

# 爱尔眼科 (300015)

## 2022 年报&2023Q1 季报点评: 疫后恢复明显增长, Q1 季度利润率回升

买入 (维持)

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	16,110	21,339	26,473	32,131
同比	7%	32%	24%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	2,524	3,642	4,651	5,756
同比	9%	44%	28%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.35	0.51	0.65	0.80
P/E (现价&最新股本摊薄)	85.23	59.08	46.26	37.38

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件:** 2022 年公司实现营收 161.10 亿元 (+7.39%, 同比, 下同), 归母净利润 25.24 亿元 (+8.65%), 扣非归母净利润 29.19 亿元 (+4.89%)。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%)。考虑 2022 年 Q4 与 2023 年 1 月份疫情扰动, 整体业绩符合预期。

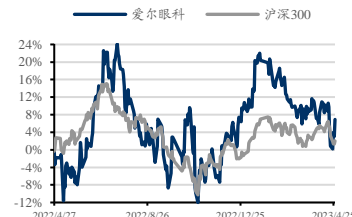
■ **2022 年疫情扰动下门诊量保持增长, 屈光视光项目实现双位数增速。** 2022 年公司实现门诊量 1125 万人次 (+10.35%), 手术量 87 万例 (+6.54%)。拆分业务收入看, 屈光项目实现营收 63.37 亿元 (+14.80%), 占比 39.33%, 屈光增速较快, 原因是手术量及高端术式占比的提高, 以及公司加大对基层医院屈光科室的建设投入。公司 2022 年屈光手术量约 38 万台, 其中 ICL 手术量占比提升。视光项目 37.79 亿元 (+11.85%), 占比 23.46%, 视光增速较快, 原因是品牌影响力的提升及视光产品线的完善。白内障项目 21.43 亿元 (-2.19%), 占比 13.30%; 眼前段项目 13.39 亿元 (-8.00%), 占比 8.31%; 眼后段项目 10.55 亿元 (+6.08%), 占比 6.55%。整体来看, 屈光视光项目在 22 年实现双位数增速。

■ **2022 年毛利率受疫情及 DRG/DIP 影响有所下滑, 2023 年 Q1 利润率水平回升。** 2022 年公司毛利率为 50.46% (-1.46pp), 净利率为 16.69% (+0.22pp)。拆分业务毛利率看, 屈光 56.82% (-2.13pp); 视光 56.44% (-1.60pp); 白内障 35.34% (-2.33pp); 眼前段 44.46% (-3.49pp); 眼后段 33.61% (-0.91pp)。各业务毛利率有所下滑, 主要原因为疫情影响收入增长、周年庆优惠活动及各地实施 DRG/DIP 带来的基础眼病收费下降。预计未来随着业务规模恢复增长及医院逐步成熟, 各业务毛利率将恢复至疫情前水平。拆分费用率看, 2022 年公司销售费用率为 9.66% (+0.01pp), 原因为公司经营规模扩大及科普活动带来的费用增加; 管理费用率为 14.24% (+1.19pp), 原因为股权激励费用、人员薪酬及设备折旧费用增加; 研发费用率为 1.69% (+0.21pp), 原因为公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化转型研究投入。2023Q1, 公司业务恢复增长, 销售费用率为 9.35% (-0.02pp), 管理费用率为 13.26% (-0.06pp), 研发费用率为 1.33% (-0.04pp), Q1 整体毛利率为 47.49% (+0.49pp), 净利率为 17.94% (+1.32pp), 盈利水平回升。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司眼科业务疫后恢复趋势良好, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 36.34/46.70 亿元调整为 36.42/46.51 亿元, 预计 2025 年为 57.56 亿元, 对应当前市值的 2023-2025 年 PE 分别为 59/46/37 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 医院扩张或整合不及预期的风险; 医院盈利提升不及预期的风险等; 医疗事故风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.98
一年最低/最高价	24.20/45.81
市净率(倍)	12.29
流通 A 股市值(百万元)	177,978.09
总市值(百万元)	215,152.23

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.44
资产负债率(% ,LF)	34.41
总股本(百万股)	7,176.53
流通 A 股(百万股)	5,936.56

### 相关研究

《爱尔眼科(300015): 2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 疫情下保持稳健增长态势》

2022-10-26

《爱尔眼科(300015): 2022 年中报业绩点评: Q2 业绩略超预期, 屈光视光业务保持营收与毛利率双升》

2022-08-25

## 爱尔眼科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>9,657</b>	<b>12,208</b>	<b>17,291</b>	<b>23,633</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,110</b>	<b>21,339</b>	<b>26,473</b>	<b>32,131</b>
货币资金及交易性金融资产	6,904	7,923	12,140	17,407	营业成本(含金融类)	7,980	10,561	12,989	15,580
经营性应收款项	1,671	2,868	3,412	4,138	税金及附加	45	64	79	96
存货	731	967	1,189	1,426	销售费用	1,556	2,061	2,609	3,231
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,293	2,824	3,636	4,574
其他流动资产	351	450	550	661	研发费用	272	320	397	482
<b>非流动资产</b>	<b>16,922</b>	<b>18,152</b>	<b>19,390</b>	<b>20,631</b>	财务费用	7	63	88	112
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	64	79	96
固定资产及使用权资产	7,081	7,216	7,337	7,445	投资净收益	44	107	132	161
在建工程	522	497	494	507	公允价值变动	-357	-380	-380	-380
无形资产	814	984	1,154	1,324	减值损失	-165	-225	-225	-225
商誉	5,458	6,208	6,958	7,708	资产处置收益	-1	2	3	3
长期待摊费用	1,175	1,375	1,575	1,775	<b>营业利润</b>	<b>3,534</b>	<b>5,014</b>	<b>6,283</b>	<b>7,710</b>
其他非流动资产	1,872	1,872	1,872	1,872	营业外净收支	-199	-171	-173	-193
<b>资产总计</b>	<b>26,579</b>	<b>30,360</b>	<b>36,681</b>	<b>44,264</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,335</b>	<b>4,843</b>	<b>6,110</b>	<b>7,518</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,369</b>	<b>5,050</b>	<b>6,198</b>	<b>7,433</b>	减:所得税	646	969	1,162	1,395
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,112	998	1,207	1,435	<b>净利润</b>	<b>2,689</b>	<b>3,874</b>	<b>4,948</b>	<b>6,123</b>
经营性应付款项	1,466	2,147	2,643	3,174	减:少数股东损益	165	232	297	367
合同负债	225	264	325	389	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,524</b>	<b>3,642</b>	<b>4,651</b>	<b>5,756</b>
其他流动负债	2,566	1,641	2,023	2,434	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.51	0.65	0.80
非流动负债	3,595	3,595	3,595	3,595	EBIT	3,951	5,509	6,761	8,168
长期借款	115	115	115	115	EBITDA	5,341	6,128	7,443	8,917
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.46	50.51	50.93	51.51
租赁负债	3,328	3,328	3,328	3,328	归母净利率(%)	15.67	17.07	17.57	17.91
其他非流动负债	152	152	152	152	收入增长率(%)	7.39	32.46	24.06	21.37
<b>负债合计</b>	<b>8,963</b>	<b>8,645</b>	<b>9,793</b>	<b>11,028</b>	归母净利润增长率(%)	8.65	44.27	27.73	23.74
归属母公司股东权益	16,671	20,538	25,415	31,395					
少数股东权益	944	1,176	1,473	1,841					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,615</b>	<b>21,715</b>	<b>26,888</b>	<b>33,236</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,579</b>	<b>30,360</b>	<b>36,681</b>	<b>44,264</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,491	3,447	6,372	7,469	每股净资产(元)	2.32	2.86	3.54	4.37
投资活动现金流	-3,260	-2,292	-2,338	-2,399	最新发行在外股份(百万股)	7,177	7,177	7,177	7,177
筹资活动现金流	390	-136	183	197	ROIC(%)	15.98	18.24	18.98	19.10
现金净增加额	1,643	1,019	4,217	5,267	ROE-摊薄(%)	15.14	17.73	18.30	18.33
折旧和摊销	1,390	619	682	749	资产负债率(%)	33.72	28.48	26.70	24.91
资本开支	-1,380	-1,819	-1,890	-1,980	P/E(现价&最新股本摊薄)	85.23	59.08	46.26	37.38
营运资本变动	-277	-712	-209	-368	P/B(现价)	12.91	10.48	8.47	6.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

