

爱尔眼科 (300015.SZ)

单三季度扣非归母净利润同比增长 20%，人才优势进一步增强

买入

核心观点

第三季度扣非归母净利润同比增长 20%，彰显了优异的成长性。2023Q1-3 实现收入 160.47 亿 (+23.0%)，归母净利润 31.81 亿 (+35.0%)，扣非归母净利润 31.05 亿 (+24.0%)。23Q3 实现收入 57.95 亿 (+17.2%)，归母净利润 14.69 亿 (+37.8%)，扣非归母净利润 13.46 亿 (+20.1%)。眼科医疗服务行业复苏趋势良好，公司品牌影响力不断提升，患者基数进一步扩大，高端术式占比逐步增加，经营规模持续扩大。

毛净利率稳中有升，各项费用率保持稳定。2023Q1-3 毛利率为 51.9% (同比持平)，23Q3 毛利率 56.3% (+0.2pp)，在整体宏观环境承压和消费疲软的背景下，业务毛利率仍然维持稳健。前三季度销售费用率 10.0% (+0.4pp)；管理费用率 13.0% (-0.9pp)；财务费用率 0.4% (+0.5pp)，主要为汇兑损益变动影响；研发费用率 1.5% (同比持平)，各项费用率维持稳定。净利率为 21.9% (+2.2pp)，盈利能力进一步增强。

再次发布回购公告提振市场信心，加大人才储备和科教研合作力度。10月25日，公司计划在完成首次回购计划的基础上，进一步加大力度，拟使用自有资金 2-3 亿元再次回购公司股份，两次回购股份都将用于实施股权激励计划或员工持股计划。公司于年内发布“眼科人才北斗计划”，希望未来 10 年引进与托举世界级战略科学家 10 人、行业领航、领军人才 100 人，培养眼科业务骨干 1000 人、眼科专业人才 10000 人。公司持续加大研发投入力度，在今年 9 月召开的第二十七次全国眼科学术大会 CCOS 2023 上，爱尔眼科共有超过 4000 篇论文被大会录取，近百名专家在此次大会上作出学术演讲和主题发言。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 34.55/45.36/57.83 亿，同比增速 36.9%/31.3%/27.5%；摊薄 EPS=0.37/0.49/0.62 元，当前股价对应 PE=51.0/38.9/30.5X。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。营收净利稳健增长，品牌影响力持续增强，并形成完善的医教研体系和人才培养机制，新十年“二次创业”稳步推进，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合进度不达预期、医疗事故风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	20,995	26,246	32,170
(+/-%)	25.9%	7.4%	30.3%	25.0%	22.6%
净利润(百万元)	2323	2524	3455	4536	5783
(+/-%)	34.8%	8.6%	36.9%	31.3%	27.5%
每股收益(元)	0.43	0.35	0.37	0.49	0.62
EBIT Margin	29.0%	26.3%	24.9%	25.1%	25.7%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	15.1%	15.4%	17.8%	19.8%
市盈率 (PE)	40.8	49.9	47.4	36.1	28.3
EV/EBITDA	21.6	27.8	30.7	24.6	19.7
市净率 (PB)	8.38	7.55	7.28	6.43	5.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.54 元
总市值/流通市值	163620/138190 百万元
52 周最高价/最低价	34.89/16.32 元
近 3 个月日均成交额	860.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《爱尔眼科 (300015.SZ) —2023 年中报点评：23H1 归母净利润同比增长 33%，白内障业务强势复苏》——2023-09-05

《爱尔眼科 (300015.SZ) —2022 年年报及 2023 年一季报点评：2023 年一季度营收同比增长 20%，分级连锁医疗网络不断完善》——2023-04-27

《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》——2023-01-08

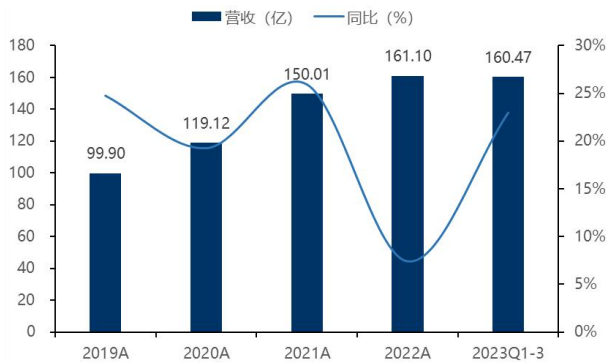
《爱尔眼科 (300015.SZ) —2022 年三季报点评：单三季度归母净利润同比增长 20%，疫情扰动下维持稳健经营》——2022-10-29

《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

《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

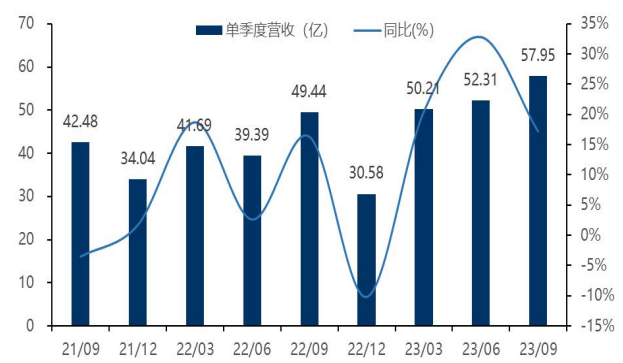
《创新器械盘点系列 (1) -眼科产业链：创新驱动，服务为王》-2020-05-30

图1: 爱尔眼科营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



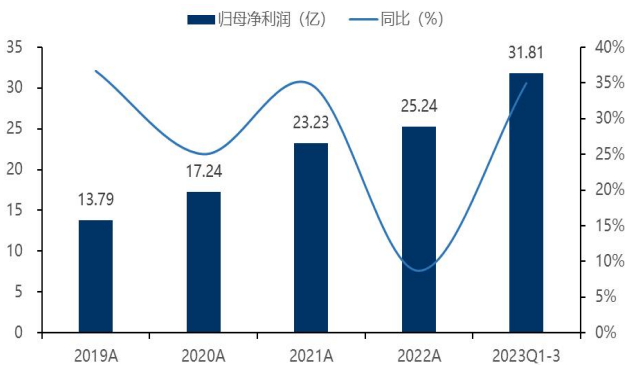
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱尔眼科单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



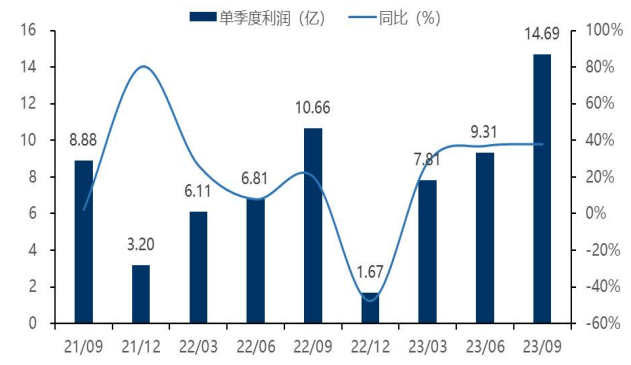
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 爱尔眼科归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



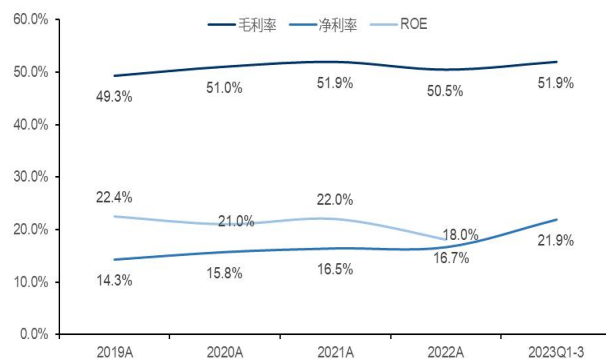
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱尔眼科单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



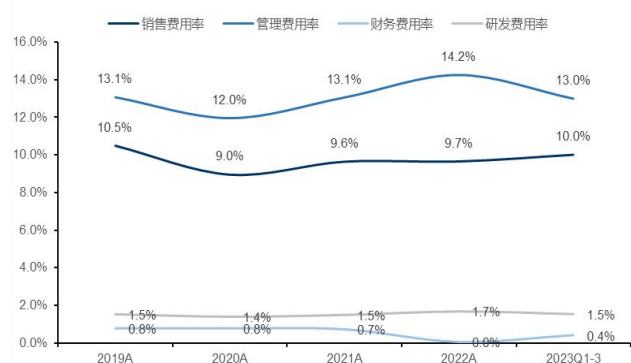
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 爱尔眼科毛利率、净利率变化情况



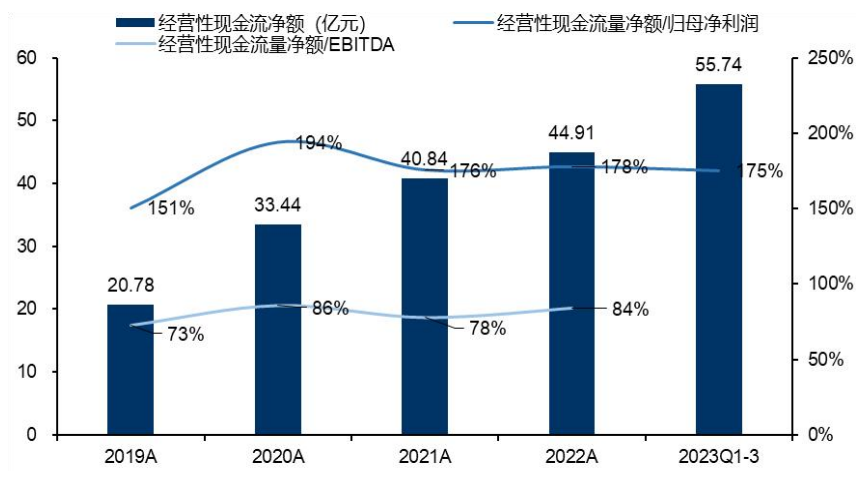
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 爱尔眼科三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 爱尔眼科经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23/10/26)	总市值 亿人民币	EPS				PE				扣非 ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300015	爱尔眼科	17.54	1636	0.27	0.37	0.49	0.62	64.8	47.4	36.1	28.3	21%	1.5	买入
301267	华厦眼科	41.24	346	0.61	0.82	1.07	1.38	67.7	50.4	38.7	29.9	16%	1.6	无
301239	普瑞眼科	106.22	159	0.14	1.91	2.04	2.75	772.7	55.7	52.1	38.7	1%	0.3	无
600763	通策医疗	82.43	264	2.17	1.99	2.51	3.12	37.9	41.4	32.8	26.4	17%	3.2	无
2273.HK	固生堂	45.25	109	0.76	1.07	1.40	1.82	55.4	39.6	30.2	23.3	10%	1.2	买入
1951.HK	锦欣生殖	3.54	88	0.04	0.13	0.17	0.21	74.4	25.5	19.5	15.8	2%	0.4	买入
6078.HK	海吉亚医疗	42.85	248	0.75	1.18	1.57	1.99	53.1	34.1	25.5	20.2	10%	0.9	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、固生堂为国信预测外, 其余均为 Wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4402	6004	6896	8518	11074	营业收入	15001	16110	20995	26246	32170
应收款项	1784	1808	2588	3308	4231	营业成本	7212	7980	10266	12725	15516
存货净额	571	731	1032	1174	1518	营业税金及附加	41	45	59	73	90
其他流动资产	158	214	279	367	483	销售费用	1447	1556	2037	2572	3120
流动资产合计	7215	9657	12796	15768	20105	管理费用	1958	2293	3077	3865	4665
固定资产	3204	4041	4856	6039	6913	研发费用	207	238	336	420	515
无形资产及其他	751	814	781	749	716	财务费用	106	7	106	7	105
投资性房地产	10678	12067	12067	12067	12067	投资收益	141	44	100	110	100
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(231)	(261)	(250)	(270)	(250)
资产总计	21849	26579	30499	34622	39801	其他收入	(652)	(477)	(336)	(420)	(515)
短期借款及交易性金融负债	2321	1112	1000	1000	1000	营业利润	3494	3534	4965	6424	8009
应付款项	1380	1466	1847	2357	2871	营业外净收支	(346)	(199)	(300)	(300)	(200)
其他流动负债	2575	2791	3833	4779	5812	利润总额	3148	3335	4665	6124	7809
流动负债合计	6276	5369	6680	8136	9683	所得税费用	678	646	980	1286	1640
长期借款及应付债券	58	115	115	115	115	少数股东损益	147	165	230	303	386
其他长期负债	3291	3480	3680	3180	2780	归属于母公司净利润	2323	2524	3455	4536	5783
长期负债合计	3349	3595	3795	3295	2895	现金流量表（百万元）					
负债合计	9625	8963	10475	11431	12577	净利润	2323	2524	3455	4536	5783
少数股东权益	914	944	1095	1293	1545	资产减值准备	(140)	(152)	26	40	48
股东权益	11310	16671	22466	25433	29215	折旧摊销	489	620	442	539	660
负债和股东权益总计	21849	26579	34035	38157	43337	公允价值变动损失	231	261	250	270	250
关键财务与估值指标						财务费用	106	7	106	7	105
每股收益	0.43	0.35	0.37	0.49	0.62	营运资本变动	(20)	(1290)	503	46	(188)
每股红利	0.15	0.12	0.13	0.17	0.21	其它	236	259	125	158	204
每股净资产	2.09	2.32	2.41	2.73	3.13	经营活动现金流	3120	2223	4801	5589	6758
ROIC	26%	21%	24%	29%	35%	资本开支	0	(1008)	(1500)	(2000)	(1800)
ROE	21%	15%	15%	18%	20%	其它投资现金流	0	(600)	(1100)	(400)	(400)
毛利率	52%	50%	51%	52%	52%	投资活动现金流	0	(1607)	(2600)	(2400)	(2200)
EBIT Margin	29%	26%	25%	25%	26%	权益性融资	1344	3878	0	0	0
EBITDA Margin	32%	30%	27%	27%	28%	负债净变化	(1324)	57	0	0	0
收入增长	26%	7%	30%	25%	23%	支付股利、利息	(800)	(875)	(1196)	(1568)	(2002)
净利润增长率	35%	9%	37%	31%	28%	其它融资现金流	1122	(1257)	(112)	0	0
资产负债率	48%	37%	34%	33%	33%	融资活动现金流	(1781)	987	(1308)	(1568)	(2002)
息率	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	1.6%	现金净变动	1339	1602	892	1621	2556
P/E	40.8	49.9	47.4	36.1	28.3	货币资金的期初余额	3063	4402	6004	6896	8518
P/B	8.4	7.6	7.3	6.4	5.6	货币资金的期末余额	4402	6004	6896	8518	11074
EV/EBITDA	21.6	27.8	30.7	24.6	19.7	企业自由现金流	3877	1737	3570	3793	5201
						权益自由现金流	3675	537	3645	4022	5505

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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