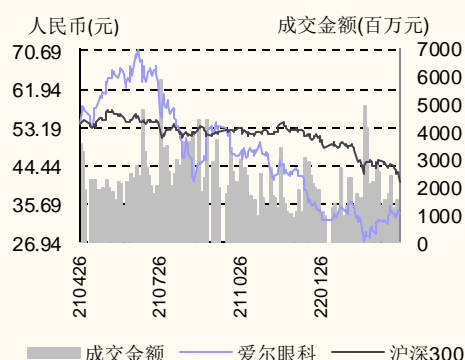


爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 33.58 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)	1,815.37
年内股价最高最低(元)	71.28/26.94
沪深 300 指数	3815
创业板指	2169

**相关报告**

- 1.《业务结构持续优化, 新业务增长动力充足-爱尔眼科三季报点评》, 2021.10.26
- 2.《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

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
18621160220224

徐雨涵 联系人
xuyuhan@gjzq.com.cn

业绩持续稳健增长, 分级连锁有序推进**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,912	15,001	19,298	24,931	32,381
营业收入增长率	19.24%	25.93%	28.65%	29.19%	29.88%
归母净利润(百万元)	1,724	2,323	3,166	4,210	5,555
归母净利润增长率	25.01%	34.78%	36.26%	33.00%	31.93%
摊薄每股收益(元)	0.418	0.430	0.586	0.779	1.027
每股经营性现金流净额	0.81	0.76	0.84	1.03	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.49%	20.54%	23.17%	24.75%	25.66%
P/E	179.06	98.38	57.34	43.12	32.68
P/B	31.32	20.21	13.29	10.67	8.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月25日, 公司公布2021年度报告及2022年第一季度报告。2021年实现收入150.01亿元(+25.93%), 归母净利润23.23亿元(+34.78%); Q4单季度实现收入34.04亿元(+1.72%), 归母净利润3.20亿元(+79.92%), 业绩符合预期。
- 2022年第一季度实现收入41.69亿元(+18.72%), 归母净利润6.11亿元(+26.15%), 扣非归母净利润6.23亿元(+22.49%), 业绩符合预期。

经营分析

- 围绕分级连锁持续拓展, 各级诊疗机构协同运转。截至2021年底, 公司旗下拥有境内医院174家、门诊部118家, 实现门诊量1019.61万人次(+35%)、手术量81.73万例(+18%)。公司持续通过收购和新设方式加快地、县医院以及视光门诊的布局, 进一步提升了医疗网络布局的广度、深度和密度。
- 高质量发展稳健推进, 盈利能力有所提升。公司主营业务各板块均实现收入显著增长, 其中视光服务业务和屈光手术业务增速较快, 分别实现收入33.78亿元(+38%)和55.20亿元(+27%)。公司在费用端控制良好, 销售费用率9.65%(+0.7pct)、管理费用率13.05%(+1.1pct), 实现毛利率51.92%(+0.89pct)、净利率16.47%(+0.71pct), 盈利能力稳步提升。分子公司看, 长沙爱尔、武汉爱尔、成都爱尔分别实现收入4.6亿元(+3%)、5.4亿元(+11%)、4.2亿元(+9%), 核心老院长期保持稳健经营。
- 临床、教学、科研、服务能力持续提升, 患者满意度和品牌影响力不断提高。2021年公司分别与天津大学、四川大学、天津职业大学等高校签署战略合作协议, 预计将持续为公司孵化人才, 提升科研实力与行业影响力。

盈利调整与投资建议

- 公司作为国内眼科医疗服务行业龙头, 不断提升管理水平、巩固市场地位, 分级连锁体系持续完善, 预计公司22-24年实现归母净利润31.66、42.10、55.55亿元, 同比增长36%、33%、32%。对应PE为57、43、33倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反弹风险; 海外拓展不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 并购速度不及预期风险; 医疗安全性事故纠纷风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	9,990	11,912	15,001	19,298	24,931	32,381
增长率		19.2%	25.9%	28.6%	29.2%	29.9%
主营业务成本	-5,065	-5,834	-7,212	-9,243	-11,891	-15,380
%销售收入	50.7%	49.0%	48.1%	47.9%	47.7%	47.5%
毛利	4,926	6,079	7,789	10,055	13,040	17,001
%销售收入	49.3%	51.0%	51.9%	52.1%	52.3%	52.5%
营业税金及附加	-22	-30	-41	-54	-70	-94
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,049	-1,066	-1,447	-2,200	-2,792	-3,659
%销售收入	10.5%	9.0%	9.6%	11.4%	11.2%	11.3%
管理费用	-1,305	-1,425	-1,958	-2,818	-3,740	-4,922
%销售收入	13.1%	12.0%	13.1%	14.6%	15.0%	15.2%
研发费用	-152	-164	-223	-313	-401	-518
%销售收入	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	2,397	3,392	4,120	4,671	6,037	7,808
%销售收入	24.0%	28.5%	27.5%	24.2%	24.2%	24.1%
财务费用	-76	-90	-106	-177	-119	-92
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.5%	0.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-56	-380	-448	-121	-100	-80
投资收益	113	159	141	145	152	160
%税前利润	6.2%	6.7%	4.5%	3.4%	2.7%	2.2%
营业利润	2,022	2,674	3,494	4,621	6,079	7,916
营业利润率	20.2%	22.4%	23.3%	23.9%	24.4%	24.4%
营业外收支	-182	-311	-346	-400	-500	-600
税前利润	1,840	2,363	3,148	4,221	5,579	7,316
利润率	18.4%	19.8%	21.0%	21.9%	22.4%	22.6%
所得税	-409	-486	-678	-886	-1,183	-1,558
所得税率	22.2%	20.6%	21.5%	21.0%	21.2%	21.3%
净利润	1,431	1,877	2,470	3,334	4,397	5,758
少数股东损益	52	153	147	168	186	203
归属于母公司的净利润	1,379	1,724	2,323	3,166	4,210	5,555
净利率	13.8%	14.5%	15.5%	16.4%	16.9%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,431	1,877	2,470	3,334	4,397	5,758
少数股东损益	52	153	147	168	186	203
非现金支出	884	1,007	1,442	840	887	961
非经营收益	5	287	400	495	487	493
营运资金变动	-242	172	-227	-151	-189	-415
经营活动现金净流	2,078	3,344	4,084	4,519	5,581	6,797
资本开支	-740	-888	-1,488	-2,195	-2,961	-3,706
投资	-1,116	-347	-1,196	-621	-900	-942
其他	96	178	169	145	152	160
投资活动现金净流	-1,759	-1,057	-2,514	-2,671	-3,709	-4,488
股权募资	91	826	1,344	0	0	0
债权募资	798	-434	7	-691	-367	-478
其他	-724	-1,244	-1,591	-1,026	-1,013	-1,042
筹资活动现金净流	164	-852	-240	-1,717	-1,381	-1,520
现金净流量	488	1,425	1,340	131	492	789

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,840	3,063	4,402	3,673	3,513	3,800
应收款项	1,375	1,602	1,784	2,088	2,794	3,655
存货	374	495	571	699	860	1,116
其他流动资产	438	486	458	740	1,203	1,650
流动资产	4,027	5,645	7,215	7,201	8,369	10,221
%总资产	33.9%	36.3%	33.0%	30.9%	31.4%	32.5%
长期投资	1,755	1,757	1,466	1,766	2,166	2,728
固定资产	2,126	2,760	3,204	3,728	4,879	6,530
%总资产	17.9%	17.8%	14.7%	16.0%	18.3%	20.8%
无形资产	3,771	5,124	6,096	6,654	7,194	7,781
非流动资产	7,868	9,895	14,634	16,080	18,253	21,210
%总资产	66.1%	63.7%	67.0%	69.1%	68.6%	67.5%
资产总计	11,895	15,541	21,849	23,280	26,622	31,431
短期借款	889	700	2,321	1,500	1,000	409
应付款项	1,282	1,614	2,884	3,011	3,410	3,684
其他流动负债	707	1,020	1,071	1,402	1,823	2,447
流动负债	2,879	3,334	6,276	5,913	6,233	6,540
长期贷款	1,636	1,382	58	68	80	93
其他长期负债	358	172	3,291	2,552	2,029	1,680
负债	4,872	4,888	9,625	8,533	8,343	8,313
普通股股东权益	6,594	9,854	11,310	13,665	17,010	21,646
其中：股本	3,098	4,122	5,406	5,406	5,406	5,406
未分配利润	2,608	2,768	4,321	6,676	10,022	14,657
少数股东权益	429	798	914	1,083	1,269	1,472
负债股东权益合计	11,895	15,541	21,849	23,280	26,622	31,431

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.445	0.418	0.430	0.586	0.779	1.027
每股净资产	2.129	2.391	2.092	2.528	3.146	4.004
每股经营现金净流	0.671	0.811	0.755	0.836	1.032	1.257
每股股利	0.150	0.148	0.120	0.150	0.160	0.170
回报率						
净资产收益率	20.91%	17.49%	20.54%	23.17%	24.75%	25.66%
总资产收益率	11.59%	11.09%	10.63%	13.60%	15.82%	17.67%
投入资本收益率	19.38%	21.03%	22.01%	22.51%	24.48%	25.94%
增长率						
主营业务收入增长率	24.74%	19.24%	25.93%	28.65%	29.19%	29.88%
EBIT增长率	36.54%	41.48%	21.47%	13.36%	29.24%	29.35%
净利润增长率	36.67%	25.01%	34.78%	36.26%	33.00%	31.93%
总资产增长率	23.56%	30.65%	40.59%	6.55%	14.35%	18.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.7	39.8	35.7	33.0	35.0	35.0
存货周转天数	26.4	27.2	27.0	27.6	26.4	26.5
应付账款周转天数	73.3	79.6	71.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	64.5	64.3	58.0	40.1	27.1	16.9
偿债能力						
净负债/股东权益	5.48%	-12.02%	-19.01%	-16.31%	-14.95%	-15.56%
EBIT利息保障倍数	31.7	37.5	38.7	26.4	50.7	84.6
资产负债率	40.96%	31.46%	44.05%	36.65%	31.34%	26.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	6	12	19	65
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.14	1.08	1.05	1.00

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	2020-04-29	买入	45.09	N/A
2	2021-03-29	买入	62.05	N/A
3	2021-04-09	买入	61.30	N/A
4	2021-04-23	买入	63.65	N/A
5	2021-08-27	买入	48.71	N/A
6	2021-10-26	买入	47.32	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