

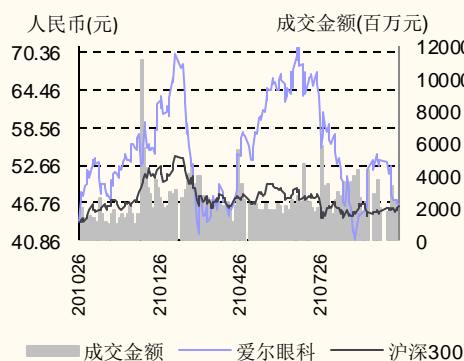
## 爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 46.70 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	54.06
已上市流通 A 股(亿股)	44.59
总市值(亿元)	2,524.65
年内股价最高最低(元)	71.28/40.86
沪深 300 指数	4960
创业板指	3285



## 相关报告

- 1.《高质量发展阶段, 盈利能力进一步提升-爱尔眼科中报点评》, 2021.8.27
- 2.《全国网络布局进一步完善-爱尔眼科公司点评》, 2021.4.23
- 3.《推出激励方案, 广覆盖长锁定体现信心-爱尔眼科公司点评》, 2021.4.9
- 4.《发布定增预案, 打造七家区域性眼科中心-爱尔眼科公司点评》, 2021.3.29

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 业务结构持续优化, 新业务增长动力充足

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	15,499	19,874	26,055
营业收入增长率	24.74%	19.24%	30.11%	28.23%	31.10%
归母净利润(百万元)	1,379	1,724	2,411	3,283	4,411
归母净利润增长率	36.67%	25.01%	39.84%	36.19%	34.36%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.418	0.585	0.797	1.070
每股经营性现金流净额	0.45	0.61	0.77	1.08	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.91%	17.49%	21.33%	24.74%	27.71%
P/E	88.87	179.06	108.83	79.91	59.47
P/B	18.58	31.32	23.22	19.77	16.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2021年10月25日, 公司发布三季报。前三季度, 公司实现营业收入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, 同比增长37.58%;
- 单三季度实现营业收入42.48亿元, 同比下滑3.5%; 归母净利润8.87亿元, 同比增长1.95%; 扣非净利润9.48亿元, 同比下滑5.39%。

## 经营分析

- 公司“分级连锁、术式升级、人才培养、品牌赋能”成熟的发展模式, 已形成良性循环。公司继续提高全国医疗网络的广度、深度以及密度, 逐步推进世界级和国家级区域性眼科中心的建设, 不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系, 同时, 加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部(诊所)以及爱眼e站的横向同城分级诊疗网络建设, 多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局, 区域内资源配置效率及共享程度有望进一步提升。
- 业务结构持续优化, 盈利能力逐渐提升。前三季度毛利率52%, 同比提升4%, Q3毛利率58%, 主要是公司屈光、视光业务占比提升, 业务结构优化所致。前三季度销售费用率9.6%, 同比增加0.95%, 主要是去年受疫情影响较大, 今年销售活动有所恢复所致; 管理费用率13%, 同比增加1.64%, 主要是股权激励费用增加0.7亿元。
- 业务边际逐渐扩展, 老花白内障门诊、干眼门诊, 有望成为新的增长点。公司充分利用公司学科、技术、专家及跨国连锁优势, 成立了老花白内障门诊, 推动精准诊疗, 老花业务本身需求量大, 有望成为未来新的增长点; 公司设立了新的干眼专科门诊, 干眼症来自社会形态变化的新需求, 公司较多医院均已开设干眼门诊, 公司紧跟行业变化, 满足患者的全方位需求。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到公司分级连锁体系不断完善, 屈光、视光高毛利率项目占比提升, 带动公司盈利能力提升, 我们维持前期盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润分别为24.11亿元、32.83亿元、44.11亿元, 分别同比增长40%、36%、34%, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 医疗事故风险; 疫情反复影响业务开展; 新医院整合不及预期风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,009</b>	<b>9,990</b>	<b>11,912</b>	<b>15,499</b>	<b>19,874</b>	<b>26,055</b>	货币资金	1,290	1,840	3,063	4,134	6,005	8,295
增长率	24.7%	19.2%	30.1%	28.2%	31.1%		应收款项	1,037	1,375	1,602	1,986	2,559	3,498
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,245</b>	<b>-5,065</b>	<b>-5,834</b>	<b>-7,857</b>	<b>-10,036</b>	<b>-13,157</b>	存货	359	374	495	581	742	973
%销售收入	53.0%	50.7%	49.0%	50.7%	50.5%	50.5%	其他流动资产	540	438	486	755	1,148	1,683
<b>毛利</b>	<b>3,764</b>	<b>4,926</b>	<b>6,079</b>	<b>7,642</b>	<b>9,838</b>	<b>12,898</b>	流动资产	3,226	4,027	5,645	7,457	10,454	14,449
%销售收入	47.0%	49.3%	51.0%	49.3%	49.5%	49.5%	%总资产	33.5%	33.9%	36.3%	42.8%	50.5%	57.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-13</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-45</b>	<b>-44</b>	<b>-58</b>	长期投资	1,522	1,755	1,757	1,778	1,803	1,830
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	1,668	2,126	2,760	2,835	2,907	3,004
<b>销售费用</b>	<b>-826</b>	<b>-1,049</b>	<b>-1,066</b>	<b>-1,705</b>	<b>-2,007</b>	<b>-2,632</b>	%总资产	17.3%	17.9%	17.8%	16.3%	14.0%	12.0%
%销售收入	10.3%	10.5%	9.0%	11.0%	10.1%	10.1%	无形资产	3,075	3,771	5,124	5,336	5,527	5,702
<b>管理费用</b>	<b>-1,072</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,425</b>	<b>-2,092</b>	<b>-2,683</b>	<b>-3,530</b>	非流动资产	6,400	7,868	9,895	9,949	10,237	10,536
%销售收入	13.4%	13.1%	12.0%	13.5%	13.5%	13.6%	%总资产	66.5%	66.1%	63.7%	57.2%	49.5%	42.2%
<b>研发费用</b>	<b>-97</b>	<b>-152</b>	<b>-164</b>	<b>-248</b>	<b>-298</b>	<b>-391</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>17,405</b>	<b>20,691</b>	<b>24,985</b>
%销售收入	1.2%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	短期借款	396	889	700	300	320	330
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,756</b>	<b>2,397</b>	<b>3,392</b>	<b>3,551</b>	<b>4,806</b>	<b>6,288</b>	应付款项	1,163	1,282	1,614	2,079	2,650	3,475
%销售收入	21.9%	24.0%	28.5%	22.9%	24.2%	24.1%	其他流动负债	483	707	1,020	1,001	1,272	1,651
<b>财务费用</b>	<b>-45</b>	<b>-76</b>	<b>-90</b>	<b>-118</b>	<b>-232</b>	<b>-291</b>	流动负债	2,042	2,879	3,334	3,380	4,242	5,456
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	长期贷款	1,320	1,636	1,382	1,697	2,012	2,327
<b>资产减值损失</b>	<b>-186</b>	<b>380</b>	<b>457</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	其他长期负债	295	358	172	139	179	234
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-38</b>	<b>-56</b>	<b>-380</b>	<b>-70</b>	<b>-80</b>	<b>-85</b>	<b>负债</b>	<b>3,656</b>	<b>4,872</b>	<b>4,888</b>	<b>5,217</b>	<b>6,433</b>	<b>8,017</b>
<b>投资收益</b>	<b>46</b>	<b>113</b>	<b>159</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,693</b>	<b>6,594</b>	<b>9,854</b>	<b>11,300</b>	<b>13,270</b>	<b>15,917</b>
%税前利润	3.3%	6.2%	6.7%	3.7%	3.0%	2.2%	其中：股本	2,383	3,098	4,122	4,122	4,122	4,122
<b>营业利润</b>	<b>1,558</b>	<b>2,022</b>	<b>2,674</b>	<b>3,547</b>	<b>4,693</b>	<b>6,110</b>	未分配利润	1,806	2,608	2,768	4,214	6,184	8,830
%销售利润率	19.5%	20.2%	22.4%	22.9%	23.6%	23.5%	少数股东权益	278	429	798	888	988	1,051
<b>营业外收支</b>	<b>-178</b>	<b>-182</b>	<b>-311</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>17,405</b>	<b>20,691</b>	<b>24,985</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,380</b>	<b>1,840</b>	<b>2,363</b>	<b>3,247</b>	<b>4,393</b>	<b>5,810</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.2%	18.4%	19.8%	21.0%	22.1%	22.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-314</b>	<b>-409</b>	<b>-486</b>	<b>-747</b>	<b>-1,011</b>	<b>-1,336</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.8%	22.2%	20.6%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.423	0.445	0.418	0.585	0.797	1.070
<b>净利润</b>	<b>1,066</b>	<b>1,431</b>	<b>1,877</b>	<b>2,501</b>	<b>3,383</b>	<b>4,474</b>	每股净资产	2.389	2.129	2.391	2.742	3.220	3.862
少数股东损益	57	52	153	90	100	63	每股经营现金净流	0.587	0.447	0.612	0.772	1.080	1.350
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,009</b>	<b>1,379</b>	<b>1,724</b>	<b>2,411</b>	<b>3,283</b>	<b>4,411</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.234	0.319	0.428
净利率	12.6%	13.8%	14.5%	15.6%	16.5%	16.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.72%	20.91%	17.49%	21.33%	24.74%	27.71%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	10.48%	11.59%	11.09%	13.85%	15.87%	17.65%
							投入资本收益率	17.53%	19.38%	21.03%	19.28%	22.31%	24.67%
<b>净利润</b>	<b>1,066</b>	<b>1,431</b>	<b>1,877</b>	<b>2,501</b>	<b>3,383</b>	<b>4,474</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	57	52	153	90	100	63	主营业务收入增长率	34.31%	24.74%	19.24%	30.11%	28.23%	31.10%
<b>非现金支出</b>	<b>558</b>	<b>190</b>	<b>188</b>	<b>515</b>	<b>587</b>	<b>657</b>	EBIT增长率	55.89%	36.54%	41.48%	4.70%	35.33%	30.83%
<b>非经营收益</b>	<b>43</b>	<b>5</b>	<b>287</b>	<b>457</b>	<b>379</b>	<b>406</b>	净利润增长率	35.88%	36.67%	25.01%	39.84%	36.19%	34.36%
<b>营运资金变动</b>	<b>-268</b>	<b>-242</b>	<b>172</b>	<b>-292</b>	<b>103</b>	<b>27</b>	总资产增长率	3.37%	23.56%	30.65%	12.00%	18.88%	20.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,400</b>	<b>1,384</b>	<b>2,524</b>	<b>3,180</b>	<b>4,453</b>	<b>5,565</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-809</b>	<b>-740</b>	<b>-888</b>	<b>-1,006</b>	<b>-1,151</b>	<b>-1,231</b>	应收账款周转天数	31.8	37.7	39.8	39.8	40.0	42.0
投资	-1,042	-1,116	-347	-51	-454	-585	存货周转天数	27.2	26.4	27.2	27.0	27.0	27.0
其他	46	96	178	120	130	130	应付账款周转天数	71.1	73.3	79.6	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,805</b>	<b>-1,759</b>	<b>-1,057</b>	<b>-937</b>	<b>-1,475</b>	<b>-1,686</b>	固定资产周转天数	66.8	64.5	64.3	46.9	33.7	22.7
<b>股权募资</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	<b>826</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-93</b>	<b>798</b>	<b>-434</b>	<b>-86</b>	<b>335</b>	<b>325</b>	净负债/股东权益	7.13%	5.48%	-12.02%	-22.13%	-32.14%	-41.37%
<b>其他</b>	<b>-777</b>	<b>-720</b>	<b>-1,254</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,442</b>	<b>-1,915</b>	EBIT利息保障倍数	39.0	31.7	37.5	30.0	20.8	21.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-800</b>	<b>169</b>	<b>-862</b>	<b>-1,173</b>	<b>-1,107</b>	<b>-1,590</b>	资产负债率	37.98%	40.96%	31.46%	29.97%	31.09%	32.09%
<b>现金净流量</b>	<b>-1,205</b>	<b>-206</b>	<b>605</b>	<b>1,071</b>	<b>1,871</b>	<b>2,290</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	39	52	85
增持	0	0	3	8	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.16	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

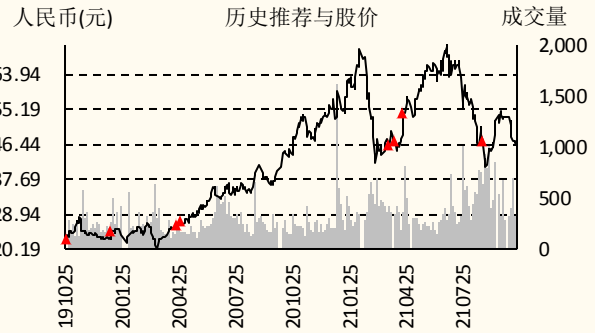
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-28	买入	38.18	N/A
2	2020-01-09	买入	38.81	N/A
3	2020-04-24	买入	44.03	N/A
4	2020-04-29	买入	45.09	N/A
5	2021-03-29	买入	62.05	N/A
6	2021-04-09	买入	61.30	N/A
7	2021-04-23	买入	63.65	N/A
8	2021-08-27	买入	48.71	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402