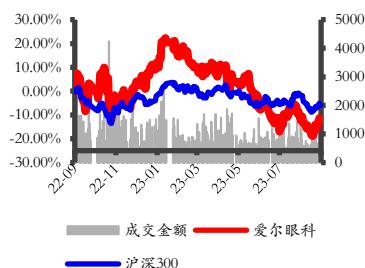


# 收购持续落地，体内医院矩阵完善

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-09-24

收盘价 (元)	17.99
近 12 个月最高/最低 (元)	34.89/16.94
总股本 (百万股)	9,328
流通股本 (百万股)	7,879
流通股比例 (%)	84.47
总市值 (亿元)	1,678
流通市值 (亿元)	1,417

**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

**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。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。

**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				
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				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	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	盈利能力				
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

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阅。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形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。