

2024年06月03日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元)

13.3

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2024/5/31)	12.12
深证成指(2024/5/31)	9364.38
股价 12 个月高/低	21.27/11.8
总发行股数(百万)	9327.01
A 股数(百万)	7905.00
A 市值(亿元)	958.09
主要股东	爱尔医疗投资集团有限公司 (34.33%)
每股净值(元)	1.96
股价/账面净值	6.18
股价涨跌(%)	一个月: -6.0, 三个月: -14.5, 一年: -41.8

近期评等

日期	收盘价	评级
2023-10-26	16.61	买进

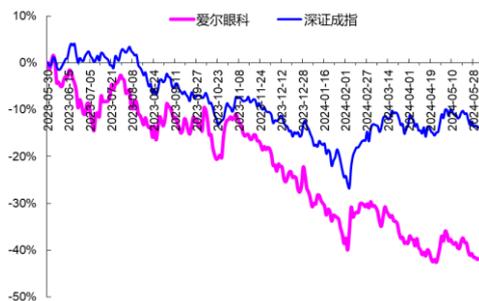
产品组合

屈光项目	42.2%
视光项目	25.2%
白内障手术	14.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	45.0%

股价相对大盘走势



爱尔眼科(300015.SZ)

区间操作

分级连锁体系继续深化，公司拟收购 52 家医疗机构部分股权事件：

公司发布公告，拟以自有资金出资 13.4 亿元，收购重庆眼视光、周口爱尔等 52 家医疗机构部分股权。

点评：

➤ **并购重组，深化分级连锁体系：**公司自 2014 年期陆续参与设立了多支产业基金，储备了大量优质眼科医院项目，公司近些年通过内生增长+外延扩张双轮驱动模式实现规模的扩大，并且实现了医疗网络的全国及分级连锁布局。公司此次计划收购的 52 家眼科医疗机构，除重庆眼视光和南昌洪城爱尔以外，其余绝大多数为地市级、县级医院项目，将会进一步完善公司下沉市场布局，深化全国各地的分级连锁体系。

➤ **收购估值探讨：**公司此次收购合计作价约 13.4 亿元，收购项目股权比例从 45%至 83%不等。若按照 52 个项目作为整体计算，对应 2023 年股权比例营收约 6.6 亿元，净利润约 1536 万（其中约 28 家净利润为负），净资产约 2.1 亿（其中约 16 家净资产为负），按 13.4 亿元收购作价计，静态 PS、PE、PB 分别为 2X、88X、9X，而爱尔眼科上市公司当下 PS、PE、PB(按昨日收盘价及 2023 年财务数据计算)分别为 6X、34X、6X。52 家公司作为整体，PS 估值低于上市公司，但 PE 及 PB 层面高于上市公司。此外，此次收购估计会产生约 12 亿商誉（公司 2024Q1 商誉余额约 65.6 亿元）。

➤ **盈利预测：**公司稳步推进中心城市及重点省会城市区域眼科中心建设，截止 2023 年末，境内已有医院 256 家，门诊 183 家，境外也已在美国、欧洲等共布局 131 家眼科中心及诊所，公司网络规模不断扩大下，分级连锁优势及规模效应将不断显现，我们看好公司未来业绩的稳步增长。我们预计公司 2024-2026 净利分别为 41.8 亿元、49.9 亿元、58.5 亿元，YOY 分别 +24.4%/+19.4%/+17.2%，EPS 分别为 0.45 元、0.53 元、0.57 元，PE 分别为 27 倍、23 倍、19 倍。考虑到公司短期业绩低于预期，我们暂给予“区间操作”评级。

➤ **风险提示：**疫情影响；医疗安全风险；政策风险；医院新建扩建进度不及预期；商誉减值

..... 继续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023E	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2524	3359	4178	4986	5845
同比增减	%	8.65	33.07	24.38	19.35	17.23
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.36	0.45	0.53	0.63
同比增减	%	-15.81	-0.14	22.92	19.35	17.23
市盈率(P/E)	X	33.21	33.26	27.06	22.67	19.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.15	0.13	0.16	0.19
股息率 (Yield)	%	0.83	1.24	1.11	1.32	1.55

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**表：收购标的主要财务数据及收购比例、作价等（单位：万元）**

标的	2023年 营收	2023年净 利	2023年总资 产	2023年总负 债	2023年所有 者权益	股权比例	作价
(一) 重庆眼视光眼科医院有限公司	13,258.73	2,175.45	14,110.23	6,987.13	7,123.10	83.02%	27,017.69
(二) 周口爱尔眼科医院有限公司	3,183.74	178.69	2,019.34	1,904.79	114.55	70%	4472.3
(三) 北票爱尔眼科医院有限公司	1,050.68	264.24	1,055.56	242.55	813.01	55%	1492.7
(四) 红河爱尔眼科医院有限公司	2,772.25	97.81	1,695.35	2,042.90	-347.55	70%	3945.9
(五) 保定爱尔眼科医院有限公司	2,953.21	-0.22	3,011.89	3,604.19	-592.3	73%	4378.18
(六) 凌源爱尔眼科医院有限责任公司	840.21	179.31	936	222.71	713.29	55%	1067
(七) 绥化爱尔眼科医院有限公司	2,094.98	-58.8	2,185.33	2,420.36	-235.04	80%	3346.4
(八) 宁远爱尔眼科医院有限公司	1,407.63	17.57	749.58	320.29	429.29	51%	1548.36
(九) 象山爱尔眼科医院有限公司	1,549.61	18.47	899.77	1,244.55	-344.78	70%	2268
(十) 宁波奉化爱尔光明眼科医院有限公司	1,586.67	19.39	1,141.49	1,625.79	-484.29	70%	2215.5
(十一) 长兴爱尔眼科医院有限公司	1,595.75	21.65	1,901.77	1,523.81	377.96	70%	2235.1
(十二) 永兴爱尔眼科医院有限公司	855.86	-19.19	1,047.05	1,181.72	-134.67	51%	893.52
(十三) 溆浦爱尔眼科医院有限公司	1,046.01	-100.45	1,019.98	1,828.82	-808.83	51%	932.28
(十四) 松滋爱尔眼科医院有限公司	972.91	-185.8	1,286.83	1,334.85	-48.02	70%	1266.3
(十五) 嘉兴爱尔眼科医院有限公司	3,126.96	-85.48	2,643.67	3,049.94	-406.27	75%	4689
(十六) 马鞍山爱尔眼科医院有限公司	1,601.01	-123.31	2,334.55	3,218.02	-883.47	80%	2522.4
(十七) 温岭爱尔眼科医院有限公司	2,291.27	-29.33	2,671.89	4,131.77	-1,459.88	70%	2878.4
(十八) 弥勒爱尔眼科医院有限公司	1603.49	-6.97	1,539.13	1,381.45	157.68	70%	2205.7
(十九) 鸡西爱尔眼科医院有限公司	2,004.94	-76.58	2,283.50	1,644.70	638.8	80%	3176.8
(二十) 罗田爱尔眼科医院有限公司	917.56	-10.83	1,548.16	1,344.81	203.36	60%	1090.8
(二十一) 阳新爱尔眼科医院有限公司	822.57	-25.96	899.46	276.75	622.71	51%	795.09
(二十二) 四平爱尔眼科医院有限公司	1,508.63	-268.96	2,698.37	1,718.60	979.77	51%	1520.82
(二十三) 朔州爱尔眼科医院有限公司	1,782.98	-77.03	2,569.99	1,834.27	735.73	70%	2529.8
(二十四) 汾阳爱尔眼科医院有限公司	1,076.97	-274.6	1,586.93	1,268.84	318.08	70%	1375.5
(二十五) 福州锐明爱尔眼科门诊部有限公司	1,519.71	261.2	1,734.91	1,347.52	387.39	60%	1947.6
(二十六) 河池爱尔眼科医院有限公司	2,846.71	254.31	3,301.86	2,324.86	976.99	65%	3255.85
(二十七) 石门爱尔眼科医院有限公司	894.31	-95.53	1,052.90	805.98	246.92	51%	810.9
(二十八) 北京开创医拓科技有限公司	1,852.93	153.62	2,613.54	1,895.00	718.54	80%	2774.4
(二十九) 梓潼爱尔眼科医院有限公司	689.31	-112.89	1,327.94	1,344.05	-16.1	62%	802.03
(三十) 开原爱尔光明眼科医院有限公司	984.26	2.46	1,373.28	460.46	912.83	70%	1240.4
(三十一) 灵山爱尔眼科医院有限公司	909.67	-63.16	1,709.05	1,053.79	655.27	75%	1354.5
(三十二) 平果爱尔眼科医院有限公司	1,869.95	228.79	2,116.42	1,080.41	1,036.01	80%	2688
(三十三) 老河口爱尔眼科医院有限公司	1,357.48	9.2	2,043.19	1,435.14	608.04	55%	1366.2
(三十四) 榆树爱尔眼科医院有限公司	812.55	-89.77	1,095.19	1,041.81	53.38	75%	1180.5
(三十五) 重庆长寿区爱尔眼科医院有限公司	2,111.37	60.24	2,338.24	1,855.72	482.52	45%	1704.6
(三十六) 广元爱尔眼科医院有限公司	2,983.75	-255.23	4,685.22	3,529.20	1,156.01	70%	4211.9
(三十七) 常宁爱尔眼科医院有限公司	857.74	14.59	1,098.71	782.38	316.33	51%	940.95
(三十八) 衡阳蒸阳爱尔眼科医院有限公司	958.05	48.13	1,079.53	517.47	562.05	51%	984.81
(三十九) 安溪爱尔眼科医院有限责任公司	2,589.22	207.8	2,670.43	1,443.95	1,226.48	70%	3514

(四十) 南昌洪城爱尔眼科医院有限公司	3,483.59	-71.12	4,415.38	3,491.75	923.63	57%	3486.63
(四十一) 房县爱尔眼科医院有限公司	858.72	42.78	1,205.88	591.35	614.53	70%	1286.6
(四十二) 谷城爱尔眼科医院有限公司	835.1	-84.77	1,744.79	1,755.67	-10.88	70%	1104.6
(四十三) 岑溪爱尔眼科医院有限公司	1,140.87	-190.33	1,819.47	2,126.09	-306.62	70%	1558.2
(四十四) 藤县爱尔眼科医院有限公司	1,911.39	-10.8	1,675.66	1,528.42	147.24	70%	2469.6
(四十五) 永春爱尔眼科医院有限公司	1,342.16	-63.45	2,307.42	2,376.98	-69.55	80%	2169.6
(四十六) 祁阳爱尔眼科医院有限公司	777.69	-81.37	1,539.73	1,306.06	233.67	70%	1008
(四十七) 邛崃爱尔眼科医院有限公司	1,365.64	103.81	1,798.66	1,837.56	38.91	51%	1293.36
(四十八) 长阳爱尔眼科医院有限公司	681.64	2.83	931.52	326.66	604.86	55%	720.5
(四十九) 永州零陵爱尔眼科医院有限公司	1,370.75	55.04	1,775.39	1,475.11	300.29	51%	1326
(五十) 遵义爱尔眼科医院有限公司	3,802.00	31.49	2,375.96	2,492.40	-116.44	80%	6115.2
(五十一) 安乡爱尔眼科医院有限公司	503.26	-99.22	906.41	900.25	6.16	51%	476.34
(五十二) 惠州市惠阳爱尔康明眼科医院有限公司	2,208.05	-49.43	4,498.75	2,398.80	2,099.94	67%	2745.92

**附一：合并损益表**

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16110	20367	24120	27920	31992
经营成本	7980	10022	11869	13723	15713
营业税金及附加	45	49	44	45	51
销售费用	1556	1966	2312	2652	3007
管理费用	2293	2669	3178	3630	4063
财务费用	7	74	232	279	304
资产减值损失			0	0	0
投资收益	44	47	32	30	30
营业利润	3534	4948	6059	7119	8308
营业外收入	12	12	13	10	10
营业外支出	212	409	334	230	230
利润总额	3335	4551	5739	6899	8088
所得税	646	895	1124	1359	1593
少数股东损益	165	297	437	554	649
归母公司净利润	2524	3359	4178	4986	5845

**附二：合并资产负债表**

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6004	6099	7319	8783	10539
存货净额	1583	1899	2279	2735	3282
应收帐款净额	731	900	1044	1200	1368
流动资产合计	9657	10186	12427	15161	18496
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	3519	3864	4367	4891	5429
无形资产及其他资产合计	522	920	736	589	471
资产总计	16922	20001	23401	26911	30409
流动负债合计	26579	30187	35828	42072	48905
长期负债合计	5369	6011	6312	6627	6959
负债合计	3595	4151	4358	4532	4668
少数股东权益	8963	10162	10670	11160	11627
股东权益合计	944	1169	1438	1754	2122
负债和股东权益总计	16671	18856	23720	29158	35156

**附三：合并现金流量表**

(人民币百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动所得现金净额	4491	5872	6,459	7,105	7,815
投资活动所用现金净额	-3260	-3304	-4703	-4978	-5269
融资活动所得现金净额	390	-2510	-536	-663	-790
现金及现金等价物净增加额	1643	93	1220	1464	1757

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。