

买入

爱尔眼科（300015.SZ）

收购 14 家医院部分股权，进一步深化分级连锁体系

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 医药生物 · 医疗服务

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn

执证编码：S0980522080001
执证编码：S0980519010002

事项：

公司公告：1月3日晚，公司公告拟出资4.7亿元收购绍兴爱尔、舟山爱尔等14家医院部分股权。

国信医药观点：1) 此次收购的14家医院于2021年总营收为3.2亿元，而在2022年疫情多发的情况下，14家医院前三季实现收入2.87亿元，净利润约1733.33万，整体估值约为7.2亿元。该14家标的以基层医院为主，分布在8个省份的地级市及以下区域，此次并购将完善区域市场布局，深化全国分级连锁体系，提升规模效应；2) 近期与中南大学签订战略合作协议，开启新一轮十年之约，进一步加强在人才培养、科学研究、平台共建等方面的合作，充分发挥中南大学科技与人才优势及爱尔眼科产业及全球化优势，学科建设更上一层楼；3) 近期在博鳌乐城爱尔眼科医院引入了中国内地首例硅水凝胶日抛近视防控软镜，在2022年橘洲视光论坛启动近视预防镜片的受试者招募仪式。新产品比肩国际前沿，共享全球智慧；4) 考虑2022年的疫情影响和近期并购的增厚，下调2022年盈利预测，上调2023-24年盈利预测，预计2022-24年归母净利润27.89/37.90/49.30亿（2022-24年原为28.8/37.8/48.7亿），同比增速20.1%/35.9%/30.1%；当前股价对应PE=79/58/45X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩成长，品牌影响力持续增强，新十年“二次创业”稳步推进，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司公告收购14家医院部分股权，提升基层眼科服务能力

被收购医院拥有良好的基础条件和发展趋势。公司此次收购的14家医院于2021年总营收为3.2亿元，而在2022年疫情多发的情况下，14家医院前三季实现收入2.87亿元，净利润约1733.33万，整体估值约为7.2亿元，对应22年（以Q1-3的收入年化计算）平均PS为1.88X，平均PE为31.16X。此次收购的14家医院均以基层医院为主，分布在8个省份的地级市及以下区域。

作为眼科医疗服务的龙头，爱尔眼科近年来不断下沉基层。目前公司的网络布局已达到行业最广，完成国内90%省会城市及80%地级市的布局。但在县域市场的覆盖率仅10%，因此基层眼科市场仍存在很大的潜力空间。2022年11月29日，公司拟收购西安爱尔、泉州爱尔等26家医院部分股权，其中除西安爱尔、泉州爱尔以外，其余均为基层医疗机构，分布在全国18个省份。而本次收购进一步完善区域市场布局，深化全国分级连锁体系，提升规模效应。

表1: 14家标的医院的资产运营情况和收购估值

标的资产	收购股权比例	交易价格 (万元)	收入 (2021年)	收入 (2022年1-9月)	净利润 (2021年)	净利润 (2022年1-9月)
绍兴爱尔	70%	5726.70	3797.32	3309.92	-88.10	31.53
舟山爱尔	70%	3938.90	2450.61	2252.80	28.39	271.13
宝鸡爱尔	51%	3412.41	3059.57	2616.59	-238.83	232.42
本溪爱尔	75%	3402.75	2019.89	1631.37	48.55	139.96
鄂州爱尔	70%	2979.20	2046.00	1660.42	38.40	42.17
阜新爱尔	55%	2253.90	1870.08	1718.44	122.11	157.07
揭阳爱尔	70%	2523.50	1288.96	1412.40	-78.88	79.05
曲靖爱尔	60%	3268.80	2169.95	2254.46	-369.58	-113.28
天门爱尔	65%	2813.85	1853.82	1704.97	159.13	226.12
肇庆爱尔	51%	3392.01	3030.86	2651.05	85.17	199.23
承德爱尔	72.7273%	4125.82	2161.79	2230.83	-41.07	234.48
恩平爱尔	65.0999%	1842.98	1486.61	1193.00	159.92	189.62
绵阳爱尔	70%	5169.50	3501.88	2936.11	-546.20	44.42
随州爱尔	80%	2227.20	1350.82	1154.94	-68.39	-0.59

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 与中南大学深化合作, 学科建设更上一层楼

1月6日, 爱尔眼科与中南大学签订战略合作协议, 开启双方新一轮十年之约, 进一步加强在人才培养、科学研究、平台共建等方面的合作, 充分发挥中南大学科技与人才优势及爱尔眼科产业及全球化优势, 共同打造协同发展的技术引擎和人才培养高地。早在2013年, 中南大学和爱尔眼科联合设立中南大学爱尔眼科学院, 经过10年发展, 双方携手为社会培养硕博眼科人才300余名, 承担国家级科研项目10余项, 发表SCI期刊论文200余篇, 在国内外知名学术平台交流发声, 举办国际学术会议10余场, 同时斩获了第19届世界近视眼大会主办权。

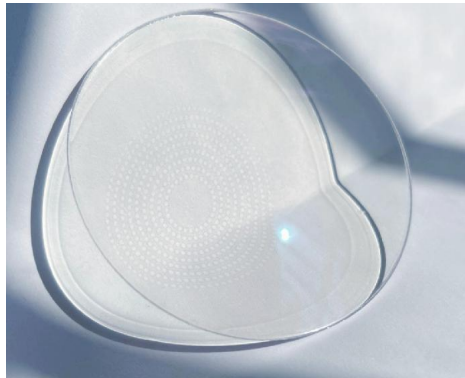
◆ 新产品不断引入, 比肩国际前沿, 共享全球智慧

近日海南一名12岁小女孩在博鳌乐城爱尔眼科医院配戴了中国内地首例硅水凝胶日抛近视防控软镜。该软镜由爱尔眼视光研究所和强生视力健集团强强联合, 在博鳌乐城爱尔眼科医院落地开展“先行先试”真实世界研究项目, 项目的高效推进将加快国际创新眼科药械产品利用真实世界证据支持在国内进口注册上市, 实现全球眼科智慧的同步与共享。

ACUVUEAbiliti1-Day近视防控软镜由美国强生视力健推出, 并于2019年6月获得美国FDA创新产品认证, 目前已在加拿大、新加坡和中国香港陆续上市。该软镜具有近视控制与视力矫正效果兼优、专为儿童设计、配戴更安全舒适三大创新点, 一度受到国外诸多近视患者及家庭青睐。该款产品采用突破性创新的Ringboost非同轴焦环增强技术的光学设计。“非同轴焦环”意味着它不会因为离焦而影响正常的中心视网膜视力, 能带来比同轴焦环更好的视觉效果。

此外, 近视预防镜片的受试者招募仪式在2022年橘洲视光论坛启动。由湖南爱尔眼视光研究所自主研发生产的一款用于近视预防的功能性镜片, 获得了“实用新型专利证书”。近视预防镜片是一款采用“多区正向光学离焦”技术设计的多区正向平光离焦镜片, 它包含了中央直径约11毫米的平光区域, 以及周边516个独立岛形度数为350度(远视)的微透镜形成的正向离焦区域。新一代“云夹”将外置的设备与镜框融为一体, 同时搭配近视预防镜片组成了近视综合管理设备, 其既可以通过“云夹”数据采取行为干预, 又能辅以离焦光学镜片抑制眼轴过快增长, 为儿童青少年近视防控提供了全方位科学保障。

图1: 湖南爱尔眼视光研究所自主研发生产的近视预防镜片



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图2: 湖南省眼视光工程中心近视预防镜片项目受试者招募



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 深化全国“分级连锁”体系, 提升基层眼科服务能力, 维持“买入”评级

此次收购的 14 家医院均以基层医院为主, 分布在 8 个省份的地级市及以下区域, 将进一步完善区域市场布局, 深化全国分级连锁体系, 提升规模效应。爱尔眼科与中南大学签订战略合作协议, 开启双方新一轮十年之约, 进一步加强在人才培养、科学研究、平台共建等方面的合作。此外, 公司在海南博鳌引入了中国内地首例硅水凝胶日抛近视防控软镜, 并在 2022 年橘洲视光论坛启动近视预防镜片的受试者招募仪式。考虑 2022 年的疫情影响和近期外延并购的增厚, 下调 2022 年盈利预测, 上调 2023-24 年盈利预测, 预计 2022-24 年归母净利润 27.89/37.90/49.30 亿 (2022-24 年原为 28.8/37.8/48.7 亿), 同比增速 20.1%/35.9%/30.1%; 当前股价对应 PE=79/58/45X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司, 通过分级连锁模式迅速扩张, “内生+外延”共同支撑业绩成长。品牌影响力持续增强, 新十年“二次创业”稳步推进, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 总市值		EPS				PE				扣非 ROE		PEG	投资评级
		2022/01/06	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
300015	爱尔眼科	30.79	2210	0.43	0.39	0.53	0.69	71.6	79.2	58.3	44.8	26%	2.8	2.8	买入
301267	华厦眼科	73.88	414	0.81	0.95	1.24	1.59	90.9	77.5	59.7	46.5	29%	3.1	3.1	无
301239	普瑞眼科	70.92	106	0.63	0.69	0.91	1.35	113.0	102.7	77.8	52.5	10%	3.5	3.5	无
600763	通策医疗	149.24	479	2.19	2.09	2.66	3.40	68.1	71.3	56.1	43.9	27%	4.5	4.5	无
1951.HK	锦欣生殖	6.60	146	0.14	0.14	0.20	0.25	43.1	41.6	29.1	23.3	4%	3.0	3.0	买入
6078.HK	海吉亚医疗	58.75	320	0.72	0.93	1.27	1.63	72.4	55.5	40.9	31.7	8%	1.8	1.8	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除爱尔眼科、锦欣生殖为国信预测外, 其余均为 Wind 一致预测, 港股 EPS 和市值均以人民币计价

◆ 风险提示

新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等。

相关研究报告：

《爱尔眼科（300015.SZ）—2022 年三季报点评：单三季度归母净利润同比增长 20%，疫情扰动下维持稳健经营》——2022-10-29

《爱尔眼科（300015.SZ）—2022 年中报点评：上半年归母净利润增长近 16%，疫情扰动不改成长前景》——2022-08-26

《爱尔眼科（300015.SZ）—2021 年报及 2022 年一季报点评：2021 年归母净利润同比增长 34.8%，践行新十年发展战略》——2022-04-29

《爱尔眼科-300015-2021 年三季报点评：业绩符合预期，收购多家医院完善分级连锁网络》——2021-10-27

《爱尔眼科-300015-2021 年半年报点评：业绩稳健增长，分级连锁有序推进》——2021-08-31

《爱尔眼科-300015-2020 年年报暨 2021 年一季报点评：扣非业绩超预期，“二次创业”稳步推进》——2021-04-29

《医疗大数据盘点系列（3）-眼科产业链：服务为首，器械唯新，药物为基》-2020-11-23

《创新器械盘点系列（1）-眼科产业链：创新驱动，服务为王》-2020-05-30

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	3063	4402	7821	9109	11499	营业收入	11912	15001	16990	21303	26139
应收款项	1599	1784	2327	2770	3362	营业成本	5834	7212	8311	10305	12617
存货净额	495	571	661	853	1024	营业税金及附加	30	41	49	62	76
其他流动资产	189	158	179	225	275	销售费用	1066	1447	1673	2088	2535
流动资产合计	5645	7215	11289	13256	16461	管理费用	1425	1958	2225	2757	3350
固定资产	2760	3204	4003	5002	5695	研发费用	164	222	251	320	418
无形资产及其他	546	751	721	691	661	财务费用	90	106	106	110	128
投资性房地产	6589	10678	10678	10678	10678	投资收益	159	141	110	120	75
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(18)	(231)	(290)	(300)	(150)
资产总计	15541	21849	26692	29628	33496	其他收入	(933)	(652)	(251)	(320)	(418)
短期借款及交易性金融负债	700	2321	1800	1500	1200	营业利润	2674	3494	4193	5482	6940
应付款项	1454	1380	1102	1500	1995	营业外净收支	(311)	(346)	(390)	(300)	(200)
其他流动负债	1180	2575	1824	2263	2769	利润总额	2363	3148	3803	5182	6740
流动负债合计	3334	6276	4726	5263	5964	所得税费用	486	678	837	1150	1496
长期借款及应付债券	1382	58	58	58	58	少数股东损益	153	147	177	241	314
其他长期负债	172	3291	4290	4090	3890	归属于母公司净利润	1724	2323	2789	3790	4930
长期负债合计	1554	3349	4348	4148	3948	现金流量表（百万元）					
负债合计	4888	9625	9074	9411	9911	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	798	914	1025	1181	1382	净利润	1724	2323	2789	3790	4930
股东权益	9854	11310	16592	19036	22202	资产减值准备	77	(140)	94	89	88
负债和股东权益总计	15541	21849	26692	29628	33496	折旧摊销	416	489	347	443	539
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	18	231	290	300	150
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	90	106	106	110	128
每股收益	0.42	0.43	0.39	0.53	0.69	营运资本变动	(1262)	(20)	(591)	46	74
每股红利	0.15	0.15	0.15	0.19	0.25	其它	23	236	17	67	114
每股净资产	2.39	2.09	2.31	2.65	3.09	经营活动现金流	995	3120	2947	4735	5893
ROIC	26%	26%	23%	26%	28%	资本开支	0	(545)	(1500)	(1800)	(1440)
ROE	17%	21%	17%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	51%	52%	51%	52%	52%	投资活动现金流	0	(545)	(1500)	(1800)	(1440)
EBIT Margin	30%	29%	26%	27%	27%	权益性融资	826	1344	3536	0	0
EBITDA Margin	33%	32%	28%	29%	29%	负债净变化	(254)	(1324)	0	0	0
收入增长	19%	26%	13%	25%	23%	支付股利、利息	(600)	(800)	(1042)	(1347)	(1764)
净利润增长率	25%	35%	20%	36%	30%	其它融资现金流	1110	1667	(521)	(300)	(300)
资产负债率	37%	48%	38%	36%	34%	融资活动现金流	228	(1236)	1972	(1647)	(2064)
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	现金净变动	1223	1339	3419	1288	2390
P/E	73.6	71.6	79.2	58.3	44.8	货币资金的期初余额	1840	3063	4402	7821	9109
P/B	12.9	14.7	13.3	11.6	10.0	货币资金的期末余额	3063	4402	7821	9109	11499
EV/EBITDA	33.2	36.4	47.7	37.1	30.1	企业自由现金流	1979	3333	1750	3180	4729
						权益自由现金流	2835	3675	1369	3110	4735

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032