



2021年8月27日

爱尔眼科 (300015): 业绩符合预期, 分级诊疗稳步推进

推荐 (维持)

医药生物

当前股价: 48.71 元

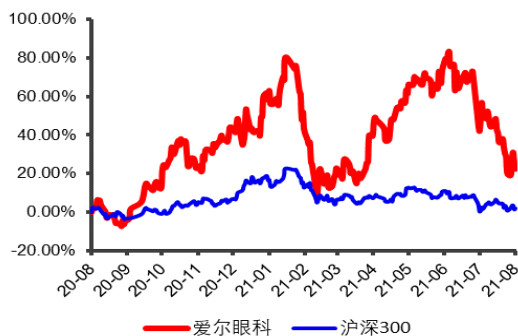
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,912	15,173	18,886	22,990
(+/-)	19.2%	27.4%	24.5%	21.7%
营业利润	2,674	3,482	4,491	5,577
(+/-)	32.3%	30.2%	29.0%	24.2%
归属母公	1,724	2,338	3,109	3,938
司净利润				
(+/-)	25.0%	35.6%	33.0%	26.7%
EPS (元)	0.42	0.43	0.58	0.73
市盈率	116.5	112.6	84.7	66.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	540552 / 445872
流通市值 (亿元)	2,172
每股净资产 (元)	1.87
资产负债率 (%)	48.2

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

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@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:

- **业绩持续回升。**公司 2021 上半年实现营业收入 73.48 亿元, 同比增长 73.48%; 归属于母公司股东净利润 11.16 亿元, 同比增长 65.03%; 扣非后归属于母公司股东净利润 12.27 亿元, 同比增长 111.92%; 对应 EPS 0.21 元。其中, 2021Q2 单季实现营业收入 38.37 亿元; 同比增长 52.11%; 归母净利润 6.32 亿元, 同比增长 5.86%。目前公司基本摆脱疫情的负面影响, 就诊量快速恢复, 业绩持续回升。

- **各项业务快速恢复, 毛利率提升。**报告期内, 公司门诊量达 479 万人次 (+81.38%), 手术量达 41 万例 (+71.57%)。屈光手术实现收入 28.45 亿元 (+84.65%), 手术量增加的同时 ICL 等高端手术占比持续提升; 视光服务实现收入 15.24 亿元 (+85.20%), 产品不断丰富, 配镜量稳定增长; 白内障手术实现收入 10.73 亿元 (+71.52%), 主要受益于白内障消费升级; 眼前段手术实现收入 7.10 亿元 (+65.25%); 眼后段收入实现收入 4.79 亿元 (+51.94%); 其他项目实现收入 7.05 亿元 (+65.10%)。公司各项业务快速恢复, 毛利率从去年同期的 43.73% 上升至 48.74%。从区域上看, 2021H1 国内实现收入 64.88 亿元 (+79.18%), 长沙爱尔、武汉爱尔、沈阳爱尔、成都爱尔等成熟医院内生增长稳定, 上半年营收增速分别为 35%、67%、50%、45%, 净利润增速分别为 69%、184%、56% 和 62%, 相较于 2019H1 也基本实现良好增长; 2021H1 港澳台及海外地区实现收入 8.60 亿元 (+58.38%), 其中欧洲地区实现收入 6.76 亿元 (+71.14%), 疫情之下表现略超预期。

- **分级诊疗不断深化, 全国扩张持续推进。**报告期内, 公司收购武汉爱尔黄陂医院 60% 的股权、汉中爱尔 86% 的股权、丹

东爱尔 55%的股权、临沂爱尔 51%的股权和重庆万州爱尔 80%的股权，新设了湖北爱尔、涟源爱尔、株洲爱尔、海南博鳌乐城爱尔以及 19 家门诊部或诊所。截止 2021 年 6 月 30 日，公司境内医院数量达到 155 家（上半年新增 9 家），门诊部数量达到 107 家（上半年新增 19 家）。公司推出定增预案，拟募集资金 35 亿元用于长沙、沈阳和南宁医院的扩建和湖北、安徽、贵州的新建，以进一步提升省会中心医院的医疗服务能力。分级诊疗连锁模式稳步推进，全国医疗网络逐步铺开。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 23.38 亿元、31.09 亿元、39.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元、0.73 元，当前股价对应 PE 分别为 112.6/84.7/66.9 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)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	11,912	15,173	18,886	22,990
货币资金	3,063	3,891	3,740	4,051	营业成本	5,834	7,389	9,086	10,944
应收款	1,602	2,023	2,466	3,002	营业税金及附加	30	30	30	30
存货	495	616	757	912	销售费用	1,066	1,411	1,794	2,253
其他流动资产	486	583	699	839	管理费用	1,425	1,897	2,398	2,966
流动资产合计	5,645	7,112	7,662	8,803	财务费用	90	53	58	65
非流动资产：					研发费用	164	228	283	345
金融类资产	1,756	1,931	2,125	2,337	费用合计	2,747	3,588	4,534	5,629
固定资产+在建工程	2,760	3,252	3,764	4,222	资产减值损失	-457	-503	-553	-608
无形资产+商誉	4,424	5,751	7,189	8,627	公允价值变动	-380	-399	-419	-440
其他非流动资产	956	1,147	1,376	1,651	投资收益	159	165	172	179
非流动资产合计	9,895	12,081	14,453	16,837	营业利润	2,674	3,482	4,491	5,577
资产总计	15,541	19,193	22,116	25,640	加：营业外收入	15	16	18	20
流动负债：					减：营业外支出	326	358	394	434
短期借款	487	511	537	564	利润总额	2,363	3,140	4,115	5,163
应付账款、票据	1,454	1,806	2,170	2,554	所得税费用	486	646	846	1,062
其他流动负债	1,393	1,554	1,735	1,939	净利润	1,877	2,494	3,269	4,101
流动负债合计	3,334	3,872	4,442	5,056	少数股东损益	153	156	160	163
非流动负债：					归母净利润	1,724	2,338	3,109	3,938
长期借款	1,382	1,520	1,672	1,839					
其他非流动负债	172	189	208	229					
非流动负债合计	1,554	1,710	1,880	2,069					
负债合计	4,888	5,581	6,323	7,125					
所有者权益					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	4,122	5,406	5,406	5,406	成长性				
资本公积金	2,377	2,377	2,377	2,377	营业收入增长率	19.2%	27.4%	24.5%	21.7%
未分配利润	2,768	4,194	6,048	8,360	营业利润增长率	32.3%	30.2%	29.0%	24.2%
少数股东权益	798	798	798	798	归母净利润增长率	25.0%	35.6%	33.0%	26.7%
所有者权益合计	10,652	13,612	15,793	18,515	总资产增长率	30.7%	23.5%	15.2%	15.9%
负债和所有者权益	15,541	19,193	22,116	25,640	盈利能力				
					毛利率	51.0%	51.3%	51.9%	52.4%
					营业利润率	22.4%	22.9%	23.8%	24.3%
					三项费用/营收	23.1%	23.6%	24.0%	24.5%
					EBIT/销售收入	20.5%	21.2%	22.2%	22.8%
					净利润率	15.8%	16.4%	17.3%	17.8%
					ROE	17.6%	18.3%	20.7%	22.1%
					营运能力				
					总资产周转率	76.7%	79.1%	85.4%	89.7%
					资产结构				
					资产负债率	31.5%	29.1%	28.6%	27.8%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.78	0.55	0.63	0.70
					每股数据（元/股）				
					每股收益	0.42	0.43	0.58	0.73
					每股净资产	2.58	2.52	2.92	3.43

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。

陈成：华鑫证券行业分析师，2018年7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。



免责声明

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。

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>