支出	1,431	0	0	0
长期投资	-1,922	0	0	0
其他投资现金流	-2,769	135	135	135
筹资活动现金流	390	-2,667	-2,283	-2,409
短期借款	-98	-573	0	0
长期借款	289	-1,077	-1,080	-959
其他筹资现金流	200	-1,017	-1,203	-1,450
现金净增加额	1,096	3,959	5,371	6,120

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,110	21,550	26,541	32,702
营业成本	7,980	10,579	12,947	15,785
税金及附加	45	58	71	88
营业费用	1,556	2,037	2,389	2,943
管理费用	2,293	2,820	3,473	4,279
研发费用	272	327	402	496
财务费用	7	125	44	-25
资产减值损失	-95	-365	-450	-554
信用减值损失	-70	-136	-167	-206
其他收益	57	70	70	70
公允价值变动收益	-357	0	0	0
投资净收益	44	115	115	115
资产处置收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	3,534	5,289	6,783	8,560
营业外收入	12	14	14	14
营业外支出	212	300	300	300
利润总额	3,335	5,003	6,497	8,275
所得税	646	1,025	1,331	1,696
净利润	2,689	3,978	5,166	6,579
少数股东损益	165	268	348	444
归属母公司净利润	2,524	3,710	4,817	6,136
EBITDA	4,186	6,976	8,402	9,537
EPS（元）	0.35	0.52	0.67	0.85

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	7.4	33.8	23.2	23.2
营业利润(%)	1.2	49.6	28.2	26.2
归属于母公司净利润(%)	8.6	47.0	29.9	27.4
获利能力				
毛利率(%)	50.5	50.9	51.2	51.7
净利率(%)	15.7	17.2	18.2	18.8
ROE(%)	15.1	19.0	20.8	22.1
ROIC(%)	28.6	29.2	42.3	62.0
偿债能力				
资产负债率(%)	33.7	30.4	27.6	25.5
净负债比率(%)	-11.3	-36.7	-56.9	-70.9
流动比率	1.8	2.2	2.6	2.9
速动比率	1.6	2.1	2.4	2.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	10.2	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	5.4	4.8	4.8	4.8
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.52	0.67	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.90	1.05	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.32	2.72	3.23	3.87
估值比率				
P/E	82.9	56.4	43.4	34.1
P/B	12.5	10.7	9.0	7.5
EV/EBITDA	52.9	29.1	23.5	20.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033