

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

爱尔眼科(300015)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 17612019362

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

拟并购 14 家医院股权，外延布局加速

2023 年 01 月 04 日

事件: 近日，公司公告收购绍兴爱尔、舟山爱尔等 14 家医院部分股权，交易对价合计 4.71 亿元，14 家医院整体估值 7.21 亿元。

点评:

- **收购对价合理。**14 家医院 2021 年实现营收合计 3.21 亿元，净利润-789 万元，净资产 0.8 亿元，2022 年前三季度实现营收合计 2.87 亿元，净利润 0.17 亿元，实现大幅盈利，净资产 0.91 亿元，按照季度比例，我们预计 2022 年实现营收 3.83 亿元，净利润 0.23 亿元。2021 年和 2022 年前三季度净利率分别为-2.5%、6%。14 家医院被收购股权合计对价 4.71 亿元，整体估值为 7.21 亿元，对应 2021 年 PE 为-91.3, PS 为 2.25 倍，预计对应 2022 年 PE 为 31.2 倍，PS 为 1.88 倍，估值合理。
- **收购标的 2022 年实现扭亏。**被并购医院均为 2016-2018 年开业，处于盈亏平衡点或者刚刚跨过盈亏平衡点，净利率处于快速提升阶段，2020 年前三季度，舟山爱尔、天门爱尔、承德爱尔、恩平爱尔净利率超过 10%，其他被并购医院净利率快速提升。被并购的 14 家医院中，2021 年实现盈利的医院主要是阜新爱尔、舟山爱尔、天门爱尔等 7 家医院，2022 年前三季度实现盈利的医院达到 12 家，仅有曲靖爱尔、随州爱尔小幅亏损，亏损额较小。被并购医院成长性较好，有望增厚公司 2023 年业绩。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 185、231.41、292.12 亿元，同比增长 23.3%、25.1%、26.2%，归母净利润分别为 31.2、42.91、59.11 亿元，同比增长 34.3%、37.5%、37.7%，对应 PE 分别为 70.15、51.01、37.03 倍，考虑公司分级连锁模式的成功及眼科疾病市场需求持续增长，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 医疗风险、人力资源风险、商誉减值风险、新冠肺炎疫情风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,912	15,001	18,500	23,141	29,212
增长率 YoY %	19.2%	25.9%	23.3%	25.1%	26.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,724	2,323	3,120	4,291	5,911
增长率 YoY%	25.0%	34.8%	34.3%	37.5%	37.7%
毛利率%	51.0%	51.9%	52.0%	52.2%	52.8%
净资产收益率ROE%	17.5%	20.5%	17.3%	19.2%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.43	0.43	0.60	0.82
市盈率 P/E(倍)	229.51	97.55	70.15	51.01	37.03
市净率 P/B(倍)	31.32	20.21	12.14	9.81	7.75

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测, 股价为 2023 年 01 月 03 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,645	7,215	14,581	20,241	27,783
货币资金	3,063	4,402	11,250	16,329	22,899
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,416	1,516	1,926	2,230	2,852
预付账款	139	79	89	111	138
存货	495	571	608	757	945
其他	532	647	707	814	949
非流动资产	9,895	14,634	15,416	15,570	15,765
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	2,098	2,384	3,057	3,480	3,760
无形资产	546	751	829	916	955
其他	7,251	11,498	11,529	11,173	11,050
资产总计	15,541	21,849	29,997	35,811	43,548
流动负债	3,334	6,276	7,513	8,792	10,291
短期借款	487	671	671	671	671
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,454	1,380	1,736	2,219	2,693
其他	1,393	4,225	5,105	5,901	6,927
非流动负债	1,554	3,349	3,337	3,313	3,305
长期借款	1,382	58	46	22	14
其他	172	3,291	3,291	3,291	3,291
负债合计	4,888	9,625	10,850	12,105	13,596
少数股东权益	798	914	1,118	1,386	1,721
归属母公司	9,854	11,310	18,029	22,320	28,231
负债和股东权益	15,541	21,849	29,997	35,811	43,548
重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,912	15,001	18,500	23,141	29,212
同比 (%)	19.2%	25.9%	23.3%	25.1%	26.2%
归属母公司净利润	1,724	2,323	3,120	4,291	5,911
同比	25.0%	34.8%	34.3%	37.5%	37.7%
毛利率 (%)	51.0%	51.9%	52.0%	52.2%	52.8%
ROE%	17.5%	20.5%	17.3%	19.2%	20.9%
EPS (摊薄)(元)	0.33	0.43	0.43	0.60	0.82
P/E	229.51	97.55	70.15	51.01	37.03
P/B	31.32	20.21	12.14	9.81	7.75
EV/EBITDA	78.96	43.75	34.85	27.44	20.81

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,912	15,001	18,500	23,141	29,212
营业成本	5,834	7,212	8,884	11,059	13,794
营业税金及附加	30	41	44	58	67
销售费用	1,066	1,447	1,811	2,087	2,565
管理费用	1,425	1,958	2,694	3,267	4,052
研发费用	164	223	300	389	479
财务费用	90	106	70	-27	-98
减值损失合计	-363	-217	-357	-498	-527
投资净收益	159	141	213	294	444
其他	-424	-444	63	120	137
营业利润	2,674	3,494	4,616	6,223	8,408
营业外收支	-311	-346	-358	-387	-374
利润总额	2,363	3,148	4,259	5,837	8,034
所得税	486	678	935	1,278	1,788
净利润	1,877	2,470	3,324	4,559	6,246
少数股东损益	153	147	204	268	335
归属母公司净利润	1,724	2,323	3,120	4,291	5,911
EBITDA	3,897	5,249	6,114	7,581	9,677
EPS (当年)(元)	0.33	0.43	0.43	0.60	0.82

现金流量表				单位:百万元	
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,344	4,084	6,024	7,279	8,783
净利润	1,877	2,470	3,324	4,559	6,246
折旧摊销	550	1,125	1,347	1,301	1,422
财务费用	97	122	131	131	131
投资损失	-159	-141	-213	-294	-444
营运资金变动	172	-227	719	698	527
其它	806	736	715	885	901
投资活动现金流	-1,057	-2,514	-2,631	-2,046	-2,074
资本支出	-888	-1,488	-2,373	-2,097	-2,287
长期投资	-347	-1,196	-36	-27	-38
其他	178	169	-222	78	251
筹资活动现金流	-852	-240	3,455	-155	-139
吸收投资	826	1,344	3,599	0	0
借款	2,610	720	-12	-24	-8
支付利息或股息	-600	-800	-131	-131	-131
现金流净增加额	1,425	1,340	6,848	5,079	6,570

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。