

# 爱尔眼科 (300015.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 重视人才赋能发展，回购彰显公司信心

### 事件简评

2023年5月28日，公司发布《关于回购公司股份方案的公告》，拟用不低于3亿元且不超过5亿元的自有资金回购公司股份，回购价格上限为44.16元/股。公司本次回购的股份，将用于实施股权激励计划或员工持股计划。

### 经营分析

给予人才高度重视，加强激励赋能发展。2022年，公司完成了4822名激励对象首次授予限制性股票的第一期解锁、1146名激励对象预留限制性股票的授予以及合伙人计划的收益兑现。本次将回购股份继续用于股权激励或员工持股计划，既有助于提升公司人才的工作动力，同时也是对公司激励机制的进一步完善，能吸引更多优秀的眼科医疗专家加入，满足公司持续落实“1+8+N”战略布局下对顶尖人才的需求。

业务逐渐步入高峰期，高质量发展为回购提供底气。公司重视屈光、视光业务发展，2022年此两部分稳健增长，屈光实现收入63.4亿元(+14.8%)，视光实现收入37.8亿元(+11.9%)，二者收入占比合计为62.8%(+3.5pcts)。随着暑假的临近，屈光、视光业务需求将迎来爆发期，在线下诊疗活动正常化的加持下，公司有望迎来高增长。由于屈光、视光业务的高毛利属性(2022年公司屈光业务毛利率为56.8%，视光业务毛利率为56.4%，高于公司综合毛利率的50.5%)，公司盈利能力有望持续改善。

### 盈利预测、估值与评级

本次回购有利于满足公司作为国内眼科医疗行业服务龙头对人才的需求，公司医院建设与并购节奏稳步推进，屈光、视光业务快速发展，规模与质量共振下，看好公司长远发展前景。预计2023-2025年公司归母净利润分别为35.63/47.72/62.17亿元，同比增长41%、34%、30%，EPS分别为0.50/0.67/0.87元，现价对应PE为57/43/33倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧风险；人才短缺风险；跨区发展风险；医疗安全性事故纠纷风险；合规监管风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

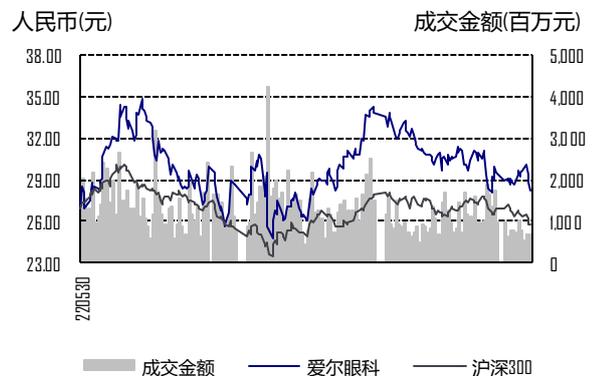
分析师：徐雨涵 (执业S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.18元

相关报告：

- 《爱尔眼科公司点评：服务网络持续拓展，业绩增长韧性十足》，2023.4.26
- 《收购14家医院部分股权，全国布局向纵深发展-爱尔眼科并购点评》，2023.1.4
- 《高质量发展凸显经营韧性，定增发行顺利完成-爱尔眼科三季报点评》，2022.10.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	21,591	27,426	34,414
营业收入增长率	25.93%	7.39%	34.02%	27.03%	25.48%
归母净利润(百万元)	2,323	2,524	3,550	4,750	6,198
归母净利润增长率	34.78%	8.65%	40.64%	33.79%	30.51%
摊薄每股收益(元)	0.430	0.352	0.495	0.662	0.864
每股经营性现金流净额	0.76	0.63	0.77	0.88	1.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.54%	15.14%	18.80%	21.12%	22.63%
P/E	98.38	88.33	56.96	42.57	32.62
P/B	20.21	13.37	10.71	8.99	7.38

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>11,912</b>	<b>15,001</b>	<b>16,110</b>	<b>21,591</b>	<b>27,426</b>	<b>34,414</b>	货币资金	3,063	4,402	6,004	6,181	6,614	6,811	
增长率	25.9%	7.4%	34.0%	27.0%	25.5%		应收款项	1,602	1,784	1,809	2,337	3,073	3,885	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,834</b>	<b>-7,212</b>	<b>-7,980</b>	<b>-10,774</b>	<b>-13,631</b>	<b>-16,863</b>	存货	495	571	731	815	986	1,224	
%销售收入	49.0%	48.1%	49.5%	49.9%	49.7%	49.0%	其他流动资产	486	458	1,113	1,360	1,824	2,269	
<b>毛利</b>	<b>6,079</b>	<b>7,789</b>	<b>8,130</b>	<b>10,817</b>	<b>13,795</b>	<b>17,551</b>	流动资产	5,645	7,215	9,657	10,692	12,497	14,189	
%销售收入	51.0%	51.9%	50.5%	50.1%	50.3%	51.0%	%总资产	36.3%	33.0%	36.3%	36.6%	38.3%	38.2%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-30</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-60</b>	<b>-80</b>	<b>-100</b>	长期投资	1,757	1,466	1,392	1,692	2,092	2,652	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,760	3,204	4,041	4,726	5,306	6,837	
<b>销售费用</b>	<b>-1,066</b>	<b>-1,447</b>	<b>-1,556</b>	<b>-2,213</b>	<b>-2,797</b>	<b>-3,579</b>	%总资产	17.8%	14.7%	15.2%	16.2%	16.3%	18.4%	
%销售收入	9.0%	9.6%	9.7%	10.3%	10.2%	10.4%	无形资产	5,124	6,096	7,447	7,988	8,512	9,092	
<b>管理费用</b>	<b>-1,425</b>	<b>-1,958</b>	<b>-2,293</b>	<b>-3,206</b>	<b>-3,969</b>	<b>-4,990</b>	非流动资产	9,895	14,634	16,922	18,537	20,114	22,933	
%销售收入	12.0%	13.1%	14.2%	14.9%	14.5%	14.5%	%总资产	63.7%	67.0%	63.7%	63.4%	61.7%	61.8%	
<b>研发费用</b>	<b>-164</b>	<b>-223</b>	<b>-272</b>	<b>-356</b>	<b>-450</b>	<b>-516</b>	<b>资产总计</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>26,579</b>	<b>29,229</b>	<b>32,611</b>	<b>37,121</b>	
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	短期借款	700	2,321	1,112	1,500	1,000	210	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,392</b>	<b>4,120</b>	<b>3,964</b>	<b>4,981</b>	<b>6,500</b>	<b>8,366</b>	应付款项	1,614	2,884	3,141	3,473	3,865	4,012	
%销售收入	28.5%	27.5%	24.6%	23.1%	23.7%	24.3%	其他流动负债	1,020	1,071	1,116	1,545	1,975	2,580	
<b>财务费用</b>	<b>-90</b>	<b>-106</b>	<b>-7</b>	<b>-104</b>	<b>-30</b>	<b>12</b>	流动负债	3,334	6,276	5,369	6,518	6,840	6,802	
%销售收入	0.8%	0.7%	0.0%	0.5%	0.1%	0.0%	长期贷款	1,382	58	115	125	138	151	
<b>资产减值损失</b>	<b>-457</b>	<b>-317</b>	<b>-165</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	172	3,291	3,480	2,736	2,168	1,783	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-380</b>	<b>-448</b>	<b>-357</b>	<b>-121</b>	<b>-100</b>	<b>-80</b>	负债	4,888	9,625	8,963	9,379	9,146	8,735	
<b>投资收益</b>	<b>159</b>	<b>141</b>	<b>44</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>76</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,854</b>	<b>11,310</b>	<b>16,671</b>	<b>18,883</b>	<b>22,485</b>	<b>27,391</b>	
%税前利润	6.7%	4.5%	1.3%	1.4%	1.1%	1.0%	其中：股本	4,122	5,406	7,177	7,175	7,175	7,175	
<b>营业利润</b>	<b>2,674</b>	<b>3,494</b>	<b>3,534</b>	<b>4,923</b>	<b>6,544</b>	<b>8,495</b>	未分配利润	2,768	4,321	5,963	8,437	12,039	16,946	
营业利润率	22.4%	23.3%	21.9%	22.8%	23.9%	24.7%	少数股东权益	798	914	944	967	980	995	
<b>营业外收支</b>	<b>-311</b>	<b>-346</b>	<b>-199</b>	<b>-400</b>	<b>-500</b>	<b>-600</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>26,579</b>	<b>29,229</b>	<b>32,611</b>	<b>37,121</b>	
<b>税前利润</b>	<b>2,363</b>	<b>3,148</b>	<b>3,335</b>	<b>4,523</b>	<b>6,044</b>	<b>7,895</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	19.8%	21.0%	20.7%	20.9%	22.0%	22.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-486</b>	<b>-678</b>	<b>-646</b>	<b>-950</b>	<b>-1,281</b>	<b>-1,682</b>	每股收益	0.418	0.430	0.352	0.495	0.662	0.864	
所得税率	20.6%	21.5%	19.4%	21.0%	21.2%	21.3%	每股净资产	2.391	2.092	2.323	2.632	3.134	3.817	
<b>净利润</b>	<b>1,877</b>	<b>2,470</b>	<b>2,689</b>	<b>3,573</b>	<b>4,763</b>	<b>6,213</b>	每股经营现金净流	0.811	0.755	0.626	0.765	0.884	1.056	
少数股东损益	153	147	165	23	13	15	每股股利	0.150	0.150	0.120	0.150	0.160	0.180	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>2,323</b>	<b>2,524</b>	<b>3,550</b>	<b>4,750</b>	<b>6,198</b>	<b>回报率</b>							
净利率	14.5%	15.5%	15.7%	16.4%	17.3%	18.0%	净资产收益率	17.49%	20.54%	15.14%	18.80%	21.12%	22.63%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.09%	10.63%	9.50%	12.15%	14.56%	16.70%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	21.03%	22.01%	16.86%	18.26%	20.76%	22.85%	
<b>净利润</b>	<b>1,877</b>	<b>2,470</b>	<b>2,689</b>	<b>3,573</b>	<b>4,763</b>	<b>6,213</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	153	147	165	23	13	15	主营业务收入增长率	19.24%	25.93%	7.39%	34.02%	27.03%	25.48%	
<b>非现金支出</b>	<b>1,007</b>	<b>1,442</b>	<b>1,556</b>	<b>1,153</b>	<b>1,221</b>	<b>1,279</b>	EBIT 增长率	41.48%	21.47%	-3.79%	25.65%	30.50%	28.71%	
非经营收益	287	400	294	664	588	581	净利润增长率	25.01%	34.78%	8.65%	40.64%	33.79%	30.51%	
<b>营运资金变动</b>	<b>172</b>	<b>-227</b>	<b>-48</b>	<b>100</b>	<b>-228</b>	<b>-495</b>	总资产增长率	30.65%	40.59%	21.65%	9.97%	11.57%	13.83%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,344</b>	<b>4,084</b>	<b>4,491</b>	<b>5,490</b>	<b>6,344</b>	<b>7,579</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-888</b>	<b>-1,488</b>	<b>-1,380</b>	<b>-2,783</b>	<b>-2,699</b>	<b>-3,887</b>	应收账款周转天数	39.8	35.7	35.1	33.0	35.0	35.0	
投资	-347	-1,196	-1,922	-621	-900	-940	存货周转天数	27.2	27.0	29.8	27.6	26.4	26.5	
其他	178	169	42	65	64	76	应付账款周转天数	79.6	71.7	65.1	70.0	70.0	70.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,057</b>	<b>-2,514</b>	<b>-3,260</b>	<b>-3,340</b>	<b>-3,534</b>	<b>-4,751</b>	固定资产周转天数	64.3	58.0	79.7	57.7	36.7	21.8	
股权募资	826	1,344	3,878	-262	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-434	7	-1,250	518	-367	-677	净负债/股东权益	-12.02%	-19.01%	-32.23%	-27.48%	-27.17%	-25.89%	
其他	-1,244	-1,591	-2,238	-1,306	-1,310	-1,419	EBIT 利息保障倍数	37.5	38.7	595.7	48.0	216.9	-723.7	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-852</b>	<b>-240</b>	<b>390</b>	<b>-1,050</b>	<b>-1,678</b>	<b>-2,096</b>	资产负债率	31.46%	44.05%	33.72%	32.09%	28.05%	23.53%	
<b>现金净流量</b>	<b>1,425</b>	<b>1,340</b>	<b>1,643</b>	<b>1,100</b>	<b>1,131</b>	<b>732</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-26	买入	47.32	N/A
2	2022-04-26	买入	33.58	N/A
3	2022-05-12	买入	33.47	N/A
4	2022-05-26	买入	34.10	N/A
5	2022-08-25	买入	28.50	N/A
6	2022-10-26	买入	27.83	N/A
7	2023-01-04	买入	30.50	N/A
8	2023-04-26	买入	29.15	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

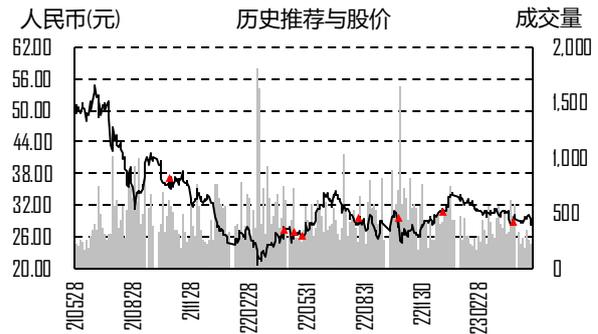
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806