

2023 年 08 月 25 日

# 半年报业绩符合预期，后续增长稳健见好

## 爱尔眼科(300015)

### 事件概述

公司 23H1 实现营业收入 102.51 亿元 (yoy+26.45%)，归母净利润 17.12 亿元 (yoy +32.61%)，实现扣非归母净利润 17.59 亿元 (yoy+27.23%)；Q2 单季度实现营收 52.31 亿元 (+32.81%)，归母净利润 9.31 亿元 (+36.82%)；扣非归母净利润 10.65 亿元 (+32.57%)。23H1 公司实现门诊量 726.95 万人次，同比增长 31.19%；手术量 60.78 万例，同比增长 36.62%，疫后诊疗需求快速恢复。

### 多举并下，为各项业务增长保驾护航

23H1 分板块看：屈光业务收入 40.3 亿元 (+17%)，毛利率 57.7% (+0.03pct)，系各大医院手术高速增长，高端手术占比提高显著；同时公司加大了对各地、县级医院屈光科室的建设投入，手术供给能力显著增长；

视光业务收入 23.0 亿元 (+30.5%)，毛利率 55.2% (+1.6pct)，增长系爱尔视光的品牌影响力逐步提升；同时公司 5P 近视防控体系进一步推广，青少年儿童建档量不断增加。

白内障业务收入 16.7 亿元 (+60.3%)，毛利率 37.5% (+1.6pct)，快速增长系公司经营规模和品牌影响力持续扩大；同时部分 22 年因外部环境延迟的老年患者也在 2023 年上半年就医；

眼前段业务收入 8.7 亿元 (+27.9%)，毛利率 40.9% (+0.6pct)，主要系干眼症、角结膜病、青光眼等患者增速较快；

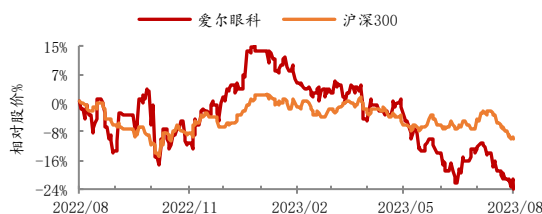
眼后段业务收入 6.9 亿元 (+31.8%)，毛利率 30.8% (+0.7pct)，主要系各类眼底病患者增加，公司眼底病诊疗能力进一步增强所致。其他项目收入 6.7 亿 (+3.3%)，毛利率 39.7% (+0.3pct)

1H23 公司境内实现收入 90.9 亿元 (yoy+27.1%)；公司境内服务网络持续拓展，拥有境内医院 229 家、门诊部 168 家 (22 年底分别为 215 家、148 家)；随着医疗网络规模不断扩大，分级连锁优势和规模效应得到了进一步凸显；境外实现收入 11.6 亿元 (yoy+21.6%)，截至 1H23 公司拥有海外眼科中心及诊所 124 家眼科中心及诊所，逐渐形成覆盖全球的医疗服务网络 (22 年底为 118 家)

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：  
最新收盘价：17.4

股票代码：300015  
52 周最高价/最低价：34.89/16.94  
总市值(亿)：1,623.14  
自由流通市值(亿)：1,370.87  
自由流通股数(百万)：7,878.56



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519110002  
联系电话：

联系人：程仲瑞  
邮箱：chengzy@hx168.com.cn  
SAC NO：  
联系电话：

### 相关研究

1. 【华西医药】爱尔眼科(300015)年报&一季报点评：2023Q1 业绩略超预期，内生增长强劲外延并购持续推进

2023.04.26

2. 【华西医药】爱尔眼科(300015)三季报点评：2022Q3 业绩符合预期，疫情下龙头经营更显韧性

## 投资建议

维持公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 202.1、250.2、306.9 亿元，对应增速分别为 25.5%、23.8%、22.7%；归母净利润为 34.9、44.9、56.1 亿元，对应增速分别为 38.2%、28.8%、24.8%，EPS 分别为 0.37、0.48 和 0.60 元，对应 2023 年 8 月 25 日 17.4 元/股收盘价，PE 分别为 47/36/29X；维持“买入”评级。

## 风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；新冠疫情持续反复导致业绩不及预期风险；行业政策风险。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 15,001 | 16,110 | 20,211 | 25,018 | 30,692 |
| YoY (%)    | 25.9%  | 7.4%   | 25.5%  | 23.8%  | 22.7%  |
| 归母净利润(百万元) | 2,323  | 2,524  | 3,488  | 4,493  | 5,609  |
| YoY (%)    | 34.8%  | 8.6%   | 38.2%  | 28.8%  | 24.8%  |
| 毛利率 (%)    | 51.9%  | 50.5%  | 51.3%  | 51.8%  | 52.2%  |
| 每股收益 (元)   | 0.33   | 0.36   | 0.37   | 0.48   | 0.60   |
| ROE        | 20.5%  | 15.1%  | 18.3%  | 19.8%  | 20.6%  |
| 市盈率        | 52.16  | 47.68  | 46.54  | 36.13  | 28.94  |

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 现金流量表 (百万元)     | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入              | 16,110 | 20,211 | 25,018 | 30,692 | 净利润             | 2,689       | 3,726       | 4,792       | 5,984       |
| YoY (%)            | 7.4%   | 25.5%  | 23.8%  | 22.7%  | 折旧和摊销           | 1,390       | 335         | 339         | 341         |
| 营业成本               | 7,980  | 9,849  | 12,058 | 14,656 | 营运资金变动          | -48         | 188         | 396         | 552         |
| 营业税金及附加            | 45     | 55     | 69     | 84     | 经营活动现金流         | 4,491       | 4,621       | 5,865       | 7,243       |
| 销售费用               | 1,556  | 2,183  | 2,727  | 3,530  | 资本开支            | -1,380      | -267        | -259        | -252        |
| 管理费用               | 2,293  | 2,931  | 3,690  | 4,450  | 投资              | -1,922      | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用               | 7      | 85     | 22     | -71    | 投资活动现金流         | -3,260      | -166        | -134        | -160        |
| 研发费用               | 272    | 327    | 411    | 502    | 股权募资            | 3,878       | -357        | 0           | 0           |
| 资产减值损失             | -95    | 0      | 0      | 0      | 债务募资            | -1,250      | 12          | 4           | -10         |
| 投资收益               | 44     | 101    | 125    | 92     | 筹资活动现金流         | 390         | -1,267      | -1,099      | -1,337      |
| 营业利润               | 3,534  | 4,942  | 6,262  | 7,739  | 现金净流量           | 1,643       | 3,187       | 4,633       | 5,745       |
| 营业外收支              | -199   | -267   | -258   | -251   | <b>主要财务指标</b>   |             |             |             |             |
| 利润总额               | 3,335  | 4,675  | 6,004  | 7,488  | <b>成长能力</b>     |             |             |             |             |
| 所得税                | 646    | 949    | 1,212  | 1,504  | 营业收入增长率         | 7.4%        | 25.5%       | 23.8%       | 22.7%       |
| 净利润                | 2,689  | 3,726  | 4,792  | 5,984  | 净利润增长率          | 8.6%        | 38.2%       | 28.8%       | 24.8%       |
| 归属于母公司净利润          | 2,524  | 3,488  | 4,493  | 5,609  | <b>盈利能力</b>     |             |             |             |             |
| YoY (%)            | 8.6%   | 38.2%  | 28.8%  | 24.8%  | 毛利率             | 50.5%       | 51.3%       | 51.8%       | 52.2%       |
| 每股收益               | 0.36   | 0.37   | 0.48   | 0.60   | 净利率             | 15.7%       | 17.3%       | 18.0%       | 18.3%       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |        |        |        |        | 总资产收益率 ROA      | 9.5%        | 11.4%       | 12.8%       | 13.4%       |
| 货币资金               | 6,004  | 9,191  | 13,824 | 19,570 | 净资产收益率 ROE      | 15.1%       | 18.3%       | 19.8%       | 20.6%       |
| 预付款项               | 88     | 130    | 146    | 180    | <b>偿债能力</b>     |             |             |             |             |
| 存货                 | 731    | 802    | 1,089  | 1,220  | 流动比率            | 1.80        | 2.10        | 2.55        | 2.79        |
| 其他流动资产             | 2,834  | 3,780  | 3,896  | 5,056  | 速动比率            | <b>1.62</b> | <b>1.94</b> | <b>2.36</b> | <b>2.63</b> |
| 流动资产合计             | 9,657  | 13,903 | 18,955 | 26,025 | 现金比率            | 1.12        | 1.39        | 1.86        | 2.10        |
| 长期股权投资             | 0      | 0      | 0      | 0      | 资产负债率           | 33.7%       | 33.5%       | 31.4%       | 30.8%       |
| 固定资产               | 3,519  | 3,288  | 3,033  | 2,759  | <b>经营效率</b>     |             |             |             |             |
| 无形资产               | 814    | 814    | 814    | 814    | 总资产周转率          | 0.67        | 0.71        | 0.76        | 0.80        |
| 非流动资产合计            | 16,922 | 16,586 | 16,248 | 15,907 | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |             |             |
| 资产合计               | 26,579 | 30,489 | 35,203 | 41,932 | 每股收益            | 0.36        | 0.37        | 0.48        | 0.60        |
| 短期借款               | 573    | 585    | 589    | 579    | 每股净资产           | 2.32        | 2.05        | 2.43        | 2.91        |
| 应付账款及票据            | 1,466  | 2,297  | 2,229  | 3,259  | 每股经营现金流         | 0.63        | 0.50        | 0.63        | 0.78        |
| 其他流动负债             | 3,330  | 3,745  | 4,627  | 5,474  | 每股股利            | 0.10        | 0.08        | 0.10        | 0.12        |
| 流动负债合计             | 5,369  | 6,627  | 7,446  | 9,312  | <b>估值分析</b>     |             |             |             |             |
| 长期借款               | 115    | 115    | 115    | 115    | PE              | 47.68       | 46.54       | 36.13       | 28.94       |
| 其他长期负债             | 3,480  | 3,480  | 3,480  | 3,480  | PB              | 13.37       | 8.50        | 7.16        | 5.97        |
| 非流动负债合计            | 3,595  | 3,595  | 3,595  | 3,595  |                 |             |             |             |             |
| 负债合计               | 8,963  | 10,222 | 11,040 | 12,906 |                 |             |             |             |             |
| 股本                 | 7,177  | 9,311  | 9,311  | 9,311  |                 |             |             |             |             |
| 少数股东权益             | 944    | 1,183  | 1,481  | 1,857  |                 |             |             |             |             |
| 股东权益合计             | 17,615 | 20,268 | 24,162 | 29,025 |                 |             |             |             |             |
| 负债和股东权益合计          | 26,579 | 30,489 | 35,203 | 41,932 |                 |             |             |             |             |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017 年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

程仲瑶：上海交通大学药学硕士，曾就职于私募基金和2年医药实业经历，2021年11月加入华西证券，负责医疗服务和中药行业

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资评级 | 说明                             |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |      |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。