

# 爱尔眼科 (300015.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业务全面恢复，龙头地位巩固

### 业绩简评

2023年8月24日，公司发布2023年半年度报告。2023年H1公司实现收入102.5亿元(+26%)；归母净利润17.1亿元(+33%)；扣非归母净利润17.6亿元(+27%)。

分季度来看，2023年Q2公司实现收入52.3亿元(+33%)；归母净利润9.3亿元(+37%)；扣非归母净利润10.1亿元(+33%)。

### 经营分析

**诊疗量快速恢复，业务条线全面增长。**2023年H1，公司实现门诊量727.0万人次(+31%)，手术量60.8万例(+36.6%)。分产品看，2023年H1，公司实现屈光收入40.3亿元(+17.1%)，白内障收入16.7亿元(+60.3%)，眼前段收入8.7亿元(+27.9%)，眼后段收入6.9亿元(+31.8%)，视光服务收入23.0亿元(+30.5%)，其他项目收入6.7亿元(+3.3%)。部分去年因外部环境延迟的老年患者的需求得到满足，白内障业务修复明显，毛利率为37.5%(+1.60pcts)。视光服务项目持续增长的同时，高毛利属性持续彰显，毛利率为55.2%(+1.55pcts)。

**医疗服务网络规模扩大，品牌影响力持续提升。**2023年H1，公司境内医院229家(同比+42家)，门诊部168家(同比+36家)；海外已布局124家眼科中心及诊所(同比+9家)。规模扩大增强医疗服务能力，同时稳步提升学术影响力，新获批省市科研项目52项，其中省级项目46项，公司专家发表SCI/Medline期刊收录论文48篇。

**费用端较为平稳，盈利能力持续向好。**2023年H1，公司销售/管理费用率分别为10.2%、12.9%；综合毛利率为49.5%，净利率为18.9%(+1.3pcts)。2023年8月23日，公司公告，控股股东爱尔投资(持有公司总股本34.3%)承诺，即日起未来6个月内不以任何方式减持持有的公司股份。在稳健的经营状态下，控股股东的不减持承诺进一步彰显了对公司未来发展的信心。

### 盈利预测、估值与评级

公司作为国内眼科医疗行业服务龙头，规模优势突出，在眼科行业高速发展的大环境下，看好公司长期发展。预计2023-2025年公司归母净利润分别为34.4、46.1、60.1亿元，同比增长36%、34%、30%，EPS分别为0.37、0.49、0.64元，现价对应PE为49、36、28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)：18.02 元

相关报告：

- 《爱尔眼科公司点评：重视人才赋能发展，回购彰显公司信心》，2023.5.29
- 《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



### 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	20,911	26,562	33,330
营业收入增长率	25.93%	7.39%	29.80%	27.03%	25.48%
归母净利润(百万元)	2,323	2,524	3,440	4,612	6,006
归母净利润增长率	34.78%	8.65%	36.27%	34.07%	30.23%
摊薄每股收益(元)	0.430	0.352	0.369	0.494	0.644
每股经营性现金流净额	0.76	0.63	0.57	0.67	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.54%	15.14%	16.69%	19.44%	21.41%
P/E	98.38	88.33	48.87	36.45	27.99
P/B	20.21	13.37	8.16	7.09	5.99

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)**

	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>20,911</b>	<b>26,562</b>	<b>33,330</b>
增长率	25.9%	7.4%	29.8%	27.0%	25.5%	
主营业务成本	-5,834	-7,212	-7,980	-10,434	-13,201	-16,332
%销售收入	49.0%	48.1%	49.5%	49.9%	49.7%	49.0%
毛利	6,079	7,789	8,130	10,476	13,361	16,998
%销售收入	51.0%	51.9%	50.5%	50.1%	50.3%	51.0%
营业税金及附加	-30	-41	-45	-59	-77	-97
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,066	-1,447	-1,556	-2,143	-2,709	-3,466
%销售收入	9.0%	9.6%	9.7%	10.3%	10.2%	10.4%
管理费用	-1,425	-1,958	-2,293	-3,105	-3,844	-4,833
%销售收入	12.0%	13.1%	14.2%	14.9%	14.5%	14.5%
研发费用	-164	-223	-272	-345	-436	-500
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	3,392	4,120	3,964	4,824	6,295	8,103
%销售收入	28.5%	27.5%	24.6%	23.1%	23.7%	24.3%
财务费用	-90	-106	-7	-86	0	30
%销售收入	0.8%	0.7%	0.0%	0.4%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-457	-317	-165	0	0	0
公允价值变动收益	-380	-448	-357	-121	-100	-80
投资收益	159	141	44	65	64	76
%税前利润	6.7%	4.5%	1.3%	1.5%	1.1%	1.0%
营业利润	2,674	3,494	3,534	4,783	6,369	8,250
营业利润率	22.4%	23.3%	21.9%	22.9%	24.0%	24.8%
营业外收支	-311	-346	-199	-400	-500	-600
税前利润	2,363	3,148	3,335	4,383	5,869	7,650
利润率	19.8%	21.0%	20.7%	21.0%	22.1%	23.0%
所得税	-486	-678	-646	-920	-1,244	-1,629
所得税率	20.6%	21.5%	19.4%	21.0%	21.2%	21.3%
净利润	1,877	2,470	2,689	3,463	4,625	6,020
少数股东损益	153	147	165	23	13	15
<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>3,440</b>	<b>4,612</b>	<b>6,006</b>
净利率	14.5%	15.5%	15.7%	16.4%	17.4%	18.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,877	2,470	2,689	3,463	4,625	6,020
少数股东损益	153	147	165	23	13	15
非现金支出	1,007	1,442	1,556	1,153	1,221	1,279
非经营收益	287	400	294	664	588	581
营运资金变动	172	-227	-48	45	-221	-483
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,344</b>	<b>4,084</b>	<b>4,491</b>	<b>5,324</b>	<b>6,212</b>	<b>7,398</b>
资本开支	-888	-1,488	-1,380	-2,783	-2,699	-3,887
投资	-347	-1,196	-1,922	-621	-900	-940
其他	178	169	42	65	64	76
<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>
股权募资	826	1,344	3,878	1,892	0	0
债权募资	-434	7	-1,250	518	-367	-677
其他	-1,244	-1,591	-2,238	-1,629	-1,655	-1,807
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-852</b>	<b>-240</b>	<b>390</b>	<b>781</b>	<b>-2,022</b>	<b>-2,484</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,425</b>	<b>1,340</b>	<b>1,643</b>	<b>2,765</b>	<b>656</b>	<b>163</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,063	4,402	6,004	7,846	7,803	7,432
应收款项	1,602	1,784	1,809	2,263	2,976	3,762
存货	495	571	731	789	955	1,186
其他流动资产	486	458	1,113	1,356	1,818	2,262
流动资产	5,645	7,215	9,657	12,254	13,553	14,642
%总资产	36.3%	33.0%	36.3%	39.8%	40.3%	39.0%
长期投资	1,757	1,466	1,392	1,692	2,092	2,652
固定资产	2,760	3,204	4,041	4,726	5,306	6,837
%总资产	17.8%	14.7%	15.2%	15.3%	15.8%	18.2%
无形资产	5,124	6,096	7,447	7,988	8,512	9,092
非流动资产	9,895	14,634	16,922	18,537	20,114	22,933
%总资产	63.7%	67.0%	63.7%	60.2%	59.7%	61.0%
<b>资产总计</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>26,579</b>	<b>30,790</b>	<b>33,668</b>	<b>37,575</b>
短期借款	700	2,321	1,112	1,500	1,000	210
应付款项	1,614	2,884	3,141	3,364	3,743	3,886
其他流动负债	1,020	1,071	1,116	1,500	1,922	2,509
流动负债	3,334	6,276	5,369	6,364	6,665	6,605
长期贷款	1,382	58	115	125	138	151
其他长期负债	172	3,291	3,480	2,731	2,162	1,775
负债	4,888	9,625	8,963	9,220	8,965	8,531
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,854</b>	<b>11,310</b>	<b>16,671</b>	<b>20,604</b>	<b>23,722</b>	<b>28,049</b>
其中：股本	4,122	5,406	7,177	9,329	9,329	9,329
未分配利润	2,768	4,321	5,963	8,004	11,123	15,449
少数股东权益	798	914	944	967	980	995
<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>26,579</b>	<b>30,790</b>	<b>33,668</b>	<b>37,575</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.418	0.430	0.352	0.369	0.494	0.644
每股净资产	2.391	2.092	2.323	2.209	2.543	3.007
每股经营现金净流	0.811	0.755	0.626	0.571	0.666	0.793
每股股利	0.150	0.150	0.120	0.150	0.160	0.180
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.49%	20.54%	15.14%	16.69%	19.44%	21.41%
总资产收益率	11.09%	10.63%	9.50%	11.17%	13.70%	15.98%
投入资本收益率	21.03%	22.01%	16.86%	16.37%	19.15%	21.63%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	19.24%	25.93%	7.39%	29.80%	27.03%	25.48%
EBIT 增长率	41.48%	21.47%	-3.79%	21.69%	30.50%	28.71%
净利润增长率	25.01%	34.78%	8.65%	36.27%	34.07%	30.23%
总资产增长率	30.65%	40.59%	21.65%	15.85%	9.34%	11.61%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	39.8	35.7	35.1	33.0	35.0	35.0
存货周转天数	27.2	27.0	29.8	27.6	26.4	26.5
应付账款周转天数	79.6	71.7	65.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	64.3	58.0	79.7	59.6	37.9	22.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-12.02%	-19.01%	-32.23%	-33.01%	-30.63%	-27.45%
EBIT 利息保障倍数	37.5	38.7	595.7	55.8	#####	-267.4
资产负债率	31.46%	44.05%	33.72%	29.94%	26.63%	22.70%

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	2022-04-26	买入	33.58	N/A
2	2022-05-12	买入	33.47	N/A
3	2022-05-26	买入	34.10	N/A
4	2022-08-25	买入	28.50	N/A
5	2022-10-26	买入	27.83	N/A
6	2023-01-04	买入	30.50	N/A
7	2023-04-26	买入	29.15	N/A
8	2023-05-29	买入	28.18	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

**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。

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