



Research and  
Development Center

# 业绩平稳增长，不断完善横向分级诊疗体系

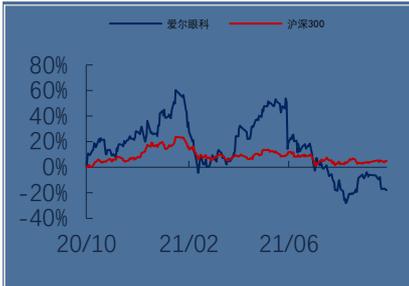
—爱尔眼科(300015)公司点评报告

2021年10月26日

周平  
S1500521040001  
15310622991  
zhouping@cindasc.com

相关研究

1. 医疗服务收入结构优化，推进新十年战略规划

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**爱尔眼科(300015)**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	47.32
52周内股价波动区间(元)	39.87-92.69
最近一月涨跌幅(%)	-8.79
总股本(亿股)	54.06
流通A股比例(%)	82.48
总市值(亿元)	2,558.17

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

**业绩平稳增长，不断完善横向分级诊疗体系**

2021年10月26日

**本期内容提要：**

- **高基数及疫情原因 Q3 收入下滑 3.48%，归母净利润增长 2.05%。**公司 Q1-3 实现收入 115.96 亿元，同比+35.38%，归母净利润 20.03 亿元，同比+29.59%，扣非后归母净利润 21.75 亿元，同比+37.58%。公司经营性现金流净额为 32.46 亿元，同比+27.14%。Q3 实现收入 42.48 亿元，同比-3.48%，归母净利润 8.88 亿元，同比+2.05%，扣非后归母净利润 9.48 亿元，同比-5.38%。由于去年三季度收入基数较高，加之今年多地出现疫情反复，对所在地医院的业务开展造成较大影响，三季度收入有所下滑。若扣除股权激励费用 7226.08 万元，Q3 归母净利润同比+10.35%，实现稳健增长。相比 2019 年，公司收入、归母净利润、扣非后归母净利润 CAGR 分别为 19.34%、28.71%、32.48%，净利润实现快速增长。
- **毛利率水平稳步提升，加大市场推广力度。**2021 年 Q1-3 公司毛利率为 52.31%，同比+4.66 个 pp，净利率为 18.73%，同比-0.89 个 pp，期间费用率为 24.9%，同比+2.77 个 pp。其中销售费用率为 9.55%，同比+0.9 个 pp，主要系公司经营规模扩大、推广活动增加以及市场人员薪酬支出增加所致；管理费用率为 13.2%，同比+1.64 个 pp，主要是公司规模扩大，人员薪酬及股权激励费用增加。财务费用率为 0.8%，同比+0.01 个 pp。研发费用率为 1.36%，同比+0.22 个 pp，主要是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所致。随着公司规模扩大，成本进一步优化，毛利率有望继续稳重有升。
- **提升重点医院医疗服务供给能力，完善区域横向分级诊疗体系。**公司 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书，募集资金总额不超过 353,555.37 万元，扣除发行费用后拟全部用于重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，以及补充流动资金。通过项目建设，有望提高医疗服务供给能力，为患者提供多元化、多层次的眼科医疗服务，同时稳步提升该等医院的学术科研水平；另一方面加快以区域龙头医院为平台向周边及下级医院辐射的连锁服务网络建设，完善区域横向分级诊疗体系，进一步提高区域内资源配置效率，加强公司区域影响力。
- **积极履行企业社会责任，三季度累积公益捐献 2 亿元。**2021 年 9 月 3 日及 10 月 19 日的第五届董事会第四十一次会议和第四十二次会议上，分别审议通过两项《关于对外捐赠的议案》，两项共计向湖南爱眼公益基金会捐赠人民币 20000 万元。捐款将主要用于深入学校及老少边穷等基层社区及农村地区开展视力健康筛查、眼健康知识宣教、建立眼健康档案，对患有可避免盲症和视力损害的中小学生及贫困人口实施医疗救助，普遍提高国民眼健康水平，巩固脱贫成果与乡村振兴战略有效衔接，为实现“共同富裕”做出积极贡献。
- **盈利预测及评级：**预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 152/191/237 亿元，增速为 27.3%/25.7%/24.2%，净利润分别为 23.7/31.7/40.9 亿元，增速为 37.6%/33.7%/29.1%，对应 PE 分别为 108/81/62X。
- **风险因素：**新建医院或医院爬坡不及预期；市场竞争加剧；新推出服务增长不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	9,990	11,912	15,166	19,057	23,671
增长率 YoY %	24.7%	19.2%	27.3%	25.7%	24.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,379	1,724	2,372	3,183	4,106
增长率 YoY%	36.7%	25.0%	37.6%	34.2%	29.0%
毛利率%	49.3%	51.0%	51.7%	52.1%	52.4%
净资产收益率ROE%	20.9%	17.5%	16.7%	17.4%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.32	0.44	0.59	0.76
市盈率 P/E(倍)	155.10	234.87	107.86	80.38	62.30
市净率 P/B(倍)	32.43	41.09	17.96	13.98	10.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月25日收盘价

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,027	5,645	9,362	13,470	18,823
货币资金	1,840	3,063	6,193	9,621	14,182
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,180	1,416	1,799	2,256	2,795
预付账款	102	139	172	210	248
存货	374	495	603	725	864
其他	531	532	594	658	734
<b>非流动资产</b>	7,868	9,895	10,806	11,608	12,509
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产(合计)	1,765	2,098	2,629	3,260	3,991
无形资产	555	546	515	515	515
其他	5,547	7,251	7,662	7,832	8,002
<b>资产总计</b>	11,895	15,541	20,168	25,078	31,332
<b>流动负债</b>	2,879	3,334	3,425	4,017	4,783
短期借款	580	487	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,092	1,454	1,808	2,200	2,654
其他	1,207	1,393	1,617	1,817	2,129
<b>非流动负债</b>	1,993	1,554	1,454	1,374	1,294
长期借款	1,636	1,382	1,282	1,202	1,122
其他	358	172	172	172	172
<b>负债合计</b>	4,872	4,888	4,879	5,391	6,077
少数股东权益	429	798	1,047	1,381	1,812
归属母公司股东权益	6,594	9,854	14,241	18,305	23,442
<b>负债和股东权益</b>	11,895	15,541	20,168	25,078	31,332

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,990	11,912	15,166	19,057	23,671
同比(%)	24.7%	19.2%	27.3%	25.7%	24.2%
归属母公司净利润	1,379	1,724	2,372	3,183	4,106
同比(%)	36.7%	25.0%	37.6%	34.2%	29.0%
毛利率(%)	49.3%	51.0%	51.7%	52.1%	52.4%
ROE%	20.9%	17.5%	16.7%	17.4%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.32	0.44	0.59	0.76
P/E	155.10	234.87	107.86	80.38	62.30
P/B	32.43	41.09	17.96	13.98	10.91
EV/EBITDA	42.47	78.04	57.15	45.45	36.47

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	9,990	11,912	15,166	19,057	23,671
营业成本	5,065	5,834	7,331	9,126	11,265
营业税金及附加	22	30	39	50	62
销售费用	1,049	1,066	1,517	1,887	2,320
管理费用	1,305	1,425	2,002	2,573	3,314
研发费用	152	164	243	305	379
财务费用	76	90	-9	-107	-211
减值损失合计	-314	-363	-300	-350	-400
投资净收益	113	159	182	229	284
其他	-99	-424	-264	-302	-341
<b>营业利润</b>	2,022	2,674	3,661	4,801	6,086
营业外收支	-182	-311	-385	-405	-415
<b>利润总额</b>	1,840	2,363	3,276	4,396	5,671
所得税	409	486	655	879	1,134
<b>净利润</b>	1,431	1,877	2,621	3,517	4,537
少数股东损益	52	153	249	334	431
<b>归属母公司净利润</b>	1,379	1,724	2,372	3,183	4,106
EBITDA	2,902	3,942	4,394	5,447	6,662
EPS(当年)(元)	0.26	0.32	0.44	0.59	0.76

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	2,078	3,344	3,867	4,709	5,841
净利润	1,431	1,877	2,621	3,517	4,537
折旧摊销	504	550	360	330	330
财务费用	59	97	91	75	70
投资损失	-113	-159	-182	-229	-284
营运资金变动	-242	172	-8	-89	-26
其它	439	806	985	1,105	1,215
<b>投资活动现金流</b>	-1,759	-1,057	-1,343	-1,126	-1,131
资本支出	-740	-888	-1,075	-1,005	-1,015
长期投资	-1,116	-347	0	0	0
其他	96	178	-268	-121	-116
<b>筹资活动现金流</b>	164	-852	607	-155	-150
吸收投资	91	826	1,285	0	0
借款	798	-434	-587	-80	-80
支付利息或股息	-591	-600	-91	-75	-70
<b>现金流净增加额</b>	488	1,425	3,130	3,428	4,561

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**赵雅韵**，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

**李雨辰**，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。