

# 2023Q1 业绩略超预期，内生增长强劲外延并购持续推进

## 爱尔眼科(300015)

### 事件概述

近期公司发布 2022 年年报&2023 年一季报，2022 年营收 161.10 亿元 (+7.39%)，归母净利润 25.24 亿元 (8.65%)，扣非归母净利润 29.19 亿元 (+4.89%)。Q4 单季度收入 30.58 亿元 (-10.2%)，归母净利润 1.67 亿元 (-47.7%)。系疫情影响多地医院多次限流或停诊，影响患者就医；

2023Q1 实现营收 50.21 亿元 (+20.44%)，归母净利润 7.81 亿元 (+27.92%)，扣非归母净利润 7.52 亿元 (+20.73%)，疫后诊疗需求快速恢复。

### 屈光、视光业务持续稳健增长，基础眼病不改长期发展趋势

2022 年屈光项目营收达 63.36 亿元 (+14.80%)，毛利率 56.82% (-2.13pct)，系整体手术量有所增长，高端手术占比进一步提高，同时公司加大对基层医院屈光科室的建设投入。视光项目收入 37.78 亿元 (+11.85%)，毛利率 56.44% (-1.60pct)，系公司加大青少年近视防控的投入，同时不断完善视光产品线。白内障收入 21.43 亿元 (-2.19%)，主要系患者正常就医受疫情影响，随着老龄化程度加深，叠加复明性白内障向屈光性白内障升级，未来仍有发展空间。眼前段项目收入 13.39 亿元 (-8.00%)，眼后段项目收入 10.55 亿元 (+6.08%)。

### 医疗网络分层建设不断完善，分级连锁和规模效应优势体现

2022 年门诊量 1125.12 万人次 (+10.35%)，手术量 87.07 万例 (+6.54%)。境内实现收入 141.7 亿元 (yoy+6.7%)；境内医院达 215 家 (新增 41 家)，门诊部 148 家 (新增 30 家)。境外实现收入 19.4 亿元 (yoy+13.1%)，境外拥有机构 118 家。同时产业并购基金所属医疗机构 335 家。受业务稳定增长和并购医院影响，部分地区增速较快。东北地区 2022 年营收 13.28 亿元 (+20.05%)，华北地区收入 11.69 亿元 (+9.85%)，华南地区收入 21.31 亿元 (+14.56%)，中国香港地区收入 1.58 亿元 (+13.76%)，系中国香港团队服务提升，手术量上升；海外欧洲地区收入 14.11 亿元 (+6.90%)，东南亚地区收入 3.08 亿元 (+57.77%)，系外部环境稳定，医生的服务创新以及并购增加

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	29.15
股票代码:	300015
52 周最高价/最低价:	45.81/24.2
总市值(亿)	2,091.96
自由流通市值(亿)	1,730.51
自由流通股数(百万)	5,936.56



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

### 相关研究

- 【华西医药】爱尔眼科(300015)三季报点评: 2022Q3 业绩符合预期，疫情下龙头经营更显韧性  
2022.10.27
- 【华西医药】爱尔眼科(300015)半年报点评: 中报业绩符合预期，疫情下龙头增长稳健依旧

所致。

国内非前十大医院保持两位数收入增速，利润持续改善。非前十大医院收入合计 110 亿元 (+10%)，归母净利润 15.9 亿元 (+17%)；前十大医院合计收入 31.4 亿元 (-3%)，归母净利润 7.3 亿元 (-5%)，收入占比持续下降至 19.5%。

### 加大对眼科临床运用和数字化转型研发投入，学术能力持续增强

2022 年公司研发费用 2.72 亿元 (+22.09%)，共获批纵向项目 70 项，横向项目 2 项，SCI/Medline 期刊收录论文 57 篇，中文核心期刊 64 篇，专家主编和参编专著 7 部。2022 年与西北大学、香港理工大学达成战略合作，23 年 3 月与山西医科大学签署战略合作协议，战略合作院校达 12 家。目前已形成以“多院”、“八所”、“五站”、“三中心”、“三基地”、“一平台”为核心的医教研体系。公司已获第 18 届世界眼科医院协会 (WAEH) 年会主办权和 2024 年第 19 届世界近视眼大会主办权，国际影响力进一步扩大。

### 投资建议

调整公司盈利预测：由于公司 2022 年营收受疫情影响较大，预计公司 2023-2024 年营收分别为 202.1、250.2 亿元（原值为 212.0/259.8 亿元），对应增速分别为 25.5%、23.8%；归母净利润为 34.9、45.0 亿元（原值为 36.2/46.1 亿元），对应增速分别为 38.2%、29.1%，2025 年收入为 306.9 亿元，归母净利润为 56.3 亿元，EPS 分别为 0.49、0.63 和 0.78 元，对应 2023 年 4 月 25 日 29.15 元/股收盘价，PE 分别为 60/46/37X；维持“买入”评级。

### 风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；新冠疫情持续反复导致业绩不及预期风险；行业政策风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	20,211	25,018	30,692
YoY (%)	25.9%	7.4%	25.5%	23.8%	22.7%
归母净利润(百万元)	2,323	2,524	3,488	4,504	5,629
YoY (%)	34.8%	8.6%	38.2%	29.1%	25.0%
毛利率 (%)	51.9%	50.5%	51.3%	51.8%	52.2%
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.49	0.63	0.78
ROE	20.5%	15.1%	17.3%	18.3%	18.6%
市盈率	87.38	79.88	59.98	46.44	37.17

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,110	20,211	25,018	30,692	净利润	2,689	3,726	4,804	6,005
YoY (%)	7.4%	25.5%	23.8%	22.7%	折旧和摊销	1,390	10	13	16
营业成本	7,980	9,849	12,058	14,656	营运资金变动	-48	188	396	552
营业税金及附加	45	55	69	84	经营活动现金流	4,491	4,295	5,552	6,938
销售费用	1,556	2,183	2,727	3,530	资本开支	-1,380	-267	-259	-252
管理费用	2,293	2,931	3,690	4,450	投资	-1,922	0	0	0
财务费用	7	85	7	-98	投资活动现金流	-3,260	-166	-134	-160
研发费用	272	327	411	502	股权募资	3,878	0	0	0
资产减值损失	-95	0	0	0	债务募资	-1,250	12	4	-10
投资收益	44	101	125	92	筹资活动现金流	390	-193	-202	-216
营业利润	3,534	4,942	6,277	7,766	现金净流量	1,643	3,936	5,216	6,563
营业外收支	-199	-267	-258	-251	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	3,335	4,675	6,019	7,515	<b>成长能力</b>				
所得税	646	949	1,215	1,510	营业收入增长率	7.4%	25.5%	23.8%	22.7%
净利润	2,689	3,726	4,804	6,005	净利润增长率	8.6%	38.2%	29.1%	25.0%
归属于母公司净利润	2,524	3,488	4,504	5,629	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	8.6%	38.2%	29.1%	25.0%	毛利率	50.5%	51.3%	51.8%	52.2%
每股收益	0.36	0.49	0.63	0.78	净利率	15.7%	17.3%	18.0%	18.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	9.5%	11.1%	12.1%	12.5%
货币资金	6,004	9,940	15,157	21,719	净资产收益率 ROE	15.1%	17.3%	18.3%	18.6%
预付款项	88	130	146	180	<b>偿债能力</b>				
存货	731	802	1,089	1,220	流动比率	1.80	2.21	2.72	3.03
其他流动资产	2,834	3,780	3,896	5,056	速动比率	<b>1.62</b>	<b>2.05</b>	<b>2.54</b>	<b>2.86</b>
流动资产合计	9,657	14,652	20,287	28,175	现金比率	1.12	1.50	2.04	2.33
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	33.7%	32.4%	29.7%	28.6%
固定资产	3,519	3,614	3,684	3,735	<b>经营效率</b>				
无形资产	814	814	814	814	总资产周转率	0.67	0.70	0.73	0.75
非流动资产合计	16,922	16,912	16,899	16,883	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	26,579	31,564	37,186	45,057	每股收益	0.36	0.49	0.63	0.78
短期借款	573	585	589	579	每股净资产	2.32	2.81	3.44	4.22
应付账款及票据	1,466	2,297	2,229	3,259	每股经营现金流	0.63	0.60	0.77	0.97
其他流动负债	3,330	3,745	4,627	5,474	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,369	6,627	7,446	9,312	<b>估值分析</b>				
长期借款	115	115	115	115	PE	79.88	59.98	46.44	37.17
其他长期负债	3,480	3,480	3,480	3,480	PB	13.37	10.38	8.48	6.91
非流动负债合计	3,595	3,595	3,595	3,595					
负债合计	8,963	10,222	11,040	12,906					
股本	7,177	7,177	7,177	7,177					
少数股东权益	944	1,183	1,482	1,859					
股东权益合计	17,615	21,342	26,146	32,151					
负债和股东权益合计	26,579	31,564	37,186	45,057					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。