

中航证券金融研究所

沈文文, CFA

证券执业证书号: S0640513070003

电话: 010-59219558

邮箱: shenww@avicsec.com

爱尔眼科 (300015) 2021 年报和 2022一季报点评: 内生稳健, 外延提速, 盈利能力持续提升

行业分类: 医药生物

2022 年 4 月 25 日

2021 年报和 2022一季报:

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	—
当前股价 (2022.04.25)	33.58

基础数据	
上证指数	2928.51
总股本 (亿)	54.06
流通 A 股 (亿)	44.57
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿元)	1497.24
每股净资产 (元)	2.19
ROE (2022Q1)	5.27%
资产负债率 (2022Q1)	42.24%
动态市盈率	78.14
市净率	15.30



- 2021全年, 公司实现营业收入1,500,080.94万元, 同比增长25.93%; 利润总额314,775.49万元, 同比增长33.19%; 归属于上市公司股东的净利润232,334.40万元, 同比增长34.78%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润278,271.20, 同比增长30.59%; 基本每股收益0.43元, 同比增长32.82%。2022Q1, 公司实现营业收入416,863.42万元, 同比增长18.72%; 归属于上市公司股东的净利润61,060.10万元, 同比增长26.15%。
- 高需求驱动收入增长, 边际效应提升盈利能力。2021年全年, 公司医疗服务业务实现营业收入1,016,173.56万元, 同比增长22.02%; 毛利率50.39%, 较去年同期提升了1.11个百分点。视光服务业务实现营业收入337,845.45万元, 同比增长37.68%; 毛利率58.04%, 较去年同期提升了1.11个百分点。其他病种业务实现营业收入143,270.83万元, 同比增长28.14%; 毛利率47.89%, 较去年同期下降了2.80个百分点。随着我国居民用眼习惯的变化, 眼部疾病发病率不断攀升, 眼科市场需求也逐步提升, 支撑了公司眼科医疗服务业务快速增长, 尤其是视光业务和医疗服务中的准分子业务。叠加公司门诊量和手术量快速提升, 同比分别增长了35.07%和17.64%, 通过边际效应, 持续降低医疗服务等核心业务成本, 驱动公司业绩快速增长。
- Q1 业绩受疫情扰动, 海外业务进展顺利, 长期无忧。2022Q1 公司营业收入增速较 2019Q1 和 2021Q1 增速有所下降, 主要系我国 3 月份疫情反复, 国内医院受到限流等因素的影响, 公司相关业务受到扰动。海外业务方面, 公司欧洲业务收入快速提升, 海外疫情倒逼海外客户选择安全性更高的品牌医院, 营收同比增长 39.24%。长期来看, 市场需求因疫情影响虽然造成了短期抑制, 但并未消除需求, 待我国疫情缓和或全面解封后, 公司业务有望得到恢复性增长, 叠加公司海外业务进展顺利, 内生外延前景可期。
- 推进新十年的战略规划, 协助体内眼科中心市场下沉。报告期内, 公司持续推进新十年的战略规划, 通过建设世界级的眼科中心和国家级的眼科中心, 带动下级省会级眼科中心, 并且带动绝大部分地级市眼科医院的发展, 有望进一步提升公司整体收入能力, 支撑业绩增长。
- 投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年摊薄后(暂不考虑转增股本的影响)的 EPS 分别为 0.57 元、0.72 元和 0.92 元, 对应的动态市盈率分别为 58.41 倍、46.36 倍和 36.33 倍。眼科医疗服务行业维持高景气度, 公司作为眼科医疗服务行业龙头公司, 扩张脚步仍在持续, 公司各项主营业务有望继续保持快速增长趋势, 维持买入评级。
- 风险提示: 行业政策风险, 医疗事故风险, 商誉减值风险, 疫情风险

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637

图表 1：盈利预测表

报表预测	2019	2020	2021	2022B	2023E	2024B	单位：百万元
会计年度							
利润表							
营业收入	9,990.10	11,912.41	15,000.81	18,596.48	23,292.19	29,582.94	
减：营业成本	5,064.55	5,833.83	7,211.89	8,973.36	11,295.86	14,458.93	
税金及附加	22.19	30.41	41.32	51.22	64.15	81.48	
主营业务利润	4,903.36	6,048.17	7,747.61	9,571.90	11,932.18	15,042.53	
减：销售费用	1,048.54	1,066.46	1,446.86	1,803.86	2,270.99	2,899.13	
管理费用	1,305.02	1,425.46	1,957.76	2,417.54	3,051.28	3,904.95	
研发费用	152.31	164.25	222.55	297.54	388.98	502.91	
财务费用	75.53	90.35	106.44	181.03	125.44	22.35	
经营性利润	2,321.96	3,301.65	4,013.99	4,871.93	6,095.49	7,713.20	
加：资产减值损失	-314.14	-362.81	-217.21	-420.90	-494.24	-608.44	
信用减值损失	-65.81	-94.02	-99.75	-130.98	-164.06	-208.36	
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	113.41	159.04	141.12	141.12	141.11	141.11	
公允价值变动损益	-56.41	-380.41	-448.39	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	-0.97	0.93	0.05	0.18	0.26	0.20	
其他收益	23.82	49.80	104.20	72.67	79.37	81.27	
营业利润	2,021.84	2,674.18	3,494.00	4,534.01	5,657.92	7,118.97	
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外收入	8.03	14.84	15.71	14.14	14.78	14.72	
减：营业外支出	189.64	325.74	361.96	321.16	335.52	335.14	
利润总额	1,840.24	2,363.27	3,147.75	4,226.99	5,337.18	6,798.55	
减：所得税	409.08	486.11	677.85	910.26	1,149.33	1,464.03	
净利润	1,431.16	1,877.17	2,469.90	3,316.73	4,187.85	5,334.52	
减：少数股东损益	52.24	153.36	146.56	208.91	271.74	337.83	
归属母公司股东净利润	1,378.92	1,723.81	2,323.34	3,107.82	3,916.10	4,996.69	
资产负债表							
货币资金	1,840.18	3,063.11	4,402.32	7,438.59	9,316.87	13,859.34	
交易性金融资产	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收账款	1,179.88	1,416.38	1,515.74	2,095.51	2,624.63	3,333.49	
预付账款	101.99	139.31	78.66	168.28	210.78	267.70	
其他应收款	194.65	185.75	268.44	328.37	411.28	522.36	
存货	374.21	494.56	571.33	711.54	895.70	1,146.52	
其他流动资产	36.16	46.37	78.86	79.15	99.14	125.91	
长期股权投资	0.96	0.83	0.74	0.68	0.61	0.55	
金融资产投资	1,754.16	1,755.81	1,464.88	1,464.88	1,464.88	1,464.88	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	2,125.75	2,759.87	6,554.83	6,393.16	5,936.98	5,260.16	
无形资产和开发支出	3,193.04	4,423.90	5,068.75	4,943.51	4,818.27	4,693.03	
其他非流动资产	793.76	954.68	1,544.47	1,030.79	517.11	517.11	
资产总计	11,894.75	15,540.59	21,849.01	24,954.46	26,596.25	31,491.06	
短期借款	580.00	487.10	671.43	2,475.07	354.74	0.00	
交易性金融负债	0.47	65.34	5.61	5.61	5.61	5.61	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	1,091.68	1,453.98	1,379.92	1,962.55	2,470.50	3,162.29	
预收账款	151.45	0.00	0.00	93.98	117.70	149.49	
合同负债	0.00	161.46	197.66	165.70	207.54	263.59	
其他应付款	745.62	953.21	2,371.77	1,912.78	2,407.85	3,082.10	
长期借款	1,635.71	1,381.96	3,154.52	2,342.96	1,501.07	774.73	
其他负债	667.10	385.37	1,844.02	1,175.65	1,431.26	1,777.35	
负债合计	4,872.02	4,888.42	9,624.94	10,134.29	8,496.28	9,215.17	
股本	3,097.81	4,121.52	5,406.11	5,406.11	5,406.11	5,406.11	
资本公积	561.30	2,376.92	2,212.72	2,212.72	2,212.72	2,212.72	
留存收益	2,934.93	3,355.45	3,690.91	6,078.11	9,086.17	12,924.25	
归属母公司股东权益	6,594.04	9,853.88	11,309.74	13,696.94	16,705.00	20,543.08	
少数股东权益	428.69	798.30	914.33	1,123.23	1,394.98	1,732.81	
股东权益合计	7,022.73	10,652.18	12,224.07	14,820.17	18,099.97	22,275.89	
负债和股东权益合计	11,894.75	15,540.59	21,849.01	24,954.46	26,596.25	31,491.06	
投入资本 (IC)	7,184.75	10,530.76	14,290.74	17,878.92	18,196.51	19,265.19	
现金流量表							
资本支出	682.50	1,079.21	1,471.84	800.00	600.00	500.00	
自由现金流	1,344.15	1,429.75	4,352.06	1,775.39	4,289.11	4,603.54	
短期借款增加	300.00	-92.90	184.34	1,803.64	-2,120.33	-354.74	
长期带息债务增加	315.73	-253.75	1,772.56	-811.56	-841.89	-726.34	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	464.67	618.23	0.00	720.62	908.04	1,158.61	
长期投资	-1,019.41	-168.90	-1,026.69	161.22	162.71	162.24	
经营性现金净流量	2,078.43	3,343.61	4,084.10	3,584.46	6,311.01	7,142.05	
投资性现金净流量	-1,759.10	-1,057.16	-2,514.41	-638.61	-437.03	-337.56	
筹资性现金净流量	164.41	-851.62	-239.62	90.42	-3,995.70	-2,262.03	
现金流量净额	487.88	1,424.91	1,340.47	3,036.28	1,878.28	4,542.46	
货币资金的期初余额	1,095.96	1,583.83	3,008.74	4,402.32	7,438.59	9,316.87	
货币资金的期末余额	1,840.18	3,063.11	4,402.32	7,438.59	9,316.87	13,859.34	
企业自由现金流	1,344.15	1,429.75	4,352.06	1,775.39	4,289.11	4,603.54	
权益自由现金流	1,901.14	1,011.33	6,225.44	2,625.42	1,228.46	3,504.93	

资料来源：iFinD、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。