

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

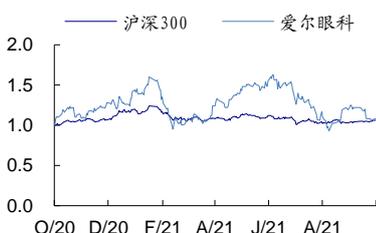
医疗器械与服务

**爱尔眼科(300015)**
**买入**

2021年三季度报点评

(维持评级)

2021年10月27日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	5,406/4,459
总市值/流通(百万元)	255,817/210,987
上证综指/深圳成指	3,610/14,597
12个月最高/最低(元)	92.69/39.87

**相关研究报告:**

《爱尔眼科-300015-2021年半年报点评:业绩稳健增长,分级连锁有序推进》——2021-08-31

《爱尔眼科-300015-2020年年报暨2021年一季报点评:扣非业绩超预期,“二次创业”稳步推进》——2021-04-29

《爱尔眼科-300015-2020年三季报点评:业绩超预期,眼科真龙头》——2020-10-28

《爱尔眼科-300015-2020年半年报点评:业绩强劲恢复,彰显龙头本色》——2020-08-27

《爱尔眼科-300015-2019年年报暨2020年一季报点评:疫情影响20Q1,预计逐渐恢复》——2020-04-29

**证券分析师: 朱寒青**

电话: 0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

**证券分析师: 陈益凌**

电话: 021-60933167

E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

**联系人: 张超**

电话: 0755-81982940

E-MAIL: zhangchao4@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 业绩符合预期,收购多家医院完善分级连锁网络

**● 业绩符合预期,去年同期高基数下维持稳健发展**

2021年前三季度实现营收115.96亿(+35.4%),归母净利润20.03亿(+29.6%),扣非归母净利润21.75亿(+37.6%)。Q3单季度营收42.48亿(-3.5%),扣非归母净利润9.48亿(-5.4%),在去年同期高基数和今年在湖南、湖北、广东等省市出现散发疫情的影响下,仍然维持了较稳健的发展。

**● 毛利率持续提升,销售及管理费用投入均有所加大**

2021年前三季度销售毛利率为52.3%(+4.7pp),个性化诊疗和消费医疗项目贡献不断加大。销售费用率为9.5%(+0.9pp),管理费用率为13.2%(+1.6pp),主要是由于规模扩大,人员薪酬及股权激励费用增加导致。研发费用达1.6亿(+61.5%),持续加大对临床技术及数字化建设研究的投入。经营性现金流净额为32.5亿(+27.1%),现金流净额与归母净利润的比值高达162%,现金流维持稳定优质。

**● 收购多家医院完善分级连锁,学科建设和人才培养持续推进**

2021年前三季度完成收购14家医院,多为地市或县市级医院,进一步推进分级连锁网络建设。新十年“二次创业”中公司所希望打造的一家世界级眼科医院及八大区域性眼科中心在加紧建设之中,其中四川眼科医院已于7月光明启幕。学科建设上陆续推出老花白内障、高度近视、干眼等专科门诊,推进精准医疗;并与四川大学、天津大学等签署战略合作协议,为人才培养和储备打下坚实基础。

**● 风险提示: 新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等**
**● 投资建议: 略下调盈利预测,维持“买入”评级**

公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司,通过分级连锁模式迅速扩张,“内生+外延”共同支撑业绩成长。营收净利稳健增长,品牌影响力持续增强,并形成完善的医教研体系和人才培养机制,新十年“二次创业”稳步推进。考虑疫情散发影响,略下调盈利预测,2021-23年净利润23.04/30.84/40.26亿(原23.91/31.33/40.57亿),同比增速33.7%/33.9%/30.5%,当前股价对应PE为111/83/64x,维持“买入”。

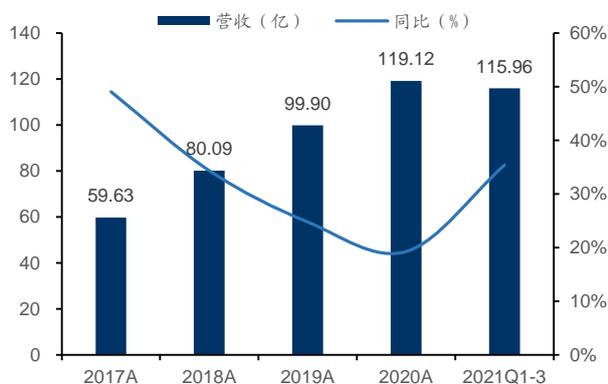
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	14,895	18,532	22,834
(+/-%)	24.7%	19.2%	25.0%	24.4%	23.2%
净利润(百万元)	1,379	1,724	2,304	3,084	4,026
(+/-%)	36.7%	25.0%	33.7%	33.9%	30.5%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.42	0.43	0.57	0.74
EBIT Margin	25.5%	29.9%	26.0%	26.4%	26.7%
净资产收益率(ROE)	20.9%	17.5%	20.7%	23.8%	26.2%
市盈率(PE)	106.3	113.1	111.0	82.9	63.5
EV/EBITDA	52.2	50.3	62.3	49.4	39.8
市净率(PB)	22.23	19.79	23.00	19.76	16.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

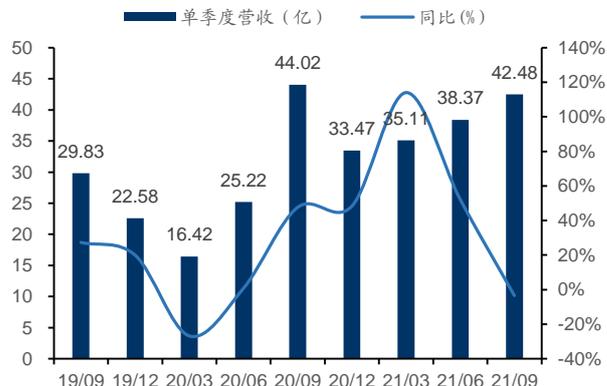
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 爱尔眼科营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



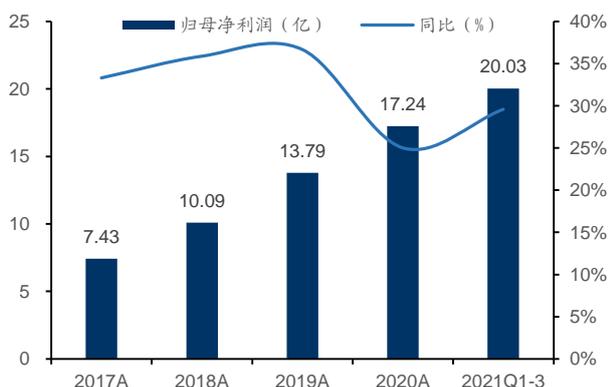
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 爱尔眼科单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



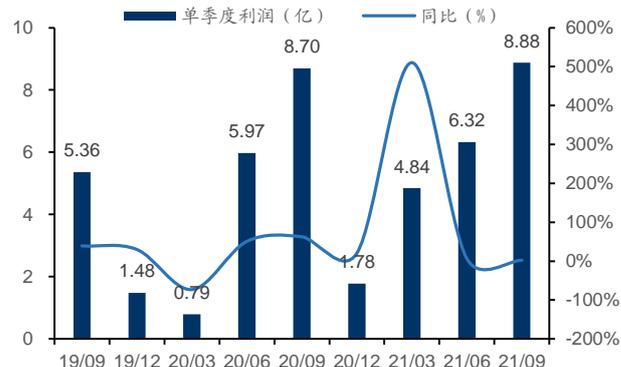
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 爱尔眼科归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



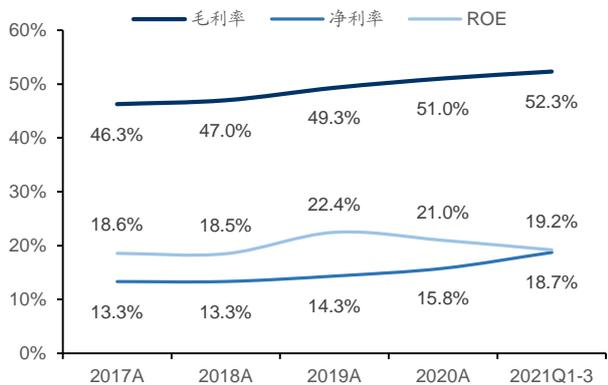
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 爱尔眼科单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



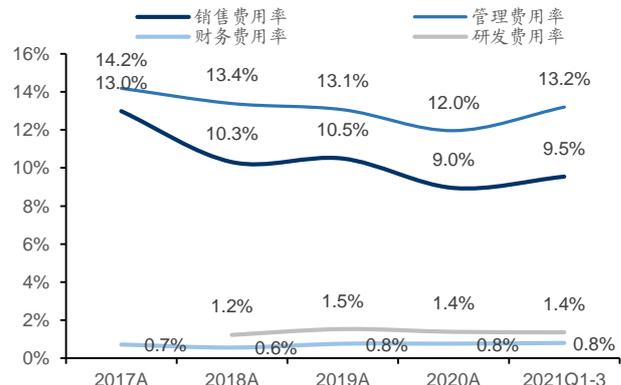
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 爱尔眼科毛利率、净利率、ROE 变化情况



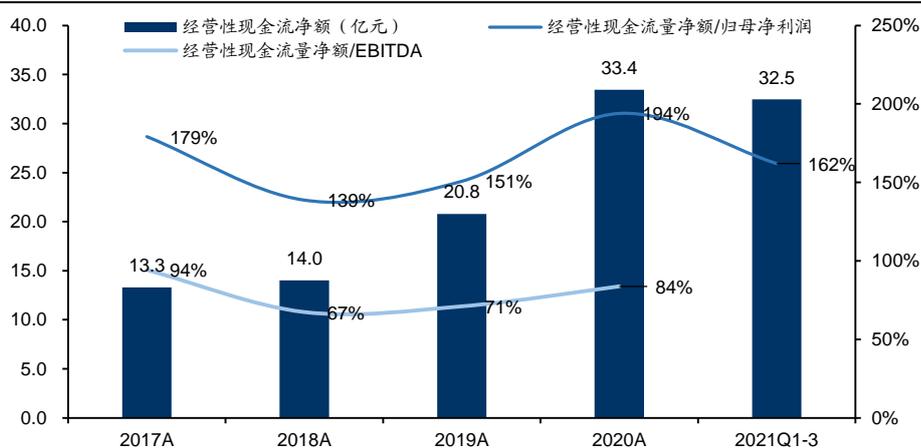
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 爱尔眼科费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 2017 年管理费用中包含研发费用

**图 7: 爱尔眼科现金流情况 (单位: 亿元、%)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 2021 年爱尔眼科已完成的重大股权投资情况 (单位: 万元, 截止 2021 年 10 月 26 日)**

标的名称	投资金额	持股比例	标的名称	投资金额	持股比例
武汉爱尔眼科黄陂医院	3,000	60.0%	威海爱尔	3,813	51.0%
重庆万州爱尔	6,464	80.0%	河源爱尔	3,368	75.0%
丹东爱尔	3,460	55.0%	江门新会爱尔	15,619	65.0%
临沂爱尔	3,794	51.0%	枣阳爱尔	5,002	70.0%
日照爱尔	4,930	55.0%	鞍山爱尔	4,661	55.0%
沧州爱尔	8,673	51.0%	阜阳爱尔	3,938	51.0%
廊坊爱尔	4,727	72.7%	秦皇岛爱尔	5,906	80.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 2021/10/25	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300015	爱尔眼科	47.32	2558	0.42	0.43	0.57	0.74	113	110	83.1	63.7	26%	3.4	买入
600763	通策医疗	237.95	763	1.54	2.31	3.08	4.04	155	103	77.4	58.9	24%	2.7	无
1951.HK	锦欣生殖	12.84	266	0.10	0.14	0.21	0.26	106	76.9	51.4	41.2	3%	2.1	买入
6078.HK	海吉亚医疗	71.55	364	0.28	0.67	0.98	1.36	214	88.2	60.1	43.3	9%	1.3	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注: 除爱尔眼科和锦欣生殖外, 通策医疗及海吉亚医疗 EPS 均为 Wind 一致预测, 港股市值及 EPS 均以人民币计

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3063	3830	4765	6163	营业收入	11912	14895	18532	22834
应收款项	1599	2040	2510	3095	营业成本	5834	7354	9107	11193
存货净额	495	584	737	926	营业税金及附加	30	37	46	53
其他流动资产	189	237	294	363	销售费用	1066	1430	1761	2158
<b>流动资产合计</b>	<b>5645</b>	<b>6991</b>	<b>8607</b>	<b>10847</b>	管理费用	1425	2204	2727	3333
固定资产	2760	2935	3120	3350	财务费用	90	134	167	178
无形资产及其他	546	524	502	480	投资收益	159	100	90	75
投资性房地产	6589	6589	6589	6589	资产减值及公允价值变动	(18)	(250)	(220)	(150)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	(933)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15541</b>	<b>17039</b>	<b>18819</b>	<b>21267</b>	营业利润	2674	3586	4594	5846
短期借款及交易性金融负债	700	1094	407	0	营业外净收支	(311)	(350)	(250)	(200)
应付款项	1454	973	1164	1080	<b>利润总额</b>	<b>2363</b>	<b>3236</b>	<b>4344</b>	<b>5646</b>
其他流动负债	1180	1409	1744	2144	所得税费用	486	722	977	1253
<b>流动负债合计</b>	<b>3334</b>	<b>3475</b>	<b>3315</b>	<b>3224</b>	少数股东损益	153	210	282	366
长期借款及应付债券	1382	1382	1382	1382	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1724</b>	<b>2304</b>	<b>3084</b>	<b>4026</b>
其他长期负债	172	145	95	8					
<b>长期负债合计</b>	<b>1554</b>	<b>1527</b>	<b>1477</b>	<b>1390</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4888</b>	<b>5002</b>	<b>4792</b>	<b>4614</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	798	914	1081	1300	净利润	1724	2304	3084	4026
股东权益	9854	11123	12946	15354	资产减值准备	77	100	55	47
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15541</b>	<b>17039</b>	<b>18819</b>	<b>21267</b>	折旧摊销	416	314	380	437
					公允价值变动损失	18	250	220	150
					财务费用	90	134	167	178
					营运资本变动	(1262)	(758)	(149)	(566)
					其它	23	16	112	172
					<b>经营活动现金流</b>	<b>995</b>	<b>2225</b>	<b>3702</b>	<b>4266</b>
					资本开支	(1092)	(817)	(819)	(843)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1092)</b>	<b>(817)</b>	<b>(819)</b>	<b>(843)</b>
					权益性融资	826	0	0	0
					负债净变化	(254)	0	0	0
					支付股利、利息	(600)	(1035)	(1261)	(1619)
					其它融资现金流	2202	394	(687)	(407)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>1320</b>	<b>(642)</b>	<b>(1948)</b>	<b>(2025)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1223</b>	<b>767</b>	<b>935</b>	<b>1398</b>
					货币资金的期初余额	1840	3063	3830	4765
					货币资金的期末余额	3063	3830	4765	6163
					企业自由现金流	886	1746	3202	3773
					权益自由现金流	2835	2172	2579	3493

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032