

2021年08月27日

爱尔眼科 (300015.SZ)

公司快报

疫情导致短期增速放缓，长期看好公司成长空间

投资要点

◆ **事件：**公司公布 2021 三季报，前三季度实现营收 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%；扣非归母净利润 21.75 亿元，同比增长 37.58%；经营性现金流净额 32.46 亿元，同比增加 27.14%。

◆ **去年高基数导致表现增速放缓，环比和 CAGR 数据仍亮眼。**分季度来看，公司 Q3 营收和净利润分别为 42.48 亿元和 8.88 亿元，同比增速分别为-3.48%和 2.05%。前三季度业绩增幅放缓主要因为：1)公司去年上半年诊疗需求因为疫情递延到 Q3，导致去年 Q3 基数高；2)国内疫情反复，广东、江苏、新疆等多地区先后出现疫情反弹，对所在地医院的业务造成较大影响。公司 Q3 总营收和净利润环比增速分别为 10.73%和 40.51%，对比 2019Q3 CAGR 分别为 19.34%和 28.71%。从环比和 CAGR 数据上看，公司业绩仍然保持稳定健康增长。

◆ **疫情和股权激励费用计提情况下，盈利能力维持优秀水平。**公司前三季度毛利率为 52.31%，同比增加 4.66pct，对比 2020 全年增加 1.28pct。前三季度期间费用率合计增加 2.77pct 至 24.90%，主要因为经营扩张导致的推广和薪酬费用增加，和股权激励费用。其中管理费用同比增加 1.64pct 至 13.20%，主要因为前三季度计提股权激励费用 0.72 亿元。综合来看，公司前三季度净利率为 18.73%，同比下降 0.89pct，对比 2020 全年增加 2.97pct；考虑到疫情影响和股权激励费用计提，公司保持优秀的盈利水平。

◆ **五家培育医院并入体内，将持续提供业绩动力。**公司 8 月 18 日发布公告称，拟以自有资金收购爱尔安星持有的日照爱尔（55%股权，4930 万元）、威海爱尔（51%股权，3813 万元）、河源爱尔（75%股权，3368 万元）、江门新会爱尔（65%股权，1.56 亿元）、枣阳爱尔（70%股份，5002 万元），交易合计金额为 3.27 亿元。2020 年和 2021 上半年五家医院合计收入为 1.57 亿元和 0.87 亿元，净利润为 935、738 万元。在今年国内疫情总体缓和的情况下，五家医院有望继续维持业绩高增速。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 23.53、30.66、39.94 亿元，同比增速分别为 36.5%、30.3%、30.3%，对应 109X、83X、64X 倍 PE。公司为眼科服务领域绝对龙头，业绩保持恢复，全国扩张情况良好，2021 年业绩有望保持高增速，我们维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**医疗事故风险，新冠疫情反复，外延并购速度不及预期。

医药 | 医疗服务 III

投资评级

增持-A(维持)

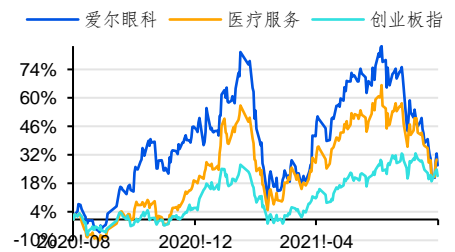
股价(2021-08-26)

48.71 元

交易数据

总市值(百万元)	263,302.85
流通市值(百万元)	217,184.48
总股本(百万股)	5,405.52
流通股本(百万股)	4,458.72
12个月价格区间	45.65/92.69 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.08	-24.48	3.13
绝对收益	-14.24	-22.37	26.59

分析师

魏贇
 SAC 执业证书编号: S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn
 02120377191

报告联系人

徐梓煜
 xuziyu@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

爱尔眼科：业绩符合预期，疫情不改眼科龙头业绩高增速 2021-04-23

爱尔眼科：Q3 业绩复合预期，全年可期 2020-10-27

爱尔眼科：Q2 业务恢复明显向好，下半年业绩明朗 2020-08-26

爱尔眼科：业绩维持高增长，龙头地位进一步稳固 2018-04-24

爱尔眼科：国内外布局稳步推进，业绩增长符合预期 2017-10-13

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	15,047	18,741	22,932
YoY(%)	24.7	19.2	26.3	24.6	22.4
净利润(百万元)	1,379	1,724	2,353	3,066	3,994
YoY(%)	36.7	25.0	36.5	30.3	30.3
毛利率(%)	49.3	51.0	49.7	50.5	51.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.32	0.44	0.57	0.74
ROE(%)	20.4	17.6	19.9	22.1	23.6
P/E(倍)	185.5	148.4	108.7	83.4	64.0
P/B(倍)	38.8	26.0	22.1	18.8	15.4
净利率(%)	13.8	14.5	15.6	16.4	17.4

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4027	5645	7803	9538	13164	营业收入	9990	11912	15047	18741	22932
现金	1840	3063	4502	5704	8437	营业成本	5065	5834	7564	9268	11239
应收票据及应收账款	1180	1416	1863	2222	2776	营业税金及附加	22	30	39	47	59
预付账款	102	139	165	214	250	营业费用	1049	1066	1671	2018	2368
存货	374	495	632	748	925	管理费用	1305	1425	2182	2811	3509
其他流动资产	531	532	641	650	775	研发费用	152	164	155	241	299
非流动资产	7868	9895	10254	10619	10864	财务费用	76	90	-2	-28	-88
长期投资	1	1	1	1	0	资产减值损失	-314	-363	-85	-141	-238
固定资产	1765	2098	2597	3039	3420	公允价值变动收益	-56	-380	-215	-244	-257
无形资产	555	546	629	728	752	投资净收益	113	159	90	102	116
其他非流动资产	5547	7251	7028	6852	6692	营业利润	2022	2674	3397	4381	5643
资产总计	11895	15541	18058	20157	24028	营业外收入	8	15	8	9	10
流动负债	2879	3334	4169	4354	5230	营业外支出	190	326	197	224	234
短期借款	580	487	487	487	487	利润总额	1840	2363	3209	4167	5419
应付票据及应付账款	1092	1454	1847	2197	2707	所得税	409	486	709	913	1176
其他流动负债	1207	1393	1836	1670	2036	税后利润	1431	1877	2500	3254	4243
非流动负债	1993	1554	1307	1049	747	少数股东损益	52	153	147	187	249
长期借款	1636	1382	1135	877	575	归属母公司净利润	1379	1724	2353	3066	3994
其他非流动负债	358	172	172	172	172	EBITDA	2439	2948	3706	4758	6091
负债合计	4872	4888	5477	5404	5977	主要财务比率					
少数股东权益	429	798	945	1132	1381	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	3098	4122	5406	5406	5406	成长能力					
资本公积	561	2377	1140	1140	1140	营业收入(%)	24.7	19.2	26.3	24.6	22.4
留存收益	3024	3356	4977	7079	9824	营业利润(%)	29.8	32.3	27.0	29.0	28.8
归属母公司股东权益	6594	9854	11636	13621	16669	归属于母公司净利润(%)	36.7	25.0	36.5	30.3	30.3
负债和股东权益	11895	15541	18058	20157	24028	获利能力					
						毛利率(%)	49.3	51.0	49.7	50.5	51.0
						净利率(%)	13.8	14.5	15.6	16.4	17.4
						ROE(%)	20.4	17.6	19.9	22.1	23.6
						ROIC(%)	16.2	16.0	18.2	20.8	22.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.0	31.5	30.3	26.8	24.9
						流动比率	1.4	1.7	1.9	2.2	2.5
						速动比率	1.2	1.5	1.7	2.0	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
						应付账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6
						估值比率					
						P/E	185.5	148.4	108.7	83.4	64.0
						P/B	38.8	26.0	22.1	18.8	15.4
						EV/EBITDA	105.3	86.6	68.5	53.1	41.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2078	3344	3166	3681	5096
净利润	1431	1877	2500	3254	4243
折旧摊销	504	550	538	680	829
财务费用	76	90	-2	-28	-88
投资损失	-113	-159	-90	-102	-116
营运资金变动	-245	171	5	-367	-29
其他经营现金流	426	814	215	244	257
投资活动现金流	-1759	-1057	-1023	-1187	-1215
筹资活动现金流	164	-852	-705	-1292	-1148
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.32	0.44	0.57	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.62	0.59	0.68	0.94
每股净资产(最新摊薄)	1.22	1.82	2.14	2.51	3.07

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

魏贇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn