

收购持续落地，体内医院矩阵完善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-24

主要观点：
● 事件：

9月20日公司发布公告，拟收购海南爱尔、枣庄爱尔等19家医疗机构部分股权。

● 点评：

✓ **收购对价合理，体内医院规模持续扩大，期待业绩释放**

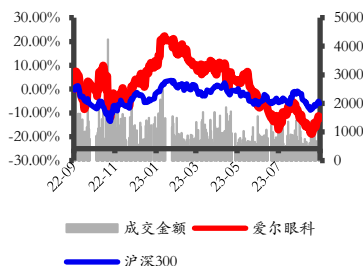
公司近日公告拟收购海南爱尔、枣庄爱尔、邢台爱尔、阮凌爱尔、石狮爱尔、赤壁爱尔、当阳爱尔、建平爱尔、宜都爱尔、杭州爱尔、深东爱尔、聊城爱尔、重庆云阳爱尔、重庆南川爱尔、昆明艾维、来宾爱尔、龙岩爱尔、汉川爱尔、武冈爱尔19家医疗机构的部分股权，合计交易对价8.60亿元，估值13.16亿元。从收购公告披露的信息看，19家医院2022年合计营收5.23亿元人民币、净利润-7.03百万元人民币，2023年1~7月合计营收3.79亿元人民币、净利润28.33百万元人民币。倘若考虑公司今年1月的收购事宜，今年以来公司共计收购33家医疗机构，体内医院体量持续扩大。从盈利能力方面看，23年1~7月公司收购的19家医疗机构平均净利率7.35%，尚处在培育期和快速发展阶段，未来有望持续为净利率提升做出贡献。

✓ **投资建议：维持“买入”评级**

公司是全球规模最大的专业眼科连锁医疗集团，目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚等地，奠定了全球发展的战略格局；独创的分级连锁模式及其配套的经营管理体系在业内持续领跑。我们看好公司的先发优势，预计2023~2025年将实现营业总收入206.17/255.64/308.21亿元，同比+28.0%/24.0%/20.6%；将实现归母净利润33.00/42.06/52.70亿元，同比+30.7%/27.5%/25.3%，维持“买入”评级。

✓ **风险提示**

海外市场扩张不及预期风险；政策变化风险；市场竞争加剧风险。

公司价格与沪深300走势比较

分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】爱尔眼科(300015.SH)
首次覆盖报告：砥砺前行，民营眼科龙头持续领跑 2022-05-18

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16110 | 20617 | 25564 | 30821 |
| 收入同比(%) | 7.4% | 28.0% | 24.0% | 20.6% |
| 归属母公司净利润 | 2524 | 3300 | 4206 | 5270 |
| 净利润同比(%) | 8.6% | 30.7% | 27.5% | 25.3% |
| 毛利率(%) | 50.5% | 51.2% | 51.8% | 52.5% |
| ROE(%) | 15.1% | 14.9% | 15.9% | 16.6% |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.35 | 0.45 | 0.57 |

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 85.15 | 49.93 | 39.17 | 31.26 |
| P/B | 13.37 | 7.44 | 6.25 | 5.20 |
| EV/EBITDA | 41.48 | 24.66 | 20.29 | 16.80 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 9657 | 13973 | 18468 | 24029 | 营业收入 | 16110 | 20617 | 25564 | 30821 |
| 现金 | 6004 | 9663 | 13355 | 18111 | 营业成本 | 7980 | 10056 | 12318 | 14655 |
| 应收账款 | 1583 | 2102 | 2567 | 3103 | 营业税金及附加 | 45 | 58 | 72 | 86 |
| 其他应收款 | 226 | 309 | 454 | 535 | 销售费用 | 1556 | 2165 | 2889 | 3575 |
| 预付账款 | 88 | 132 | 149 | 180 | 管理费用 | 2293 | 2989 | 3783 | 4623 |
| 存货 | 731 | 742 | 919 | 1075 | 财务费用 | 7 | 22 | -70 | -165 |
| 其他流动资产 | 1025 | 1025 | 1025 | 1025 | 资产减值损失 | -95 | -44 | -30 | -26 |
| 非流动资产 | 16922 | 18652 | 20174 | 21479 | 公允价值变动收益 | -357 | -1 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 44 | 186 | 235 | 280 |
| 固定资产 | 3519 | 3610 | 3614 | 3531 | 营业利润 | 3534 | 5133 | 6291 | 7700 |
| 无形资产 | 814 | 912 | 1016 | 1111 | 营业外收入 | 12 | 11 | 12 | 12 |
| 其他非流动资产 | 12588 | 14130 | 15544 | 16836 | 营业外支出 | 212 | 445 | 470 | 456 |
| 资产总计 | 26579 | 32626 | 38642 | 45509 | 利润总额 | 3335 | 4699 | 5833 | 7255 |
| 流动负债 | 5369 | 5570 | 6932 | 7976 | 所得税 | 646 | 1029 | 1196 | 1451 |
| 短期借款 | 573 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2689 | 3670 | 4637 | 5804 |
| 应付账款 | 1466 | 2237 | 2713 | 3180 | 少数股东损益 | 165 | 371 | 431 | 534 |
| 其他流动负债 | 3330 | 3333 | 4219 | 4796 | 归属母公司净利润 | 2524 | 3300 | 4206 | 5270 |
| 非流动负债 | 3595 | 3595 | 3595 | 3595 | EBITDA | 5341 | 6449 | 7655 | 8964 |
| 长期借款 | 115 | 115 | 115 | 115 | EPS（元） | 0.36 | 0.35 | 0.45 | 0.57 |
| 其他非流动负债 | 3480 | 3480 | 3480 | 3480 | | | | | |
| 负债合计 | 8963 | 9164 | 10527 | 11571 | | | | | |
| 少数股东权益 | 944 | 1315 | 1746 | 2280 | | | | | |
| 股本 | 7177 | 9328 | 9328 | 9328 | | | | | |
| 资本公积 | 3970 | 3970 | 3970 | 3970 | | | | | |
| 留存收益 | 5525 | 8848 | 13071 | 18359 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 16671 | 22146 | 26369 | 31658 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 26579 | 32626 | 38642 | 45509 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 4491 | 5727 | 7307 | 8188 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 2524 | 3300 | 4206 | 5270 | 营业收入 | 7.4% | 28.0% | 24.0% | 20.6% |
| 折旧摊销 | 1390 | 1450 | 1664 | 1761 | 营业利润 | 1.2% | 45.2% | 22.5% | 22.4% |
| 财务费用 | 49 | 198 | 189 | 189 | 归属于母公司净利 | 8.6% | 30.7% | 27.5% | 25.3% |
| 投资损失 | -44 | -186 | -235 | -280 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -48 | 59 | 512 | 198 | 毛利率（%） | 50.5% | 51.2% | 51.8% | 52.5% |
| 其他经营现金流 | 3192 | 4147 | 4666 | 6123 | 净利率（%） | 15.7% | 16.0% | 16.5% | 17.1% |
| 投资活动现金流 | -3260 | -3448 | -3427 | -3243 | ROE（%） | 15.1% | 14.9% | 15.9% | 16.6% |
| 资本支出 | -1380 | -3431 | -3492 | -3305 | ROIC（%） | 14.4% | 14.2% | 14.8% | 15.2% |
| 长期投资 | -1922 | -2 | -21 | -20 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 42 | -15 | 86 | 82 | 资产负债率（%） | 33.7% | 28.1% | 27.2% | 25.4% |
| 筹资活动现金流 | 390 | 1380 | -189 | -189 | 净负债比率（%） | 50.9% | 39.1% | 37.4% | 34.1% |
| 短期借款 | -98 | -573 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.80 | 2.51 | 2.66 | 3.01 |
| 长期借款 | 57 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.65 | 2.35 | 2.51 | 2.86 |
| 普通股增加 | 1770 | 2151 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 1757 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.61 | 0.63 | 0.66 | 0.68 |
| 其他筹资现金流 | -3097 | -198 | -189 | -189 | 应收账款周转率 | 10.18 | 9.81 | 9.96 | 9.93 |
| 现金净增加额 | 1643 | 3659 | 3692 | 4756 | 应付账款周转率 | 5.44 | 4.50 | 4.54 | 4.61 |

| 每股指标（元） | | | | | 估值比率 | | | | |
|---------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 每股收益 | 0.36 | 0.35 | 0.45 | 0.57 | P/E | 85.15 | 49.93 | 39.17 | 31.26 |
| 每股经营现金流 | 0.63 | 0.61 | 0.78 | 0.88 | P/B | 13.37 | 7.44 | 6.25 | 5.20 |
| 每股净资产 | 2.32 | 2.37 | 2.83 | 3.39 | EV/EBITDA | 41.48 | 24.66 | 20.29 | 16.80 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。