

公司研究

疫情反复业绩短期承压，高质布局推动长久发展

——爱尔眼科（300015.SZ）2021 年年报&2022 年一季报点评

买入（维持）

当前价：35.71 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	54.06
总市值(亿元):	1930.52
一年最低/最高(元):	25.02/72.27
近 3 月换手率:	53.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	30.80	26.22	-24.43
绝对	22.76	7.17	-34.14

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力持续改善，眼科龙头稳步扩张——爱尔眼科（300015.SZ）2021 年三季报点评（2021-10-31）

业绩持续高增长，医疗网络布局进一步完善——爱尔眼科（300015.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-27）

要点

事件：公司发布 2021 年年报：实现营业收入 150.01 亿元，同比增长 25.93%；归母净利润 23.23 亿元，同比增长 34.78%；扣非归母净利润为 27.83 亿元，同比增长 30.59%。2022 年一季报：实现营业收入 41.69 亿元，同比增长 18.72%，实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 26.15%，扣非归母净利润 6.23 亿元，同比增长 22.49%。业绩符合市场预期。同时拟每股派现 1.2 元(含税)及转增 0.3 股。

点评：

公司受疫情影响短期业绩波动，仍看好公司长期发展：2021 年 Q4 单季度归母净利润增速 79.92%，在经历因疫情影响的 Q3 之后业绩迅速回升。2022 年一季度，受 2 月以来深圳、上海、湖南等地的疫情反复，所在地的医院就诊量及业务开展均受到影响，公司营收及利润端增速较去年同期有所放缓。我们认为受疫情影响的需求积压会在此轮疫情结束之后逐步释放，受疫情影响的业绩波动具有偶然性，看好在此轮疫情结束之后，公司的持续稳定发展。

屈光视光高速发展，带动利润率水平提升：2021 年公司门诊量 1019.61 万人次，同比增长 35.07%；手术量 81.73 万例，同比增长 17.64%。作为公司的核心业务，屈光和视光业务持续高速发展。2021 年屈光业务营收达 55.20 亿元，同比增长 26.92%，毛利率 58.95%，较 2020 年上升 0.83pct。2021 年公司视光业务营收 33.78 亿元，同比增长 37.68%，毛利率为 58.04%，相较 2020 年提升 1.11pct。高毛利的屈光与视光业务的快速增长，也带动了公司的盈利水平，2021 年公司毛利率 51.92%，相较 2020 年提升 0.89pct。除屈光与视光业务之外，眼前段项目实现收入 14.56 亿元同比增长 21.29%，毛利率为 47.95%，较 2020 年提升 2.85pct，眼后段项目实现收入 9.95 亿元，同比增长 21.69%，毛利率 34.52%，较 2020 年下降 0.88pct。其他项目获营收 14.33 亿元，同比增长 28.14%，主要因干眼症、老花等新项目的快速发展。

公司持续“分级连锁”发展模式，强化国内龙头优势：公司继续提升全国医疗网络的广度、深度、密度以及高度，已在湖南、湖北、四川、辽宁、广东等公司重点布局省份逐步实现以省会城市一城多院、眼视光门诊部以及爱眼 e 站的横向同城分级诊疗网络建设。截止 2021 年底，公司体内+集团内部共有医院加门诊部超过 600 家，其中公司体内在境内共有医院 174 家，门诊部 118 家，稳居国内行业龙头位置。随着公司体内旗舰老院的稳定增长，次新院的业绩爬坡，集团内部孵化的优质医院不断整合，公司可持续稳步增长，稳定国内龙头地位。

政策支持未变，民营眼科未来仍可期：国家对眼科行业和社会办医的支持与重视未变，如今年一月颁布的“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）以及“医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）”等，与之前发布的相关政策文件保持了一贯性。随着居民眼健康意识逐步加强，医疗消费稳步升级，国家近视防控战略、防盲治盲等政策的推进实施，公司品牌影响力持续增强，经营规模和人才队伍不断扩大；同时随着国内疫情整体得到有效控制，公司各项业务快速恢复，共同促进了业绩的增长。

高管增持注入信心，医教研平台助力长久发展：2022 年一季度，公司高管李力先生、刘多元先生、吴士君先生、唐仕波先生、王丽华女士、冯珺女士等共已增持及计划增持公司股份约 620 万股，彰显管理层对公司未来发展的信心。公司进一步完善医教研平台建设，分别与天津大学、四川大学、天津职业大学以及深圳职业技术学院签署了战略合作协议，新增了湖南省眼视光工程技术研究中心、湖南省眼视光国际科技合作基地两个省级创新平台，坚定公司人才培养和技术研发路线，为长久发展打下坚实基础。

盈利预测、估值与评级：公司作为眼科专科医院的龙头，屈光、视光及多项业务均处在高速增长期，且在疫情压力下依旧保持业绩高增长。考虑疫情影响，我们小幅下调 2022 年归母净利润至 30.01 亿元（原预测 30.14 亿元，下调幅度 0.43%）。因看好疫情影响渐消退叠加干眼症和老花业务的高速增长，我们小幅上调 2023 年归母净利润至 39.90 亿元（原预测为 38.72 亿元，上调幅度 3.04%）。新增 2024 年归母净利润预测为 50.63 亿元。现价对应 22~24 年 PE 为 64/48/38 倍。维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复的风险；并购项目整合不达预期；白内障筛查政策继续收紧的风险；医保政策风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,912	15,001	18,955	23,500	28,970
营业收入增长率	19.24%	25.93%	26.36%	23.98%	23.27%
净利润（百万元）	1,724	2,323	3,001	3,990	5,063
净利润增长率	25.01%	34.78%	29.19%	32.92%	26.90%
EPS（元）	0.42	0.43	0.56	0.74	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.49%	20.54%	21.98%	24.18%	25.25%
P/E	85	83	64	48	38
P/B	14.9	17.1	14.1	11.7	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-26，2020 年末总股本 41.22 亿股，2021 年末总股本 54.06 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,912	15,001	18,955	23,500	28,970
营业成本	5,834	7,212	9,313	11,492	14,107
折旧和摊销	416	489	458	492	537
税金及附加	30	41	42	52	64
销售费用	1,066	1,447	2,113	2,585	3,187
管理费用	1,425	1,958	2,559	3,137	3,795
研发费用	164	223	303	376	464
财务费用	90	106	-49	-104	-155
投资收益	159	141	170	190	209
营业利润	2,674	3,494	4,661	6,104	7,677
利润总额	2,363	3,148	4,278	5,644	7,161
所得税	486	678	1,027	1,355	1,719
净利润	1,877	2,470	3,251	4,290	5,443
少数股东损益	153	147	250	300	380
归属母公司净利润	1,724	2,323	3,001	3,990	5,063
EPS(元)	0.42	0.43	0.56	0.74	0.94

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,344	4,084	3,218	4,927	6,136
净利润	1,724	2,323	3,001	3,990	5,063
折旧摊销	416	489	458	492	537
净营运资金增加	231	-318	1,093	551	669
其他	973	1,590	-1,334	-106	-132
投资活动产生现金流	-1,057	-2,514	-1,071	-1,372	-1,453
净资本支出	-888	-1,488	-1,463	-1,562	-1,662
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-170	-1,027	392	190	209
融资活动现金流	-852	-240	-964	-691	-957
股本变化	1,024	1,285	1,284	0	0
债务净变化	-443	296	-356	351	400
无息负债变化	459	4,440	485	1,019	1,223
净现金流	1,425	1,340	1,182	2,864	3,726

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	51.0%	51.9%	50.9%	51.1%	51.3%
EBITDA 率	36.6%	34.0%	27.9%	28.0%	28.2%
EBIT 率	31.9%	29.6%	25.5%	25.9%	26.4%
税前净利润率	19.8%	21.0%	22.6%	24.0%	24.7%
归母净利润率	14.5%	15.5%	15.8%	17.0%	17.5%
ROA	12.1%	11.3%	13.2%	14.7%	15.7%
ROE (摊薄)	17.5%	20.5%	22.0%	24.2%	25.3%
经营性 ROIC	28.5%	28.6%	25.5%	28.7%	32.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	31%	44%	40%	38%	37%
流动比率	1.69	1.15	1.44	1.65	1.87
速动比率	1.54	1.06	1.33	1.55	1.76
归母权益/有息债务	4.73	4.75	6.75	6.95	7.23
有形资产/有息债务	4.93	6.51	8.90	9.37	9.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	15,541	21,849	24,572	29,086	34,640
货币资金	3,063	4,402	5,585	8,448	12,174
交易性金融资产	300	300	300	300	300
应收账款	1,416	1,516	1,933	2,197	2,462
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	186	268	285	353	435
存货	495	571	650	745	914
其他流动资产	486	458	744	811	895
流动资产合计	5,645	7,215	8,979	12,268	16,507
其他权益工具	5	5	5	5	5
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	2,098	2,384	2,480	2,743	3,134
在建工程	662	820	1,560	2,182	2,717
无形资产	546	751	733	720	700
商誉	3,878	4,317	4,317	4,317	4,317
其他非流动资产	97	3,610	3,610	3,610	3,610
非流动资产合计	9,895	14,634	15,593	16,818	18,132
总负债	4,888	9,625	9,754	11,124	12,747
短期借款	487	671	0	0	0
应付账款	1,454	1,380	2,608	3,218	3,950
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	172	170	170	170	170
流动负债合计	3,334	6,276	6,246	7,438	8,850
长期借款	1,382	58	208	378	578
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	3,207	3,207	3,207	3,207
非流动负债合计	1,554	3,349	3,507	3,687	3,897
股东权益	10,652	12,224	14,819	17,961	21,893
股本	4,122	5,406	5,406	5,406	5,406
公积金	2,965	2,952	1,968	2,367	2,873
未分配利润	2,768	4,321	6,374	8,826	11,882
归属母公司权益	9,854	11,310	13,654	16,497	20,049
少数股东权益	798	914	1,164	1,464	1,844

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	8.95%	9.65%	11.15%	11.00%	11.00%
管理费用率	11.97%	13.05%	13.50%	13.35%	13.10%
财务费用率	0.76%	0.71%	-0.26%	-0.44%	-0.53%
研发费用率	1.38%	1.48%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	21%	22%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.15	0.12	0.17	0.22	0.28
每股经营现金流	0.81	0.76	0.48	0.74	0.92
每股净资产	2.39	2.09	2.04	2.47	3.00
每股销售收入	2.89	2.77	2.83	3.51	4.33

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	85	83	64	48	38
PB	14.9	17.1	17.5	14.5	11.9
EV/EBITDA	35.7	39.8	45.7	36.6	29.4
股息率	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE