



爱尔眼科(300015)

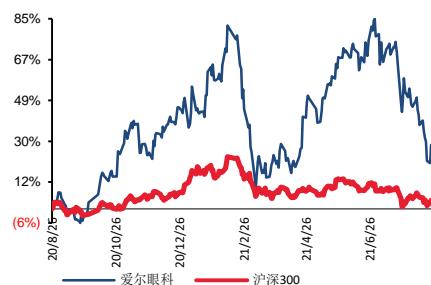
目标价: 63

昨收盘: 49.55

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 业绩高速增长，分级连锁持续推进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	5,406/4,453
总市值/流通(百万元)	267,843/220,649
12 个月最高/最低(元)	91.10/46.35

### 相关研究报告:

爱尔眼科(300015)《分级连锁优势显著，“内生+并购”双驱动，Q3 业绩实现强复苏》--2020/10/27

爱尔眼科(300015)《视光成第二大业务，成熟医院增速依然稳定》--2020/04/23

爱尔眼科(300015)《2020 年有望延续稳定增长，目前医院开诊率快速提升》--2020/02/29

证券分析师: 盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

**事件:** 8月26日晚，公司公布2021半年报，报告期内公司实现营业收入73.48亿元，同比增长76.47%，实现归母净利润11.16亿元，同比增长65.03%，实现扣非归母净利润12.27亿元，同比增长111.92%。

其中，Q3单季度公司实现营收38.37亿元，同比增长52.11%，实现归母净利润6.32亿元，同比增长5.86%，实现扣非归母净利润7.18亿元，同比增长29.86%。

**业绩和客流量持续高增长，Q2利润增速低于营收主要系去年高基数影响。**剔除疫情影响，报告期内公司营收相比2019年同期增长54.73%，19-21年复合增速为24.39%；归母净利润相比2019年同期增长60.54%，19-21年复合增速为26.7%。实现门诊量479.04万人次，同比增长81.38%，手术量40.54万例，同比增长71.57%，各项经营指标保持稳健增长。Q2利润增速显著低于营收增速，主要系去年Q2因高毛利的消费类项目积压需求集中释放，拉高整体毛利率，形成利润高基数。

**分业务看，高端业务和品牌效应带动屈光、白内障、视光实现快速增长。**报告期内屈光手术实现收入28.44亿元(+84.65%)，毛利率57.59%(+3.2pct)，主要系手术量快速增长、高端手术占比进一步提升及地、县级患者需求快速增长。白内障手术实现收入10.73亿元(+71.52%)，毛利率37.97%(+9.92pct)，主要系复明性白内障需求进一步向屈光性白内障需求升级。视光服务实现收入15.24亿元(+85.2%)，毛利率52.94%(+6.26pct)，主要系视光产品不断丰富完善及公司品牌效应持续放大。

**分级连锁优势显著，医疗网络广度、深度、密度持续提升。**报告期内，公司先后收购武汉爱尔黄陂、汉中爱尔、丹东爱尔、临沂爱尔、重庆万州爱尔部分股权，新设湖北爱尔等19家门诊部或诊所。截止2021年6月31日，公司境内医院155家，门诊部107家。随着医疗网络不断完善，分级连锁优势和规模有望进一步显现。前十大医院实现营收16.2亿元(+47.81%)，营收占比为22.05%(-4.27pct)，前十大医院营收比重进一步下降。我们认为，以上显示了公司分级连锁优势显著，各等级控股医院已成为公司业绩的重要驱动。

**财务分析：**盈利水平较为稳定，持续实现降本增效。报告期内，公司毛利率 48.74% (+5.01 pct)，净利率 16.78% (-0.15 pct)，期间费用率 24.09% (-0.32pct)，净利率下滑略有主要系去年同期公司实现 1.36 亿元投资净收益，今年上半年仅有 0.26 亿元。若考虑费用率，21H1 公司依旧取得优异的降本增效成果。

**盈利预测：**公司是国内眼科医疗服务龙头，分级连锁优势显著，已在全国多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局。我们预计 21-23 年归母净利润分别为 26.19 亿元、34.49 亿元和 45.56 亿元，对应 PE 分别为 101/76/58 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**医院扩张进度不及预期；行业竞争加剧；恶性医疗事故；海外医院受疫情影响业绩有不确定性。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11912	15319	19437	24578
(+/-%)	19.24	28.60	26.88	26.45
净利润(百万元)	1724	2619	3449	4556
(+/-%)	25.01	51.92	31.71	32.10
摊薄每股收益(元)	0.32	0.48	0.64	0.84
市盈率(PE)	234.84	100.54	76.34	57.79

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1840	3063	6052	10108	15503	营业收入	9990	11912	15319	19437	24578
应收和预付款项	1282	1556	1817	2380	2992	营业成本	5065	5834	7664	9660	12043
存货	374	495	524	687	852	营业税金及附加	22	30	35	46	58
其他流动资产	438	486	661	733	828	销售费用	1049	1066	1519	1903	2348
流动资产合计	4027	5645	8975	13831	20081	管理费用	1305	1425	1962	2451	3063
长期股权投资	1	1	1	1	1	财务费用	76	90	32	18	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	314	363	0	0	0
固定资产	1765	2098	1794	1450	1065	投资收益	113	159	0	0	0
在建工程	361	662	899	1145	1397	公允价值变动	-56	-380	0	0	0
无形资产	555	546	530	514	498	营业利润	2022	2674	3916	5090	6721
长期待摊费用	578	700	700	700	700	其他非经营损益	-182	-311	-250	-220	-220
其他非流动资产	121	97	97	97	97	利润总额	1840	2363	3666	4870	6501
资产总计	11895	15541	18789	23531	29632	所得税	409	486	788	1038	1381
短期借款	580	487	487	487	487	净利润	1431	1877	2878	3832	5120
应付和预收款项	1243	1454	2138	2802	3490	少数股东损益	52	153	259	383	563
长期借款	1636	1382	1432	1482	1532	归母股东净利润	1379	1724	2619	3449	4556
其他长期负债	358	172	172	172	172						
负债合计	4872	4888	5259	6169	7150						
股本	3098	4122	4122	4122	4122	预测指标					
资本公积	561	2377	2377	2377	2377		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	2608	2768	4994	7925	11798	毛利率	49.30%	51.03%	49.97%	50.30%	51.00%
归母公司股东权益	6594	9854	12473	15922	20478	销售净利率	14.33%	15.76%	18.79%	19.72%	20.83%
少数股东权益	278	429	798	1057	1441	销售收入增长率	24.74%	19.24%	28.60%	26.88%	26.45%
股东权益合计	7023	10652	13530	17363	22482	EBIT 增长率	36.54%	41.48%	15.69%	29.59%	31.69%
负债和股东权益	11895	15541	18789	23531	29632	净利润增长率	36.67%	25.01%	51.92%	31.71%	32.10%
现金流量表(百万)						ROE	20.91%	17.49%	21.00%	21.66%	22.25%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROA	11.59%	11.09%	13.94%	14.66%	15.38%
经营性现金流	2078	3344	3571	4618	5954	ROIC	25.17%	28.75%	33.09%	43.80%	59.19%
投资性现金流	-1759	-1057	-586	-562	-559	EPS(X)	0.26	0.32	0.48	0.64	0.84
融资性现金流	164	-852	3	1	0	PE(X)	155.08	234.84	100.54	76.34	57.79
现金增加额	484	1435	2989	4057	5395	PB(X)	32.43	41.08	21.11	16.54	12.86
						PS(X)	12.27	25.91	13.11	10.33	8.17
						EV/EBITDA(X)	42.47	78.04	45.34	34.79	26.09

资料来源：WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。