

# 爱尔眼科 (300015)

证券研究报告

2021年10月25日

## 高基数下业绩企稳，内外并举行稳致远

### 事件

#### 基数及疫情影响 2021 年 Q3 收入略有下降，归母净利润稳健增长

公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营业收入 115.96 亿元，同比增长 35.38%；归母净利润 20.03 亿元，同比增长 29.59%；扣非后归母净利润 21.75 亿元，同比增加 37.58%。2021Q3 公司实现营业收入 42.48 亿元，同比下降 3.48%，主要由于湖南、湖北、广东等多省份出现疫情反复，对所在地医院的业务开展造成较大影响；实现归母净利润 8.88 亿元，同比增长 2.05%；扣非后归母净利润 9.48 亿元，同比下降 5.38%。

### 点评

#### 2021 年 Q1-3 毛利率增加，投入增加三费略有提升

公司前三季度毛利率为 52.31%，同比增加 4.66 pct，归母净利率为 17.28%，同比下降 0.77 pct。销售费用率为 9.55%，同比增加 0.90 pct，主要由于推广活动增加以及市场人员薪酬支出增加所致。管理费用率 13.20%，同比增加 1.64 pct，主要由于人员薪酬及股权激励费用增加所致。由于公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化建设研究投入，2021 年前三季度研发费用率 1.36%，同比增加 0.22 pct；财务费用率 0.80%，同比增加 0.01 pct。

#### 内生外延并举，眼科医疗网络布局不断深化

2021 年 3 月公司定增募资拟用于打造七家区域性眼科中心，主要用于 4 个迁址扩建项目及 3 个新建项目，有望进一步增强省会中心城市医院的诊疗实力，发挥“火车头”带动作用。2021 年上半年，公司收购了武汉爱尔黄陂等多家医院股权，并新设湖北爱尔、涟源爱尔及 19 家门诊部/诊所。截至 2021 年 H1，公司境内医院 155 家，门诊部 107 家。2021 年 8 月 18 日，公司公告收购日照爱尔、威海爱尔等 5 家医院，2021 年 10 月 19 日公司收购鞍山爱尔、沧州爱尔等 5 家医院，网络布局进一步完善。

### 盈利预测

在高质量发展的新十年节点，公司通过纵向分级连锁体系、横向同城分级诊疗体系和全球资源协同体系的战略布局，将进一步强化眼科服务领域的龙头地位。我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 155.43 /201.82/260.78 亿元；归母净利润分别为 23.27/30.37/39.49 亿元；EPS 分别为 0.43/0.56/0.73 元；PE 分别为 109.95/84.23/64.79 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**扩张速度低于预期；医疗事故风险；估值下行风险；疫情反复风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990.10	11,912.41	15,543.05	20,182.45	26,078.26
增长率(%)	24.74	19.24	30.48	29.85	29.21
EBITDA(百万元)	3,273.25	4,113.61	3,520.97	4,545.33	5,854.02
净利润(百万元)	1,378.92	1,723.81	2,326.70	3,037.13	3,948.57
增长率(%)	36.67	25.01	34.97	30.53	30.01
EPS(元/股)	0.45	0.42	0.43	0.56	0.73
市盈率(P/E)	105.16	112.67	109.95	84.23	64.79
市净率(P/B)	38.80	25.96	19.24	15.66	12.61
市销率(P/S)	25.61	21.47	16.46	12.68	9.81
EV/EBITDA	36.91	74.26	70.56	54.14	41.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	47.32 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,406.11
流通 A 股股本(百万股)	4,458.72
A 股总市值(百万元)	255,817.02
流通 A 股市值(百万元)	210,986.81
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	45.37
一年内最高/最低(元)	92.69/39.87

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	联系人
lihuiyao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《爱尔眼科-半年报点评:业绩高速增长，开启高质量发展新十年》2021-08-27
- 《爱尔眼科-公司深度研究:十八载岁月转瞬过，高质量发展再启航》2021-06-17
- 《爱尔眼科-季报点评:三季度业绩超预期，彰显眼科医疗服务龙头》2020-10-27

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,840.18	3,063.11	5,730.57	8,538.00	13,127.61	营业收入	9,990.10	11,912.41	15,543.05	20,182.45	26,078.26
应收票据及应收账款	1,179.88	1,416.38	1,357.62	1,797.10	2,917.27	营业成本	5,064.55	5,833.83	7,741.45	10,049.73	12,988.31
预付账款	101.99	139.31	216.25	213.68	349.46	营业税金及附加	22.19	30.41	46.63	60.55	78.23
存货	374.21	494.56	658.30	838.30	1,095.91	营业费用	1,048.54	1,066.46	1,709.74	2,199.89	2,816.45
其他	530.81	532.12	656.97	680.27	845.24	管理费用	1,305.02	1,425.46	2,176.03	2,845.73	3,664.00
<b>流动资产合计</b>	<b>4,027.08</b>	<b>5,645.49</b>	<b>8,619.70</b>	<b>12,067.36</b>	<b>18,335.48</b>	研发费用	152.31	164.25	310.86	504.56	704.11
长期股权投资	0.96	0.83	0.83	0.83	0.83	财务费用	75.53	90.35	158.00	180.52	208.50
固定资产	1,764.61	2,097.55	2,198.08	2,232.05	2,219.42	资产减值损失	(314.14)	(362.81)	152.00	101.30	106.00
在建工程	361.14	662.32	463.62	324.54	227.17	公允价值变动收益	(56.41)	(380.41)	0.00	0.00	0.00
无形资产	555.05	545.71	519.90	590.39	677.51	投资净收益	113.41	159.04	0.00	0.00	0.00
其他	5,185.91	6,588.70	6,441.37	6,294.04	6,146.70	其他	557.26	1,211.66	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,867.67</b>	<b>9,895.10</b>	<b>9,623.80</b>	<b>9,441.84</b>	<b>9,271.64</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,021.84</b>	<b>2,674.18</b>	<b>3,248.34</b>	<b>4,240.18</b>	<b>5,512.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,894.75</b>	<b>15,540.59</b>	<b>18,243.50</b>	<b>21,509.20</b>	<b>27,607.12</b>	营业外收入	8.03	14.84	0.00	0.00	0.00
短期借款	580.00	487.10	0.00	0.00	0.00	营业外支出	189.64	325.74	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,091.68	1,453.98	1,713.58	2,464.43	2,996.12	<b>利润总额</b>	<b>1,840.24</b>	<b>2,363.27</b>	<b>3,248.34</b>	<b>4,240.18</b>	<b>5,512.65</b>
其他	1,206.96	1,393.21	1,951.97	1,166.06	2,462.24	所得税	409.08	486.11	714.63	932.84	1,212.78
<b>流动负债合计</b>	<b>2,878.64</b>	<b>3,334.29</b>	<b>3,665.55</b>	<b>3,630.49</b>	<b>5,458.36</b>	<b>净利润</b>	<b>1,431.16</b>	<b>1,877.17</b>	<b>2,533.71</b>	<b>3,307.34</b>	<b>4,299.87</b>
长期借款	1,635.71	1,381.96	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	52.24	153.36	207.00	270.21	351.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,378.92</b>	<b>1,723.81</b>	<b>2,326.70</b>	<b>3,037.13</b>	<b>3,948.57</b>
其他	357.67	172.17	274.79	268.21	238.39	每股收益(元)	0.45	0.42	0.43	0.56	0.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,993.38</b>	<b>1,554.13</b>	<b>274.79</b>	<b>268.21</b>	<b>238.39</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,872.02</b>	<b>4,888.42</b>	<b>3,940.34</b>	<b>3,898.70</b>	<b>5,696.75</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	428.69	798.30	1,005.30	1,275.51	1,626.80	<b>成长能力</b>					
股本	3,097.81	4,121.52	5,406.11	5,406.11	5,406.11	营业收入	24.74%	19.24%	30.48%	29.85%	29.21%
资本公积	561.30	2,376.92	2,209.51	2,209.51	2,209.51	营业利润	29.79%	32.26%	21.47%	30.53%	30.01%
留存收益	3,585.14	5,732.46	7,891.75	10,928.88	14,877.46	归属于母公司净利润	36.67%	25.01%	34.97%	30.53%	30.01%
其他	(650.21)	(2,377.01)	(2,209.51)	(2,209.51)	(2,209.51)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,022.73</b>	<b>10,652.18</b>	<b>14,303.16</b>	<b>17,610.50</b>	<b>21,910.37</b>	毛利率	49.30%	51.03%	50.19%	50.21%	50.19%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,894.75</b>	<b>15,540.59</b>	<b>18,243.50</b>	<b>21,509.20</b>	<b>27,607.12</b>	净利率	13.80%	14.47%	14.97%	15.05%	15.14%
						ROE	20.91%	17.49%	17.50%	18.59%	19.47%
						ROIC	38.49%	45.19%	39.89%	58.22%	67.60%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	40.96%	31.46%	21.60%	18.13%	20.64%
净利润	1,431.16	1,877.17	2,326.70	3,037.13	3,948.57	净负债率	9.75%	-9.21%	-38.58%	-47.09%	-58.89%
折旧摊销	504.34	550.37	114.63	124.63	132.87	流动比率	1.40	1.69	2.35	3.32	3.36
财务费用	59.38	96.69	158.00	180.52	208.50	速动比率	1.27	1.54	2.17	3.09	3.16
投资损失	(113.41)	(159.04)	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,454.67)	400.05	762.00	(566.91)	288.30	应收账款周转率	9.69	9.18	11.21	12.80	11.06
其它	1,651.63	578.37	207.00	270.21	351.30	存货周转率	27.25	27.42	26.96	26.97	26.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,078.43</b>	<b>3,343.61</b>	<b>3,568.33</b>	<b>3,045.58</b>	<b>4,929.54</b>	总资产周转率	0.93	0.87	0.92	1.02	1.06
资本支出	1,366.87	2,466.27	(111.97)	96.58	139.82	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.96	(0.13)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.45	0.42	0.43	0.56	0.73
其他	(3,126.93)	(3,523.30)	121.31	(186.58)	(249.82)	每股经营现金流	0.38	0.62	0.66	0.56	0.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,759.10)</b>	<b>(1,057.16)</b>	<b>9.34</b>	<b>(90.00)</b>	<b>(110.00)</b>	每股净资产	1.22	1.82	2.46	3.02	3.75
债权融资	2,525.13	2,082.26	212.76	245.13	223.70	<b>估值比率</b>					
股权融资	(75.48)	2,837.78	959.28	(180.52)	(208.50)	市盈率	105.16	112.67	109.95	84.23	64.79
其他	(2,285.24)	(5,771.66)	(2,082.26)	(212.76)	(245.13)	市净率	38.80	25.96	19.24	15.66	12.61
<b>筹资活动现金流</b>	<b>164.41</b>	<b>(851.62)</b>	<b>(910.22)</b>	<b>(148.15)</b>	<b>(229.93)</b>	EV/EBITDA	36.91	74.26	70.56	54.14	41.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	41.36	82.61	72.93	55.67	42.29
<b>现金净增加额</b>	<b>483.75</b>	<b>1,434.83</b>	<b>2,667.46</b>	<b>2,807.42</b>	<b>4,589.61</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com