

公司研究

业绩持续高增长，医疗网络布局进一步完善

——爱尔眼科（300015.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布2021半年报，报告期内实现营业收入73.48亿元，同比增长76.47%；归母净利润11.16亿元，同比增长65.03%；扣非归母净利润为12.27亿元，同比增长111.92%；经营净现金流19.12亿元，同比增长185.48%。业绩维持高增长，符合市场预期。

点评：

手术量快速上升，屈光、视光业务占比不断提升。2021年H1公司屈光手术、视光服务分别实现收入28.45/15.24亿元，同比增长84.65%/85.20%，收入占比分别提升1.72pct/0.98pct至38.72%/19.77%，公司核心业务屈光、视光服务占比不断提升助力公司业务高增长。屈光手术收入大幅增长，主要受益于各地县级医院基础设施不断完善，更好满足下沉市场客户需求；同时以全飞秒、ICL为主的高端手术占比进一步提升；视光服务快速增长，受益于公司视光服务能力不断提升，视光产品不断丰富完善，满足了消费升级趋势下的居民需求，同时青少年近视防控方面需求增长快，公司品牌影响力逐步显现。报告期内公司门诊量479.04万人次，同比增长81.38%；手术量40.54万例，同比增长71.57%。

毛利率不断上升，期间费用率下降，盈利能力持续改善。2021年H1公司毛利率同比增长5.01pct至43.73%，屈光、视光业务毛利率分别提升3.20/6.26pct至57.59%/52.94%。公司管理经营体系持续优化，期间费用率下降0.71pct至24.09%，其中销售、管理、财务费用率分别为9.55%/13.49%/1.05%，同比+0.60pct/-1.70pct/+0.39pct，销售费用率增加受公司业务回暖，业务规模扩大所致；财务费用，主要系新租赁准则变更，利息支出增加所致。

推进战略新规划，加快医疗网络布局。报告期内公司完成7家医院的股权收购，合计花费1.98亿元，同时公司在全国各地新设成立18家眼科门诊或医院不断提升疗网络布局的广度、深度和密度，继续加快以省会城市的一城多院以及视光门诊部或诊所的网络布局。

盈利预测、估值与评级：公司作为眼科专科医院的绝对龙头，屈光、视光及多项业务均处在高速增长期，且在疫情压力下依旧保持业绩高增长。考虑到今年公司各项费用率细微变化及明年多地布局加快，微调公司2021~23年归母净利润预测为23.25/30.14/38.72亿元（下调1.3%/上调2.3%/上调3.7%），现价对应21~23年PE为113/87/68倍。维持“买入”评级

风险提示：海外疫情蔓延对国际业务短期带来不确定性；并购项目整合不达预期；白内障筛查政策继续收严的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,990	11,912	15,028	18,629	23,153
营业收入增长率	24.74%	19.24%	26.15%	23.96%	24.29%
净利润（百万元）	1,379	1,724	2,325	3,014	3,872
净利润增长率	36.67%	25.01%	34.89%	29.61%	28.49%
EPS（元）	0.45	0.42	0.43	0.56	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.91%	17.49%	20.10%	22.03%	23.62%
P/E	109	116	113	87	68
P/B	22.9	20.4	22.8	19.2	16.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-26，公司2019年总股本为30.98亿股，因定向增发2020年和2021年分别增加至41.22/54.06亿股

买入（维持）

当前价：48.71元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

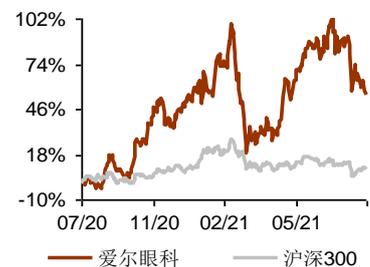
021-52523676

huangz@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	54.06
总市值(亿元)	2633.03
一年最低/最高(元)	46.65/93.87
近3月换手率	42.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.71	-4.60	-16.13
绝对	-14.65	-14.65	-14.65

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，眼科巨轮疫情后再启航——爱尔眼科（300015.SZ）2020年年报&2021年一季报点评（2021-04-23）

股权激励覆盖面广，定增助力分级诊疗体系搭建——爱尔眼科（300015.SZ）股权激励及定增公告点评（2021-04-10）

Q3业绩大幅提速，眼科赛道宽广未来仍有无限可能——爱尔眼科（300015.SZ）2020年三季报点评（2020-10-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,990	11,912	15,028	18,629	23,153
营业成本	5,065	5,834	7,388	9,116	11,279
折旧和摊销	352	416	453	486	529
税金及附加	22	30	33	41	51
销售费用	1,049	1,066	1,653	2,049	2,547
管理费用	1,305	1,425	2,029	2,459	3,010
研发费用	152	164	240	298	370
财务费用	76	90	25	-27	-68
投资收益	113	159	170	190	209
营业利润	2,022	2,674	3,772	4,820	6,111
利润总额	1,840	2,363	3,389	4,360	5,595
所得税	409	486	813	1,046	1,343
净利润	1,431	1,877	2,575	3,314	4,252
少数股东损益	52	153	250	300	380
归属母公司净利润	1,379	1,724	2,325	3,014	3,872
EPS(元)	0.45	0.42	0.43	0.56	0.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,078	3,344	3,593	4,063	5,002
净利润	1,379	1,724	2,325	3,014	3,872
折旧摊销	352	416	453	486	529
净营运资金增加	103	231	35	362	560
其他	245	973	779	201	41
投资活动产生现金流	-1,759	-1,057	-1,164	-1,372	-1,453
净资本支出	-740	-888	-1,463	-1,562	-1,662
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-1,020	-170	299	190	209
融资活动现金流	164	-852	-952	-681	-866
股本变化	714	1,024	1,284	0	0
债务净变化	809	-443	-316	193	226
无息负债变化	406	459	909	883	1,012
净现金流	488	1,425	1,477	2,010	2,683

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	49.3%	51.0%	50.8%	51.1%	51.3%
EBITDA 率	32.4%	36.6%	28.8%	28.8%	28.9%
EBIT 率	27.4%	31.9%	25.8%	26.2%	26.6%
税前净利润率	18.4%	19.8%	22.5%	23.4%	24.2%
归母净利润率	13.8%	14.5%	15.5%	16.2%	16.7%
ROA	12.0%	12.1%	14.2%	15.4%	16.4%
ROE (摊薄)	20.9%	17.5%	20.1%	22.0%	23.6%
经营性 ROIC	26.1%	28.5%	25.2%	28.2%	31.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	31%	30%	30%	30%
流动比率	1.40	1.69	1.93	2.06	2.24
速动比率	1.27	1.54	1.79	1.94	2.11
归母权益/有息债务	2.61	4.73	6.55	6.98	7.50
有形资产/有息债务	3.18	4.93	7.17	8.15	9.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 公司 2019 年总股本为 30.98 亿股, 因定向增发 2020 年和 2021 年分别增加至 41.22/54.06 亿股

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,895	15,541	18,098	21,587	25,917
货币资金	1,840	3,063	4,540	6,550	9,233
交易性金融资产	300	300	300	300	300
应收帐款	1,180	1,416	1,533	1,742	1,968
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	195	186	229	283	351
存货	374	495	516	591	730
其他流动资产	36	46	15	-21	-66
流动资产合计	4,027	5,645	7,280	9,627	12,742
其他权益工具	37	5	5	5	5
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	1,765	2,098	2,156	2,391	2,764
在建工程	361	662	1,442	2,094	2,650
无形资产	555	546	531	523	506
商誉	2,638	3,878	3,878	3,878	3,878
其他非流动资产	121	97	97	97	97
非流动资产合计	7,868	9,895	10,818	11,960	13,175
总负债	4,872	4,888	5,482	6,558	7,795
短期借款	580	487	0	0	0
应付账款	1,092	1,454	1,995	2,552	3,158
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	151	0	0	0	0
其他流动负债	-92	-97	-35	37	128
流动负债合计	2,879	3,334	3,770	4,668	5,697
长期借款	1,636	1,382	1,532	1,702	1,902
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	283	97	97	97	97
非流动负债合计	1,993	1,554	1,712	1,890	2,099
股东权益	7,023	10,652	12,616	15,029	18,121
股本	3,098	4,122	5,406	5,406	5,406
公积金	977	2,965	1,913	2,215	2,602
未分配利润	2,608	2,768	4,249	6,060	8,386
归属母公司权益	6,594	9,854	11,568	13,680	16,393
少数股东权益	429	798	1,048	1,348	1,728

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.50%	8.95%	11.00%	11.00%	11.00%
管理费用率	13.06%	11.97%	13.50%	13.20%	13.00%
财务费用率	0.76%	0.76%	0.16%	-0.15%	-0.29%
研发费用率	1.52%	1.38%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	22%	21%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.15	0.17	0.21	0.28
每股经营现金流	0.67	0.81	0.66	0.75	0.93
每股净资产	2.13	2.39	2.14	2.53	3.03
每股销售收入	3.22	2.89	2.78	3.45	4.28

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	109	116	113	87	68
PB	22.9	20.4	22.8	19.2	16.1
EV/EBITDA	50.1	48.3	61.5	49.5	39.7
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE