



2020年10月27日

爱尔眼科(300015): 眼科诊疗需求快速释放, 业绩高增长

推荐(维持)

医药生物

当前股价: 61.46 元

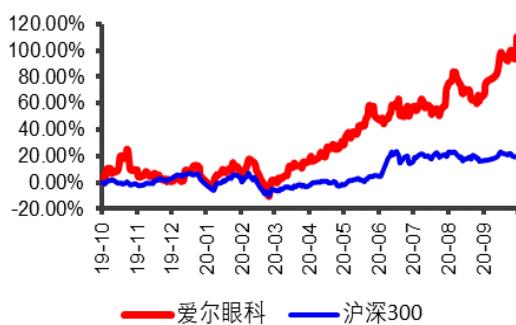
**主要财务指标 (单位: 百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9,990	11,568	14,732	18,059
(+/-)	24.7%	15.8%	27.4%	22.6%
<b>营业利润</b>	2,022	2,426	3,265	4,143
(+/-)	29.8%	20.0%	34.6%	26.9%
<b>归属母公司</b>	1,379	1,696	2,350	3,034
<b>净利润</b>				
(+/-)	36.7%	23.0%	38.6%	29.1%
<b>EPS (元)</b>	0.45	0.41	0.57	0.74
<b>市盈率</b>	138.1	149.2	107.6	83.4

**公司基本情况 (最新)**

<b>总股本/已流通股 (万股)</b>	412152 / 341652
<b>流通市值 (亿元)</b>	2,100
<b>每股净资产 (元)</b>	2.31
<b>资产负债率 (%)</b>	38.2

**股价表现 (最近一年)**



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

**投资要点:**

- 三季度业绩大幅增长。**公司 2020 年前三季度实现营业收入 85.65 亿元, 同比增长 10.78%; 归属于母公司股东净利润 15.46 亿元, 同比增长 25.60%; 扣非后归属于母公司股东净利润 15.81 亿元, 同比增长 27.99%; 对应 EPS 0.38 元。其中, 2020Q3 单季实现营业收入 44.02 亿元; 同比增长 47.55%; 归母净利润 8.70 亿元, 同比增长 62.34%。公司三季度营收和利润大幅增长, 部分来自于眼科诊疗需求回升带来的业务量增加, 部分来自于并表医院的贡献。

- 眼科诊疗需求快速释放。**随着疫情的逐步好转, 前期延迟的需求快速释放, 眼科诊疗业务量大幅增加, 公司业绩也恢复高增长。报告期内, 公司销售毛利率为 47.65%, 同比下降 0.76pp; 销售净利率为 19.62%, 同比上升 2.74pp。从期间费用上看, 前三季度公司销售费用率为 8.65%, 同比下降 1.91pp; 管理费用率为 11.56%, 同比下降 0.73pp; 财务费用率为 0.79%, 同比上升 0.30pp; 研发费用率为 1.14%, 同比下降 0.31pp。总体来看, 公司费用控制良好, 盈利能力有所提升。公司现金流状况良好, 前三季度经营性现金流为 25.53 亿元, 同比增长 37.76%。

- 扩张步伐持续加大。**公司今年 6 月实施了重大资产并购重组和定向增发。本次重组收购了 30 家眼科医院, 其中 26 家为爱尔并购基金旗下医院, 2 家来自众生药业, 2 家来自爱瑞阳光, 30 家医院在下半年纳入合并报表, 为公司贡献业绩。公司通过产业基金方式培育医院, 不断扩大公司体量, 对外扩张步伐持续加大。

- **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 16.96 亿元、23.50 亿元、30.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 149.2/107.6/83.4 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 医疗事故风险；新建医院盈利不达预期风险；外延并购不达预期风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>9,990</b>	<b>11,568</b>	<b>14,732</b>	<b>18,059</b>
货币资金	1,840	2,547	3,639	5,257	营业成本	5,065	5,857	7,396	9,006
应收款	1,375	1,542	1,882	2,157	营业税金及附加	22	22	22	22
存货	374	439	575	675	销售费用	1,049	1,226	1,569	1,932
其他流动资产	438	460	483	507	管理费用	1,305	1,539	1,974	2,438
流动资产合计	4,027	4,989	6,579	8,597	财务费用	76	66	65	62
<b>非流动资产：</b>					<b>费用合计</b>	<b>2,429</b>	<b>2,831</b>	<b>3,608</b>	<b>4,433</b>
金融类资产	1,754	2,105	2,526	3,031	资产减值损失	-380	-342	-308	-277
固定资产+在建工程	2,126	1,784	1,442	1,100	公允价值变动	-56	-59	-62	-65
无形资产+商誉	3,193	3,353	3,520	3,696	投资收益	113	119	125	131
其他非流动资产	795	874	962	1,058	<b>营业利润</b>	<b>2,022</b>	<b>2,426</b>	<b>3,265</b>	<b>4,143</b>
非流动资产合计	7,868	8,116	8,450	8,886	加：营业外收入	8	9	10	11
资产总计	11,895	13,645	16,106	19,092	减：营业外支出	190	180	171	163
<b>流动负债：</b>					<b>利润总额</b>	<b>1,840</b>	<b>2,255</b>	<b>3,103</b>	<b>3,991</b>
短期借款	580	638	702	772	所得税费用	409	501	690	887
应付账款、票据	1,092	1,285	1,603	1,926	<b>净利润</b>	<b>1,431</b>	<b>1,753</b>	<b>2,413</b>	<b>3,104</b>
其他流动负债	1,206	1,265	1,336	1,420	少数股东损益	52	57	63	70
流动负债合计	2,879	3,189	3,640	4,118	<b>归母净利润</b>	<b>1,379</b>	<b>1,696</b>	<b>2,350</b>	<b>3,034</b>
<b>非流动负债：</b>									
长期借款	1,636	1,717	1,803	1,894					
其他非流动负债	358	376	394	414	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2021E</b>
非流动负债合计	1,993	2,093	2,198	2,308	<b>成长性</b>				
负债合计	4,872	5,282	5,838	6,425	营业收入增长率	24.7%	15.8%	27.4%	22.6%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	29.8%	20.0%	34.6%	26.9%
股本	3,098	4,122	4,122	4,122	归母净利润增长率	36.7%	23.0%	38.6%	29.1%
资本公积金	561	561	561	561	总资产增长率	23.6%	14.7%	18.0%	18.5%
未分配利润	2,608	3,772	5,436	7,524	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	429	429	429	429	毛利率	49.3%	49.4%	49.8%	50.1%
所有者权益合计	7,023	9,386	11,921	13,690	营业利润率	20.2%	21.0%	22.2%	22.9%
负债和所有者权益	11,895	14,668	17,129	20,115	三项费用/营收	24.3%	24.5%	24.5%	24.5%
					EBIT/销售收入	19.1%	20.2%	21.6%	22.6%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2021E</b>	<b>净利润率</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.2%</b>
净利润	1431	1753	2413	3104	ROE	20.4%	21.0%	23.5%	24.5%
折旧与摊销	504	342	342	342	<b>营运能力</b>				
财务费用	59	66	65	62	总资产周转率	84.0%	84.8%	91.5%	94.6%
存货的减少	9	-65	-136	-100	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	18	26	-23	49	资产负债率	41.0%	38.7%	36.2%	33.7%
其他非现金部分	329	-153	-161	-168	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	2078	2026	2621	3478	经营净现金流/净利润	1.45	1.16	1.09	1.12
投资活动现金净流量	-1759	-351	-421	-505	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	164	-371	-452	-632	每股收益	0.45	0.41	0.57	0.74
现金流量净额	0	707	1,091	1,618	每股净资产	2.27	2.28	2.89	3.32

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

## 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>